

# 安井食品 (603345) \ 食品饮料

## ——产能扩张解决需求紧缺，高端产品整装待发

### 事件：

安井食品发布2017年年报：营业收入为34.84亿元，同比增长16.27%；实现归母净利2.02亿元，同比增长14.11%。其中四季度实现营业收入10.46亿元，同比增长15.58%；实现归母净利0.63亿元，同比增长26%，实现EPS0.98元。公司同时公布分红方案，拟每10股派息2.82元。

### 投资要点：

#### ➤ 业绩稳健成长，龙头地位稳固。

公司2017年实现营收34.84亿元，同比+16.27%，实现归母净利2.02亿元，同比+14.08%，公司2017年毛利率为26.27%，受原材料及包材等因素拖累，同比下降0.85%；从费用端来看，销售费用率及管理费用率分别为14.07%和4.36%，受益于规模效应分别同比下降0.1%和0.46%，综合净利率维持稳定为5.81%。

公司把握先机，在竞争对手经营过程中出现产能停滞、高管离职潮和战略失误等诸多问题时，快速进行全国产能布局，抢占市场份额，截止2017年收入端是海欣、惠发总和的1.8倍，归母净利是三全、海欣、惠发的2倍，龙头地位当之无愧。

#### ➤ 面食制品发力，北方区域营收高增。

分产品来看，速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻其他制品和速冻面食制品增速分别为16.71%、9.43%、27.34%和19.68%。其中以千夜豆腐为代表其他速冻制品持续发力，继续增速亮眼；而面食制品在无锡基地产能释放的前提下叠加餐饮类高端产品较多，增速达到19.68%；速冻小龙虾初步试水，贡献营收392.88万元，在参股新宏业后2018年将持续贡献增量。而毛利端，17年行业经受了原料特别是包材等原料大幅上涨的背景下，火锅料公司通过调整产品结构和减少促销使得火锅料毛利率基本持平；速冻面食毛利率从28.31%下降至26.88%，一方面受包材涨价因

投资建议：

**推荐**  
 首次覆盖

当前价格：

26.8元

目标价格：

元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	216/123
流通A股市值 (百万元)	3,292
每股净资产 (元)	7.84
资产负债率 (%)	47.91
一年内最高/最低 (元)	44.82/22.00

### 一年内股价相对走势



王承

分析师

执业证书编号：S0590513090004

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,996.50	3,484.01	4,061.31	4,860.17	5,845.81
增长率 (%)	17.00%	16.27%	16.57%	19.67%	20.28%
EBITDA (百万元)	321.53	351.12	461.17	580.21	692.21
净利润 (百万元)	177.41	196.53	256.36	343.37	426.99
增长率 (%)	38.23%	10.78%	30.45%	33.94%	24.35%
EPS (元/股)	0.82	0.91	1.19	1.59	1.98
市盈率 (P/E)	32.64	29.46	22.58	16.86	13.56
市净率 (P/B)	5.76	3.42	2.97	2.52	2.13
EV/EBITDA	14.04	16.97	13.59	10.62	8.89

数据来源：公司公告，国联证券研究所

素影响，另一方面公司去年主推面食制品，促销活动较多。后期公司将优化产品结构，推广高端“丸之尊”系列产品，逐渐向“高质高价”转型。分区域来看，华东作为核心区域在高基数的基础上依旧保持12.3%的增速，而东北、华北地区作为公司近几年发力市场，在辽宁基地产能释放的基础下，增速高达25.13%、31.56%，西南华南地区增速略有放缓，分别为10.06%和13.65%。

➤ **产能释放解决需求端供不应求。**

公司从2011年开始进行全国产能布局，目前在厦门、泰州、无锡、辽宁、四川和华中分别设有生产基地。2018年随着泰州二期火锅料产能的投产，厦门、辽宁一期产能的提升，预计有望新增设计产能6万吨；2019年辽宁二期产能释放和四川工厂投产，有望预增产能8万吨。2020年华中四合一基地开始投产，产能逐年释放保障市场供不应求的局面。

➤ **新品小龙虾有望成长为第三大品类，带来增量估值双提升。**

公司在2017年试水速冻小龙虾业务，解决了行业内季节性销售以及厨师紧缺、小龙虾清洗等难点。在通过参股其最大供应商新宏业以及凭借其上下游供应链优势，公司小龙虾业务有望在千亿小龙虾行业抢占先机，我们预计2018年小龙虾业务能成为新的营收和利润增长点，有望成为爆品。

➤ **盈利预测与投资建议。**

看好公司后期产能扩张以及新品小龙虾贡献业绩，我们预计2018-2020年收入分别为40.61/48.60/58.46亿元，同比+16.57%/19.67%/20.28%；归母净利分别为2.56/3.43/4.27亿元，同比+30.45%/33.94%/24.35%，EPS为1.19/1.59/1.98，对应PE为23/17/14倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

新品投放及产能释放不及预期，食品安全问题。

**图表 1: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	246.22	376.43	812.26	972.03	1,169.1	营业收入	2,996.5	3,484.0	4,061.3	4,860.1	5,845.8
应收账款+票据	109.27	118.02	146.59	170.07	209.92	营业成本	2,183.8	2,568.8	2,965.5	3,520.2	4,221.8
预付账款	32.21	25.64	33.67	36.73	47.70	营业税金及附加	25.47	33.27	35.10	42.01	50.53
存货	737.52	803.87	975.56	1,136.6	1,396.5	营业费用	424.50	490.31	576.71	675.56	806.72
其他	13.10	402.90	402.90	402.90	402.90	管理费用	144.53	151.77	170.58	204.13	251.37
<b>流动资产合计</b>	<b>1,138.3</b>	<b>1,726.8</b>	<b>2,370.9</b>	<b>2,718.4</b>	<b>3,226.2</b>	财务费用	6.29	2.91	-3.34	-7.80	-15.53
长期股权投资	0.00	0.00	5.00	15.00	30.00	资产减值损失	1.43	2.84	2.84	2.84	2.84
固定资产	973.41	1,149.7	1,112.3	1,099.0	1,085.6	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	107.64	86.75	120.00	130.00	140.00	投资净收益	0.00	0.00	5.00	10.00	15.00
无形资产	90.02	88.09	85.95	83.81	81.68	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	25.84	37.05	35.70	34.36	33.01	<b>营业利润</b>	<b>210.46</b>	<b>234.07</b>	<b>318.86</b>	<b>433.21</b>	<b>543.04</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,196.9</b>	<b>1,361.6</b>	<b>1,359.0</b>	<b>1,362.1</b>	<b>1,370.3</b>	营业外净收益	20.62	18.32	21.29	21.29	21.29
<b>资产总计</b>	<b>2,335.2</b>	<b>3,088.4</b>	<b>3,730.0</b>	<b>4,080.6</b>	<b>4,596.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>231.08</b>	<b>252.39</b>	<b>340.15</b>	<b>454.50</b>	<b>564.32</b>
短期借款	171.99	170.00	477.43	372.23	363.74	所得税	53.67	55.87	83.79	111.12	137.33
应付账款+票据	744.34	751.51	769.29	795.25	828.54	<b>净利润</b>	<b>177.41</b>	<b>196.53</b>	<b>256.36</b>	<b>343.37</b>	<b>426.99</b>
其他	414.36	473.51	533.47	619.92	684.13	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>1,330.6</b>	<b>1,395.0</b>	<b>1,780.1</b>	<b>1,787.4</b>	<b>1,876.4</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>177.41</b>	<b>196.53</b>	<b>256.36</b>	<b>343.37</b>	<b>426.99</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	17.00%	16.27%	16.57%	19.67%	20.28%
<b>负债合计</b>	<b>1,330.6</b>	<b>1,395.0</b>	<b>1,780.1</b>	<b>1,787.4</b>	<b>1,876.4</b>	EBIT	34.35%	7.72%	32.01%	32.64%	22.86%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	35.72%	9.20%	31.34%	25.81%	19.30%
股本	162.03	216.04	216.04	216.04	216.04	归属于母公司净利润	-1.49%	10.78%	30.45%	33.94%	24.35%
资本公积	109.29	595.13	595.13	595.13	595.13	<b>获利能力</b>					
留存收益	733.23	882.30	1,138.6	1,482.0	1,909.0	毛利率	27.12%	26.27%	26.98%	27.57%	27.78%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,004.5</b>	<b>1,693.4</b>	<b>1,949.8</b>	<b>2,293.2</b>	<b>2,720.2</b>	净利率	5.92%	5.64%	6.31%	7.07%	7.30%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,335.2</b>	<b>3,088.4</b>	<b>3,730.0</b>	<b>4,080.6</b>	<b>4,596.6</b>	ROE	17.66%	11.60%	13.15%	14.97%	15.70%
<b>现金流量表</b>						ROIC	16.61%	16.13%	12.75%	13.23%	14.97%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
净利润	179.07	197.08	235.40	317.41	396.03	资产负债	56.98%	45.17%	47.73%	43.80%	40.82%
折旧摊销	84.96	96.29	124.77	134.00	144.00	流动比率	0.86	1.24	1.33	1.52	1.72
财务费用	7.80	7.89	-3.75	-8.28	-16.11	速动比率	0.29	0.37	0.56	0.66	0.76
存货减少	-150.50	-66.49	-171.70	-161.11	-259.88	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	92.94	125.27	41.13	85.87	46.67	应收账款周转率	28.28	30.37	28.50	29.40	28.53
其它	3.19	-4.81	2.84	2.84	2.84	存货周转率	2.96	3.20	3.04	3.10	3.02
<b>经营活动现金流</b>	<b>217.46</b>	<b>355.22</b>	<b>228.69</b>	<b>370.72</b>	<b>313.54</b>	总资产周转率	1.28	1.13	1.09	1.19	1.27
资本支出	247.74	297.70	120.00	130.00	140.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.00	1,730.0	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.82	0.91	1.19	1.59	1.98
其他	0.46	1,347.0	15.97	15.97	15.97	每股经营现金流	1.01	1.64	1.06	1.72	1.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-247.29</b>	<b>-680.62</b>	<b>-104.03</b>	<b>-114.03</b>	<b>-124.03</b>	每股净资产	4.65	7.84	9.03	10.61	12.59
债权融资	-0.57	-1.99	307.43	-105.20	-8.49	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	600.59	0.00	0.00	0.00	市盈率	32.64	29.46	22.58	16.86	13.56
其他	13.33	-118.50	3.75	8.28	16.11	市净率	5.76	3.42	2.97	2.52	2.13
<b>筹资活动现金流</b>	<b>12.76</b>	<b>480.10</b>	<b>311.17</b>	<b>-96.91</b>	<b>7.62</b>	EV/EBITDA	14.04	16.97	13.59	10.62	8.89
<b>现金净增加额</b>	<b>-17.11</b>	<b>154.70</b>	<b>812.26</b>	<b>972.03</b>	<b>1,169.1</b>	EV/EBIT	19.08	23.39	18.63	13.81	11.22

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

### 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064