信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

爆品思维、渠道优势，助力业绩高增

—安井食品(603345)公司深度报告

2020 年 11 月 29 日

马铮　食品饮料分析师
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

证券研究报告

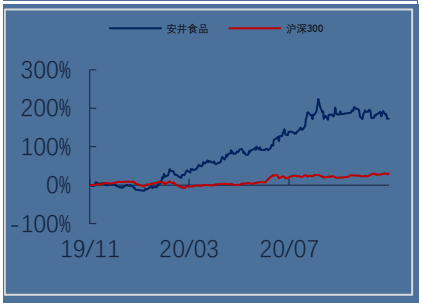
公司研究

公司深度报告

安井食品(603345)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	165.15
52 周内股价波动区间（元）	196.56-51.69
最近一月涨跌幅(%)	65.15
总股本(亿股)	2.37
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	390.87

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

爆品思维、渠道优势，助力业绩高增

2020 年 11 月 29 日

本期内容提要:

◆**投资建议：**市场对公司在疫情后的业绩持续性问题存在疑虑。我们认为速冻食品行业接近两位数增长，安井能持续享受全国化扩张的红利，同时公司推新品能力强、规模效应突出以及渠道优势明显，市占率仍将不断提升。此外，产品升级也有望提升公司毛利率水平。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.37/3.14/3.90 元，对应 PE 分别为 69.57/52.54/42.3 倍。公司当前估值较高，但考虑到公司竞争优势明显，业绩增速快，给予 2021 年 58 倍 PE 估值，目标市值 432 亿元，增持评级。

◆**速冻行业稳健增长，火锅料赛道集中度提升空间大。**（1）据 Frost & Sullivan 数据显示，2018 年我国速冻食品行业规模达到 1,342 亿元，13-18 年复合增长率为 10.14%。我国目前速冻食品人均消费量 10.6kg/年，相较发达国家仍有很大提升空间。（2）细分赛道来看，速冻火锅料行业分散，CR3 仅为 11.86%。公司作为速冻火锅料龙头，市占率有望提升。（3）随着城镇化率的提升，消费者的生活节奏在加快，对便捷化的要求越来越高。（4）此外，餐饮运营成本提升、外卖的爆发也推动了速冻预制半成品的需求增长。（5）冷链物流的建设和完善将为速冻食品行业的发展注入动力。

◆**爆品思维、规模效应以及渠道优势构筑高壁垒。**（1）公司聚焦“高质中高价”的价格策略，要求全渠道、全区域、大单品的经营策略，叠加速冻鱼糜制品、速冻肉制品与速冻面米制品三大品类的组合协同效应，不断抢占速冻食品市场份额。（2）公司销售渠道覆盖全国，销售团队庞大而且执行力强，对经销商贴身支持，同时对渠道的管控力强。2020 年公司提出“BC 兼顾，双轮驱动”的战略，在发展 B 端市场的同时，不断加大对 C 端渠道的开发力度。（3）公司具有规模优势，对上游议价能力强，采购成本相对较低。19 年肉类价格大幅上涨，公司通过及时调整产品配方和提价减促等措施有效应对原材料上涨的压力。（4）公司产能全国化布局，“销地产”模式下运输成本较低。“产地研”模式使新品针对性更强，推广成功率更高。

◆**股价催化剂：**产品提价；原材料价格下降；业绩超预期等。

◆**风险因素：**原材料价格上涨超预期；产能扩张不及预期；食品安全事故。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	4,259	5,267	6,624	8,031	9,664
增长率 YoY %	22.2%	23.7%	25.8%	21.3%	20.3%
归属母公司净利润(百万元)	270	373	562	744	924
增长率 YoY%	33.5%	38.1%	50.5%	32.4%	24.2%
毛利率%	26.5%	25.8%	28.1%	28.6%	28.9%
净资产收益率ROE%	13.2%	13.6%	17.0%	16.4%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	1.14	1.58	2.37	3.14	3.90
市盈率 P/E(倍)	32.23	37.66	69.57	52.54	42.30
市净率 P/B(倍)	4.25	5.12	11.83	8.60	7.54

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2020 年 11 月 27 日收盘价

目 录

1 民营体制，激励充分.....5
1.1 华东起家，走向全国.....5
1.2 股权结构清晰，激励机制完善.....6
2 速冻食品行业空间广阔，火锅料赛道集中度低.....7
2.1 速冻食品行业快速增长，人均消费量提升空间大.....7
2.2 消费需求拉动行业增长，冷链物流助力冻品铺货.....9
3 爆品思维、规模效应以及渠道优势构筑高壁垒.....11
3.1 爆品思维培育新品，“高质中高价”突出优势.....11
3.2 经销渠道覆盖全国，销售团队贴身支持.....12
3.3 规模效应，成本控制能力强.....14
3.4 八大基地，产能布局优势明显.....16
4 新建产能保障收入高增长，产品升级推动毛利率提升.....17
4.1 新建产能保障收入持续高速增长.....17
4.2 产品升级有望提升毛利率.....19
4.3 规模效应和产能布局优化带动费用率下行.....19
4.4 净资产收益率显著高于竞争对手.....20
5 估值与投资评级.....21
6 风险因素.....23

表 目 录

表 1：2019 年首次授予限制性股票.....6
表 2：公司各年份推新产品.....11
表 3：高端产品对比（元、克、元/斤）.....12
表 4：中端锁鲜装产品对比（元、克、元/斤）.....12
表 5：餐饮产品对比（元、克、元/斤）.....12
表 6：各区域市场属性与经销商数量.....13
表 7：公司上市以来募投项目情况.....16
表 8：各区域营业收入、人均贡献收入、近 3 年复合增长率.....17
表 9：公司各生产基地情况.....18
表 10：公司收入预测.....21
表 10：DCF 估值重要假设.....22
表 12：DCF 估值敏感性分析.....22
表 13：可比公司估值对比.....22

图 目 录

图 1：安井食品发展历程.....5
图 2：19 年营业收入按产品划分.....5
图 3：17-19 年营业收入按渠道划分.....5
图 4：截止 2020 年 6 月末公司股权结构.....6
图 5：我国速冻食品行业规模及增速.....7
图 6：我国速冻食品人均消费量提升空间大.....7
图 7：我国速冻米面制品行业规模及增速.....7
图 8：速冻米面制品市场竞争格局.....7
图 9：我国速冻火锅料制品行业规模及增速.....8
图 10：速冻火锅料制品市场竞争格局.....8
图 11：安井速冻火锅料收入增速快于行业.....8
图 12：安井市占率不断提升.....8
图 13：我国城镇化率水平不断提高.....9
图 14：我国城镇居民购买力持续提高.....9
图 15：餐饮行业收入稳定增长.....9

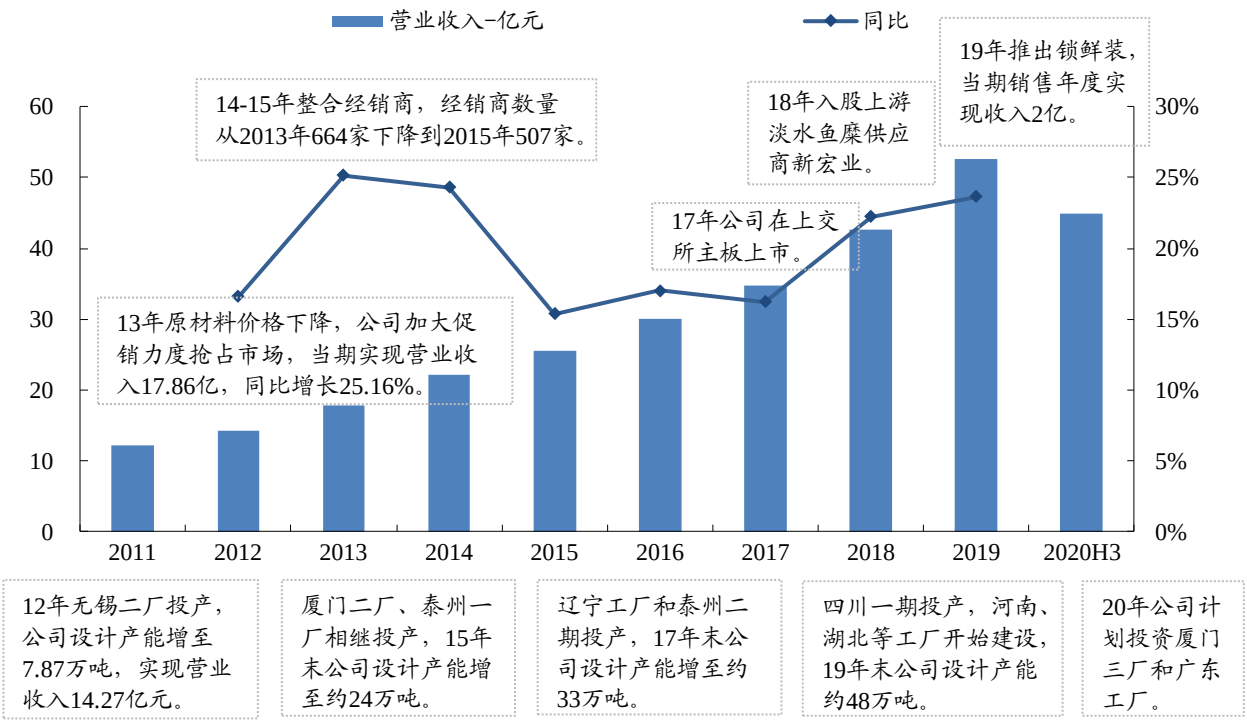
图 16：住宿和餐饮业就业人员工资增长情况.....9
图 17：外卖市场规模高速增长.....10
图 18：火锅餐饮规模增速维持在 10%以上.....10
图 19：我国冷库总容量规模与增速.....10
图 20：我国公路冷链运输车保有量规模与增速.....10
图 21：新品、大单品销售收入占营业收入比例.....11
图 22：研发人员数量与研发费用对比.....11
图 23：安井单个经销商对接销售人员数量最多.....13
图 24：安井单个经销商产生的收入最高.....13
图 25：安井市场推广费用率最高.....13
图 26：锁鲜装冠名央视综艺《你好生活》.....13
图 27：海欣、安井、三全和惠发 19 年总采购金额.....14
图 28：安井和惠发鱼糜采购金额和价格.....14
图 29：安井、海欣、三全和惠发应付账款周转天数.....15
图 30：安井、海欣、三全和惠发预收账款/营业收入.....15
图 31：安井原材料采购金额占比.....15
图 32：安井 19 年营业成本构成示意图.....15
图 33：安井生产基地布局相比竞争对手更均匀.....15
图 34：安井单位销量运输成本低于海欣.....15
图 35：设计产能、产量和产能利用率.....16
图 36：安井产能布局基本全国化.....16
图 37：安井各区域营业收入构成示意图.....17
图 38：华北、华中和东北等区域营业收入增速可观.....17
图 39：安井营业收入增速高于对手.....17
图 40：安井产品销量增速高于对手.....17
图 41：安井、惠发和海欣速冻火锅料销售均价.....18
图 42：安井和三全速冻米面制品销售均价.....18
图 43：安井、海欣和惠发 19 年毛利率均下滑.....19
图 44：安井速冻食品吨价、吨成本.....19
图 45：安井销售费用率低于三全和海欣，但高于惠发.....20
图 46：安井销售费用率各分项均在下行.....20
图 49：安井管理费用率和三全相近，明显低于海欣和惠发.....20
图 50：安井管理费用率各分项相对平稳.....20
图 51：安井 ROE 显著高于竞争对手.....21
图 52：安井 ROE 近期稳中有升.....21

1 民营体制，激励充分

1.1 华东起家，走向全国

公司成立于 2001 年，前身为厦门华顺民生食品有限公司。2009 年华顺民生收购以生产速冻面点为主的无锡民生和安井营销公司；2011 年安井出资设立泰州安井；2013 年安井设立辽宁安井；2017 年 2 月公司在上交所挂牌上市。公司主要从事速冻火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）和速冻面米制品、速冻菜肴制品等速冻食品的研发、生产和销售。

图 1：安井食品发展历程



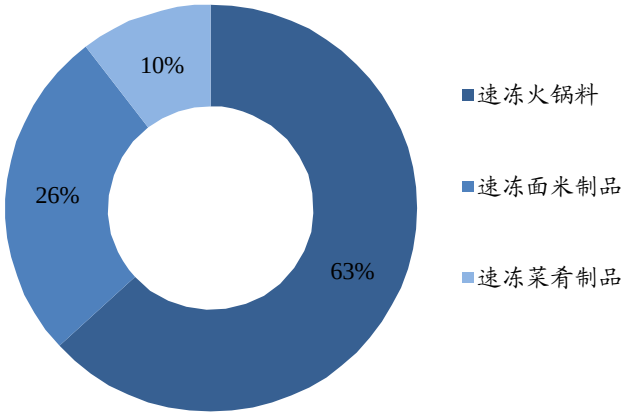
数据来源：Wind，信达证券研发中心

产品品类丰富，组合协同发展。公司主要产品为“安井”牌速冻食品，品种达 300 余种，品类丰富。公司坚持速冻鱼糜制品、速冻肉制品与速冻面米制品三大品类协同组合的经营策略，三大品类的成熟经验相互融合，优势互补，协同发展。同时，以锁鲜装新品和速冻面点新品为发力点，带动老产品的营销创新和销售提升。

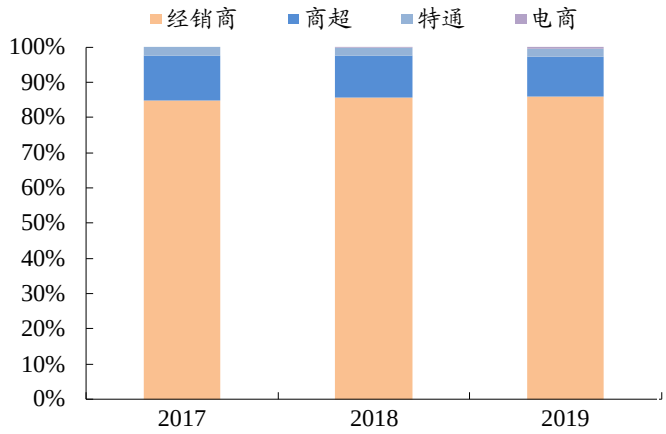
经销渠道为主，商超直营为辅。公司目前主要采用三种销售模式：经销商模式、商超模式和特通渠道模式。截止 2019 年末，公司经销商渠道收入占比 85.99%，商超渠道收入占比 11.12%，特通渠道收入占比 2.29%。安井不断推出餐饮渠道适销产品，提升餐饮渠道品类叠加效应，强化餐饮渠道的综合竞争力，持续打造餐饮渠道中央厨房概念。

图 2：19 年营业收入按产品划分

图 3：17-19 年营业收入按渠道划分



数据来源：Wind，信达证券研发中心

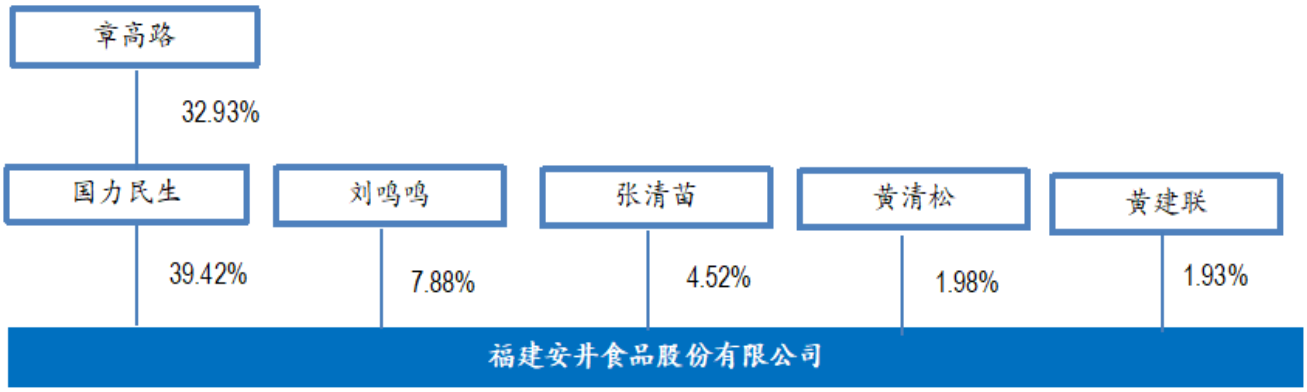


数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.2 股权结构清晰，激励机制完善

公司股权结构清晰，管理层持股实现利益绑定。公司控股股东为新疆国力民生股权投资有限公司，实际控制人为章高路先生。董事长刘鸣鸣、总经理张清苗、副总经理黄清松和黄建联等核心管理人员均持有公司股份。管理层持股股有利于降低代理成本，激发经营积极性。控股股东国力民生为财务投资者，实际控制人也不干涉公司经营活动，对管理团队充分放权。

图 4：截止 2020 年 6 月末公司股权结构



数据来源：Wind，信达证券研发中心

推出股权激励计划，加强绑定核心团队利益。2019 年公司推出限制性股票激励计划，向授予对象定向发行限制性股票 631 万股，授予价格为 26.97 元/股。该激励计划的授予对象覆盖面广，包括了总经理、董事会秘书、财务总监、中层管理人员及生产、技术、营销骨干共 229 人。此次激励计划首次授予的限制性股票解除限售考核年度为 2019-2021 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。第一个解除限售期要求 2019 年营业收入值不低于 50.26 亿元；第二个解除限售期要求 2019-2020 年两年累计营业收入值不低于 107.75 亿元；第三个解除限售期要求 2019-2021 年三年累计营业收入值不低于 170.785 亿元。2020 年 7 月，公司向 26 名中层管理人员及生产、技术、营销骨干预留授予 29.8 万股限制性股票，授予价格为 66.31 元/股。

表 1：2019 年首次授予限制性股票

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
张清苗	董事、总经理	54	8.56%	0.23%

梁晨	董事会秘书	15	2.38%	0.07%
唐奕	财务总监	15	2.38%	0.07%
中层管理人员及生产、技术、营销骨干（226 人）		547	86.68%	2.38%
合计		631	100.00%	2.75%

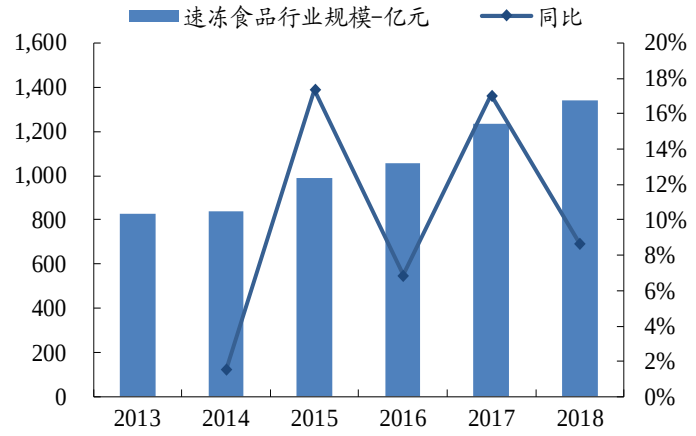
数据来源：Wind，信达证券研发中心

2 速冻食品行业空间广阔，火锅料赛道集中度低

2.1 速冻食品行业快速增长，人均消费量提升空间大

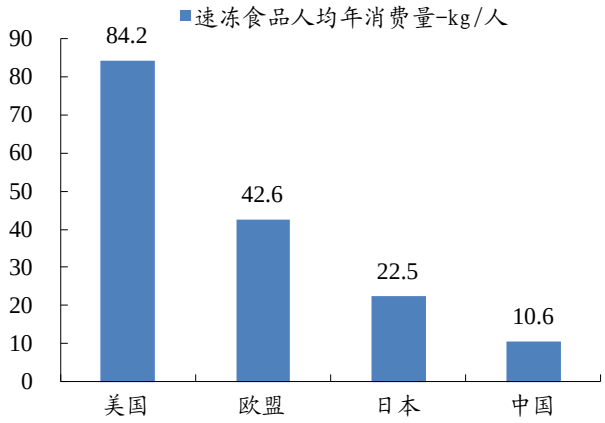
速冻食品行业千亿规模，国内人均消费仍有较大提升空间。据 Frost & Sullivan 数据显示，18 年我国速冻食品行业规模达到 1,342 亿元，13-18 年复合增长率为 10.14%。美国是世界上速冻食品人均消费量最高的国家，人均消费量 84.2 千克/年。欧盟人均消费 42.6 千克/年，日本人均消费量为 22.5 千克/年。我国目前速冻食品人均消费量 10.6 千克/年，与发达国家差距较大。

图 5：我国速冻食品行业规模及增速



数据来源：Frost & Sullivan，信达证券研发中心

图 6：我国速冻食品人均消费量提升空间大

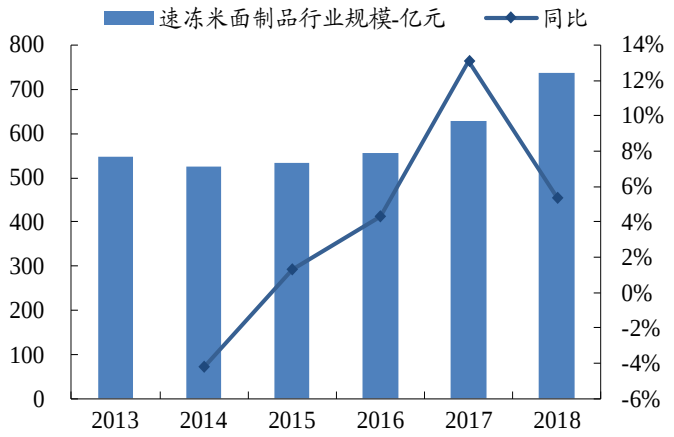


数据来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

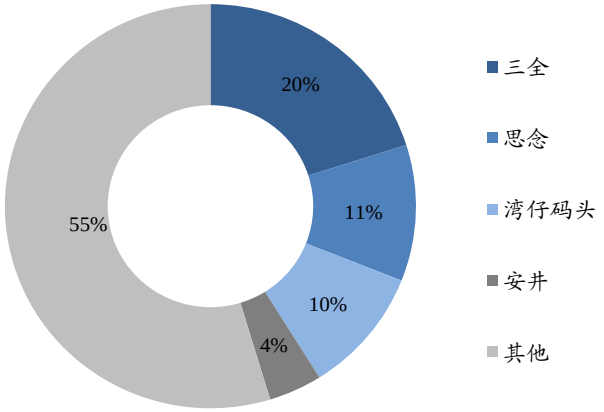
速冻米面制品行业相对成熟，市场集中度高。我国速冻米面制品更加贴近三餐饮食，产品主要包括水饺、汤圆、面点、粽子和馄饨。根据 Frost & Sullivan 数据显示，以收入计，从 13 年的 549 亿元增长到 17 年的 629 亿元，年复合增长率为 3.5%。根据《2018 年中国冷冻冷藏食品工业发展报告》，18 年我国速冻米面制品制造业完成主营业务收入 736 亿元，同比增长 5.4%。竞争格局方面，三全、思念和湾仔码头三家市占率合计为 41.1%，格局相对稳定。安井在水饺和汤圆品类上没有优势，公司选择发面类产品作为突破口，迎合早餐场景，目前已在速冻米面制品行业市占率排第四。

图 7：我国速冻米面制品行业规模及增速

图 8：速冻米面制品市场竞争格局



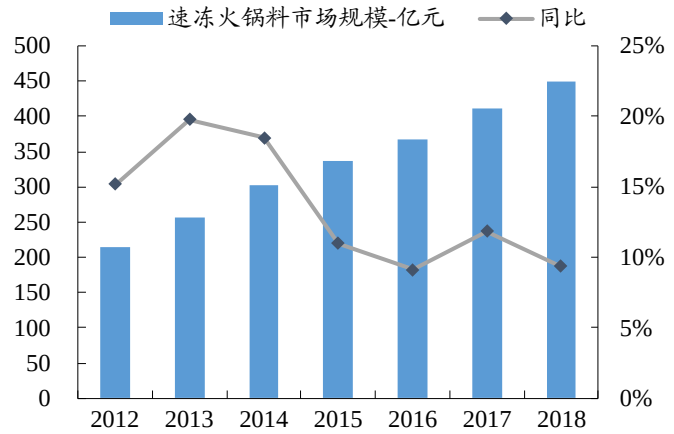
数据来源：Frost & Sullivan，信达证券研发中心



数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

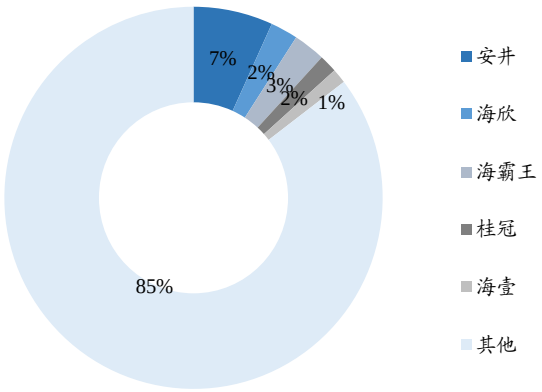
速冻火锅料行业具备增长潜力，市场集中度低。从全国范围看，速冻火锅料行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散。速冻鱼糜制品企业主要分布在福建、广东等的东南沿海地区，包括安井食品、海霸王、海壹、海欣等大型生产企业。在肉类供应比较发达的山东地区，以生产肉丸为主的惠发、佳士博主要以长江以北为主要市场。速冻火锅料市场规模增速快于速冻面米制品，12-18 年复合增长率为 13.2%。

图 9：我国速冻火锅料制品行业规模及增速



数据来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 10：速冻火锅料制品市场竞争格局

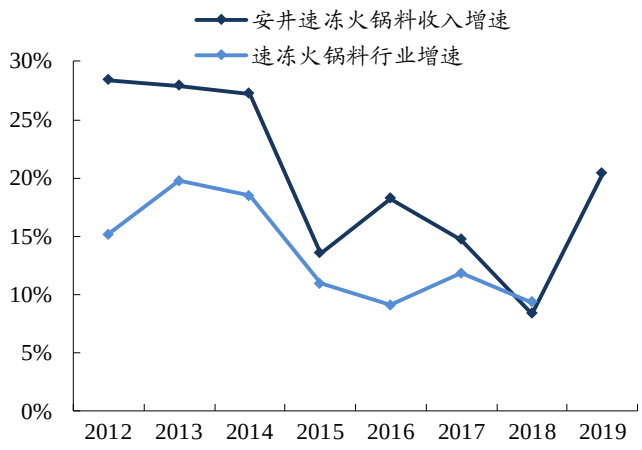


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

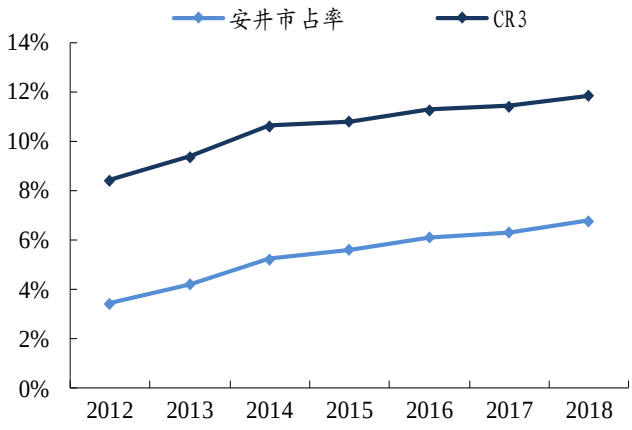
速冻火锅料行业分散，龙头集中度低，CR3 约为 12%。但随着行业不断规范，食品安全标准提高，及行业龙头企业积极地品牌推广，市场份额将呈现逐步集中的趋势，行业全国性品牌正逐步形成。环保、社保政策趋严以及原材料涨价加大了小企业的压力，导致小企业产能出清，进一步提升了龙头的集中度。

图 11：安井速冻火锅料收入增速快于行业

图 12：安井市占率不断提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

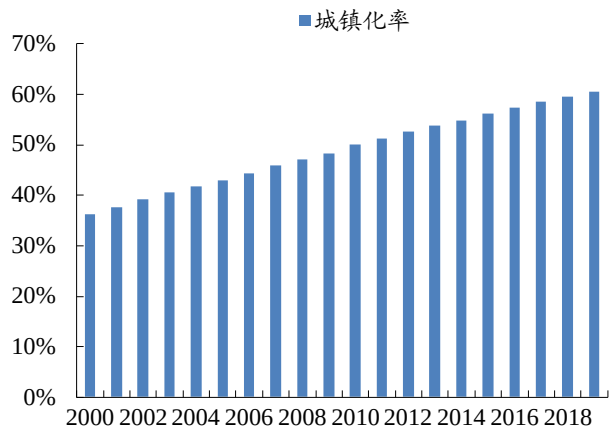


数据来源：欧睿数据，信达证券研发中心

2.2 消费需求拉动行业增长，冷链物流助力冻品铺货

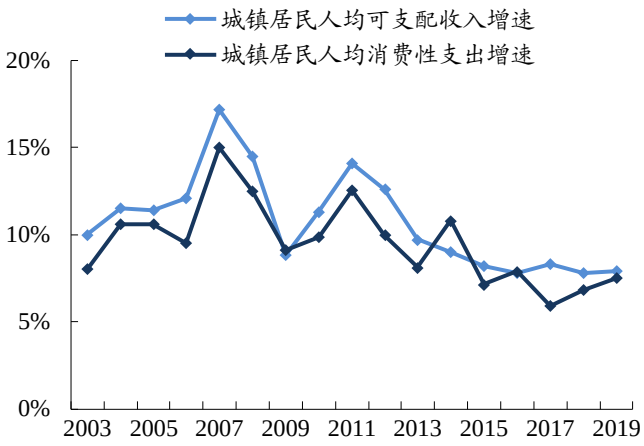
随着城镇化率的提升，人们的生活节奏在加快，消费者对营养方便的速冻食品的需求将会越发旺盛。城镇化进程的加快，也促进消费者购买力提高。根据国家统计局公布的数据，截止 2019 年末，我国城镇化率为 60.6%，城镇居民人均可支配收入增速为 7.9%，城镇居民人均消费性支出增速为 7.5%。

图 13：我国城镇化率水平不断提高



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 14：我国城镇居民购买力持续提高

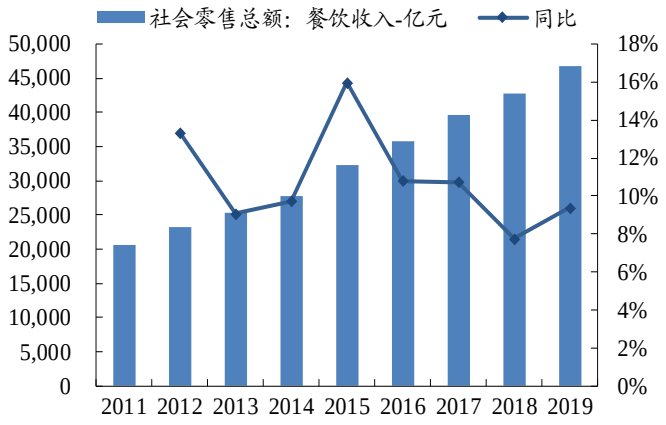


数据来源：Wind，信达证券研发中心

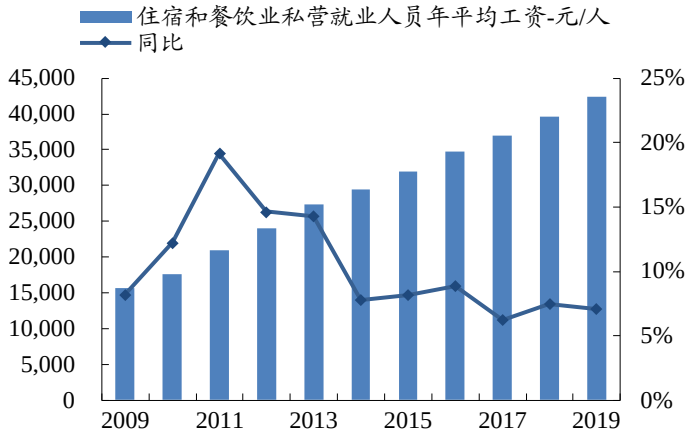
餐饮运营成本提升、外卖的爆发推动了速冻预制半成品的需求增长。尽管餐饮行业的收入稳定增长，但人工、租金、原料等价格也在不断攀升，成本压力压缩餐饮企业的盈利空间。因此越来越多的餐饮企业开始选择速冻预制半成品来替代部分人工和租金。宅经济、懒人经济促进了外卖行业的爆发。外卖餐饮店要求便捷性，尽量缩短备餐时间，决定了外卖餐饮店急需快速响应的食材供应商。

图 15：餐饮行业收入稳定增长

图 16：住宿和餐饮业就业人员工资增长情况

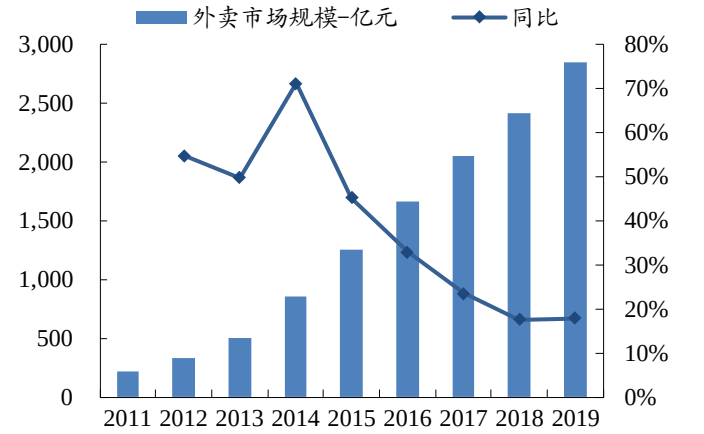


数据来源：Wind，信达证券研发中心



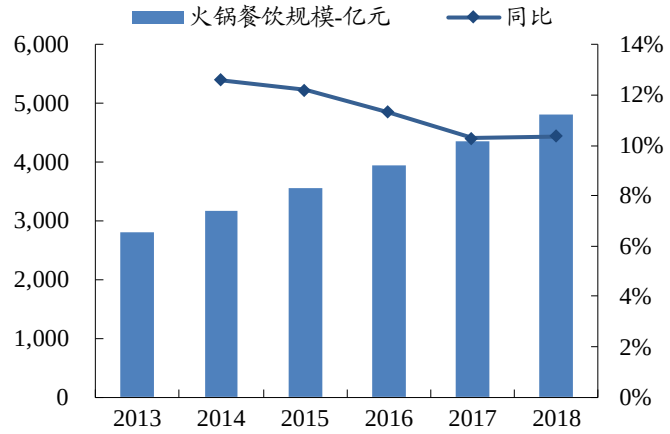
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 17：外卖市场规模高速增长



数据来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

图 18：火锅餐饮规模增速维持在 10%以上



数据来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

国内冷链物流产业发展迅速势必将为速冻食品行业的发展注入动力。国家规定速冻食品的标准储存温度为-18 度，因此冷链物流市速冻食品行业发展的关键。近年来，随着网购、物流行业的迅猛发展，我国冷链配送系统行业也迎来了快速增长。2018 年，我国冷库总容量规模为 1.47 亿立方米，同比增长 8.63%；我国公路冷链运输车保有量为 18 万辆，同比增长 28.57%。冷库容量和冷藏车保有量的飞速提升说明中国冷链物流基础设施的愈发完善，而冷链物流的建设和完善势必将为速冻食品行业的发展注入动力。

图 19：我国冷库总容量规模与增速

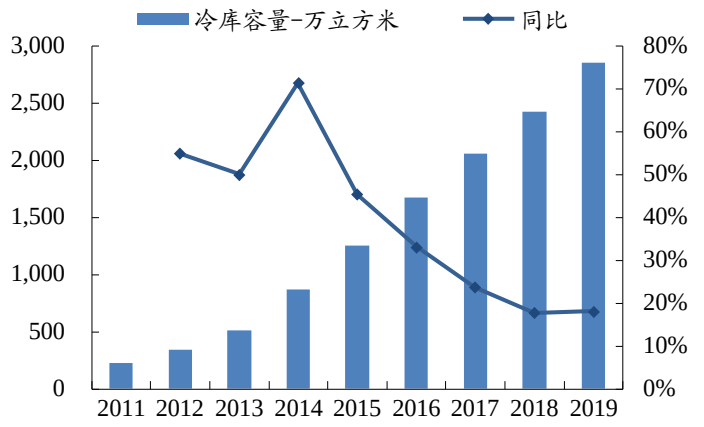
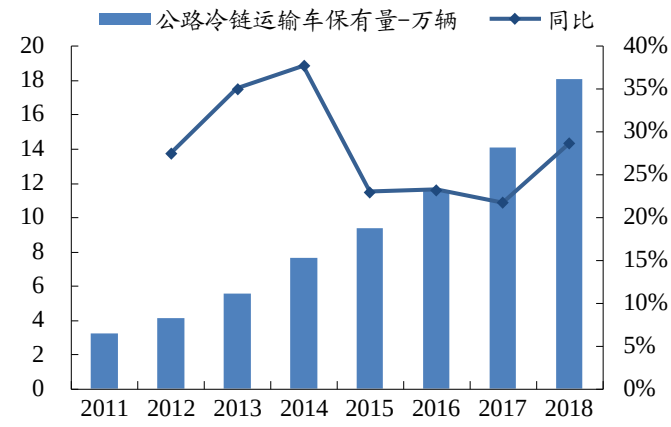


图 20：我国公路冷链运输车保有量规模与增速



数据来源：Wind，信达证券研发中心

数据来源：Wind，信达证券研发中心

3 爆品思维、规模效应以及渠道优势构筑高壁垒

3.1 爆品思维培育新品，“高质中高价”突出优势

爆品思维的新品推广模式。公司将主要单品分为战略单品和战术单品，营销资源倾斜到战略单品上，同时，根据各地区市场成熟程度和单品竞争态势，战略大单品进一步划分为“全国性战略单品”和“区域性战略单品”，并按照“单品突破、单品夺冠、单品称霸”分别实施不同营销策略，培养出撒尿肉丸、霞迷饺、千夜豆腐等全国性战略单品和爆汁小鱼丸、手抓饼、紫薯包等区域性战略单品，战略单品的培养也带动其他单品的销售，以点带面成效显著。

表 2：公司各年份推新产品

年份	主要推新产品
2012	红糖馒头、紫薯包、烤烤香系列、烧鱼饭、太湖蒸饺、手抓饼
2013	霞迷饺
2014	迷你系列、脆排
2015	火龙鱼果、Q 鱼板、卷类系列、老馒头系列、老面馒头系列、鱼豆干、三片两肠系列
2016	仿龙虾排、紫薯糯米球、蛋饺、红糖发糕、核桃包
2017	流沙包、调味小龙虾
2018	丸之尊、蛋饺、冻品先生
2019	锁鲜装 1.0、蒸煎饺
2020	锁鲜装 2.0、馅饼、小笼包

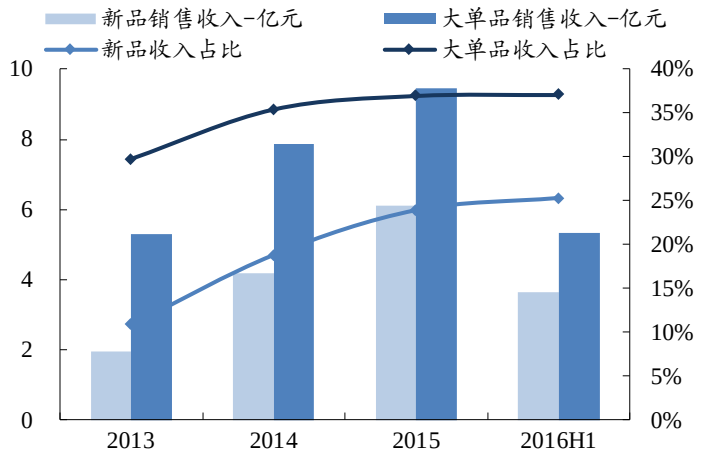
数据来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

新品、大单品销售对业绩增长起到重要作用。公司按照“及时跟进、持续改进、适度创新”的新品研发理念，持续不断推出适销对路的新品，保证新品上市即有足够的口碑效应。新品营销策略上承继了“大单品战略 理念，要求全渠道、全区域和全市场覆盖，同时保证新品上市得到足够重视和资源倾斜。根据招股说明书，13-15 年大单品销售收入占公司营业收入比例超过 30%，并且该比例持续上升，期间新品销售收入占公司营业收入比例也在不断提升。公司对销售团队增加了新品和次新品销售情况考核的 KPI 指标。

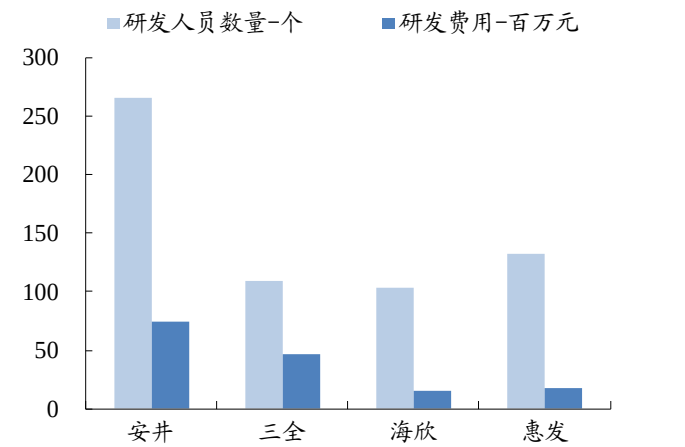
公司自身研发能力强，同时善于模仿。安井研发人员数量和研发费用均远高于竞争对手，公司研发投入很大。公司推出的产品既有原创，也有借鉴于竞争对手销售情况良好的产品。此外，还包括经销商推荐的，在各渠道有销售过的产品。手抓饼、核桃包等产品并不是安井原创的，但公司凭借自身优势将其打造成大单品。

图 21：新品、大单品销售收入占营业收入比例

图 22：研发人员数量与研发费用对比



数据来源：Wind，信达证券研发中心



数据来源：Wind，信达证券研发中心

“高质中高价”的价格策略。高端产品方面，安井丸之尊的定价明显低于海欣鱼极和海霸王蠲宴；中端锁鲜装产品方面，安井与海欣价格接近，但低于富邦，海霸王锁鲜装还未上市；餐饮产品方面，安井定价要高于海欣，但低于海霸王。安井丸之尊产品鱼糜等级和含量相比锁鲜装更高，虽然丸之尊单品售价与锁鲜装相当，但单价显著提升。

表 3：高端产品对比（元、克、元/斤）

安井丸之尊	价格	规格	单价	海欣鱼极	价格	规格	单价	海霸王蠲宴	价格	规格	单价
龙虾味球	24.8	160	77.50	龙虾球	23.8	160	74.38	龙虾风味球	23.8	125	95.20
芝士包	24.8	160	77.50	芝士宝	22.8	120	95.00	芝士鱼丸	20.8	125	83.20
鱼籽包	24.8	160	77.50	蟹膏宝鱼丸	22.8	120	95.00	鱼籽包	22.8	125	91.20

数据来源：京东，信达证券研发中心

表 4：中端锁鲜装产品对比（元、克、元/斤）

安井锁鲜装	价格	规格	单价	海欣锁鲜装	价格	规格	单价	富邦锁鲜装	价格	规格	单价
龙虾味球	24.8	240	51.67	龙虾球	26.8	260	51.54	龙虾味球	25.8	240	53.75
撒尿牛肉丸	26.9	240	56.04	牛肉丸	23.8	250	47.60	撒尿牛丸	25.8	240	53.75
仿墨鱼丸	24.9	240	51.88	墨鱼丸	25.8	250	51.60	墨鱼丸	25.8	240	53.75

数据来源：京东，信达证券研发中心

表 5：餐饮产品对比（元、克、元/斤）

安井餐饮	价格	规格	单价	海欣餐饮	价格	规格	单价	海霸王餐饮	价格	规格	单价
鱼豆腐	43.5	2500	8.70	鱼皮豆腐	42.5	2500	8.50	台式鱼豆腐	56	2500	11.20
撒尿牛肉丸	59.9	2500	11.98	香港撒尿肉丸	46	2500	9.20	经典牛肉风味丸	62.9	2500	12.58
夹心仿蟹排	39.9	2500	7.98	蟹肉棒	35	2500	7.00	台式蟹味棒	51	2500	10.20
包心鱼丸	49.9	2500	9.98	灌汤福州鱼丸	38.8	2500	7.76	经典鳕鱼风味丸	61.9	2500	12.38

数据来源：京东、淘宝，信达证券研发中心

3.2 经销渠道覆盖全国，销售团队贴身支持

公司营销网络覆盖全国。公司营销驻外机构包含 5 个分公司、38 个联络处和 5 个独立工作站，营销网络涉及经销商、商超、特通、电商 800 多个，已形成以华东为中心并辐射全国的营销网络。安井目前主要通过四种模式销售：经销商模式、商超模式、特通渠道模式和电商模式。公司针对市场成熟度采用不同的经销商管理体系。对于根据地市场，公司采取密集分销的策略；对于重点市场，采取适当的渠道下沉策略，逐步由省级经销商过渡至地级市或县级市经销商为主；对于其他边缘市场，公司选择在当地拥有较为成熟销售网络的经销商作为省级代理，逐步培育市场，同时培养重点二批。

表 6：各区域市场属性与经销商数量

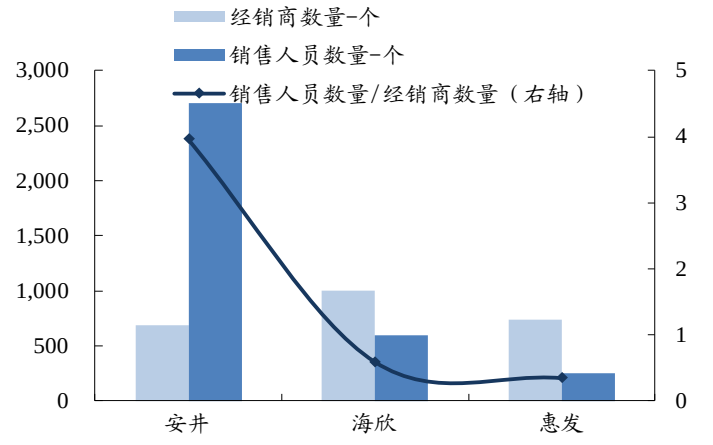
地区	主要省份	市场属性	渠道特点	经销商数量						
				2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 H1	2017 年	2018 年	2019 年
华东	苏、闽、浙、皖	根据地市场	密集分销	371	293	260	248			
	赣	边缘市场	市级代理	13	5	6	10			
	鲁、沪	重点市场	市级代理	30	23	16	13			
	小计			414	321	282	271	312	290	293
华北	京、津、冀、晋	重点市场	市县代理	47	37	42	39			
	内蒙古	边缘市场	市级代理	8	2	4	8			
	小计			55	39	46	47	70	59	75
西南	川、渝、黔、滇	边缘市场	省级代理	11	7	13	19	40	53	68
华中	鄂、湘、豫	重点市场	省级代理	39	46	44	35	65	69	81
东北	辽、吉、黑	重点市场	市级代理	62	51	58	50	66	64	70
华南	粤、琼	重点市场	市级代理	70	52	52	52	73	62	67
西北	新、陕、甘	边缘市场	省市代理	13	15	12	12	25	21	28
合计				664	531	507	486	651	618	682

数据来源：招股说明书，信达证券研发中心

销售团队执行力强。公司大量中层销售骨干培养时期早，专业务实，忠诚度高。根据草根调研，公司会安排专门业务员跟进经销商的所有事情，包括分配好平时的下单和库存、跟踪下单情况并及时补充库存。

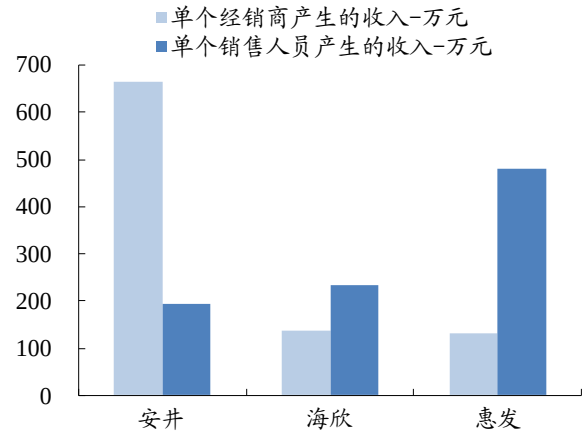
经销商销售规模大，“贴身支持”政策优惠多。安井采用“贴身支持”的经销商支持政策，经销商可以获得的优惠更多，有利于强化经销商的粘性。“贴身支持”政策主要表现在四个方面。一是终端开发，销售团队帮助经销商开拓二批经销商和终端；二是客户物料投放，包括帐篷雨伞围裙；三是品牌建设，帮助客户做二批经销商和终端的广告；四是营销支持，持续开展终端促销、试吃等活动增强消费者互动。相比竞争对手，安井的销售规模大，经销商的平均经销收入显著高于竞争对手，经销商可以获得的利润规模会更大。

图 23：安井单个经销商对接销售人员数量最多



数据来源：Wind，信达证券研发中心

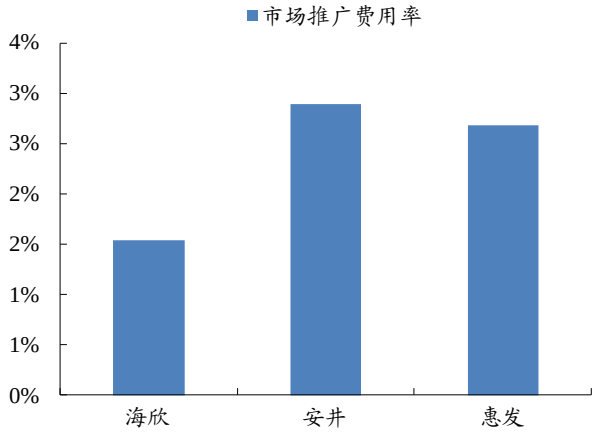
图 24：安井单个经销商产生的收入最高



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 25：安井市场推广费用率最高

图 26：锁鲜装冠名央视综艺《你好生活》



数据来源：公司公告，信达证券研发中心



数据来源：公司微信公众号，信达证券研发中心

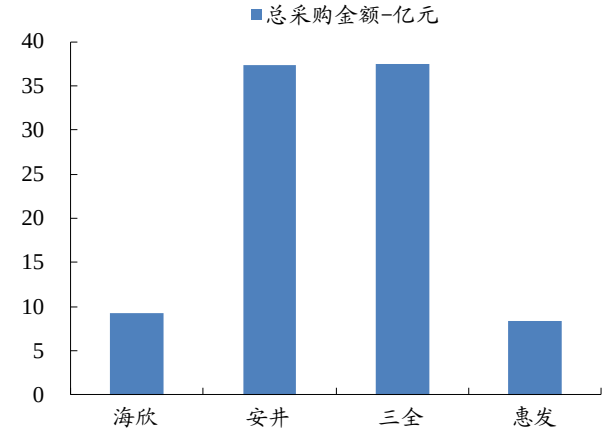
渠道管控能力强。（1）优选经销商，渠道精细化管理。考核经销商资金能力、配送服务能力以及管理理念，跟不上公司发展的经销商转为二批商；公司对渠道进行细分，划分商超、餐饮和商贸流通经销商，针对不同渠道和客户进行精细化管理；外地市场根据规模设立市级/县级经销商逐步培养。（2）杜绝串货。公司采用二次对账的方式，每个区域销售产品不同，首先核对进货数量，然后核对价格，经销商根据公司的 KPI 考核才会拿到公司的返利。这样公司就可以控制经销商的利润，串货等会受到严重的处罚。

BC 兼顾，双轮驱动。以往公司渠道中 B 端占比 60%，尤其以小 B 端餐饮店为核心。公司对小 B 端餐饮店的议价能力强，同时也不需投放太多费用，公司获得利润空间较多。KA 商超渠道主要为了提升公司的品牌力，实际盈利能力弱。疫情期间，餐饮渠道受损严重，商超渠道供不应求。公司顺势而为，快速转向 C 端，加大开发 BC 类商超经销商。2020 年，公司渠道策略由“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”转变为“BC 兼顾，双轮驱动”，提高了 C 端渠道的战略地位，希望通过 B 端和 C 端渠道的同步发力，不断提高公司速冻食品的市场占有率。

3.3 规模效应，成本控制能力强

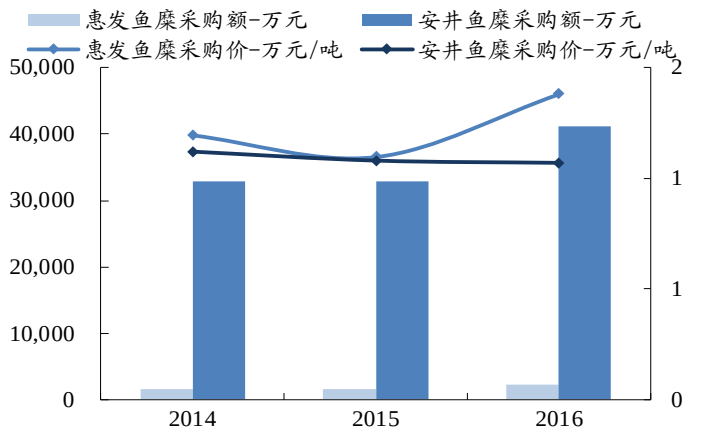
规模化效应，生产成本更低。公司作为速冻火锅料龙头企业，原材料采购规模大。鱼糜方面，公司采购量约占国内淡水鱼糜整体采购量的 50%，因此对于淡水鱼糜具有绝对的议价能力。安井参股淡水鱼糜供应商龙头新宏业，拥有其 19%的股份。对比安井与惠发 2014-2016 年的鱼糜采购价格，安井鱼糜采购价格始终低于惠发。

图 27：海欣、安井、三全和惠发 19 年总采购金额



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28：安井和惠发鱼糜采购金额和价格

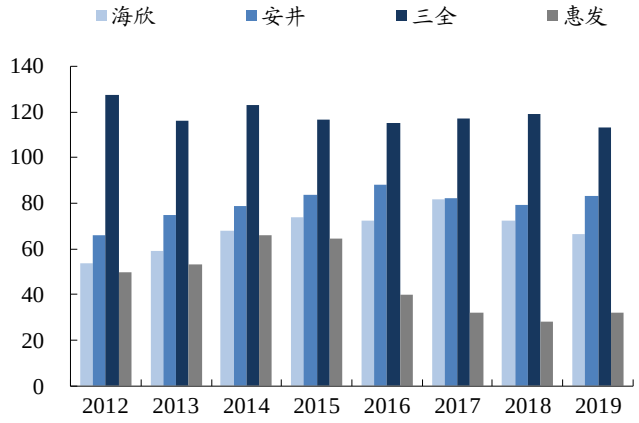


数据来源：招股说明书、评级报告，信达证券研发中心

注：鱼糜等级、采购时点等方面不同也会导致采购价格差异

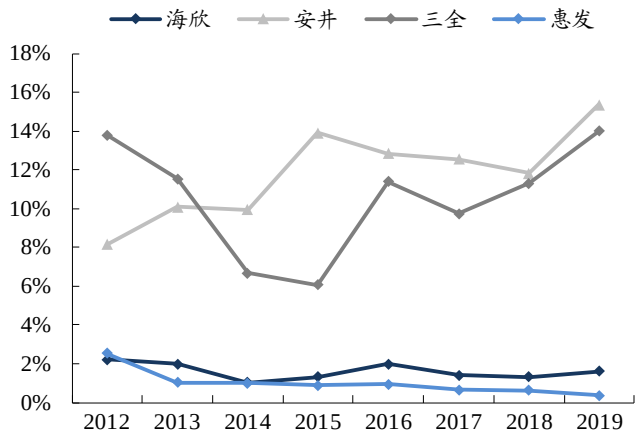
公司对上下游议价能力强。应付账款周转天数方面，安井要高于海欣和惠发，反映出安井对上游占款的能力要强于海欣和惠发。预收账款/营业收入方面，安井显著高于海欣和惠发，甚至要高于三全，反映出公司对于下游渠道的议价能力很强。

图 29：安井、海欣、三全和惠发应付账款周转天数



数据来源：Wind，信达证券研发中心

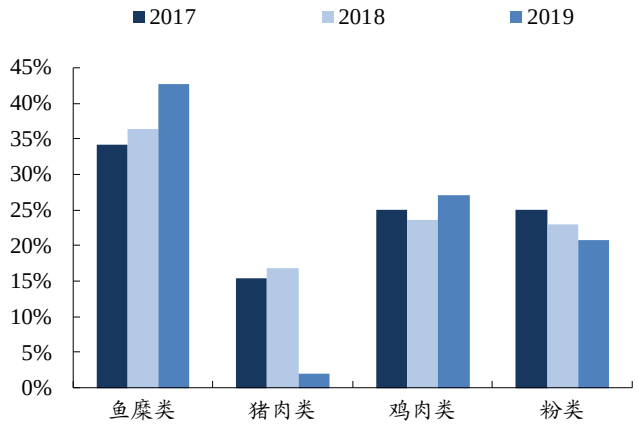
图 30：安井、海欣、三全和惠发预收账款/营业收入



数据来源：Wind，信达证券研发中心

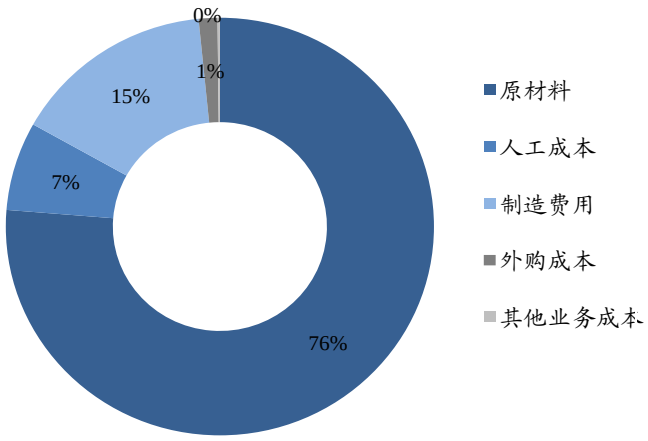
调整产品配方，缓解猪肉涨价压力。公司速冻产品以鱼糜、禽畜肉类、粉类等为主要原材料，19 年公司原材料成本占营业成本的比重约为 76%，因此原材料价格变动对公司盈利能力影响很大。19 年猪肉价格大幅上涨，公司主动调整产品配方，在肉类产品中加大鱼糜、鸡肉等的比例，有效降低了猪肉成本上行的影响。19 年公司鱼糜类和鸡肉类采购金额同比增加 53.47%和 49.93%，而猪肉类采购金额同比减少 83.87%。

图 31：安井原材料采购金额占比



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32：安井 19 年营业成本构成示意图

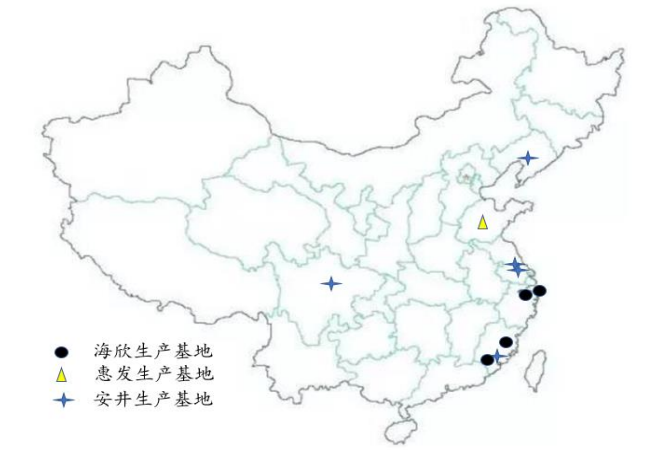


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

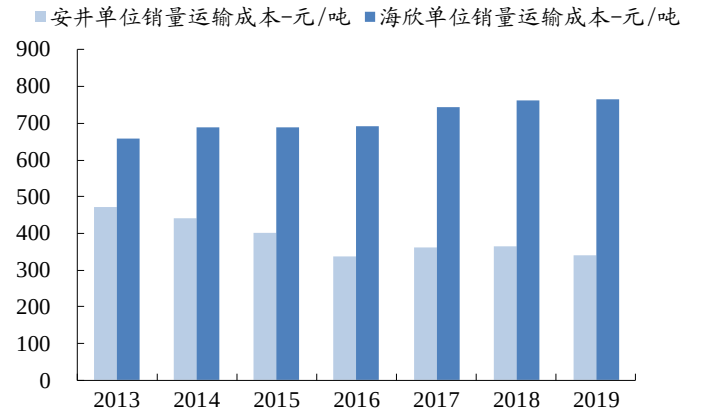
“销地产”策略，运输成本更低。安井目前已投产的生产基地有厦门、辽宁、无锡、泰州和四川，生产基地分布相对均匀。海欣的生产基地在舟山、嘉兴、福州和漳州，集中在福建和浙江。惠发的生产基地全部位于山东，非常集中。安井原材料中淡水鱼糜和海水鱼糜的量相当，而海欣主要用海水鱼糜作为原材料。海水鱼糜生产地主要在东南沿海地区，因此海欣的生产基地集中在福建和浙江。

图 33：安井生产基地布局相比竞争对手更均匀

图 34：安井单位销量运输成本低于海欣



数据来源：公司公告，信达证券研发中心



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

3.4 八大基地，产能布局优势明显

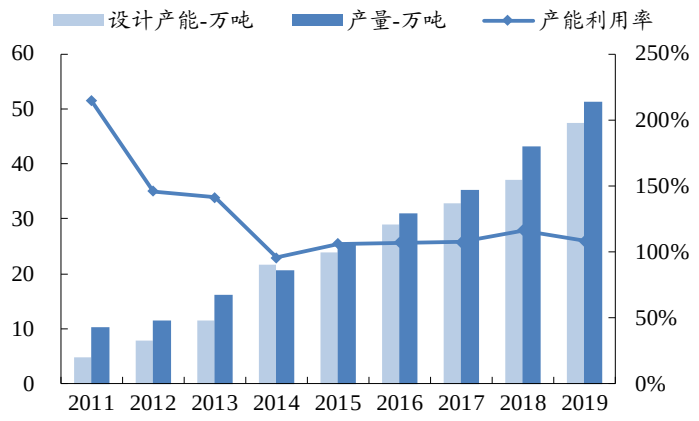
公司产能紧缺，生产线满负荷运作。公司产能利用率常年维持在 100%以上，产能无法满足市场需求。因此，公司采取两班倒或者三班倒的作业生产来提高产量，公司机器设备处于高负荷运作之下。上市之后，公司两次发行可转债募资，同时加大了资本投入力度，为后续产能释放提供基础。公司已投产的生产基地有厦门、辽宁、无锡、泰州和四川，在建的生产基地有河南、广东和湖北，共有 8 个生产基地。

表 7：公司上市以来募投项目情况

资金来源	募资金额（亿元）	投资项目	项目总投资（亿元）
上市募集	6.01	泰州安井年产 16 万吨生产线	5.34
		无锡民生扩建年产 4.5 万吨生产线	1.97
18 年可转债	5.00	四川安井年产 15 万吨生产线	5.62
		无锡民生年产 7 万吨生产线	3.50
20 年可转债	9.00	湖北安井年产 15 万吨生产线	6.00
		河南安井年产 10 万吨生产线	3.00
		辽宁安井年产 4 万吨生产线	1.86

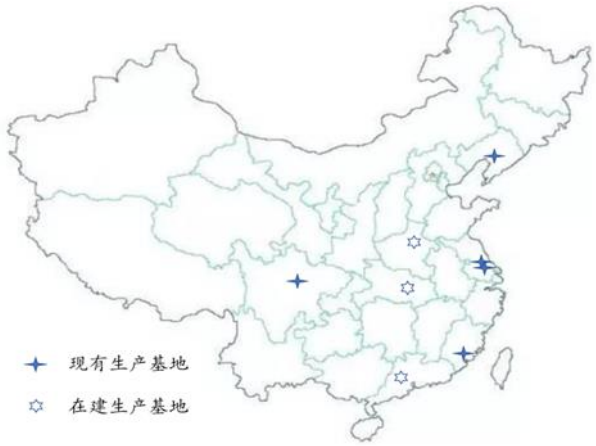
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 35：设计产能、产量和产能利用率



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 36：安井产能布局基本全国化



数据来源：Wind，信达证券研发中心

“产地研”的销售研发策略。安井总部不完全承担新品研发任务，主要从事基础研发、营销策

划和把关。各生产基地承担起适销对路新品的研发任务，使新品针对性更强，推广成功率更高。厦门基地是中高端火锅料以及菜肴制品的研发基地，无锡基地是米面制品、发面制品的研发基地，泰州基地是通用火锅料研发基地，辽宁和四川工厂负责公司东北和西南辖区当地口味的研发。

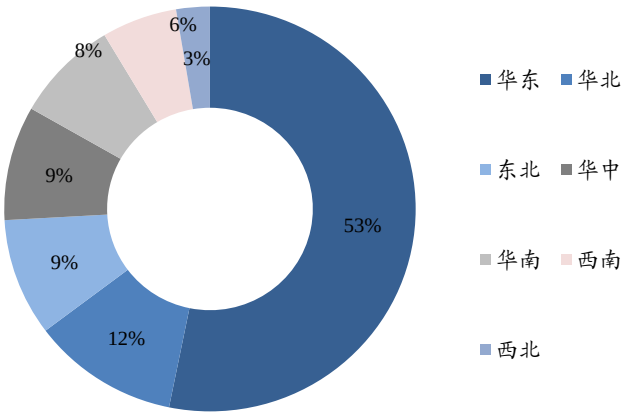
华东区域是公司主要的收入来源，市场发展相对成熟，但近 3 年仍能维持 17.29%的复合增长率。公司在华中、华北和东北等区域已拥有一定的市场规模，具备在当地建厂的能力。19 年公司在上述地区的收入分别为 4.81 亿元、6.08 亿元和 4.94 亿元，近 3 年复合增长率分别为 29.99%、28.43%和 24.18%，增速非常可观。公司在西北市场收入体量较小，产能由四川生产基地供应。华中、华南、西南和西北等边缘市场的常住人口人均收入明显低于其他区域，上述区域主要为省级代理或市级代理，销售渠道仍有下沉空间，未来常住人口人均收入有望提升。

表 8：各区域营业收入、人均贡献收入、近 3 年复合增长率

区域	营业收入（亿元）	常住人口（亿）	人均贡献收入（元/人）	营业收入近 3 年复合增长率
华东	28.01	4.14	6.76	17.29%
华北	6.08	1.76	3.46	28.43%
东北	4.94	1.08	4.58	24.18%
华中	4.81	2.25	2.14	29.99%
华南	4.31	1.74	2.47	21.55%
西南	3.12	2.03	1.53	19.25%
西北	1.39	1.03	1.34	23.95%

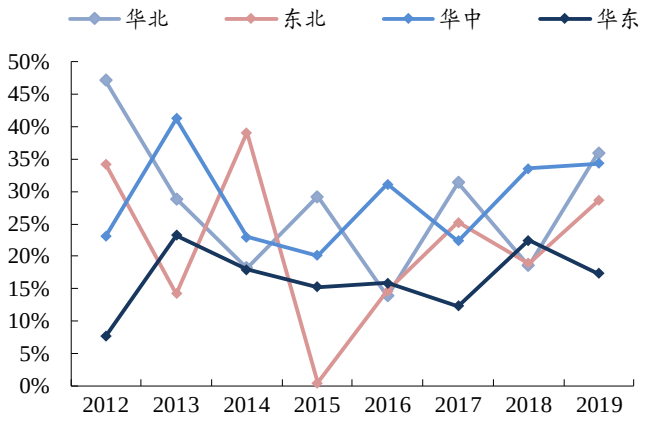
数据来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 37：安井各区域营业收入构成示意图



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 38：华北、华中和东北等区域营业收入增速可观



数据来源：Wind，信达证券研发中心

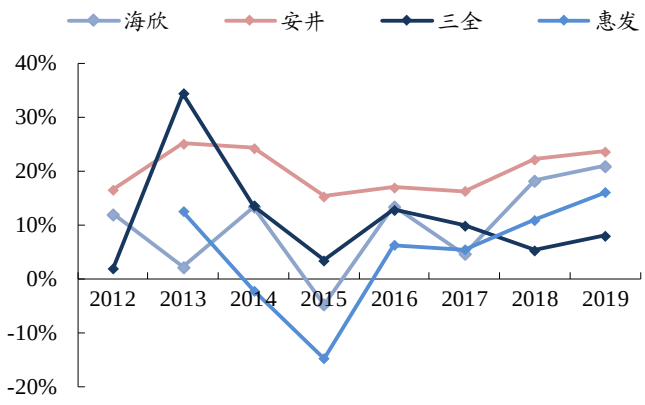
4 新建产能保障收入高增长，产品升级推动毛利率提升

4.1 新建产能保障收入持续高速增长

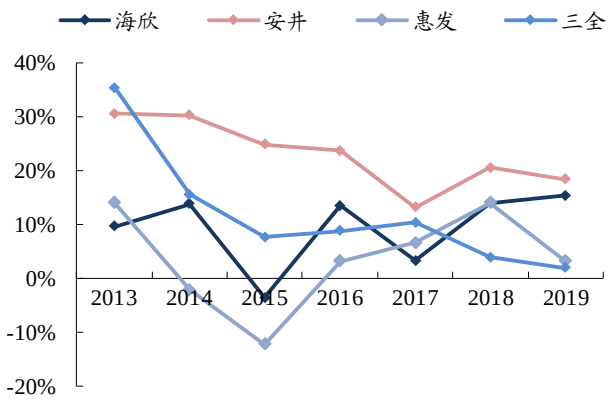
公司速冻食品业务收入增长迅速。12-19 年公司营业收入复合增长率为 20.48%；销售量复合增长率为 22.96%。无论是营业收入增速还是销售量增速，公司均显著高于竞争对手。

图 39：安井营业收入增速高于对手

图 40：安井产品销量增速高于对手



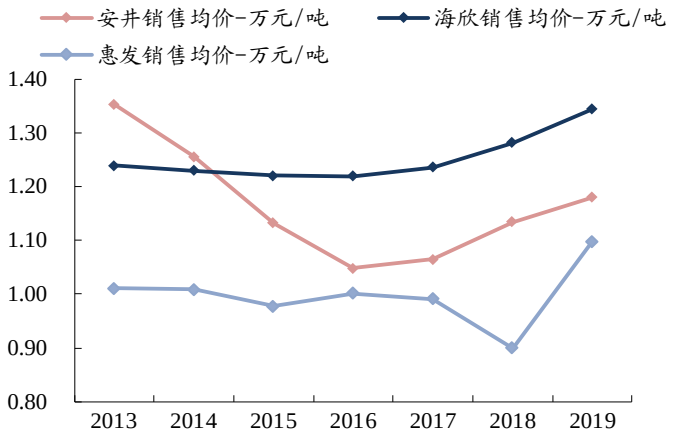
数据来源：Wind，信达证券研发中心



数据来源：Wind，信达证券研发中心

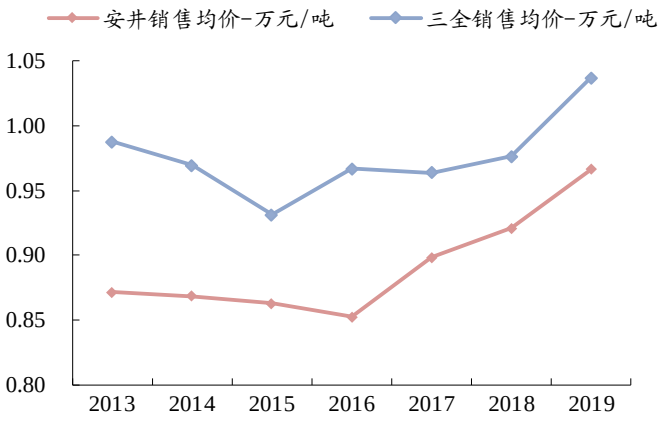
12-16 年安井新建了大量产能，同时通过降价促销抢占市场份额，与竞争对手拉开显著的差距。12-16 年，公司设计产能从 7.87 万吨提升到 28.98 万吨，复合增长率为 38.5%；销售均价从 1.24 万元/吨下滑为 0.99 万元/吨，复合增长率为-5.45%。期间，海欣和惠发并没有采取降价跟随策略，产品均价保持稳定，导致销量增长乏力。17 年至今，受原材料成本上涨影响，行业内公司均有不同幅度的提价，安井的提价幅度较惠发、海欣更为缓和。

图 41：安井、惠发和海欣速冻火锅料销售均价



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 42：安井和三全速冻米面制品销售均价



数据来源：Wind，信达证券研发中心

新建生产基地投产，预计产能翻番。公司凭借产品、渠道和价格优势，产品长期处于需求旺盛的状态，产能利用率常年维持在 100%以上。随后四川、河南、湖北和广东等新建生产基地的投产，预计公司产能翻番。假设新建生产基地全部达产，公司产能将由目前的 47.5 万吨扩张到 113.5 万吨，预计 20-23 年公司设计产能复合增长率 15-20%。

表 9：公司各生产基地情况

区域	工厂	投产时间	新建产能预计投产时间	截止 2019 年末设计产能（万吨）	规划设计产能（万吨）
华东	厦门一厂			7	7
	厦门二厂	2013 年		5	5
	厦门面点车间	2018 年		1.5	2
	泰州一期	2013 年 3 月		8	8
	泰州二期	2017 年 12 月		6.5	8
	无锡一、二期			6	6
	无锡三期	2015 年 9 月		4.5	4.5

	无锡新厂		2020 年		7
东北	辽宁一期	2016 年		7	7
	辽宁二期		2022 年		4
西南	四川一期	2019 年 1 月		2	7.5
	四川二期		2022 年		7.5
华中	湖北工厂		2021 年		15
华北	河南工厂		2020 年		10
华南	佛山工厂		2022 年		15
合计				47.5	113.5

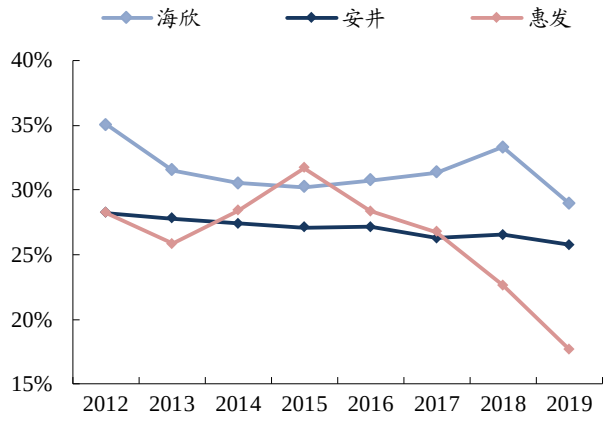
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 产品升级有望提升毛利率

短期内，原材料价格上涨压制毛利率。19 年受原材料价格大幅上涨，安井、海欣和惠发毛利率均出现下滑。从毛利率下滑幅度来看，安井下滑最少，惠发受影响最大。19 年 9 月-11 月，安井实行多次减促提价，一定程度上缓解了来自成本端的压力。9 月底，安井针对部分产品提价 2-3%；10 月底，安井针对涉及猪肉的部分产品提价；11 月，安井对部分产品提价 7%左右。

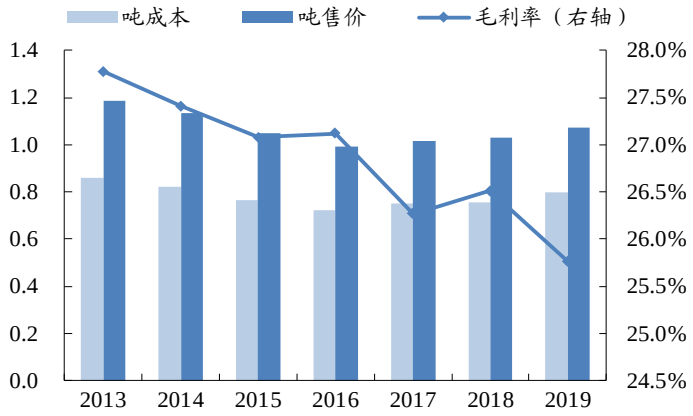
产品升级有望提升毛利率。18 年和 19 年，公司分别推出丸之尊和锁鲜装等中高端产品。锁鲜装产品终端零售价约为餐饮流通产品的 5-6 倍，丸之尊产品终端零售价约为餐饮流通产品的 7-8 倍。锁鲜装于 19 年 9 月推出，当年实现销售收入约 2 亿元，市场反响很好。锁鲜装毛利率高，有利于推动公司产品结构升级。

图 43：安井、海欣和惠发 19 年毛利率均下滑



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 44：安井速冻食品吨价、吨成本



数据来源：Wind，信达证券研发中心

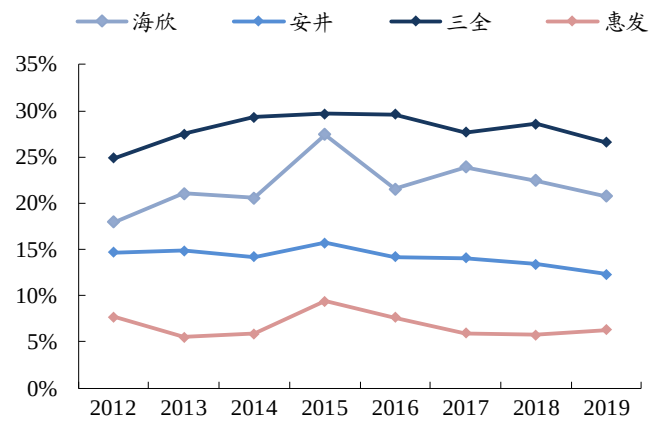
4.3 规模效应和产能布局优化带动费用率下行

安井的销售费用率明显低于三全和海欣，但高于惠发。惠发的运输费用由经销商承担，运输费用不在销售费用中体现。同时惠发主要为经销模式，销售费用投放少。三全收入主要来源于商超客户，商超销售网点众多，管理较复杂，人员经费支出较大，同时还需要进场费、陈列费和促销费等诸多费用，因此销售费用率明显高于其他公司。安井与海欣销售模式相近，但安井销售人员实行属地化管理，有效控制差旅业务费及会务费支出，此外安井物流运输费用也要低于海欣。

近年来，安井销售费用率持续压降。一方面，公司规模提升，人均产出提高，职工薪酬占营

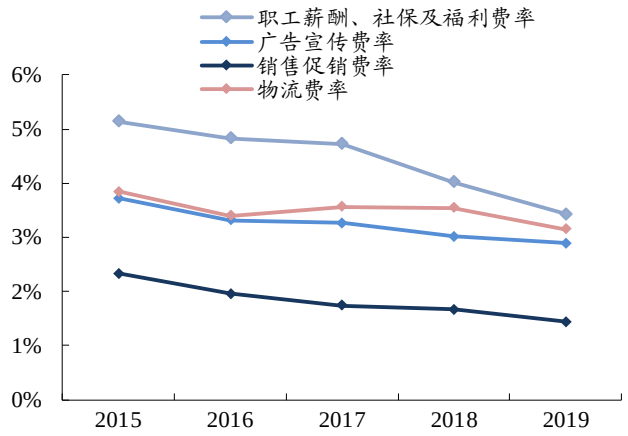
业收入的比重持续下降，未来随着规模继续提升，职工薪酬占营业收入的比重仍有下降空间。另一方面，公司全国化产能布局逐渐完成，随着公司在四川、辽宁、河南、湖北和广东的新产能投放，公司物流运输成本有望进一步下行。此外，18 和 19 年，公司多次减促提价，公司促销费率有所下降。

图 45：安井销售费用率低于三全和海欣，但高于惠发



数据来源：Wind，信达证券研发中心

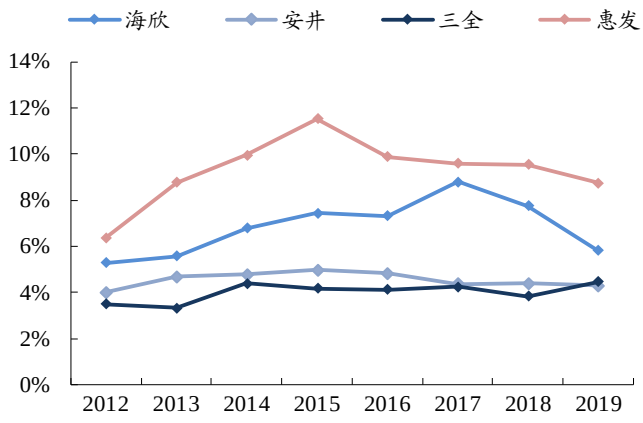
图 46：安井销售费用率各分项均在下行



数据来源：Wind，信达证券研发中心

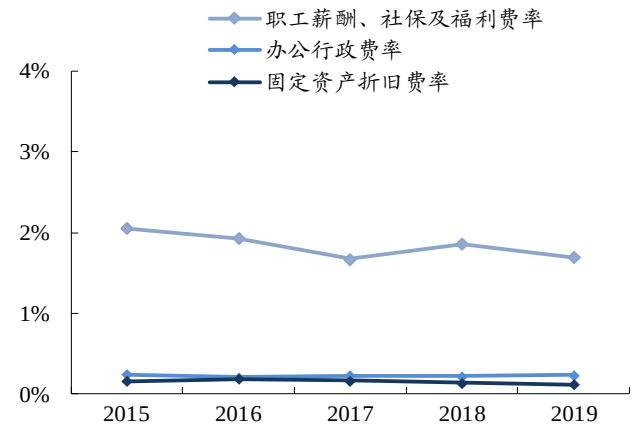
公司管理费用率与三全相当，但明显低于惠发和海欣。由于管理费用存在一定刚性，营业收入越大的企业其规模化效应更为明显所致。19 年公司推出限制性股票激励方案，20-22 年公司将分摊股权支付费用分别为 11,205.44 万元、4,319.41 万元和 1,627.61 万元，会对管理费用率形成一定的拖累。

图 49：安井管理费用率和三全相近，明显低于海欣和惠发



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 50：安井管理费用率各分项相对平稳

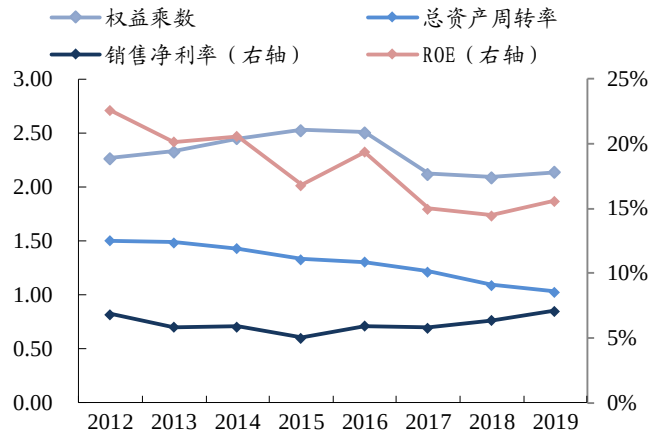


数据来源：Wind，信达证券研发中心

4.4 净资产收益率显著高于竞争对手

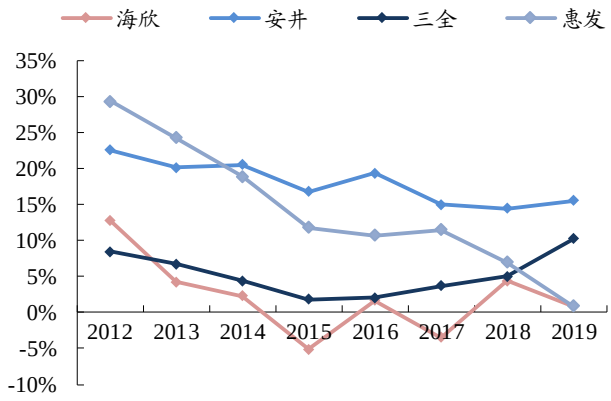
安井 ROE 显著高于三全、海欣和惠发。17-19 年，公司 ROE 分别为 15.01%、14.45%和 15.58%，显著高于三全、海欣和惠发。12-15 年，由于行业需求疲软和竞争加剧，公司销售净利率持续下滑，因此导致 ROE 持续降低。17 年公司上市，权益乘数和总资产周转率下滑短暂拖累 ROE。展望未来，公司 ROE 将稳中有升，一方面产品升级有望提升毛利率水平，同时规模效应和产能布局优化带动费用率下行；另一方面，随着募集资金投入产能建设以及新建产能逐渐投产，公司总资产周转率会有所回升。

图 51：安井 ROE 显著高于竞争对手



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 52：安井 ROE 近期稳中有升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

5 估值与投资评级

我们预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 66.24 亿元、80.31 亿元和 96.64 亿元，同比增速分别为 25.8%、21.3%和 20.3%，毛利率分别为 28.1%、28.6%和 28.9%。细分品类来看：

米面制品：疫情后公司加大 BC 类商超渠道的开发，20 年公司还推出多款发面类新品，预计米面制品将保持快速增长的趋势。预计 20-22 年收入增速分别为 18.6%、22.4%和 22.4%。

鱼糜制品：近年来鱼糜制品销售增长比较稳定，预计后续趋势延续。19 年末公司对鱼糜制品提价，预计 20 年鱼糜制品毛利率同比提升。预计 20-22 年收入增速分别为 31.6%、21.5%和 19.3%。

肉制品：19 年猪肉价格大幅上涨，公司减少了肉制品的产量，因此 20 年的基数较低。19 年 9-11 月公司对肉制品提价，20 年猪肉价格处于高位震荡，预计 20 年肉制品毛利率会有改善。预计 20-22 年收入增速分别为 30.5%、20.4%和 20.4%。

菜肴制品：受疫情影响，餐饮市场受损严重，速冻菜肴制品增长明显放缓。预计 20-22 年收入增速分别为 11.3%、19.6%和 19.0%。

费用率：受益于疫情，20 年公司促销和推广力度减弱，明后年销售费用率可能有所回升，预计 20-22 年公司销售费用率分别为 11.8%、12.2%和 12.2%。20-22 年公司分摊股权支付费用将逐年减少，预计 20-22 年管理费用率分别为 4%、3%和 2.9%。

基于上述假设，我们预计公司 20-22 年实现归母净利润分别为 5.62 亿元、7.44 亿元和 9.24 亿元，同比增长分别为 50.5%、32.4%和 24.2%。

表 10：公司收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
面米制品	收入（百万元）	1,098.48	1,387.93	1,645.53	2,014.13	2,465.30
	同比	18.6%	26.4%	18.6%	22.4%	22.4%
	毛利率	26.1%	28.8%	30.8%	31.5%	32.2%
鱼糜制品	收入（百万元）	1,567.22	2,004.43	2,638.04	3,206.27	3,826.36
	同比	21.3%	27.9%	31.6%	21.5%	19.3%
	毛利率	25.9%	24.8%	27.7%	28.0%	28.0%
肉制品	收入（百万元）	1,194.98	1,320.17	1,723.35	2,074.22	2,496.54

	同比	20.7%	10.5%	30.5%	20.4%	20.4%
	毛利率	26.7%	22.8%	25.7%	26.0%	26.4%
菜肴制品	收入（百万元）	395.19	545.89	607.58	726.66	864.91
	同比	45.9%	38.1%	11.3%	19.6%	19.0%
	毛利率	29.7%	28.8%	29.5%	30.2%	30.5%
其他业务	收入（百万元）	3.23	8.23	9.06	9.96	10.96
	同比	-36.3%	155.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	1.9%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
合计	营业收入（百万元）	4,259.09	5,266.66	6,623.55	8,031.25	9,664.07
	同比	22.2%	23.7%	25.8%	21.3%	20.3%
	毛利率	26.5%	25.8%	28.1%	28.6%	28.9%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

绝对估值：按照 DCF 估值方法，在无风险利率为 3.3%、风险溢价为 4.7%的情况下，算出公司的加权平均资本成本为 8%。假设公司永续增长率为 2%，可以得出公司当前每股价值为 183.47 元。

表 10：DCF 估值重要假设

估值核心因素	假设
收入	2029 年实现 291.2 亿元，年均复合增速 18.65%
销量	2029 年实现 216.15 万吨，年均复合增速 16.01%
销售管理费用收入占比	13.60%
归母净利率	14.77%
WACC 贴现率	8.00%
无风险利率	3.30%
风险溢价	4.70%
股票 Beta	1.1
永续增长率	2%

数据来源：Wind，信达证券研发中心

表 12：DCF 估值敏感性分析

永续增长率	1%			2%			3%		
WACC	6%	8%	10%	6%	8%	10%	6%	8%	10%
合理市值-亿元	592.94	383.65	271.66	718.64	434.23	296.65	928.17	505.04	328.81

数据来源：Wind，信达证券研发中心

相对估值：对比 A 股 7 家食品饮料公司，从市盈率来看，公司市盈率高于 7 家平均水平，但公司作为行业龙头，业绩增速快，长期增长空间大，拥有一定的估值溢价具备合理性。

表 13：可比公司估值对比

证券简称	EPS			PE			当前市值	当前股价
	TTM	20E	21E	TTM	20E	21E		
海欣食品	0.13	0.18	0.23	72.00	49.37	39.59	43.51	9.05
三全食品	0.84	0.85	0.90	30.53	30.41	28.57	205.81	25.75
巴比食品	0.58	0.57	0.78	87.54	89.28	65.40	126.98	51.20
广州酒家	1.04	1.06	1.38	35.71	34.80	26.85	149.52	37.01
桃李面包	1.27	1.31	1.50	48.79	47.26	41.57	422.65	62.14

海天味业	1.88	1.96	2.32	86.14	82.63	69.86	5245.31	161.87
绝味食品	1.16	1.31	1.73	61.87	54.98	41.66	437.48	71.88
平均					**55.53**	**44.78**		
安井食品	2.17	2.37	3.14	76.00	69.57	52.54	390.87	165.15

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：除安井食品外，其他公司均采用 Wind 一致预测，更新于 2020 年 11 月 29 日。

综合 DCF 和 PE 估值法，给予 2021 年 58 倍 PE 估值，目标市值 432 亿元，增持评级。

投资建议：速冻食品行业接近两位数增长，安井能持续享受全国化扩张的红利，同时公司推新品能力强、规模效应突出、渠道优势明显，市占率将不断提升。此外，产品升级也有望提升公司毛利率水平。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 2.37/3.14/3.90 元，对应 PE 分别为 69.57/52.54/42.30 倍。公司当前估值较高，但考虑到公司竞争优势明显，业绩增速快，给予 2021 年 58 倍 PE 估值，目标市值 432 亿元，增持评级。

6 风险因素

原材料成本上涨超预期。上游原材料价格大幅上涨，成本压力大幅上升。

产能扩张不及预期。由于疫情等突发因素，公司产能扩张节奏放缓。

食品安全事故。公司为速冻食品生产制造企业，若发生食品安全事故将对安井品牌造成不利影响。

附：公司财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,724	3,331	4,096	4,785	5,605
货币资金	792	756	1,031	1,305	1,649
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	117	169	181	220	265
预付账款	25	34	43	50	61
存货	1,163	1,733	1,566	1,934	2,354
其他	626	639	1,274	1,275	1,277
非流动资产	1,839	2,353	2,961	3,369	3,820
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产（合计）	1,384	1,514	1,878	2,158	2,459
无形资产	103	150	167	192	219
其他	352	689	916	1,019	1,143
资产总计	4,563	5,685	7,057	8,154	9,426
流动负债	2,053	2,745	2,829	3,411	4,049
短期借款	434	340	374	450	504
应付票据	173	201	261	314	377
应付账款	779	1,029	1,175	1,415	1,695
其他	666	1,175	1,019	1,232	1,474
非流动负债	463	196	923	196	196
长期借款	0	0	0	0	0
其他	463	196	923	196	196
负债合计	2,515	2,941	3,752	3,607	4,245
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2,048	2,744	3,305	4,547	5,181
负债和股东权益	4,563	5,685	7,057	8,154	9,426

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,259	5,267	6,624	8,031	9,664
同比（%）	22.2%	23.7%	25.8%	21.3%	20.3%
归属母公司净利润	270	373	562	744	924
同比（%）	33.5%	38.1%	50.5%	32.4%	24.2%
毛利率（%）	26.5%	25.8%	28.1%	28.6%	28.9%
ROE%	13.2%	13.6%	17.0%	16.4%	17.8%
EPS (摊薄)(元)	1.14	1.58	2.37	3.14	3.90
P/E	32.23	37.66	69.57	52.54	42.30
P/B	4.25	5.12	11.83	8.60	7.54
EV/EBITDA	17.43	22.95	47.05	34.76	27.92

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,259	5,267	6,624	8,031	9,664
营业成本	3,130	3,910	4,764	5,738	6,874
营业税金及附加	36	39	46	56	68
销售费用	572	647	782	980	1,179
管理费用	119	152	265	241	280
研发费用	68	75	78	95	113
财务费用	16	8	7	7	6
减值损失合计	7	0	0	0	0
投资净收益	14	12	13	14	16
其他	-4	19	20	21	23
营业利润	335	468	715	951	1,184
营业外收支	12	16	13	14	14
利润总额	347	484	728	965	1,198
所得税	77	111	167	221	274
净利润	270	373	562	744	924
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	270	373	562	744	924
EBITDA	456	594	831	1,098	1,357
EPS (当年)(元)	1.14	1.58	2.37	3.14	3.90

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	296	577	892	1,003	1,229
净利润	270	373	562	744	924
折旧摊销	122	149	142	176	207
财务费用	20	16	17	20	21
投资损失	-14	-12	-13	-14	-16
营运资金变动	-129	38	198	91	108
其它	26	12	-13	-14	-15
投资活动现金流	-700	-568	-1,360	-556	-627
资本支出	-455	-606	-525	-572	-646
长期投资	-260	12	-748	0	0
其他	15	26	-87	17	19
筹资活动现金流	656	-31	743	-173	-258
吸收投资	500	170	0	0	0
借款	264	-100	34	76	54
支付利息或股息	-75	-100	-182	-250	-311
现金流净增加额	252	-22	275	274	344

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020 年 11 月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。