



## 速冻龙头锐意进取，预制菜接棒成长

——安井食品首次覆盖报告

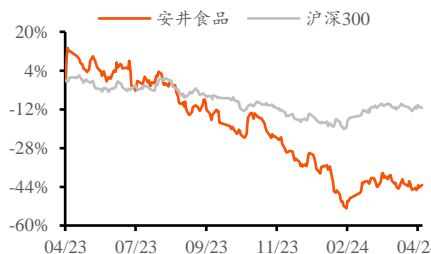
## 买入(首次)

行业：食品饮料  
日期：2024年04月25日分析师：汪玲  
E-mail: wangling@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760524030002  
分析师：夏明达  
E-mail: xiamingda@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760523080004

## 基本数据

04月22日收盘价(元) 84.77  
12mthA股价格区间(元) 68.57-173.90  
总股本(百万股) 293.29  
无限售A股/总股本 100.00%  
流通市值(亿元) 248.63

## 最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 相关报告:

《预制菜新规颁布，行业迎规范化发展》

——2024年03月24日

## 核心观点

公司：速冻龙头管理高效，锐意进取

公司成立二十余载，收入及业绩均取得亮眼成就。复盘发展历程，公司管理能力和执行力突出，能够拥抱行业趋势，经营策略积极有为。

业务：三路并进，BC兼顾

1) 主业：火锅料结构升级引领，米面聚焦差异化。公司火锅料布局较早，龙头地位稳固。近年来公司持续推新，锁鲜装 4.0 市场反馈良好，丸之尊 2.0 放量可期，烤肠系列等亦有望成为新增大单品。米面行业步入成熟期，公司在区域市场和选品上保持差异化战略，有望依托渠道优势实现错位竞争。

2) 预制菜：三箭齐发，开启第二增长曲线。2022 年预制菜市场规模约 4196 亿元，19-22 年 CAGR 达 19.6%，B 端降本增效为核心诉求。公司采取“自产+并购+贴牌”三种模式并进，产品已覆盖火锅周边食材、水产预制菜、调理类等多品类，复用传统渠道并积极拓展新渠道，公司菜肴制品 2023 前三季实现收入 31.1 亿元，同增 47.5%。

竞争力：产品力+渠道+供应链三箭合璧，夯实优势

1) 单品打造能力优秀。公司新品研发能力领先，战略大单品矩阵打磨日臻完善，以点带面拉动其他单品销售增长形成规模效应。

2) 渠道网络建设完善。公司以高精度“贴身支持”模式服务客户，通过订货会、门头布置、营销活动等多种方式赋能经销网络建设，并针对区域市场完善程度因地制宜制定渠道策略，有效强化经销商规模，助力终端全国化扩张。

3) 完备供应链助力效率提升。“销地产”模式通过重要销区就地设厂，优化运输成本，2018-2022 年物流费用率从 3.5% 下降至 2.0%。

## 投资建议

公司菜肴制品“三箭齐发”策略，有望带动菜肴板块放量，盈利端有望随新增产能落地、自产率提升而逐步改善，我们预计 23-25 年公司营收 146.23/174.85/208.90 亿元，同比+20.0%/19.6%/19.5%，预计 23-25 年 EPS 分别为 5.23/6.35/7.62 元，对应 2024/4/22 收盘价 PE 分别为 16x/13x/11x，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

宏观经济风险、食品安全问题、市场竞争加剧、原材料价格上升。

## 盈利预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,183	14,623	17,485	20,890
年增长率 (%)	31.4%	20.0%	19.6%	19.5%
归属于母公司的净利润	1,101	1,533	1,863	2,234
年增长率 (%)	61.4%	39.2%	21.6%	19.9%
每股收益 (元)	3.89	5.23	6.35	7.62
市盈率 (X)	41.61	16.22	13.34	11.13
净资产收益率 (%)	9.4%	11.8%	12.6%	13.1%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2024 年 04 月 22 日收盘价)

## 正文目录

1. 速冻行业龙头，乘风破浪二十载 .....	4
1.1. 产品矩阵清晰，管理团队稳定 .....	4
1.2. 历史复盘：拥抱行业趋势，安井积极进取 .....	5
2. 速冻行业：食品工业化大势所趋，万亿市场前景广阔 .....	9
2.1. 火锅料：公司传统优势品类，产品结构升级引领 .....	9
2.2. 米面：差异化竞争，聚焦特色单品 .....	10
2.3. 预制菜：“自产+并购+贴牌”，开启第二增长曲线 .....	12
3. 产品+渠道+供应链，夯实竞争优势 .....	16
3.1. 大单品战略引领，产品迭代能力突出 .....	16
3.2. “贴身支持”经销商团队建设，构建渠道壁垒 .....	17
3.3. “销地产”保障产能供给，提升生产效率 .....	18
4. 盈利预测及投资建议 .....	19
5. 风险提示 .....	21

## 图目录

图 1: 公司 2023H1 收入结构（按品类） .....	5
图 2: 公司 2023H1 收入结构（按渠道） .....	5
图 3: 安井食品股权结构（截至 20230930） .....	5
图 4: 1990s~2010s 速冻食品行业发展复盘 .....	7
图 5: 安井食品在行业变迁下的应对策略复盘 .....	8
图 6: 速冻火锅料市场规模及增速 .....	9
图 7: 2022 年速冻火锅料市场竞争格局 .....	9
图 8: 安井食品速冻火锅料主要产品 .....	10
图 9: 安井食品速冻火锅料营业收入及增速 .....	10
图 10: 安井食品速冻火锅料量价增速 .....	10
图 11: 速冻米面市场规模及增速 .....	11
图 12: 2021 年速冻米面竞争格局 .....	11
图 13: 安井食品速冻米面板块主要产品 .....	11
图 14: 安井食品速冻米面板块营业收入及增速 .....	12
图 15: 安井食品速冻米面量价增速 .....	12
图 16: 预制菜行业市场规模及增速 .....	12
图 17: 新增预制菜企业担纲速冻行业发展新势能 .....	12
图 18: 中国餐饮企业成本构成 .....	13
图 19: 餐饮行业使用预制菜前后，各项成本占营收比例（%，2021 年） .....	13
图 20: 连锁餐饮规模持续提升 .....	13
图 21: 安井食品速冻菜肴板块主要产品 .....	15
图 22: 安井食品预制菜肴板块营业收入及增速 .....	16
图 23: 安井食品预制菜肴量价增速 .....	16
图 24: 安井食品研发支出及研发费用率 .....	17
图 25: 安井食品及可比公司研发人员数量 .....	17
图 26: 行业可比公司每个经销商对应公司销售人员数量（个） .....	17
图 27: 安井食品经销商数量及增速 .....	17
图 28: 2023H1 安井食品分区域销售占比 .....	18
图 29: 安井食品物流费用及物流费用率 .....	19
图 30: 安井食品可比公司物流费用率 .....	19
图 31: 安井食品产能地图 .....	19
图 32: 安井食品产能利用率 .....	19

表目录

表 1: 公司主要产品矩阵梳理.....	4
表 2: 预制菜企业分类.....	12
表 3: 安井食品预制菜肴板块梳理.....	15
表 4: 公司历年主要新品.....	16
表 5: 安井食品分板块收入及毛利预测.....	20
表 6: 安井食品可比公司估值.....	20

## 1. 速冻行业龙头，乘风破浪二十载

### 1.1. 产品矩阵清晰，管理团队稳定

产品三路并进，渠道多点开花。安井食品，前身为华顺民生，于2017年上市，目前已发展成为国内较大的速冻食品企业，2023 前三季度实现总营收 102.7 亿元，同增 25.9%，归母净利润 11.2 亿元，同增 62.7%

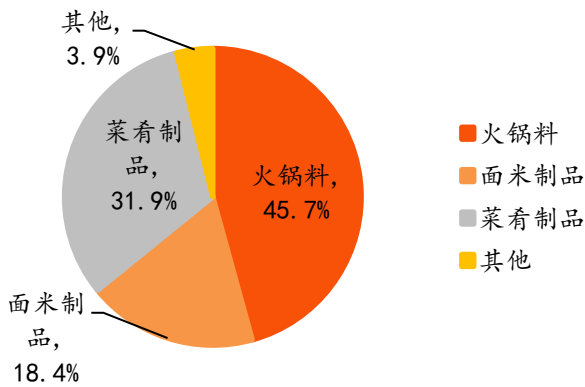
公司营业收入主要由火锅料制品、米面制品、菜肴制品三大品类贡献，2023H1 营收占比分别为 45.7%、18.4%以及 31.9%；公司渠道结构呈现多元化发展，经销渠道、特通直营、商超直营及新零售等多渠道共同发力，2023H1 分别贡献营收比例达 78.9%、8.9%、6.4%、3.7%。

表1:公司主要产品矩阵梳理

火锅料制品			米面制品	菜肴制品	
包点类	肠类/烧烤类	锁鲜装	汤圆/水饺	安井主品牌	安井小厨
					
					
	片类/仿蟹类		馒头/花卷		
		丸之尊			
丸类				新实业/新柳伍	冻品先生
			红糖馒头		
	夹心鱼排		包点系列		
					
油炸类			奶黄包		
					
			点心系列		
					
			桂花糕		

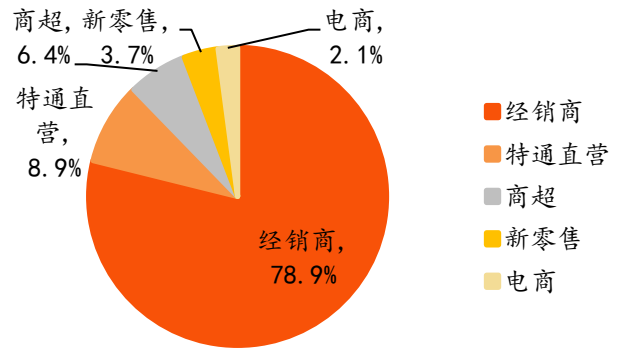
资料来源: Wind, 公司公告, 公司官网, 甬兴证券研究所

图1:公司 2023H1 收入结构 (按品类)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

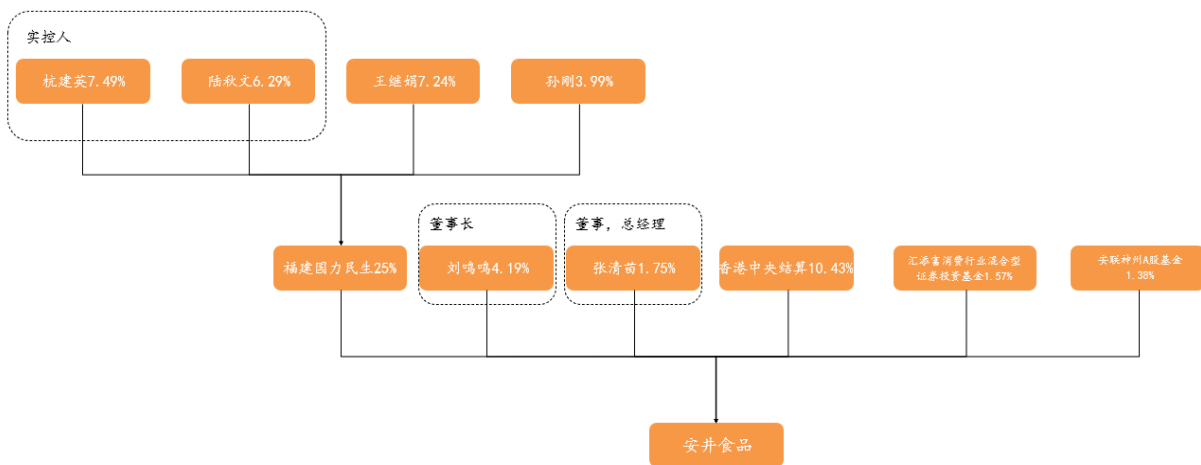
图2:公司 2023H1 收入结构 (按渠道)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

公司股权结构清晰, 管理层团队稳定。截至 20230930, 公司控股股东为福建国力民生科技发展有限公司, 持股比例达 25%, 实控人为杭建英女士、陆秋文女士分别持有国力民生 29.94%、25.15% 股权 (即分别持有安井食品 7.49%、6.29% 股权)。公司董事长、总经理分别为刘鸣鸣、张清苗, 进入公司工作时间较长, 管理层团队较为稳定。

图3:安井食品股权结构 (截至 20230930)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 1.2. 历史复盘: 拥抱行业趋势, 安井积极进取

### (1) 1970s~1990s, 行业起步摸索期, 外销为主

我国速冻食品行业起步较晚, 开始于约上世纪 70 年代, 发展初期工艺上采用较原始冷冻方式, 食材上初期也以蔬菜为主; 80 年代, 农副产品供应日渐富余, 速冻食品品类逐步向面食、面点等调制食品方向延伸 (但仍以冷冻蔬菜和肉制品为主), 随着国外先进冷冻技术及设备开始引入国内, 我国速冻食品产能得到有效提升, 在此阶段产品主要用于外销。



## (2) 1990~1998年，行业爬坡阶段，米面行业发展领先

上世纪90年代，受益于冷冻技术逐步完善，我国速冻食品行业迅速发展，速冻鱼糜品牌海霸王等台资厂商进入国内，行业以高端产品为主，主销酒店渠道。米面制品技术相对鱼糜更加成熟，同时由于产品单一，原材料成本也较低，因此行业利润空间相对较大，90年代三全和思念成立，龙凤也于1992年进入内地销售。

“安井”品牌成立之处即定位“农贸及中小城市的名牌产品”，在区域市场表现强劲，带动公司销售额接近亿元（同期三全、思念、龙凤、海霸王等作为全国品牌规模在2-5亿元左右）。出于拓宽市场及降低运输仓储成本的考虑，1998年公司租赁设厂，成立无锡华顺食品公司并进军华东市场。

## (3) 1998~2005年，商超红利显现，行业竞争有所加剧

随着以家乐福为代表的大卖场于1995年进入中国，现代渠道开始发展。速冻米面行业价格竞争加剧，行业利润率有所下降。速冻鱼糜行业国内民营企业开始进入，除安井外，海欣食品、海壹食品等品牌成立，渠道端逐步向内陆拓展。

在此阶段，安井品牌定位“最具特色的二线（领先）品牌”，强调品类第一而非规模第一，米面产品上主打发面产品，避开水饺、馄饨等主食；市场策略上“打造区域强势品牌”，聚焦华东，并主动拒绝外省经销商现金打款。公司的无锡厂仅两年便实现扭亏为盈，2002年销售达到千万级，公司产品结构逐步拓展至八大系列超百款SKU，并顺利进入麦德龙、乐购、北京华联、上海世纪联华等KA、BC渠道。

## (4) 2006~2012年，行业迈向全国化，米面趋于成熟

速冻鱼糜行业百花齐放，产品品类及场景创新涌现，同时销路开始全国化；速冻米面行业需求提升，产品向中高端升级的同时行业格局趋于稳定，2006年行业CR4已达52%（三全、思念、龙凤、湾仔码头），2013年三全食品并购龙凤食品，行业进一步集中。

2007年，华顺民生下属厦门厂与无锡厂合并，产品重心从米面制品重新转向火锅料和鱼糜制品（在当时米面制品为主的无锡厂，销售收入高于鱼糜制品为主的厦门厂的情况下，公司仍作此战略调整）。产品战略调整效果立竿见影，当年火锅料销售规模即反超米面产品，次年实现4亿元，第三年实现6亿元。公司2007年销售收入4.8亿元，2011年财报口径营收达12.2亿元，测算期间CAGR约26.4%。

**图4:1990s~2010s 速冻食品行业发展复盘**

		1990-1998 年	1998-2005 年	2005-2012 年
行业端	行业规模	1997 年仅 20 亿元	2003 年达 41 亿元	2006-2012 年从 152 亿元增长至 584 亿元, CAGR 达 25.1%
速冻米面制品	行业特点	技术相对鱼糜较成熟, 但格局分散; 成本低, 售价高, 毛利空间大	价格竞争激烈, 广告投入增加, 导致利润率下降, 行业集中度有所提升	自动化生产线提升了生产效率; 行业趋于规范化, 集中度进一步提升
	主要厂商	90 年代三全, 思念成立, 龙凤 1992 年进入内地	三全, 思念, 湾仔	2006 年行业 CR4 已达 52% (三全、思念、龙凤、湾仔码头), 2013 年三全食品并购龙凤食品, 行业进一步集中
	产品及渠道	产品单一, 以汤圆水饺为主; 主销省会城市	1995 年大卖场进入中国, 现代渠道开始发展, 行业迎来全国化扩张	行业规模快速扩容, 产品向中高端升级
速冻鱼糜及肉制品	行业特点	我国经台湾引进日本速冻鱼糜技术	消费者需求开始提升, 市场高速增长	行业进入品牌竞争时代
	主要厂商	台资为主, 如海霸王	民营企业大量进入, 安井, 海欣食品、海壹食品	安井、海欣、海霸王等
	产品及渠道	产品定位高端, 主销东南沿海, 主要走酒店渠道	产品定位偏高端, 仍以火锅配菜为主, 开始向内陆市场渗透	价格趋于大众化, 产品品类及场景创新涌现, 全国化拓宽

资料来源: Wind, 安井食品公司公告, 三全食品公司公告, 三全食品公司官网, 甬兴证券研究所

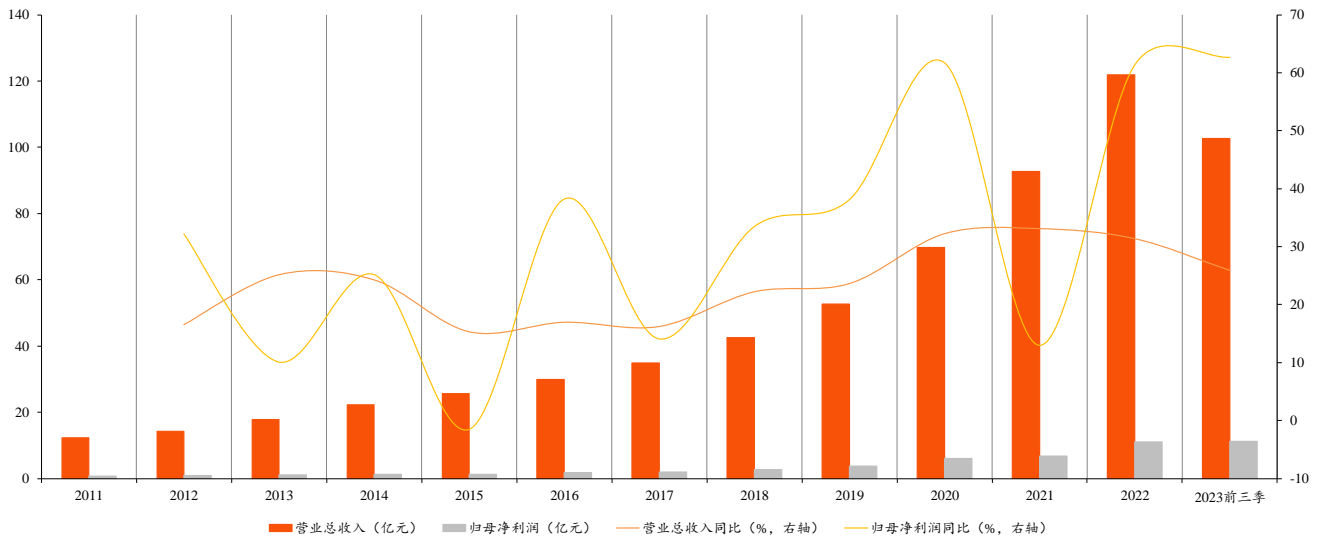
#### (5) 2012~现在, 餐饮渠道崛起, 菜肴制品迎来高增

速冻食品零售端竞争有所加剧, 餐饮端因人工、租金成本制约而对半成品需求有所上升, 迎来发展机遇, 同时外卖、团餐及乡厨等渠道逐渐成为速冻食品新增长点。

公司在经营策略上积极作为, 2014-2016 年为进一步抢占市场份额, 单价下降换取销量增长; 在餐饮渠道进入发展机遇期时, 公司 2018 年调整渠道策略为“餐饮流通为主, 商超电商为辅”, 并成立“冻品先生”, 作为专门品类切入餐饮渠道。2018、2019 年公司推出高端家用火锅料“丸之尊”系列以及面向 C 端全渠道销售的“锁鲜装”, 推动公司从餐饮流通品牌向消费者品牌转型。2021 年公司调整经营策略为“双剑合璧, 三路并进”, 并通过“自产+贴牌+并购”方式布局预制菜肴板块。

图5:安井食品在行业变迁下的应对策略复盘

行业情况					火锅料行业进入存量时代, 面食行业格局相对稳定	家用火锅料呈现高端化趋势	疫情加速火锅料制品规模扩张	后疫情时代, 火锅料行业规模扩大		
经营方针						三剑合璧、餐饮发力	全渠道、全区域、大单品	双剑合璧、三路并进	三路并进	
渠道策略			商超农贸齐头并进		经销商为主, 商超为辅	餐饮流通为主, 商超电商为辅	BC兼顾、双轮驱动	BC兼顾、全渠发力		
产品策略			火锅料为主、面食为辅		火锅料为主、面食为辅	火锅料、米面、菜肴制品三剑合璧	主食发力、均衡发展, 聚焦大单品	主食发力、主菜上市、火锅料、米面、预制菜肴制品“三路并进”		
定价策略					高质中价	高质中高价				
新增单品						丸之尊上市	锁鲜装1.0上市	锁鲜装2.0上市	锁鲜装3.0上市	锁鲜装4.0, 丸之尊2.0
火锅料制品	烧烤香、烧鱼板、太湖蒸饺	霞迷饺	迷你系列、脆排	火龙鱼果、Q鱼板、鱼豆干、鱼卷系列、三片两肠组合	仿龙虾排	蟹排、鱼排、贡丸、撒尿肉丸等	鱼豆腐、亲亲肠等			鱼籽包、蟹味排、火山石烤肠
面食制品	红糖馒头、紫薯包、手抓饼			老面馒头系列	紫薯糯米球		牛奶馒头、核桃包等	馅饼		烧麦
菜肴制品						小龙虾调味水产品	千夜豆腐、蛋饺等	虾滑	小龙虾、藕盒、黑鱼片、天妇罗鱼虾、酸菜鱼	小酥肉、荷香糯米鸡、水蒸牛肉、糖醋里脊等



资料来源: Wind, 公司公告, 福建省食品工业协会, 甬兴证券研究所

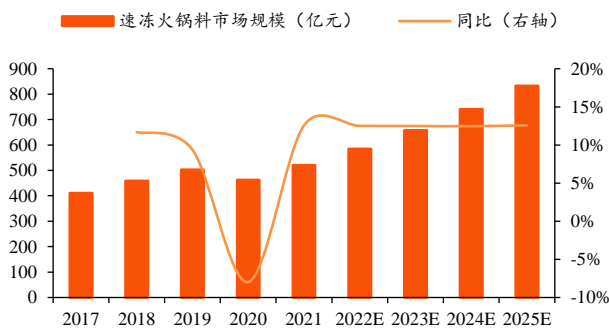


## 2. 速冻行业：食品工业化大势所趋，万亿市场前景广阔

### 2.1. 火锅料：公司传统优势品类，产品结构升级引领

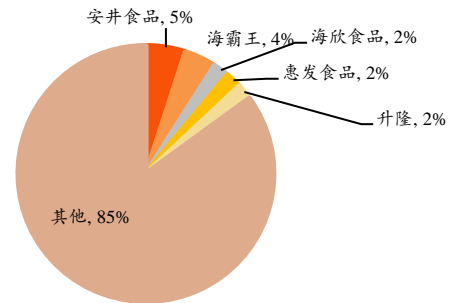
产品结构升级进行中，集中度具备提升空间。火锅作为餐饮行业重要子行业，标准化程度高，模式可复制性相对较强，据海欣食品公告、安井食品公告以及 Frost & Sullivan，火锅市场规模从 2014 年的 3167 亿元增长至 2019 年的 5295 亿元，期间 CAGR 达 10.0%，带动我国速冻火锅料市场规模 2017-2021 年从 411 亿元增长至 520 亿元，cagr 达到 6.1%，当前行业已处于成熟期，格局一超多强，增速稳定在 5-10%。考虑到近年来 C 端火锅料放量，产品及包装形式不断升级，行业结构持续优化，我们认为集中度有望进一步向龙头集中。

图6:速冻火锅料市场规模及增速



资料来源: Wind, 海欣食品公告, frost&sullivan, 甬兴证券研究所

图7:2022年速冻火锅料市场竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 甬兴证券研究所

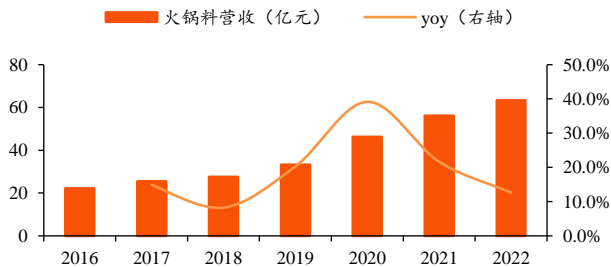
**火锅料龙头，锁鲜装及丸之尊引领。**火锅料为公司重要主业，领先优势明显，区域布局上作为全国性品牌打造，以福建、江苏为基地市场，东北、华南、华东为重点市场。公司 2019 年面向 C 端市场推出锁鲜装产品，2020 年即带动公司肉制品、鱼糜制品营收分别同增 36.16%、40.98%，2022 年实现收入 11 亿元，2023 年锁鲜装 4.0 推出后市场反馈良好，带动锁鲜装继续保持较高增速；丸之尊则瞄准 B 端中高端市场，2023 年丸之尊 1.0 表现突出，增速较快，2.0 放量可期。公司火锅料新品聚集烤肠系列，通过连锁系统投烤机等渠道资源支持，有望成为新增大单品。公司火锅料 2023 前三季实现收入 49.4 亿元，同增 19.6%。

图8:安井食品速冻火锅料主要产品



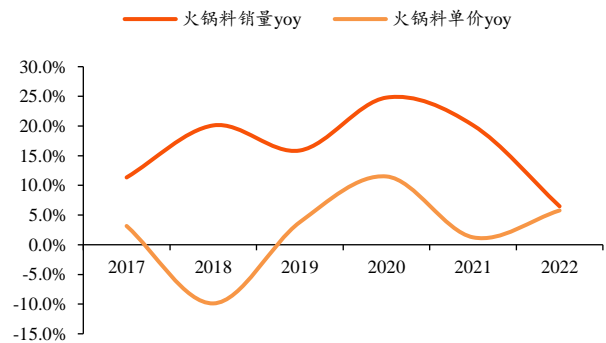
资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图9:安井食品速冻火锅料营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:安井食品速冻火锅料量价增速

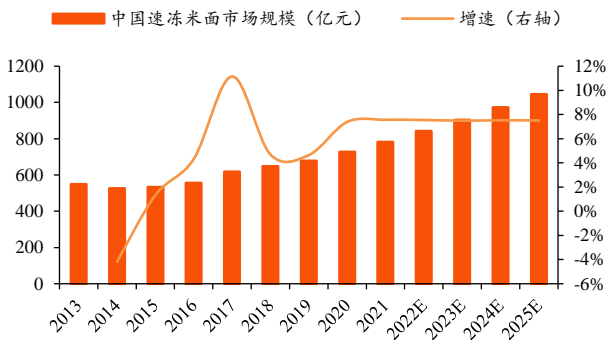


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 2.2. 米面：差异化竞争，聚焦特色单品

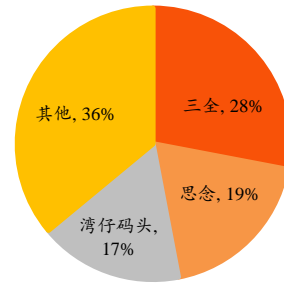
行业步入成熟期，餐饮渠道及新兴产品接力成长。速冻面米已进入较成熟阶段，据华经产业研究院，2023年我国速冻米面市场规模将达904亿，同增7.5%，2017-2021年cagr约6.1%，从格局看，速冻面米零售端竞争格局接近稳态，2021年三全、思念及湾仔码头三者份额合计占比超60%。我们认为随着餐饮连锁化趋势加速、外卖渗透率提高、餐饮供应链规模化发展等因素驱动，速冻面米增量空间仍相对可观。从产品看，传统面米产品（水饺、汤圆等）市场接近饱和，新兴面米品类如油条、麻球、蒸煎饺等因能适应现代餐饮后厨体系而发展较好，未来有望持续驱动行业成长。

图11:速冻米面市场规模及增速



资料来源: 华经产业研究院, 甬兴证券研究所

图12:2021年速冻米面竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 甬兴证券研究所

**错位竞争，聚焦特色发面制品。**自上市初期公司即保持米面制品差异化竞争战略，区域划分上，公司聚焦华东，以福建、江苏为根据地市场，浙江、安徽、山东为重点市场（区别于公司定位全国化品牌的火锅料），产品规划上，避开同行销售体量较大的汤圆、水饺等传统米面，重点发展包子、馒头、手抓饼等发面类及饼类产品。

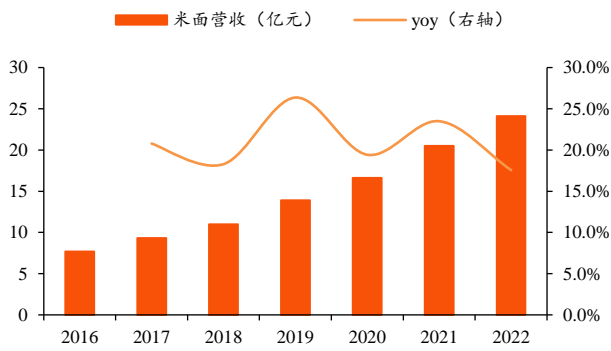
近年来速冻米面制品发展趋于主食化，2020年公司适时调整产品策略为“主食发力，均衡发展”，在原有发面类产品的基础上，优化产品结构并打造大单品，依托公司自身较强的渠道能力，进行产品铺货及市场渗透，实现与传统米面企业错位竞争。公司面米制品2023前三季度实现收入18.6亿元，同增9.5%。

图13:安井食品速冻米面板块主要产品



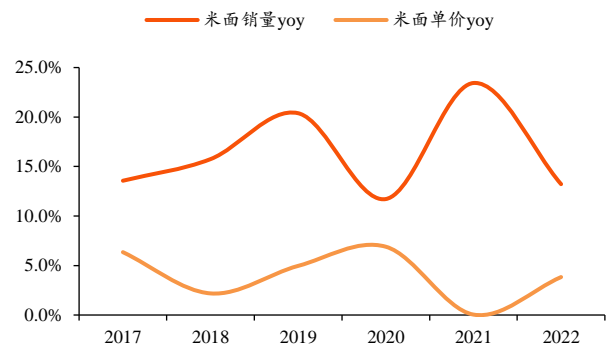
资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

图14:安井食品速冻米面板块营业收入及增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:安井食品速冻米面量价增速

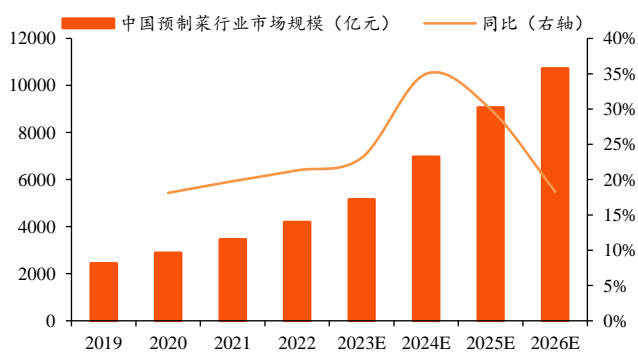


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 2.3. 预制菜：“自产+并购+贴牌”，开启第二增长曲线

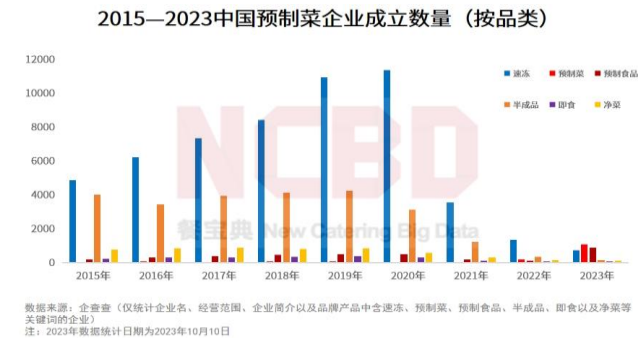
**4000 亿市场，B 端先行，玩家众多。**受益于冷链物流发展、餐饮行业需求提升等原因，我国预制菜行业近年来高速发展，根据艾媒咨询及 NCBD（餐宝典）与美好食品联合发布《2023 中国预制菜暨小酥肉行业发展白皮书》，2022 年我国预制菜行业规模达到 4196 亿元，同比增速达 21.3%，2019-2022 年 CAGR 达 19.7%，2023 年前 10 月“预制菜”企业成立数量已达 2022 年全年的 5.9 倍，行业景气度相对较高。当前预制菜需求结构以 B 端为主，占比超过 80%，参考成熟市场预制菜 B/C 端销售结构，我国 C 端发展空间较为广阔。从格局看，预制菜企业经营类型较多，依托不同生意模式及自身资源禀赋实现错位竞争，我们认为具备产能、研发、分销等综合优势的企业有望胜出。

图16:预制菜行业市场规模及增速



资料来源: 艾媒咨询, 甬兴证券研究所

图17:新增预制菜企业担纲速冻行业发展新势能



资料来源: NCBD, 美好食品, 甬兴证券研究所

表2:预制菜企业分类

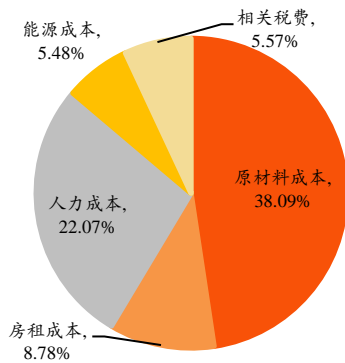
厂商类型	上游资源型	速冻食品型	专业预制菜型	餐饮企业型	零售品牌型
特点	主营为农产品及初加工, 具备原料、产能等优势	产品标准化程度较高, 渠道分销能力较强	单品研发能力较强	贴近 C 端餐饮消费, 具备品牌影响力	接近终端消费者, 能够及时洞察消费需求变化
代表企业	龙大美食、金字火腿等	安井食品、三全食品、千味央厨等	味知香、好得菜等	广州酒家、海底捞等	盒马生鲜、叮咚买菜等

资料来源: 艾媒咨询, 金融界, 京东超市, 蓝鲨研究院, 甬兴证券研究所

**B 端降本增效为核心诉求，我们认为随餐饮连锁化率提升，预制菜有望持续受益。**1) 使用预制菜可降低终端成本，优化单店模型。据中国饭店协会及中国连锁经营协会,我国餐饮企业成本主要构成为原材料、房租及人工成本，三项成本累计占比近 70%，使用预制菜后，餐饮从业人员和配送成本有望降低 70%和 30%，同时我们认为，预制菜规模使用后有望减少后厨所需操作面积，餐厅整体规划向“小后厨+大前厅”演变，可进一步缩减租金开支，优化单店盈利模型。

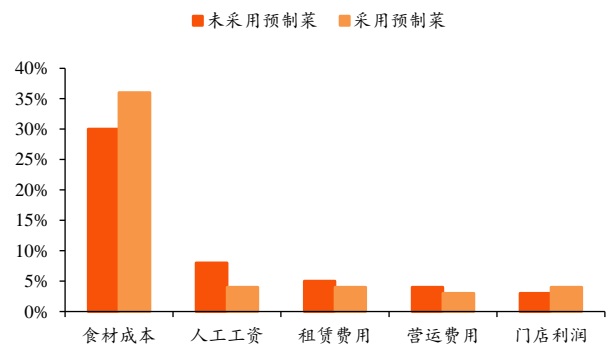
2) 餐饮高周转率要求，有望助推预制食材应用。预制菜可缩短备菜、炒菜等传统烹饪环节，有望提升餐厅运营效率、加快周转。考虑连锁餐饮企业对门店运营、原材料采购及烹饪制作工艺等步骤存在标准化诉求，我们认为随餐饮连锁化率提升，预制菜作为重要的供应链配套有望直接受益于下游餐饮需求提升。

图18:中国餐饮企业成本构成



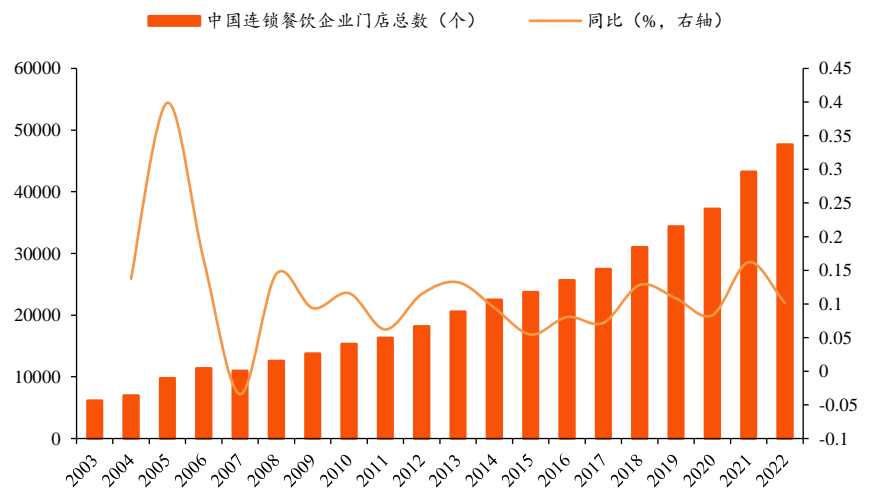
资料来源：中国饭店协会，盖世食品公告，甬兴证券研究所

图19:餐饮行业使用预制菜前后，各项成本占营收比例（%，2021年）



资料来源：中国连锁经营协会，华兴资本，甬兴证券研究所

图20:连锁餐饮规模持续提升



资料来源：国家统计局，甬兴证券研究所

预制菜板块布局完善，产品矩阵丰富。公司布局预制菜肴时间较早，

2018年即推出蛋饺等产品，以自有品牌发力速冻菜肴，2020年及2022年分别成立冻品先生与安井小厨，通过双品牌不同选品策略提高菜肴制品覆盖广度，并在2021、2022年通过新宏业及新柳伍布局水产预制菜业务。公司菜肴制品2023前三季实现收入31.1亿元，同增47.5%。

**安井小厨：**2022年5月安井小厨事业部成立，通过自产方式聚焦调理类、蒸炸类等品类，下游渠道以B端为主，当年即实现近2亿元收入。2023年调整产品重心为鸡肉调理品+串烤类产品双主线。

**冻品先生：**作为全资子公司设立于2020年，公司为“冻品先生”贴牌生产，主要销售各类火锅周边食材及预制菜肴。2022年冻品先生聚焦产品重心为川湘菜系，全年供应商数量增长66%，酸菜鱼、藕盒等大单品销售过亿，总体实现收入超5亿元，未来发展点侧重于打造具备BC属性的产品、酒店渠道的拓宽、以及火锅食材矩阵的丰富化。

**新宏业及新柳伍：**公司分别于2021年8月、2022年9月并表新宏业与新柳伍，通过两个主体强化上游原料保障，并做精做强小龙虾等水产预制菜。未来小龙虾业务还将授权“安井”和“安井小厨”的品牌授权经营，引领板块品牌化运作。



图21:安井食品速冻菜肴板块主要产品

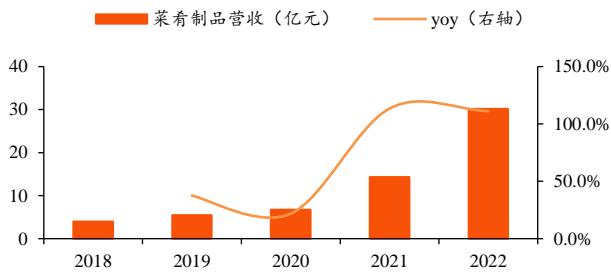


资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

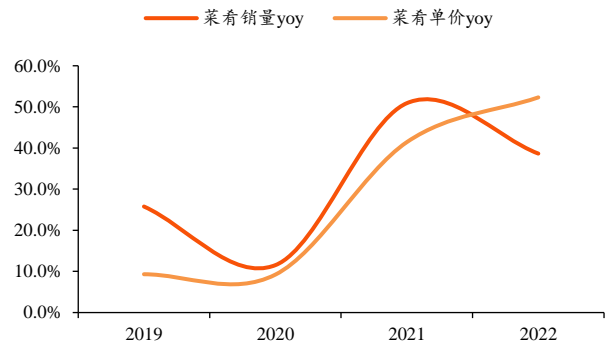
表3:安井食品预制菜肴板块梳理

	安井	安井小厨	冻品先生	新宏业	新柳伍
成立时间	2018 年开始单独披露	2022 年 5 月	2020 年	2021 年 6 月	2022 年 8 月
经营方式	自有	设立事业部	全资子公司	持股 90%	持股 70%
品类聚焦		鸡肉调理品+串烤类	川湘菜系列	水产类	水产类
主要单品	蛋饺、虾滑等	小酥肉、荷香糯米鸡等	酸菜鱼、藕盒等	小龙虾等	小龙虾等
下游渠道		B 端为主	C 端为主		

资料来源: Wind, 公司公告, 红餐产业研究院, 甬兴证券研究所

**图22:安井食品预制菜肴板块营业收入及增速**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**图23:安井食品预制菜肴量价增速**


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 3. 产品+渠道+供应链，夯实竞争优势

#### 3.1. 大单品战略引领，产品迭代能力突出

**战略聚焦大单品，有效带动规模扩大。**公司单品战略秉承“单品突破、单品夺冠、单品称霸”思路，将主要单品分为战略单品和战术单品，集中培养全渠道通用、全区域适销并且具有冠军相的战略大单品。公司每年集中资源聚焦培养的3-5个“战略大单品”，以点带面带动其他单品销售增长形成规模效应，2020年销售额前十大战略单品累计贡献当年营收达42.5%。

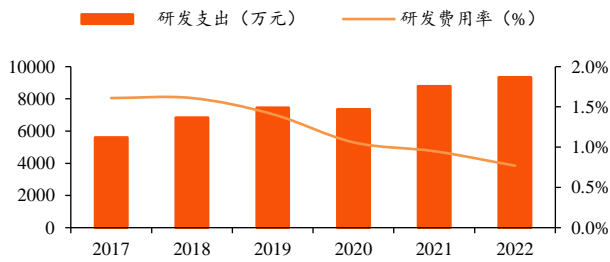
**表4:公司历年主要新品**

年度	主要推新产品
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球、蛋饺、红糖发糕、核桃包等
2017	流沙包等
2018	桂花糕、啵啵肠等
2019	虾滑等
2020	蒸煎饺、馅饼等
2021	水煮牛肉、糖醋里脊、咖喱鸡肉、宫保鸡丁等
2022	火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼等

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

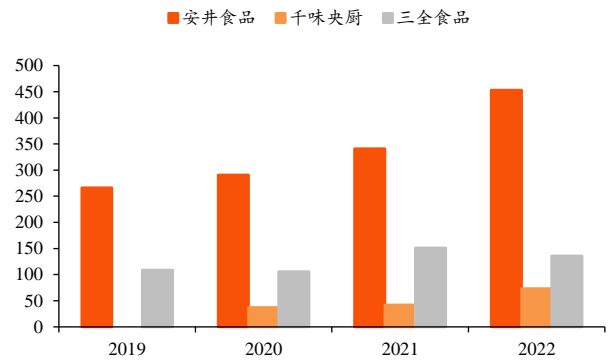
**研发实力及产地研模式保障新品迭代。**公司按照“研发一代、生产一代、储备一代”思路规划新品研发，研发能力相对优势明显，截至20221231公司研发人员数量453人，高于行业可比公司。由于口味偏好存在地域性差异，公司工厂在生产之外，承担属地化研发任务（各生产基地每年需推出区域新品1-3个，其中区域新品需满足相应考核标准），通过适配当地口味的产品，抢占区域市场份额，如华中地区重点推出夹心鱼饼、脆骨肉丸、亲亲肠、麻辣香包等产品，销量表现亮眼。

图24:安井食品研发支出及研发费用率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图25:安井食品及可比公司研发人员数量

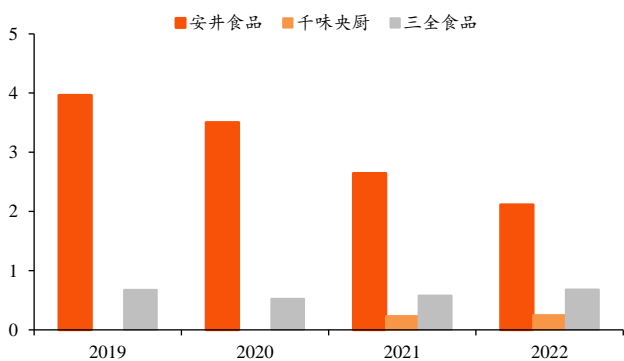


资料来源: Wind, 各公司公告, 甬兴证券研究所(千味央厨2019年数据未披露)

### 3.2. “贴身支持”经销商团队建设，构建渠道壁垒

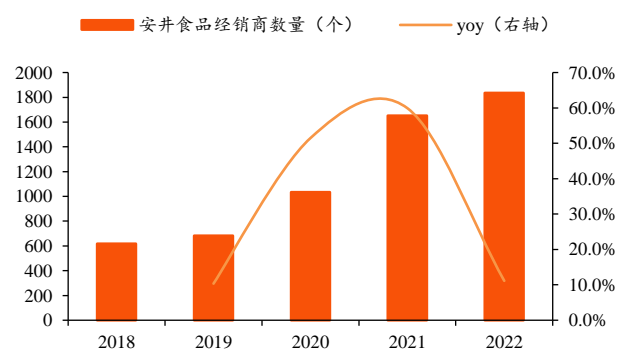
**贴身支持经销商，提高服务精细度。**公司针对客户服务精细度相对较高，2022年单个经销商对应其销售人员数量为2.1，相对可比公司具备优势；公司通过多种方式赋能经销商建设，为客户提供针对性服务：1) 支持经销商打通渠道，协助其开发分销商及终端等；2) 通过订货会的形式，巩固客户关系，增强渠道粘性；3) 协助经销商进行门店布置等，提升广告效果，强化品牌露出；4) 开展多样化的营销活动如有奖销售、主题活动等，促进商家与消费者互动。公司的贴身支持服务有效打响口碑，有效帮助经销商实现规模扩张，2022年底公司经销商数量达到1836个，同增11.3%，亦有利于公司进一步开拓市场。

图26:行业可比公司每个经销商对应公司销售人员数量(个)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所(千味央厨2019, 2020年数据未披露)

图27:安井食品经销商数量及增速

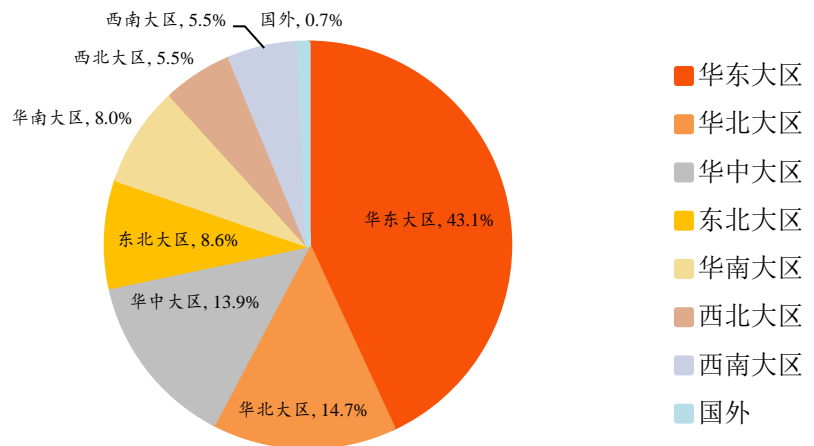


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

**因地制宜制定渠道策略，夯实经销商基础。**针对区域市场的完善度，公司制定了三种渠道管理策略，1) 成熟区域：根据地市场为主，公司采取密集分销的措施，消灭渠道盲区，最大程度精耕细作，同时定期整合淘汰经销商提高渠道积极性；2) 重点区域：以较为成熟市场为主，公司以市县

为单位设立经销商，进行渠道下沉管理；3) 边缘区域：公司采取省市级经销商，进行品牌培育和市场开拓。公司分层分类渠道策略有效强化经销商规模，并助力终端全国化扩张，重点销区华东区域营收占比 2013-2023H1 从 61.7%下降至 43.1%。2023H1 公司在华东/华北/华中/东北/华南/西北/西南各区域销售占比分别为 43.1%/14.7%/13.9%/8.6%/8.0%/5.5%/5.5%，实现区域间较均衡发展。

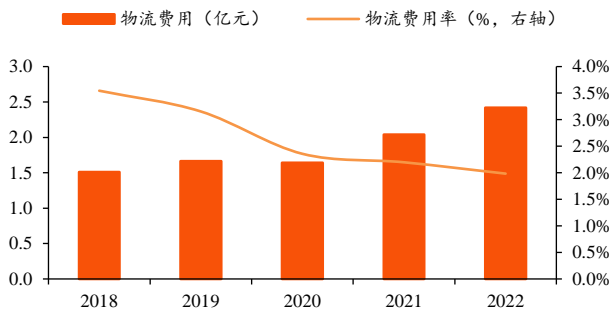
图28:2023H1 安井食品分区域销售占比



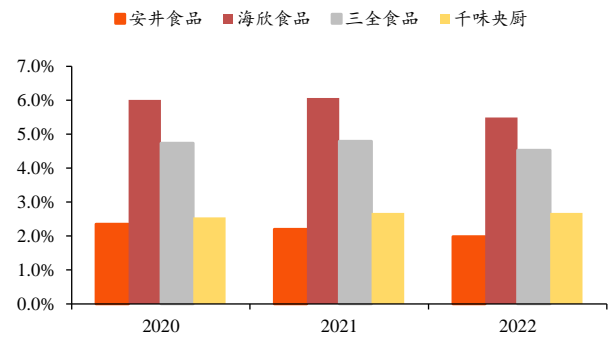
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

### 3.3. “销地产”保障产能供给，提升生产效率

**产能全国化布局，提升供应链效率。**速冻行业由于存在冷链运输刚性需求，物流费用占比相对较高，若使用“产地销”模式，向区域外客户送货需要使用大型冷链货车，可能造成物流费用进一步上升，并对销售区域外拓产生不利影响。公司坚持“销地产”模式，从厦门出发向北开拓生产基地，在重要销区就地设厂，先后深入华东、东北、西南、华中、华北，当前已拥有厦门安井、无锡安井、泰州安井、辽宁安井、四川安井、湖北安井、河南安井、广东安井、山东安井、洪湖安井、新宏业及新柳伍，共计 12 大生产基地，以提升运输效率，优化物流费用，2018-2022 年公司物流费用率从 3.5%下降至 2.0%，相比可比公司优势明显。同时，公司积极推行大线快跑、大规模生产、大批量定制，大单品生产等商业模式提升生产端规模效应，2022 年产能利用率达 92.2%。

**图29:安井食品物流费用及物流费用率**


资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

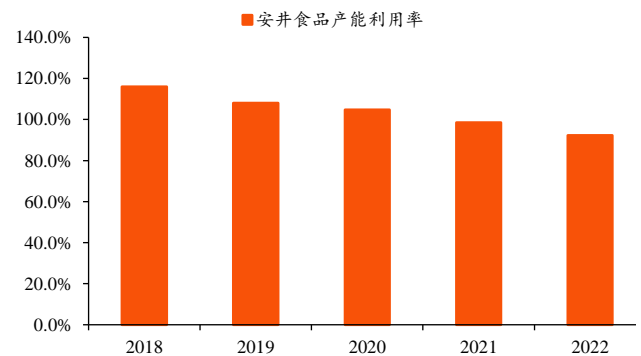
**图30:安井食品可比公司物流费用率**


资料来源: Wind, 各公司公告, 甬兴证券研究所

**图31:安井食品产能地图**

公司现有产能基地	
1	厦门安井
2	无锡安井
3	泰州安井
4	辽宁安井
5	四川安井
6	湖北安井
7	河南安井
8	广东安井
9	山东安井
10	洪湖安井
11	新宏业
12	新柳伍

资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**图32:安井食品产能利用率**


资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

(1) 火锅料制品: 火锅料下游需求端受益于火锅及关东煮等饮食形态拉动, 渠道端呈现从 B 端通路品牌向 BC 端兼顾发展趋势, 预计渗透率将持续提升, 据 Frost&Sullivan, 2024、2025 年火锅料行业规模同比增速或将达到约 12.5%。公司作为火锅料行业龙头, 产品力优势明显, 后续通过渠道精耕抢占份额, 有望进一步提升市占率, 预计 23-25 年公司火锅料制品营收增速分别为 15.5%/14.1%/12.5%; 火锅料产品结构升级持续, 火锅料家庭消费高端化趋势延续, 锁鲜装高端产品有望提升产品结构并转嫁成本压力, 带动板块毛利率提升, 预计 23-25 年公司火锅料制品毛利率分别为 27.0%/28.0%/28.5%。

(2) 米面制品: 米面行业进入成熟期, 行业呈现主食化发展, 公司积极推进主食类单品及差异化发面产品, 升级换代优化产品结构, 预计 23-25 年公司米面制品营收增速分别为 10.2%/9.5%/8.7%; 公司米面制品逐步积淀成本优势, 预计 23-25 年公司米面制品毛利率分别为 24.0%/24.5%/24.5%。

(3) 菜肴制品: 预制菜行业规模较大且增速较快, 根据艾媒咨询, 2019-2022 年 CAGR 达 19.7%, 公司坚持“三箭齐发”策略, 菜肴板块有望放量, 预计 23-25 年公司菜肴制品营收增速分别为 38.0%/36.7%/36.1%; 随着预制菜新增产能落地, 自产率逐步提升, 有望形成规模效应及成本下降, 预计 23-25 年公司菜肴制品毛利率分别为 12.0%/13.0%/14.0%。

我们预计 23-25 年公司营收 146.2/174.8/208.9 亿元，同比 +20.0%/19.6%/19.5%，预计 23-25 年 EPS 分别为 5.23/6.35/7.62 元，对应 2024/4/22 收盘价 PE 分别为 16x/13x/11x，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表5:安井食品分板块收入及毛利预测**

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>total</b>							
总营收 (亿元)	52.7	69.7	92.7	121.8	146.2	174.8	208.9
yoy	23.70%	32.30%	33.10%	31.40%	20.0%	19.6%	19.5%
毛利 (亿元)	13.6	17.9	20.5	26.7	32.0	38.8	46.2
毛利率	25.80%	25.70%	22.10%	22.00%	21.9%	22.2%	22.1%
<b>火锅料</b>							
营收 (亿元)	33.2	46.2	56.2	63.3	73.1	83.4	93.9
yoy	20.40%	39.10%	21.60%	12.60%	15.5%	14.1%	12.5%
毛利 (亿元)	8	11.8	13.2	16.5	19.7	23.4	26.8
毛利率	24.00%	25.40%	23.50%	26.10%	27.0%	28.0%	28.5%
<b>米面</b>							
营收 (亿元)	13.9	16.6	20.5	24.1	26.6	29.1	31.6
yoy	26.40%	19.70%	23.60%	17.60%	10.2%	9.5%	8.7%
毛利 (亿元)	4	4.6	4.9	5.7	6.4	7.1	7.7
毛利率	28.80%	27.80%	24.10%	23.50%	24.0%	24.5%	24.5%
<b>菜肴制品</b>							
营收 (亿元)	5.5	6.7	14.3	30.2	41.7	57.0	77.5
yoy	38.10%	23.30%	112.40%	111.60%	38.0%	36.7%	36.1%
毛利 (亿元)	1.6	1.5	2	3.5	5.0	7.4	10.9
毛利率	28.80%	22.00%	14.20%	11.40%	12.0%	13.0%	14.0%
<b>农副产品</b>							
营收 (亿元)			1.5	3.8	4.6	5.0	5.5
yoy				156.10%	20.0%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)			0.2	1	0.9	0.9	0.8
毛利率			15.80%	26.00%	20.0%	18.0%	15.0%
<b>休闲食品</b>							
营收 (亿元)			0	0.1	0.1	0.1	0.1
yoy				243.80%	20.0%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)			0	0	0.0	0.0	0.0
毛利率			17.50%	2.30%	15.0%	12.0%	12.0%
<b>其他业务</b>							
营收 (亿元)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所 (含预测)

**表6:安井食品可比公司估值**

股票代码	公司名称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2023E	EPS 2024E	EPS 2025E	PE 2023E	PE 2024E	PE 2025E
001215.SZ	千味央厨	35.91	35.65	1.49	1.97	2.47	24.13	18.26	14.51
300973.SZ	立高食品	29.96	50.73	0.90	1.95	2.61	33.25	15.36	11.46
002216.SZ	三全食品	12.85	112.98	0.94	1.04	1.15	13.64	12.37	11.16
605089.SH	味知香	27.53	37.99	1.07	1.28	1.51	25.67	21.47	18.29
	平均						24.17	16.86	13.86
603345.SH	安井食品	84.77	248.63	5.23	6.35	7.62	16.21	13.35	11.12

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (注1: 截至 2024/4/22 收盘; 注2: 其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期)



## 5. 风险提示

**宏观经济风险：**若宏观经济复苏不及预期，或多方面影响食品饮料行业，包括人均可支配收入增速放缓，导致人均相关支出降低等，影响食品饮料相关消费。

**食品安全问题：**若出现食品安全相关问题，或影响消费者信心，导致企业业绩长期受损。

**市场竞争加剧：**食品部分行业需求增速放缓，公司或被动投入更多费用以应对竞争，影响利润率表现。

**原材料价格上升：**原材料成本上升可能影响公司采购成本，降低利润空间。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>4,361</b>	<b>10,292</b>	<b>11,195</b>	<b>12,719</b>	<b>15,012</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>538</b>	<b>1,407</b>	<b>2,055</b>	<b>2,312</b>	<b>2,698</b>
货币资金	1,145	5,504	5,693	6,473	7,758	净利润	687	1,118	1,556	1,892	2,268
应收及预付	635	816	944	1,077	1,315	折旧摊销	251	358	443	529	617
存货	2,414	3,137	3,711	4,308	5,062	营运资金变动	-407	-101	37	-96	-180
其他流动资产	167	835	846	860	878	其它	8	33	19	-12	-6
<b>非流动资产</b>	<b>4,411</b>	<b>5,901</b>	<b>7,078</b>	<b>8,073</b>	<b>8,924</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-216</b>	<b>-4,795</b>	<b>-1,661</b>	<b>-1,498</b>	<b>-1,447</b>
长期股权投资	0	9	9	9	9	资本支出	-908	-1,070	-1,656	-1,506	-1,457
固定资产	2,899	3,343	3,922	4,564	5,169	投资变动	662	-3,733	0	0	0
在建工程	316	761	1,241	1,416	1,486	其他	30	8	-5	9	10
无形资产	500	703	883	1,063	1,243	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-76</b>	<b>5,421</b>	<b>-207</b>	<b>-34</b>	<b>33</b>
其他长期资产	696	1,085	1,022	1,020	1,016	银行借款	579	662	52	52	52
<b>资产总计</b>	<b>8,771</b>	<b>16,194</b>	<b>18,272</b>	<b>20,791</b>	<b>23,936</b>	股权融资	0	5,682	-28	-69	0
<b>流动负债</b>	<b>3,150</b>	<b>3,863</b>	<b>4,661</b>	<b>5,356</b>	<b>6,231</b>	其他	-655	-922	-230	-17	-19
短期借款	256	489	539	589	639	<b>现金净增加额</b>	<b>244</b>	<b>2,033</b>	<b>189</b>	<b>780</b>	<b>1,284</b>
应付及预收	1,652	1,670	2,125	2,456	2,938	<b>期初现金余额</b>	<b>780</b>	<b>1,025</b>	<b>3,058</b>	<b>3,247</b>	<b>4,027</b>
其他流动负债	1,243	1,704	1,997	2,311	2,654	<b>期末现金余额</b>	<b>1,025</b>	<b>3,058</b>	<b>3,247</b>	<b>4,027</b>	<b>5,312</b>
<b>非流动负债</b>	<b>477</b>	<b>432</b>	<b>403</b>	<b>405</b>	<b>407</b>						
长期借款	141	2	4	6	8						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	336	430	399	399	399						
<b>负债合计</b>	<b>3,628</b>	<b>4,295</b>	<b>5,065</b>	<b>5,761</b>	<b>6,638</b>						
股本	244	293	293	293	293						
资本公积	2,420	8,024	8,024	8,024	8,024						
留存收益	2,515	3,411	4,723	6,587	8,820						
归属母公司股东权益	5,073	11,679	12,965	14,759	16,992						
少数股东权益	70	220	243	271	305						
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,771</b>	<b>16,194</b>	<b>18,272</b>	<b>20,791</b>	<b>23,936</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	33.1%	31.4%	20.0%	19.6%	19.5%
营业利润增长	11.0%	55.8%	45.2%	22.1%	20.3%
归母净利润增长	13.0%	61.4%	39.2%	21.6%	19.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.1%	22.0%	21.9%	22.2%	22.1%
净利率	7.4%	9.2%	10.6%	10.8%	10.9%
ROE	13.4%	9.4%	11.8%	12.6%	13.1%
ROIC	10.7%	8.0%	10.7%	11.6%	12.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.4%	26.5%	27.7%	27.7%	27.7%
净负债比率	-14.1%	-42.1%	-39.0%	-39.1%	-41.1%
流动比率	1.38	2.66	2.40	2.37	2.41
速动比率	0.56	1.80	1.56	1.52	1.55
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.17	0.98	0.85	0.90	0.93
应收账款周转率	20.82	19.07	18.40	19.17	19.33
存货周转率	3.52	3.43	3.33	3.39	3.47
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.84	3.89	5.23	6.35	7.62
每股经营现金流	2.20	4.80	7.01	7.88	9.20
每股净资产	20.76	39.82	44.20	50.32	57.94
<b>估值比率</b>					
P/E	60.13	41.61	16.22	13.34	11.13
P/B	8.23	4.07	1.92	1.68	1.46
EV/EBITDA	40.40	26.27	8.47	6.64	5.20

利润表					
单位：百万元					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>9,272</b>	<b>12,183</b>	<b>14,623</b>	<b>17,485</b>	<b>20,890</b>
营业收入	9,272	12,183	14,623	17,485	20,890
营业成本	7,221	9,508	11,418	13,603	16,269
营业税金及附加	59	90	102	122	146
销售费用	849	873	863	1,014	1,191
管理费用	320	342	336	385	439
研发费用	88	93	95	114	136
财务费用	1	-75	-110	-97	-111
资产减值损失	-11	-46	-22	-28	-35
公允价值变动收益	0	2	1	3	4
投资净收益	99	8	7	9	10
<b>营业利润</b>	<b>860</b>	<b>1,340</b>	<b>1,945</b>	<b>2,375</b>	<b>2,857</b>
营业外收支	19	87	50	50	50
<b>利润总额</b>	<b>879</b>	<b>1,427</b>	<b>1,995</b>	<b>2,425</b>	<b>2,907</b>
所得税	193	309	439	534	640
<b>净利润</b>	<b>687</b>	<b>1,118</b>	<b>1,556</b>	<b>1,892</b>	<b>2,268</b>
少数股东损益	5	16	23	28	34
<b>归属母公司净利润</b>	<b>682</b>	<b>1,101</b>	<b>1,533</b>	<b>1,863</b>	<b>2,234</b>
EBITDA	1,015	1,617	2,328	2,858	3,413
EPS (元)	2.84	3.89	5.23	6.35	7.62

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。