

2017年10月26日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

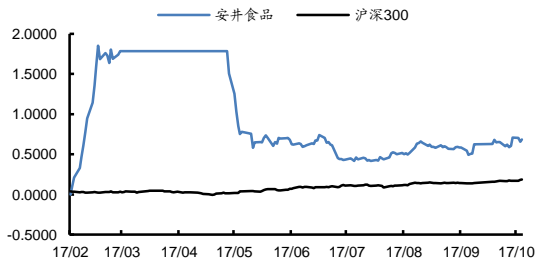
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：邓安迪
13817725424 dengad@ghzq.com.cn

营收增长环比加速，产能扩张值得期待

——安井食品（603345）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
安井食品	9.1	17.4	68.5
沪深300	4.1	7.3	18.5

市场数据

市场数据	2017-10-25
当前价格(元)	26.73
52周价格区间(元)	15.87 - 45.34
总市值(百万)	5774.75
流通市值(百万)	1443.69
总股本(万股)	21604.00
流通股(万股)	5401.00
日均成交额(百万)	105.92
近一月换手(%)	125.97

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

10月25日晚，安井食品（600887）公布了2017年三季度报，2017年前三季度公司实现营业收入24.38亿元，同比增长16.57%；实现归母净利润1.39亿元，同比增长9.23%；实现扣除非经常性损益后的归母净利润为1.21亿元，同比增长3.33%；基本每股收益0.68元，同比减少13.92%。

其中三季度，公司实现营收7.97亿元，同比增长22.15%；实现归母净利润0.36亿元，同比增长38.00%。

投资要点：

- **业绩开始环比加速，成本上升使毛利率承压。**17年前三季度公司实现营收24.38亿元，同比增长16.57%。其中，Q3营收7.97亿元，同比增长22.15%，营收呈现环比加速提升的态势（Q1:11.23%；Q2:16.86%），我们判断营收增长主要受益于下游餐饮业的持续回暖。公司毛利率受生产原料、包材及人工成本持续上行的影响，出现逐季下滑。其中，Q3毛利率为24.41%（Q1:27.45%；Q2:25.71%），环比下降1.30pct。冬季是公司火锅料制品和面食制品的销售旺季，预计Q4公司营收增长将进一步加速。
- **期间费用管控良好，净利润主要受毛利下滑影响。**公司17年前三季度期间费用管控良好，销售和管理费用率保持稳定。其中，Q3销售和管理费用率为14.27%、4.14%，同比去年减少0.66pct、0.60pct。前三季度整体销售和管理费用率为13.82%、4.46%，同比去年几乎持平。但受毛利率下滑较大的影响，前三季度净利润率为5.42%，同比下滑0.67pct，净利润为1.39亿元，同比增长9.23%。
- **公司产能逐步释放，营收有望继续增长。**随着上市募投项目的逐渐投产，公司的产能有望释放，营收将持续增长。公司募投项目包括泰州项目（16万吨）及无锡项目（4.5万吨），预计两年内公司产能将从30万吨逐渐增长至50万吨。其中，泰州项目二期已经封顶，一、二期预计日产800吨。随着餐饮行业的回暖以及公司异地扩张的推进，我们认为有序的产能扩张将助推公司营收实现快速增长。
- **盈利预测和投资评级：给予增持评级。**公司为速冻食品行业龙头公司，未来随着餐饮行业回暖、公司产能有序扩张、新产品的不断上市，公司业绩有望保持快速增长。综上，我们预测2017/18/19年EPS

分别为 0.88/1.05/1.22 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 30.26/25.43/21.82 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**产能扩张不及预期；餐饮行业回暖不及预期；新品上市不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2997	3497	4129	4955
增长率(%)	17%	17%	18%	20%
净利润（百万元）	177	191	227	265
增长率(%)	38%	8%	19%	17%
摊薄每股收益（元）	1.09	0.88	1.05	1.22
ROE(%)	17.66%	16.49%	17.25%	18.27%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 安井食品盈利预测

证券代码:	603345.SH				股价:	26.73	投资评级:	增持		日期:	2017-10-25
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	18%	16%	17%	18%	EPS		1.09	0.88	1.05	1.22	
毛利率	27%	27%	27%	27%	BVPS		6.20	5.36	6.09	6.70	
期间费率	20%	20%	20%	20%	估值						
销售净利率	6%	5%	5%	5%	P/E		24.41	30.26	25.43	21.82	
成长能力					P/B		4.31	4.99	4.39	3.99	
收入增长率	17%	17%	18%	20%	P/S		1.45	1.65	1.40	1.17	
利润增长率	38%	8%	19%	17%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	1.21	1.25	1.28	1.35	营业收入	2997	3497	4129	4955		
应收账款周转率	27.42	24.50	26.60	26.12	营业成本	2184	2567	3027	3632		
存货周转率	2.96	3.04	4.06	4.56	营业税金及附加	25	27	32	38		
偿债能力					销售费用	424	506	603	728		
资产负债率	59%	59%	59%	60%	管理费用	145	163	194	235		
流动比	0.90	0.88	0.92	0.93	财务费用	6	4	(1)	(3)		
速动比	0.38	0.34	0.52	0.56	其他费用/(-收入)	(1)	(0)	(0)	0		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	210	230	274	326		
现金及现金等价物	378	358	759	957	营业外净收支	21	21	24	22		
应收款项	109	143	155	190	利润总额	231	251	299	348		
存货净额	738	853	754	804	所得税费用	54	60	72	84		
其他流动资产	45	35	41	50	净利润	177	191	227	265		
流动资产合计	1271	1388	1710	2000	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	973	1173	1294	1444	归属于母公司净利润	177	191	227	265		
在建工程	108	108	108	108	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	90	90	81	72	经营活动现金流	217	275	649	543		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	177	191	227	265		
资产总计	2479	2796	3230	3661	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	172	172	172	172	折旧摊销	81	58	68	73		
应付款项	744	866	1032	1239	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	385	428	537	629	营运资金变动	(42)	(303)	(195)	(391)		
其他流动负债	111	111	111	111	投资活动现金流	(247)	(200)	(121)	(149)		
流动负债合计	1413	1577	1852	2151	资本支出	(139)	(200)	(121)	(149)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	61	61	61	61	其他	(108)	0	0	0		
长期负债合计	61	61	61	61	筹资活动现金流	10	(38)	(68)	(132)		
负债合计	1474	1639	1914	2212	债务融资	(1)	0	0	0		
股本	162	216	216	216	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1005	1157	1316	1449	其它	11	(38)	(68)	(132)		
负债和股东权益总计	2479	2796	3230	3661	现金净增加额	(20)	37	460	261		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。