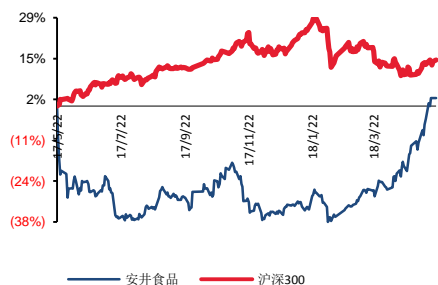


日常消费 食品、饮料与烟草

安井食品：深耕餐饮行业，力做食品龙头

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	216/123
总市值/流通(百万元)	7,857/4,468
12 个月最高/最低(元)	36.37/22.30

相关研究报告：

安井食品(603345)《安井食品一季报点评：增速符合预期，预收账款抢眼》--2018/04/24

安井食品(603345)《安井食品 2017 年报点评：加速回升，后劲十足，维持买入》--2018/03/19

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：孟斯硕

电话：010-88695227

E-MAIL: mengss@tpyzq.com

执业资格证书编码：S119011720015

报告摘要

“大行业、小公司”，安井有望成长为行业巨头。

安井所处的行业是冷冻食品行业，人均消费量与国外发达国家仍有较大的差距。在消费升级、餐饮快速增长的推动下，冷冻食品行业拥有广阔的增长空间。包括冰淇淋在内的冷冻食品行业市场规模已经达到 8000 亿元，且每年仍在以百分之十几的速度增长。

冷冻食品行业竞争格局十分分散，作为冷冻食品行业的龙头企业，安井充分享受行业增长的红利，且有望快速成长起来，龙头优势会越来越明显。我们认为一个处于快速成长行业中的龙头消费公司，会充分享受行业成长的红利，并随着行业成长快速做大。

三大核心优势助推成长

经过多年的发展安井形成自己的核心优势，成为企业独特的“护城河”，并推动安井在行业发展中能够保持较成本优势和管理优势，发展并壮大。一是安井目前已经达到 35 万吨的生产规模，规模下的成本优势和对上下游的议价能力远超同行。二是安井在全国布局产能，可以支撑其在全国市场的扩张。三是安井在全国建立销售模式和营销网络，可以达到 4 万终端，消费公司的平台优势逐渐显现。

试水小龙虾，未来向美食集团公司发展

公司于 2017 年 6 月新推出的速冻小龙虾，公司正式进军具有千亿市场规模的小龙虾市场，也是上市以来公司寻求更大成长突破的尝试。2018 年 1 月安井收购新宏业食品有限公司 19% 的股权，新宏业于今年 4 月份建设完成 3 万吨小龙虾产能，为公司将来小龙虾业务的发展打下坚实基础。

除去小龙虾，公司正在研发小猪肉、兔肉、黑胶牛柳、鸡块、鸡翅、牛排等产品的成品整合加工，跨界产品未来对接餐饮市场将面对更大的市场。目前这类产品多为小型企业在做，安井如果进入到这一领域将有很大的优势。如果安井能在这些领域取得成功，未来安井将成为一个多元化的美食集团。

盈利预测

从长期看，我们认为安井有望成为速冻行业龙头大型食品企业，可以长期持有。安井目前持有新宏业 19% 的股权，假设未来安井能够实现对新宏业控股，新宏业的销售实现并表，未来三年安井小龙虾板块的收入规模达到 10 亿元是可期待的。目前新宏业公司小龙虾业务主要是 OEM 模式，为其他品牌代工，自有品牌主要通过网络和部分线下

销售，销售规模相对较小。

我们假设小龙虾板块 2018 年-2020 年收入规模可以达到 2 亿元、6 亿元和 10 亿元，预测安井 2018 年-2020 年收入增速分别为 21.88%、25.44%和 21.55%。归母净利润增速为 29.28%、28.19%和 30.62%，实现 EPS 1.21 元、1.55 元和 2.02 元。对应估值为 31 倍、24 倍和 19 倍。

安井的估值可以参照涪陵榨菜和桃李面包，当市场给溢价的时候，可以给到 35 倍估值。如果按照 2018 年 EPS 计算，对应目标价为 41.6 元，股价有超过 20%空间。如果按照 2019 年 EPS 算，对应目标价为 54.25 元，股价有超过 60%的空间，市值将达到 117 亿元。从长期来看，公司的成长性和市值仍具有较大空间。公司小龙虾板块从 2018 年开始爆发，未来小龙虾如果能做到十几二十亿收入，贡献一个亿利润，完全就是个食品大公司，打破现在对它的定位。所以我们按照 2018 年 EPS 给予 35 倍估值，目标价为 41.6 元。给予买入评级。

风险提示

小龙虾业务不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3484.01	4246.48	5326.62	6474.69
(+/-%)	16.27%	21.88%	25.44%	21.55%
净利润(百万元)	202.43	261.69	335.46	438.19
(+/-%)	14.11%	29.28%	28.19%	30.62%
摊薄每股收益(元)	0.98	1.21	1.55	2.03
市盈率(PE)	39	31	24	19

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 主业快速成长，打造美食集团	4
(一) 公司概况：收入快速增长，盈利能力显现	4
(二) 多品类拓展，打造美食集团	6
(三) 三大核心优势成为企业护城河	7
● 核心优势一：议价能力强，规模效应下成本优势凸显	7
● 核心优势二：产能全国布局支撑全国市场扩张	8
● 核心优势三：三种分销渠道，打造核心竞争力	10
(四) 高管持股，管理层稳定	12
二、“大”行业、“小”公司，安井有望成长为行业巨头	12
(一) 产品高端化是行业增长的重要驱动力	12
(二) 餐饮渠道兴起带动冷冻食品发展	13
(三) 市场份额趋于向大企业集中	14
● 市场竞争激烈，安井市场份额领先	14
● 行业将洗牌，蛋糕重新划分	15
三、 试水小龙虾，业务拓展新尝试	16
(一) 小龙虾市场广阔，但缺乏全国性品牌	16
(二) 安井攻克小龙虾难题，发展空间巨大	17
(三) 安井小龙虾较同类产品具有竞争优势	18
(四) 布局上游，抓住核心竞争力	18
四、 盈利与估值	19
五、 风险提示	19
小龙虾业务不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等。	19

一、主业快速成长，打造美食集团

(一) 公司概况：收入快速增长，盈利能力显现

安井食品是国内最大的冷冻食品加工企业之一，公司三大主营业务——冷冻鱼糜制品、冷冻肉制品和速冻米面 2017 年总销量超过 30 万吨，细分市场占有率先分别居第 1、3 和 7 位。

公司产品实施“火锅料制品为主、面米制品为辅”的产品销售策略。2017 年火锅料制品收入占比 73.17%，速冻面米制品收入占比 26.57%，其中鱼糜制品、肉制品分别占 36.97%、30.20%。

公司产品包括爆汁小鱼丸、仿花枝丸等速冻鱼糜制品，撒尿肉丸、霞迷饺等速冻肉制品，紫薯包、红糖馒头、手抓饼等速冻面米制品，合计 300 多个品种。

图表 1：安井食品代表产品

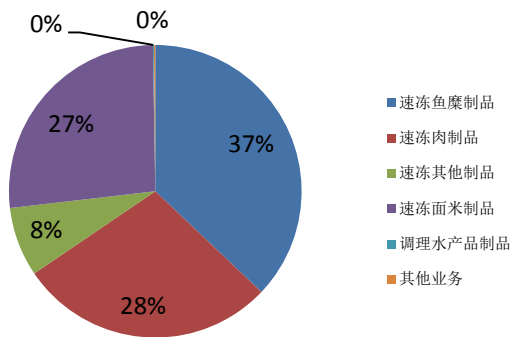
品类	速冻火锅制品			速冻面米制品
	速冻鱼糜制品	速冻肉制品	速冻其他制品	
代表产品	爆汁小鱼丸、仿蟹王棒、墨鱼丸等；	亲亲肠、霞迷饺、水晶包等；	千叶豆腐等	南瓜馒头、肉松卷、红糖馒头等；
例图				

资料来源：WIND，太平洋证券整理

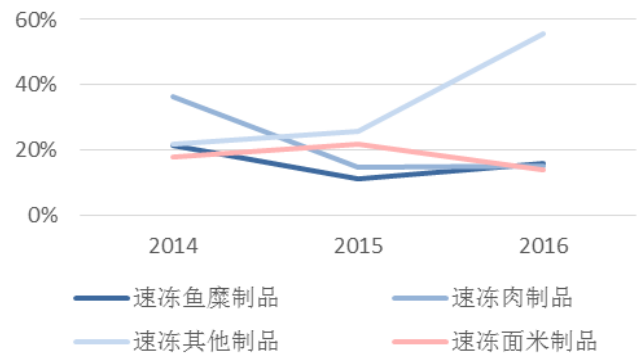
纵向来看，2014 年肉制品增长较快，同比增速 36.38%；近两年，由于本身基数较小，以千页豆腐为代表的其他制品增长率分别为 25.66%、55.50%。可以说，鱼糜和肉制品的小幅增长和较高收入保证了安井食品整体收入的增长，而其他制品则成为公司新的增长点。

图表 2：2017 年各业务板块占比

图表 3：各板块收入增速



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

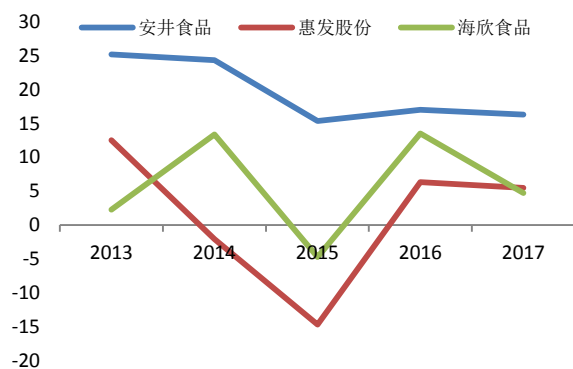


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

从财务数据看，公司近几年营收和净利润均实现了稳健的增长，公司经营状况十分稳健。2017 年公司实现营业收入 34.84 亿元，同比增长 16.27%，归属于母公司净利润 2.02 亿元，同比增长 14.11%。而同期，整个速冻火锅料市场则面临着激烈的价格战，竞争对手都出现收入放缓，利润下滑的问题。

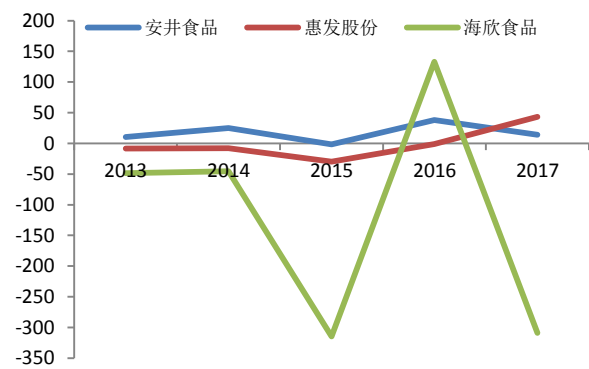
竞争对手海欣食品 2012 年上市后，收入增长减缓，净利润连年下降。2015 年，出现收入负增长，同比降低 4.74%，全年亏损 3951 万元，2016 年得以扭亏为盈，净利润较低。三全食品收入虽然保持增长，但是同比增速波动较大，连续三年增速不足 15%，2015 年仅同比上升 3.49%。净利润连年下降，2015 年降速达到 56.83%。都从侧面反映安井食品收入和盈利的稳定性。

图表 4：营业收入增速对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

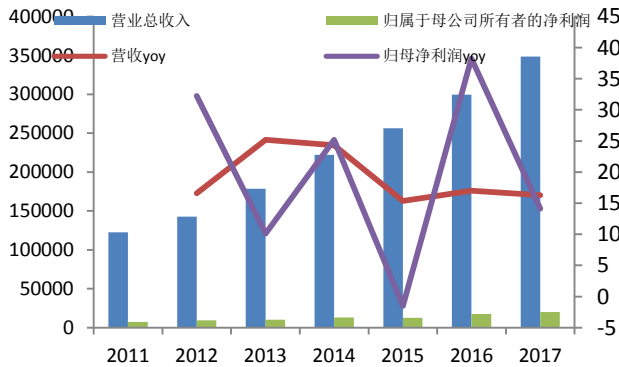
图表 5：归母净利润增速对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

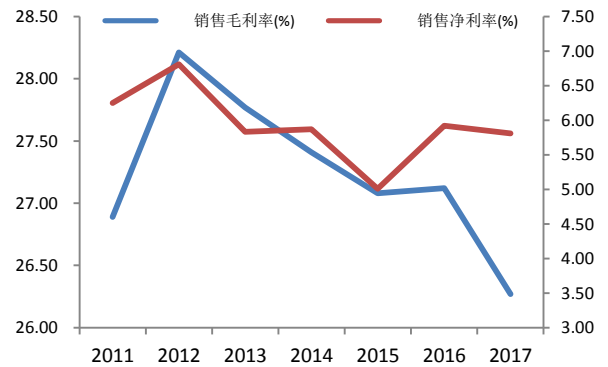
从吨价看，2017年速冻鱼糜制品量增长16.2%，价增长0.41%，速冻肉制品量增长5.3%，价增长4%，速冻面米制品量增长13.6%，价增长5.4%，过去几年公司为了抢占市场份额以及成本下降的背景下，促销力度较大，吨价自2014年开始，连续下降三年，2017年公司吨价进入回升通道。

图表 6: 收入及净利润情况



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 7: 盈利能力分析



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

(二) 多品类拓展, 打造美食集团

公司于2017年6月新推出的速冻小龙虾, 公司正式进军具有千亿市场规模的小龙虾市场, 也是上市以来公司寻求更大成长突破的尝试。今年1月10日, 公司参股新宏业19%股权, 新品速冻小龙虾拥有非季节性特点, 通过液氮技术保证龙虾的口感和缩水性与活虾一致。3月29日, 安井入股新宏业后推出首款产品“洪湖诱惑”系列产品。公司通过向上游布局来完善龙虾产业链, 这一领域目前还属于蓝海市场, 未来将改善公司的产品结构和盈利结构。

图表 8: 首款小龙虾产品“洪湖诱惑”



资料来源: 天猫网站, 太平洋证券整理

除去小龙虾，公司正在研发小猪肉、兔肉、黑胶牛柳、鸡块、鸡翅、牛排等产品的成品整合加工，跨界产品未来对接餐饮市场将面对更大的市场。目前这类产品多为小型企业在做，安井如果进入到这一领域将有很大的优势。如果安井能在这些领域取得成功，未来安井将成为一个多元化的美食集团。

（三）三大核心优势成为企业护城河

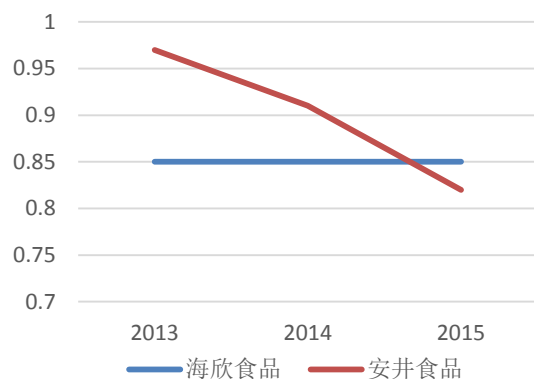
● 核心优势一：议价能力强，规模效应下成本优势凸显

速冻火锅料行业是规模效应明显的行业，公司近几年规模的扩大，在采购成本、制造成本、销售费用摊销上都形成规模优势，特别是对上游原材料采购中，有较强的议价能力。

公司原辅材料主要是鱼糜、肉类、粉类等大宗商品，以及蔬菜、添加剂、调味品等小额物料两大类。作为冷冻鱼糜加工制品的龙头，安井已具备近 15 万吨的冷冻鱼糜产品加工能力，对我国上游淡水鱼浆的采购量超过 50%，因此对上游有极强的议价能力，成本显著低于同行。

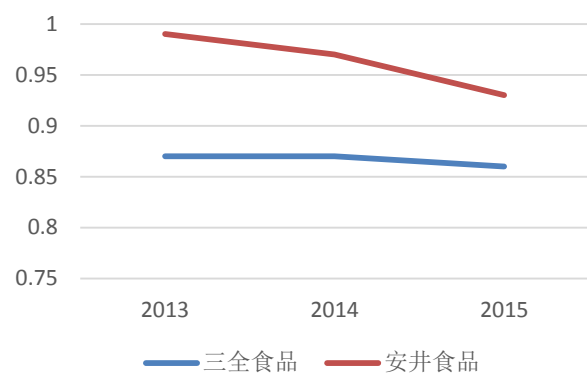
从鱼糜采购价格上，比较 2014-2016 年，安井和惠发的鱼糜采购价格，安井有绝对的价格优势；在综合成本上，比较产品结构和档次较为接近的安井和海欣，安井 2013 年采购量为 10.7 万吨，2015 年采购量提升至 17.3 万吨，海欣的采购量从 6.1 万吨提升至 6.5 万吨。2013 年 2014 年安井的采购成本高于海欣，但是随着规模提升，安井的吨成本快速下降，15 年已经低于海欣，竞争优势随规模凸显。

图表 2：火锅料平均成本逐年降低



资料来源：尼尔森数据，太平洋证券整理

图表 3：速冻米面食品均价

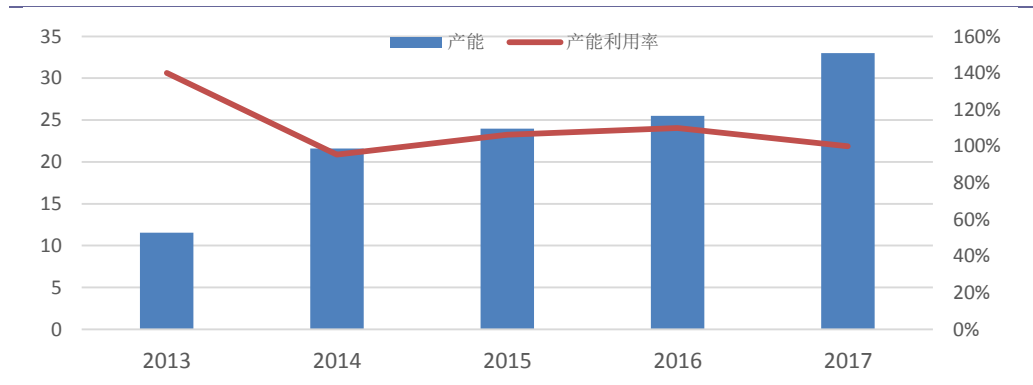


资料来源：尼尔森数据，太平洋证券整理

● 核心优势二：产能全国布局支撑全国市场扩张

目前安井是速冻火锅料行业内唯一完成全国布局的企业，为公司在全国范围内的市场扩张提供基础。公司遵循“销地产”布局策略，从 2011 年在江苏泰州建厂开始进行全国布局，目前已在福建厦门、江苏无锡、江苏泰州、辽宁鞍山、四川资阳和湖北潜江（筹）等销售密集区域就地设厂，全国布局六大生产基地，基本辐射全国各个市场。新生产基地的投入带来了产能的极大释放。

图表 41：产能逐步扩张，产能利用率充分



资料来源：WIND，太平洋证券整理

截止2017 年公司产能约35 万吨，2018年公司共计将新增泰州、辽宁、厦门的产能释放，预计带来超10%产能增长至超过40万吨产能，供需矛盾的缓解助力营收提升。

公司 2017 年 9 月 6 日发布预案拟发行总额不超过 5 亿元的可转债，投产 15 万吨四川速冻食品生产线建设项目（肉制品 9 万吨、鱼糜 5 万吨、面米制品 1 万吨），建设期 5 年，达产期 8 年，2018 年公司计划加速推进西南基地四川安井的土建工程施工，同时推进华中基地湖北安井以及无锡 7 万吨速冻食品项目建设。

预计泰州工厂完成后年收入可达 18.6 亿，净利 1.4 亿，净利率 7.4%；无锡工厂完成后收入可达 6.4 亿，净利 0.6 亿，净利率 8.8%。

图表 52: 公司未来产能规划

工厂	类型	2016	2017	2018E	2019E
厦门	火锅	10	12	12	12
	面米			1	12
无锡	面米	8	9	10	10
泰州	一期	8	8	8	8
	二期			5	6
辽宁	一期	3	5	6	6
	二期				2
四川				年底试生产	2
华中					2
合计产能		29	34-35	41-42	49-50

资料来源: 公告整理, 太平洋证券整理

“销地产”模式下物流具有很大的优势, 安井在福建、江苏、辽宁、四川等销售密集区域就地设厂, 在向当地市场供应产品时候物流费用比竞争对手平均低3-5元/箱, 这种异地设厂模式是小企业所不具备的。

图表 62: 公司未来产能规划

地区	主要省份	市场属性
华东地区	江苏、福建、浙江、安徽	根据地市场
	江西	边缘市场
	山东、上海	重点市场
华北地区	北京、天津、河北、山西	重点市场
	内蒙古	边缘市场
西南地区	四川、重庆、贵州、云南	边缘市场
华中地区	湖北、湖南、河南	重点市场
东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	重点市场
华南地区	广东、海南	重点市场
西北地区	新疆、陕西、甘肃	边缘市场

资料来源: 公告整理, 太平洋证券整理

从公司销售区域分布图中可以看出, 安井标志在全国各主要省份均有出现, 在华东地区最为密集。由此可见, 公司产品覆盖全国, 在华东地区尤为突出, 这里正是公司最主要的销售重点区域。

图表 73：火锅消费变化



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

2016 年安井食品在华东地区实现营业收入 17.4 亿元，占比 58%，其中浙江、江苏、安徽、福建是公司的根据地市场；华北、东北地区次之，分别为 2.87 亿元及 2.58 亿元，占比 9.6%、8.6%，其中大部分省份是公司的重点市场；其余地区营收占比较低，主要是公司的边缘市场。这样的市场分布与公司对于不同市场类型的经销策略有关：一是不成熟市场和偏远地区的边缘，采取省级经销商；二是较为成熟区域的重点市场，采取渠道下沉管理策略以县单位设立，以县单位设立经销商；三是成熟的根据地市场，采取密集分销管理策略同一区设立经销商，并定期整合淘汰。

● 核心优势三：三种分销渠道，打造核心竞争力

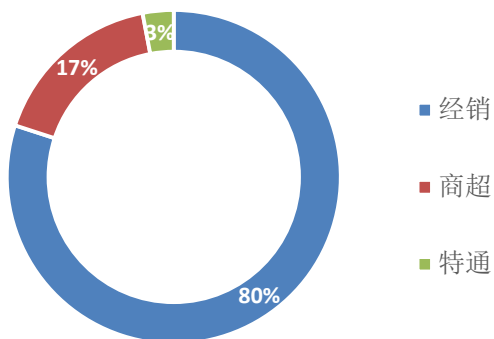
安井主要有三种销售模式：1. 经销商模式，2. 直营大型商超，3. 特通模式（直接供货给酒店、餐饮），其中经销商模式占比较高。目前公司的渠道策略是“经销商渠道为主，商超渠道为辅”。流通渠道：特通渠道（大KA、连锁餐饮）约8:2，其中占比80%的流通渠道中约30%最终留向为小商超餐饮等渠道，20%的特通渠道内商超：餐饮约3:1。

安井掌握行业大商资源，具有成熟的经销商系统。经过几年的发展，目前已经建立非常强大的销售模式和营销网络。公司营销中心下设 5 个分公司30余个联络处。分公司分布于上海、南京、合肥、厦门、北京五个大中型城市，联络处分布于广州、沈阳、郑州、成都、福州等全国主要城市。拥有经销商客户600 余家、商超网点 3000 多个、特通客户 40 多家，产品辐射超过 4 万家销售终端。包括沃尔玛、永辉、大

润发、苏果、卜蜂莲花、新华都、天虹商场、欧尚、家乐福、麦德龙等著名连锁超市，进而形成辐射全国的营销网络。

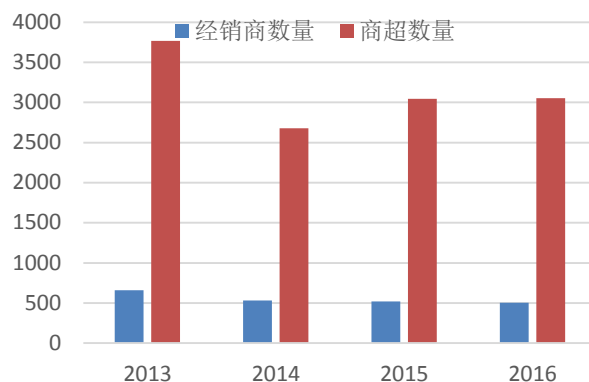
安井为巩固和增强市场竞争力，提高经销商积极性，根据经销商流通价敏感性指数较高的特点，采取“高质中价”的定价策略，保证经销商利润空间。这一策略有利于快速提升公司的市场份额，在初创期取得良好的效果。

图表 13: 公司三大流通渠道



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 14: 安井经销商数量



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

从最终流向划分来看，传统流通：商超：餐饮占比约 6: 3: 1，餐饮占比还比较小。2016 年起公司开始重视餐饮渠道发展，餐饮渠道消费粘性和复购率高，维护成本低，并且安井多类产品组合有利于打开餐饮渠道。目前呷哺呷哺、海底捞、真功夫、永和大王等国内多家连锁餐饮都与安井达成了长期的战略合作关系，合作版图持续扩张。

图表 85: 2016 年上半年安井前 10 大特殊流通客户

客户名称	销售金额 (万元)	毛利率
呷哺呷哺餐饮管理有限公司	1,085.51 (979,25)	27.85%
上海真兴食品销售有限公司等两家公司	573.39	16.77%
浙江瑞松食品有限公司	430.24	20.59%
四川海底捞餐饮股份有限公司	262.16	34.07%
湖南大成食品有限公司新开分公司	167.12	19.38%
湖北小胡鸭食品有限责任公司	132.46	33.20%
苏州淘味道食品有限公司	111.85	35.69%
温州东瓯食品有限公司	82.36	24.63%
郑州好德食品有限公司	78.74	31.76%
嘉兴市新世纪旅游食品有限公司	78.37	23.68%

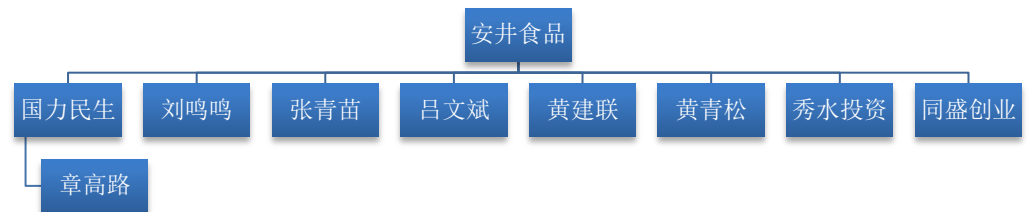
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

公司未来将夯实流通渠道，拓展餐饮渠道，适时分类发展电商渠道。目前电商渠道由于冷库建设、物流体系的不完善无法解决最后一公里的配送问题，发展仍有瓶颈。未来公司作为常温休闲食品的半成品供应商也将进一步拓展渠道网络。商超渠道利于消费者和品牌力提升，但拓展费用较高，需要权衡市场份额、利润、品牌力后谨慎发展。

（四）高管持股，管理层稳定

公司最大股东国力民生持有公司43.14%股权，公司实际控制人为章高路先生，持有国力民生32.93%的股权，为国力民生的最大股东。公司部分核心管理层有持股，其中董事长刘鸣鸣持有12.64%、总经理张青苗持股5.35%、生产副总黄建联持股2.94%、销售副总黄清松持股2.94%。

图表 96：公司股东情况



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

二、“大”行业、“小”公司，安井有望成长为行业巨头

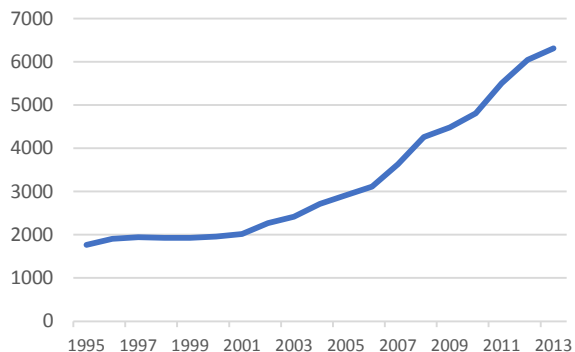
（一）产品高端化是行业增长的重要驱动力

我国速冻食品起步晚于发达国家，虽然近些年发展快，人均消费量仍与发达国家存在较大差距。根据欧睿数据，截止2017年，我国人均冷冻食品消费量为7千克/年，美、日两国分别为23和34千克/年，是我国的3和5倍。美国和日本的冷冻食品行业先后进入成熟期，其近5年人均消费量平均增速仅分别为1.8%和2.8%，远低于我国的16.6%。

我国作为一个人口巨大且原材料丰富的国家，目前速冻食品人均年消费量却只有

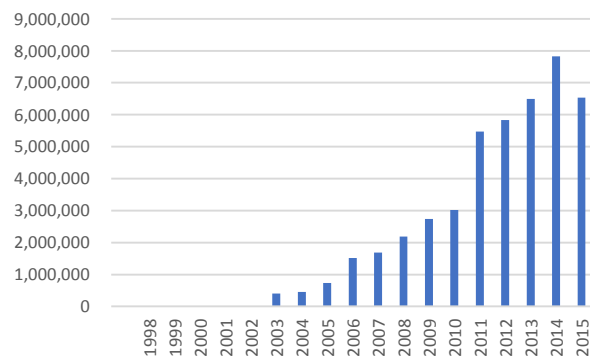
9 千克，远远低于发达国家的消费水平。从国际经验来看，速冻食品的消费量会随着社会发展水平的提升而提升。近年来，我国居民收入快速提高，生活节奏加快，消费习惯改变，速冻食品的需求量快速增长。

图表 17：我国城镇居民年度食品消费支出（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 18：我国速冻食品销售总额（亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

我国速冻食品人均消费量较小，但部分子板块的人均消费天花板已现。我国冰淇淋人均消费量已是日本人均消费量的一半；冷冻鱼糜产品已反超日本水平，天花板十分明显。但是从人均消费额来看，美、日两国分别是我国的 15 和 12 倍。说明我国速冻食品产品低端化程度严重，食品结构高端化带来平均单价提升将是未来行业增长的主要驱动力。

（二）餐饮渠道兴起带动冷冻食品发展

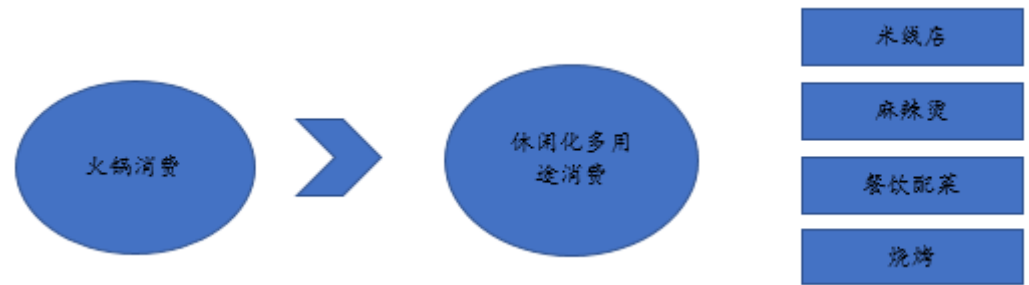
我国速冻食品品种包括火锅料制品和速冻面米制品。其中，速冻面米制品行业成熟度较高，不仅品种丰富，品质近些年也有大幅度提升。虽然火锅料制品的销售规模较面米存在较大差距，但从发展速度来看，未来 5 年市场规模将与米面制品不相上下。

餐饮的快速兴起，特别是火锅餐厅的快速增长，直接带动火锅料制品消费的成长。根据《2017 年度餐饮大数据白皮书》的数据显示，截至 2017 年底，全国餐饮门店有 578 万个，其中火锅餐饮网点合计数量有 29.7 万家，占餐饮门店总量的 5.1%。近两年，火锅餐饮一直保持着两位数增长，预计到 2020 年，中国火锅市场规模可达 5774 亿元。

不同于以往火锅消费提供绝对的市场，近些年火锅消费像休闲化多用途消费转变，

麻辣烫、关东煮等休闲小吃的迅猛发展为火锅料制品提供另一发展渠道，使消费形势变的多样化。不仅如此，随着消费者健康饮食的意识不断加强，安全卫生、实用方便、营养美味的速冻食品越来越受到家庭青睐。

图表 109：火锅消费变化



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

（三）市场份额趋于向大企业集中

● 市场竞争激烈，安井市场份额领先

在火锅料制品市场，行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散，安井食品，海欣食品、海霸王、山东惠发、福建海壹食品、福建升隆食品等几家大型企业共同分割市场大部分份额。

从近些年收入规模上，对比安井、海欣（主营火锅料制品）、惠发（主营速冻肉制品），后两者收入几乎停滞不前，而安井火锅料制品收入规模远高于二者，且呈现较快增长。但安井的市占率依然不高，以 2013 年为例，中国火锅料制品行业市场销售规模为 230 亿元，安井火锅料制品销售收入为 13.01 亿元，市占率约为 5.66%，未来提升空间较大。

冷冻鱼糜制品板块 CR5 集中度为 23.5%，在各子板块中最低，行业保持较快增速，但受人均消费量天花板制约，行业正经历第一轮洗牌期。美国预制餐食板块的行业集中度在 2008 年为 22.9%，与我国冷冻鱼糜板块类似，因此较有借鉴意义。2008 年金融危机后，前者进入洗牌期，体现为市场规模出现下滑，但龙头企业趁机并购，使行业集中度提升至 30%以上。

不同于火锅料制品行业，速冻面食制品行业发展较为成熟，行业竞争格局清晰、行业集中度较高。一线城市市场基本由三全、思念、湾仔码头等全国性的几大品牌主

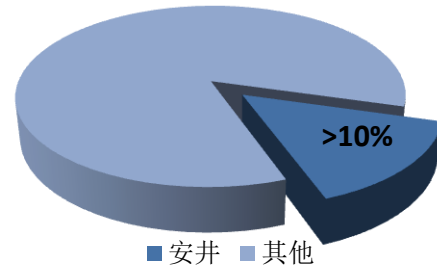
导。

图表 11：火锅制品行业销售规模

公司名称	2016 年销售规模 (元)
安井	29.97 亿
海欣	9.25 亿
惠发	8.9 亿
海霸王	20 亿 (含面米制品)
升隆等	5-8 亿
海壹等	3-5 亿
其他企业	3 亿以下

资料来源：公司调研，太平洋证券整理

图表 12：安井市场份额超过 10%



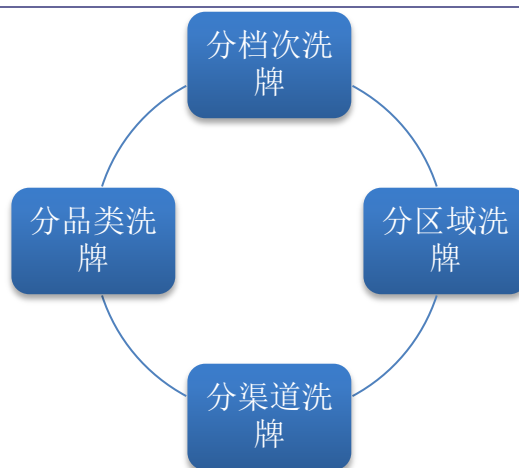
资料来源：WIND，太平洋证券整理

● 行业将洗牌，蛋糕重新划分

从发达国家速冻食品行业发展进程来看，行业竞争最终将呈现资源向大企业集中的趋势。速冻食品做工精细品种繁多，对企业的各方面要求严格。大企业由于具备产品质量好、品种多样化、管理规范的优势，在行业中的竞争优势将不断强化，从而进一步淘汰小型、不规范企业，使市场份额将日趋集中。

速冻行业具有独特的洗牌特点，在价格带、区域、品牌、渠道等层面，都在进行洗牌。

图表 13：行业洗牌类别



资料来源：太平洋证券整理

为了应对行业竞争格局的变化，扩大市场占有率，公司围绕速冻食品开展同业并购为主，跨业并购为辅的并购策略。公司曾计划收购典发拓展餐饮渠道。典发千页豆腐单品为全国第一，且本身具有先发优势及餐饮渠道优势。如果安井和典发合作后可以用安井的流通渠道卖典发的产品，进行优势互补，但由于对方股权关系未能理顺收购未能落地。但是公司想通过并购拓展自己经营短板的思路非常明显。

在渠道方面，根据品类洗牌特点，安井食品制定了“大单品战略”争夺市场：单品突破，单品夺冠，直至单品称霸；渠道方面，双剑合璧餐饮发力；产品方面，研发餐饮调理半成品，如调理水产品：麻辣小龙虾，调理肉制品，皮蛋卷、海山骨、松板肉、牛肋骨等。

三、 试水小龙虾，业务拓展新尝试

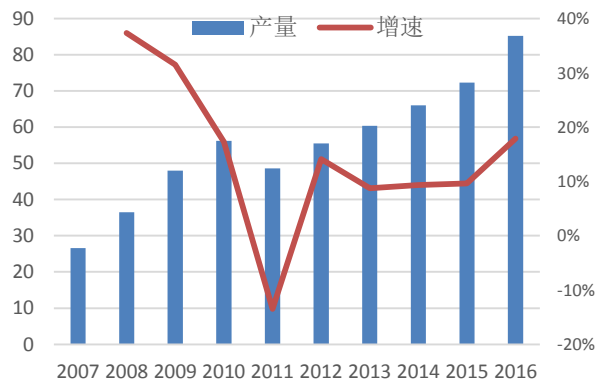
（一）小龙虾市场广阔，但缺乏全国性品牌

1930 年左右小龙虾传入中国，直到1960 年前后才被南京地区的居民食用；2000 年前后盱眙火爆的小龙虾市场让当地政府看到商机，顺势举办中国盱眙龙虾节，成立“盱眙龙虾”品牌，潜江也出现“虾稻连作模式”，小龙虾开始慢慢走近全国食客的眼中；2006 年世界杯“吃麻小、喝啤酒”成为看比赛的标配；2013 年小龙虾真正火起来，截至2016 年底，江浙京沪外，新疆兰州等多个西北地区也被大规模小龙虾门店攻占，小龙虾基本占领整个中国。

据美团点评研究数据显示，小龙虾市场规模达千亿级别，仅武汉市去年就销售 1,500 吨。全国小龙虾专营店有近 20,000 家，约为肯德基门店数量的三倍。专营店的人均消费达 84.4 元，上海、北京小龙虾专营店人均消费最高，达到90元。小龙虾被称为夜宵界的网红，但目前专营店多为地方性企业，缺乏全国性品牌。

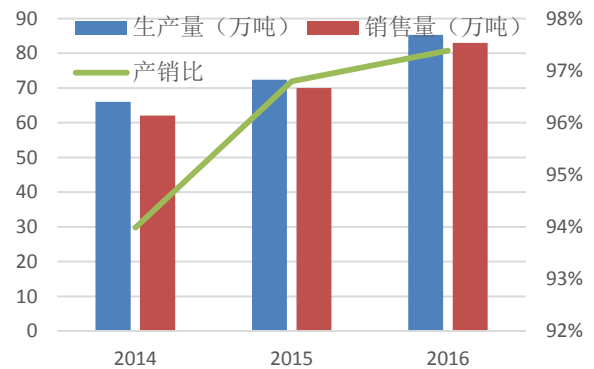
小龙虾市场空间广阔且属于高毛利产品，据《中国小龙虾产业报告（2017）》数据，从 2007 年至 2016 年全国小龙虾养殖产量由 26.55 万吨增加到85.23 万吨，增长了 221%，CAGR 达 13.8%。2016 年中国小龙虾生产量达 89.91 万吨（含捕捞产量），消费量达 87.93 万吨，成为全世界最大的小龙虾生产和消费国家。近五年来其产量增速达到了10%以上，消费量也逐年上升，产销比维持在94%以上。

图表 14: 小龙虾产量连年递增



资料来源: 尼尔森数据, 太平洋证券整理

图表 15: 小龙虾产销比维持在 94%以上



资料来源: 尼尔森数据, 太平洋证券整理

小龙虾产业链经济总产值超千亿元, 但还没有全国性品牌出现, 主要原因在于小龙虾行业存在的几个弊端问题。(1) 小龙虾供应存在季节性, 5-9 月是集中消费旺季, 其他时间无活虾供应导致餐饮终端经营缺乏稳定性, 如何解决小龙虾反季节销售的问题; (2) 小龙虾主要还是以大排档消费为主; (3) 供应链过长, 中间环节层层加价导致终端餐饮利润低, 如何缩短产业链。

(二) 安井攻克小龙虾难题, 发展空间巨大

家庭场景食用小龙虾有几个痛点: 一是小龙虾加工比较复杂, 在家烹调难度比较大, 所以多为在餐厅食用。二是消费场景通常为聚会, 单人食用消费需求很难满足。三是在一些大排档等场景, 小龙虾加工处理卫生很难保证, 容易引起腹泻等问题。

安井推出的小龙虾能够很好的解决这三个痛点。公司于2017年6月, 推出速冻调味小龙虾新品-虾客情。这一产品为速冻预调小龙虾, 通过速冻锁鲜技术能将烹调好各种口味的小龙虾锁定在肉质极鲜的状态, 通过冷链物流送到终端, 消费者进行简单解冻后即可食用, 口感和鲜虾差异不大。

速冻预调小龙虾保质期长达一年, 经过深加工后, 小龙虾由夏季应季产品变为一年四季可供应, 彻底解决反季节销售问题。同时解决了家庭消费场景问题, 实现在家也能吃到小龙虾的场景。

（三）安井小龙虾较同类产品具有竞争优势

市场上其他龙虾品牌有麻辣诱惑、虾公馆、周黑鸭推出的“周黑鸭小龙虾”等。这些产品多为短保质期产品，譬如周黑鸭产品受5~7天保质期制约，公司产品由经销商分销的途径受到限制，即便直销KA（向重点零售客户销售产品）也需要1-2次转仓才能上架，这将直接影响消费者使用口感，导致较高的货损风险和顾客消费体验感下降。麻辣诱惑小龙虾多采用线下门店加工的销售模式，受门店数量限制覆盖面不是很广。

安井公司因为拥有采购、生产和销售速冻鱼糜等产品的经验，速冻小龙虾的发展在产业链上中下游皆有优势。在下游，公司拥有经销商和商超渠道资源，可以实现快速铺货。同时，安井食品的速冻小龙虾保质期长，很少报废，因此安井小龙虾价格比周黑鸭能便宜30%至40%左右。

图表 16：安井小龙虾与其他品牌小龙虾价格对比

品名	规格 (kg)	价格 (元)	平均单价 (元/kg)
“虾客情”麻辣小龙虾	0.86	60-65	72.67
周黑鸭小龙虾	0.36	69.9	194.17
麻辣诱惑	0.5	99	198

资料来源：太平洋证券整理

（四）布局上游，抓住核心竞争力

向上游延伸，是安井布局小龙虾市场的重要一环，一方面公司向上游延伸，可以保障原材料的供应，另一方面，也可以降低采购成本。公司于2018年1月发布公告拟以7,980万元人民币受让洪湖市新宏业食品有限公司19%的股权。新宏业食品主要经营冷冻鱼糜、克氏原螯虾（小龙虾）产品等速冻水产品以及鱼排粉、虾壳粉、鱼油等副产品。

新宏业食品的前身为洪湖市宏业水产食品有限公司和洪湖市宏业生物科技股份有限公司。截至2017年底，老宏业食品主营业务相关的资产、人员、业务均已转移至新宏业食品，在资质转移完毕之后，将办理注销手续。

老宏业食品是湖北省的省级农业产业化重点龙头企业，2016年实现销售收入5.2亿元，实现入库税收322万元，出口创汇1600万美元；2017年上半年，总产值已超过3亿元，同比增长42.8%，实现税收187.5万元。目前，新宏业拥有鱼糜自动生产线两条，淡水小龙虾系列产品生产线3条，国内最先进的淡水鱼资源综合利用生产

线一条。形成了年生产小龙虾产品 6000 吨、淡水鱼糜 1.5 万吨、综合利用产品 1 万吨的规模，淡水鱼糜产量占全国总产量的 35%以上，连续 5 年位居全国行业第一，小龙虾系列产品位居全国行业前三位。

新宏业于今年 4 月份建设完成 3 万吨小龙虾产能，为公司将来小龙虾业务的发展打下坚实基础。

四、盈利与估值

从长期看，我们认为安井有望成为速冻行业龙头大型食品企业，可以长期持有。安井目前持有新宏业19%的股权，假设未来安井能够实现对新宏业控股，新宏业的销售实现并表，未来三年安井小龙虾板块的收入规模达到10亿元是可期待的。目前新宏业公司小龙虾业务主要是OEM模式，为其他品牌代工，自有品牌主要通过网络和部分线下销售，销售规模相对较小。

我们假设火锅料制品每年以15%-18%的速度增长，速冻米面制品每年以20%左右的增速增长；小龙虾板块2018年-2020年收入规模可以达到2亿元、6亿元和10亿元，预测安井2018年-2020年收入增速分别为21.88%、25.44%和21.55%。

假设火锅料制品和速冻米面板块毛利率维持稳定并实现每年小幅增长，小龙虾板块毛利率按照40%-43%粗略估算，2018-2020年安井归母净利润增速为27.7%、39%和33.4%，归母净利润增速为29.28%、28.19%和30.62%，实现EPS 1.21元、1.55元和2.02元。对应估值为31倍、24倍和19倍。

安井的估值可以参照涪陵榨菜和桃李面包，当市场给溢价的时候，可以给到35倍估值。如果按照2018年EPS计算，对应目标价为41.6元，股价有超过20%空间。如果按照2019年EPS算，对应目标价为54.25元，股价有超过60%的空间，市值将达到117亿元。从长期来看，公司的成长性和市值仍具有较大空间。公司小龙虾板块从2018年开始爆发，未来小龙虾如果能做到十几二十亿收入，贡献一个亿利润，完全就是个食品大公司，打破现在对它的定位。所以我们按照2018年EPS给予35倍估值，目标价为41.6元。给予买入评级。

五、风险提示

小龙虾业务不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。