

研究所

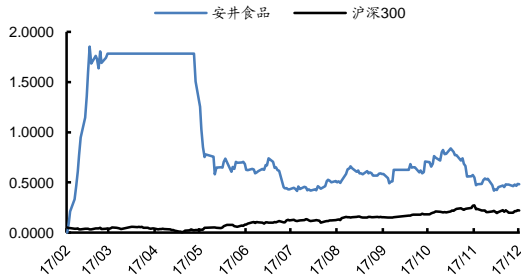
证券分析师：  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

## 治理较好的行业龙头，竞争格局日益趋好

### ——安井食品（603345）调研简报

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
安井食品	0.0	-6.3	48.3
沪深300	-1.2	6.2	22.6

#### 市场数据

市场数据	2017-12-22
当前价格（元）	23.53
52周价格区间（元）	15.87 - 45.34
总市值（百万）	5083.42
流通市值（百万）	1270.86
总股本（万股）	21604.00
流通股（万股）	5401.00
日均成交额（百万）	100.14
近一月换手（%）	50.87

#### 相关报告

《安井食品（603345）调研报告：被忽视的速冻制品行业龙头，小龙虾新品高成长锦上添花》  
——2017-11-09

《安井食品（603345）三季度点评：营收增长环比加速，产能扩张值得期待》——2017-10-26

#### 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%。

#### 投资要点：

■ **治理较好的行业龙头。**公司在速冻火锅料制品行业收入和盈利能力都排名第一，其中收入规模是行业内排名第2-4名竞品收入的总和。公司相比较其他竞品企业，管理层文化层次较高。其中，董事长刘鸣鸣先生早年毕业于同济大学土木系，总经理张清苗毕业于厦门大学海洋学专业，生产副总黄建联毕业于华南理工大学食品学专业。在治理结构上，公司管理层持股较高，也优于其他竞品企业（行业内其他企业多为家族企业，职业经理人基本上没有股权）。其中董事长刘鸣鸣持有2731.45万股，占公司总股本的12.64%，总经理张清苗持有1155万股，占公司总股本的5.35%，生产副总黄建联持有635.25万股，占公司总股本的2.94%，销售副总黄青松持有635.25万股，占公司总股本的2.94%。管理层利益与股东利益绑定一致，有望以更大动力推动公司业绩持续高增长。实际上，从财务项看，公司营收增长、预收账款、净资产收益率等成长能力和盈利能力的指标都优于其他竞品企业。

■ **行业竞争格局日益趋好。**部分竞品企业在经营中出现诸如战略失误、管理层动荡、资金链断裂等较多的问题。如三全食品，并购龙凤后在品牌整合上出现问题，在弥补龙凤巨大亏损的窟窿之外，公司意欲将龙凤打造成全国性品牌，高昂的人工费用和渠道费用导致公司净利率持续走低。此外，三全鲜食业务至今也没形成规模效应，投入仍大于产出。海欣食品2017年相继出现因个人问题董事长和董秘辞职。此外，行业内部分企业肆意无序投资而导致资金链断裂出现关停现象。

从国家层面来看，由于政府对食品安全、环保和税法的监管趋严，部分中小企业在竞争中逐渐淘汰，出现关停产陆续退出的现象，行业竞争有所趋缓，集中度日益提升。

■ **受益行业增长、竞品挤兑和新品类开发，公司未来有望维持较高的可持续增长。**

速冻制品行业的增长主要受益于从沿海向内陆地区拓展（人口南来北往，饮食习惯的趋同化）、冷链系统完善渠道下沉（三四线城市和乡镇农村市场的开发）、餐饮业的发展（新生代消费者比较懒于自己烹饪，而更多的倾向于餐馆消费）和家庭消费的兴起（由于火锅等配料商家供应的日益完善，家庭消费火锅的频率大幅增加）。作为行

业龙头，安井有望充分受益行业增长。

公司作为行业龙头，规模效应下，具备采购议价权，而且制造费用率、销售费用率和管理费用率都相对竞品偏低，在竞争中存在成本优势。此外，公司作为行业龙头，在新品研发上投入更多，新品研发能力更强，每年都持续不断的推出很多新品。公司不断的推陈出新和低成本的美价廉，从而在市场上不断的挤兑竞品，获得更大的市场份额。

公司未来将在面点业务方面再强化拓展。目前公司面点产品主要是在无锡工厂生产，销售区域主要集中在华东地区。2018年，公司有望在厦门工厂再开工生产面点，以适应华东地区面点业务日益增长的需求。此外，未来随着四川、湖北工厂的投产，华中、西南等内陆地区面点业务再继重点开发，有望成为公司新的增长点。

2017年公司试水小龙虾产品，并计划于2018年重点推出，有望给公司在较高增长的基础上锦上添花。公司推出的速冻小龙虾在旺季主要是面向不以小龙虾为主的餐馆（如烧烤店、土菜馆）、KTV、家庭消费，淡季进行反季节销售（可面向所有终端）。中国小龙虾行业约1500亿产值，公司小龙虾产品有望在其中占据一席之地。根据小龙虾行业规模和公司销售网络，我们预计2018年公司小龙虾产品约能销售2亿元左右，2019年4-5亿元左右。小龙虾产品的毛利率预计在35%-40%左右，比现在的速冻制品毛利率要高出较多。

- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级** 受益餐饮消费增加和家庭消费兴起，我们认为速冻制品行业有望继续保持两位数增长，作为行业龙头，安井食品将充分受益行业的发展。此外，公司拥有优秀的管理团队，且管理层与股东利益绑定一致，将有利于更好的推动公司业绩增长。随着竞争环境日趋向好、公司新品不断上市，公司未来营收和利润都有望维持较高增长。综上，我们上调公司盈利预测为2017/18/19年EPS分别为0.96/1.25/1.69元，对应2017/18/19年PE为24.41/18.78/13.88倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；行业发展不及预期；新品上市不及预期；公司业务拓展不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2997	3507	4302	5337
增长率(%)	17%	17%	23%	24%
净利润（百万元）	177.4	208	271	366
增长率(%)	38%	17%	30%	35%
摊薄每股收益（元）	1.09	0.96	1.25	1.69
ROE(%)	17.66%	12.32%	14.40%	17.14%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所



表 1: 安井食品盈利预测表

证券代码:	603345.sh				股票价格:	23.53	投资评级:	增持		日期:	2017/12/23
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	17.66%	12.32%	14.40%	17.14%	EPS	1.09	0.96	1.25	1.69		
毛利率	27%	27%	27%	27%	BVPS	6.20	7.82	8.70	9.89		
期间费率	20%	23%	23%	23%	<b>估值</b>						
销售净利率	6%	6%	6%	7%	P/E	21.49	24.41	18.78	13.88		
<b>成长能力</b>					P/B	3.80	3.01	2.70	2.38		
收入增长率	17%	17%	23%	24%	P/S	1.27	1.45	1.18	0.95		
利润增长率	38%	17%	30%	35%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	1.21	0.71	1.21	1.31	营业收入	2997	3507	4302	5337		
应收账款周转率	27.42	27.42	27.42	27.42	营业成本	2184	2574	3137	3878		
存货周转率	3.00	3.00	3.00	3.00	营业税金及附加	25	30	37	45		
<b>偿债能力</b>					销售费用	424	485	600	738		
资产负债率	59%	66%	47%	47%	管理费用	145	163	192	232		
流动比	0.90	2.52	1.46	1.55	财务费用	6	4	2	(18)		
速动比	0.38	1.94	0.82	0.87	其他费用 / (-收入)	(1)	(1)	(1)	(1)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业利润	210	251	333	460		
现金及现金等价物	378	2719	1215	1508	营业外净收支	21	20	20	20		
应收款项	109	104	101	105	利润总额	231	271	353	480		
存货净额	738	869	1059	1310	所得税费用	54	63	83	114		
其他流动资产	45	53	65	81	净利润	177	208	271	366		
<b>流动资产合计</b>	<b>1271</b>	<b>3745</b>	<b>2441</b>	<b>3003</b>	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	973	916	864	818	归属于母公司净利润	177	208	271	366		
在建工程	108	118	128	138							
无形资产及其他	90	90	81	72	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
长期股权投资	0	0	0	0	经营活动现金流	217	109	(19)	(69)		
<b>资产总计</b>	<b>2479</b>	<b>4906</b>	<b>3551</b>	<b>4068</b>	净利润	177	208	271	366		
短期借款	172	172	172	172	少数股东权益	0	0	0	0		
应付款项	744	877	1069	1322	折旧摊销	81	106	101	95		
预收帐款	385	451	553	686	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	111	(16)	(119)	(244)	营运资金变动	(42)	(206)	(391)	(530)		
<b>流动负债合计</b>	<b>1413</b>	<b>1484</b>	<b>1675</b>	<b>1935</b>	投资活动现金流	(247)	47	42	36		
长期借款及应付债券	0	1670	(65)	(65)	资本支出	(139)	47	42	36		
其他长期负债	61	61	61	61	长期投资	0	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>61</b>	<b>1731</b>	<b>(4)</b>	<b>(4)</b>	其他	(108)	0	0	0		
<b>负债合计</b>	<b>1474</b>	<b>3215</b>	<b>1672</b>	<b>1932</b>	筹资活动现金流	2371	2148	(1816)	(110)		
股本	162	216	216	216	债务融资	(1)	1670	(1735)	0		
股东权益	1005	1690	1880	2136	权益融资	0	540	0	0		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2479</b>	<b>4906</b>	<b>3551</b>	<b>4068</b>	其它	2371	(62)	(81)	(110)		
					现金净增加额	2340	2304	(1794)	(142)		

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、展示或以其他任何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。