



# 主业稳增长, 强势切入小龙虾供应链优势巨大

## 投资要点

- **事件:** 近期我们对安井食品进行调研, 就公司经营情况和发展战略和公司管理层进行交流。
- **火锅料主业公司稳健增长, 激烈洗牌下利好龙头企业提升市场份额。** 1、目前速冻火锅料行业进入存量博弈阶段, 价格战和产品同质化竞争越发激烈。今年以来环保督查趋严, 包材、运输等成本价格大幅上涨, 已经出现了部分小企业关闭的情况, 10月份行业联合起来的一次提价行为就是为了应对行业性经营困难的局面。我们认为这种外在因素无疑会加速行业的洗牌, 公司凭借**绝对的成本优势(上游议价能力+大规模生产高效率)**在行业洗牌中处于优势地位, 未来小规模企业将加速退出, 利好龙头企业提升市场份额。2、公司上市后开始建设四川和华中两大生产基地, 加上已有的福建、辽宁和江苏工厂, 基本上已经实现了“销地产”模式的全国布局, 在行业内的竞争优势进一步巩固, 在有效降低运输成本同时对产地周边市场不断渗透, 起到销量和利润的双重提升。目前公司销售主要集中在华东地区, 未来全国市场铺开空间巨大。
- **小龙虾新业务贡献业绩增量, 切入千亿小龙虾市场优势明显。** 1、现有小龙虾产业链存在三大痛点: 1) 供应链过长, 层层加价导致终端餐饮利润低; 2) 虾源供应存在季节性, 价格波动大导致餐饮经营缺乏稳定性; 3) 对厨师需求高, 口味不一致影响小龙虾连锁餐饮的发展。速冻预调小龙虾在保证品质和口感的前提下, 能有效解决上述三大痛点, 对整个小龙虾产业的效率将起来显著提升, 这块市场未来的需求和空间是巨大的。目前并没有太多成规模的企业进入该领域, 安井强势切入时机正好。2、**货源、技术和渠道的多重匹配, 安井整合小龙虾产业链存在天然优势。** 1) 由于公司在鱼糜采购的强势地位, 帮助公司面对同时经营小龙虾的供应商时有较强的议价权, 上游资源价格优势明显; 2) 公司已搭建起全国冷冻物流配送体系, 能无缝对接速冻小龙虾, 中游存在物流优势; 3) 强大的全国分销渠道能够实现小龙虾的销售, 终端餐饮客户与火锅料存在较高的一致性, 下游渠道共通。因此, 我们认为安井切入小龙虾供应链已经具备完善的前期储备, 今年近三个月的小规模试水市场反馈良好, 验证此产品和商业模式的可行性。目前公司已经在潜江成立加工基地, 19年将全面投产, 短期内仍以OEM代加工方式去运作, 不排除会进行一些产能的收购。**小龙虾在公司内部具有较高的战略地位, 是继火锅料、面粉制品后第三大品类, 公司绝对会投入较大资源去运作。空间大优势明显, 安井在小龙虾行业的前景值得期待。**
- **盈利预测与投资建议。** 公司在火锅料行业洗牌中处于有利地位, 逆势扩产产能规模优势愈发明显, 随着品牌推广和渠道区域扩张, 产品市占率将逐年扩大, 业绩稳步增长。小龙虾市场巨大, 贡献增量业绩。预测公司2017-2019年归母净利润分别为1.99亿、2.62亿和3.56亿元, EPS分别为0.92元、1.21元和1.65元, 对应PE分别为25倍、19倍和14倍, 给予18年25倍估值, 目标价30.25元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 小龙虾进展或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2996.50	3498.35	4216.89	5093.38
增长率	17.00%	16.75%	20.54%	20.79%
归属母公司净利润(百万元)	177.41	198.60	262.29	355.99
增长率	38.23%	11.95%	32.07%	35.73%
每股收益EPS(元)	0.82	0.92	1.21	1.65
净资产收益率ROE	17.66%	11.35%	13.43%	15.96%
PE	28	25	19	14
PB	5.02	2.88	2.58	2.26

数据来源: Wind, 西南证券

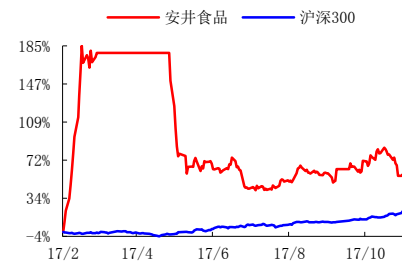
## 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

## 基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通A股(亿股)	0.54
52周内股价区间(元)	16.01-45.68
总市值(亿元)	52.69
总资产(亿元)	29.48
每股净资产(元)	7.55

## 相关研究

**关键假设：**

- 1) 假定未来三年原材料价格将趋于稳定；
- 2) 假设 18 年小龙虾开始放量，18/19 年分别实现 1 亿、3 亿销售收入。

**表 1：公司分项收入成本预测（百万元）**

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	2,996.5	3,498.3	4,216.9	5,093.4
yoy	17.0%	16.7%	20.5%	20.8%
总成本	2,183.8	2,572.4	3,018.5	3,610.0
毛利率	27.1%	26.5%	28.4%	29.1%
<b>速冻鱼糜制品</b>				
收入	1,107.2	1,284.3	1,528.4	1,772.9
YOY	15.6%	16.0%	19.0%	16.0%
成本	825.0	963.2	1,131.0	1,311.9
毛利率	25.5%	25.0%	26.0%	26.0%
<b>速冻肉制品</b>				
收入	904.6	958.9	1,102.8	1,268.2
YOY	15.0%	6.0%	15.0%	15.0%
成本	679.8	738.4	827.1	938.4
毛利率	24.9%	23.0%	25.0%	26.0%
<b>其他火锅料制品</b>				
收入	209.7	283.1	339.7	400.9
yoy	55.5%	35.0%	20.0%	18.0%
成本	123.4	169.9	197.0	232.5
毛利率	41.2%	40.0%	42.0%	42.0%
<b>速冻面食制品</b>				
收入	773.6	967.0	1,141.1	1,346.5
yoy	14.0%	25.0%	18.0%	18.0%
成本	554.6	696.2	798.7	942.5
毛利率	28.3%	28.0%	30.0%	30.0%
<b>速冻小龙虾</b>				
收入			100.0	300.0
yoy				200%
成本			60	180
毛利率			40%	40%
<b>其他业务</b>				
收入	1.4	5.0	5.0	5.0
yoy	-58.1%	259.7%	0%	0%
成本	1.1	4.7	4.7	4.7
毛利率	23.0%	6.0%	6%	6%

数据来源：wind, 西南证券

**表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2996.50	3498.35	4216.89	5093.38	净利润	177.41	198.60	262.29	355.99
营业成本	2183.84	2572.41	3018.48	3610.05	折旧与摊销	84.96	89.54	107.93	128.21
营业税金及附加	25.47	29.73	35.84	43.29	财务费用	6.29	0.93	1.12	1.35
销售费用	424.50	489.77	632.53	743.63	资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00
管理费用	144.53	170.44	210.84	254.67	经营营运资本变动	-29.89	-209.94	37.74	30.64
财务费用	6.29	0.93	1.12	1.35	其他	-23.53	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	1.43	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	216.66	73.13	403.08	510.19
投资收益	0.00	6.00	6.00	6.00	资本支出	-225.94	-420.00	-420.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-21.35	6.00	6.00	6.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-247.29	-414.00	-414.00	-314.00
<b>营业利润</b>	210.46	241.06	324.07	446.38	短期借款	-0.57	-171.99	0.00	0.00
其他非经营损益	20.62	18.46	18.43	18.39	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	231.08	259.52	342.50	464.78	股权融资	0.00	600.59	0.00	0.00
所得税	53.67	60.92	80.21	108.78	支付股利	0.00	-53.22	-59.58	-78.69
净利润	177.41	198.60	262.29	355.99	其他	13.33	-0.93	-1.12	-1.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	12.76	374.45	-60.70	-80.04
归属母公司股东净利润	177.41	198.60	262.29	355.99	<b>现金流量净额</b>	-17.90	33.58	-71.61	116.16
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	378.48	412.07	340.45	456.61	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	141.48	165.90	196.66	237.29	销售收入增长率	17.00%	16.75%	20.54%	20.79%
存货	737.52	856.03	1000.13	1201.70	营业利润增长率	54.41%	14.54%	34.44%	37.74%
其他流动资产	13.10	279.87	337.35	407.47	净利润增长率	38.23%	11.95%	32.07%	35.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	46.54%	9.89%	30.64%	32.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1081.05	1395.11	1690.79	1866.18	毛利率	27.12%	26.47%	28.42%	29.12%
无形资产和开发支出	91.08	108.56	126.04	143.52	三费率	19.20%	18.90%	20.03%	19.63%
其他非流动资产	35.82	34.73	33.65	32.56	净利率	5.92%	5.68%	6.22%	6.99%
<b>资产总计</b>	2478.54	3252.27	3725.06	4345.33	ROE	17.66%	11.35%	13.43%	15.96%
短期借款	171.99	0.00	0.00	0.00	ROA	7.16%	6.11%	7.04%	8.19%
应付和预收款项	1213.02	1407.85	1672.29	2007.77	ROIC	24.20%	17.74%	17.15%	20.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.07%	9.48%	10.27%	11.31%
其他负债	88.97	93.89	99.54	107.03	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1473.99	1501.74	1771.83	2114.79	总资产周转率	1.30	1.22	1.21	1.26
股本	162.03	216.04	216.04	216.04	固定资产周转率	3.18	3.31	3.37	3.49
资本公积	109.29	655.87	655.87	655.87	应收账款周转率	31.23	29.79	30.13	30.43
留存收益	733.23	878.61	1081.32	1358.63	存货周转率	3.30	3.23	3.25	3.28
归属母公司股东权益	1004.55	1750.52	1953.23	2230.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1004.55	1750.52	1953.23	2230.54	资产负债率	59.47%	46.18%	47.57%	48.67%
负债和股东权益合计	2478.54	3252.27	3725.06	4345.33	带息债务/总负债	11.67%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	0.90	1.19	1.10	1.12
					速动比率	0.38	0.60	0.51	0.54
					股利支付率	0.00%	26.80%	22.72%	22.10%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.82	0.92	1.21	1.65
					每股净资产	4.65	8.10	9.04	10.32
					每股经营现金	1.00	0.34	1.87	2.36
					每股股利	0.00	0.25	0.28	0.36
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	301.71	331.53	433.13	575.94					
PE	28.42	25.39	19.22	14.16					
PB	5.02	2.88	2.58	2.26					
PS	1.68	1.44	1.20	0.99					
EV/EBITDA	11.77	13.89	10.80	7.92					
股息率	0.00%	1.06%	1.18%	1.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn