

# 安井食品 (603345) \ 食品饮料

## ——规模优势下成本与费用下降，盈利能力提升

### 事件：

2018年半年度公司实现营业收入19.47亿元，同比增长18.64%；归母净利润1.42亿元，同比增长37.40%。

### 投资要点：

#### ➤ 餐饮渠道为王，品类拓展加速

2018年上半年公司实现营业收入19.47亿元，同比增长18.64%，公司通过打造“餐饮流通为主、商超为辅”的渠道组合模式以及“火锅料为主、米面为辅”的产品组合模式，加速品类推广，同时切入小龙虾市场为新兴增长点，借助餐饮渠道的冷链运输网络进行新品类的开发，公司的小龙虾产品通过标准化生产和保存打破了季节性供给，在当前市场尚未出现品牌化的背景下，有望率先提升市场占有率。

#### ➤ 规模优势凸显，成本与费用率下降

火锅成为消费者饮食类型中重要的选择之一，市场容量达到8000亿元左右，占据餐饮行业市场容量的22%。火锅料行业市场集中度低，安井作为火锅料行业的龙头企业，大额的采购量使得公司对于上游供应商具有较强的议价能力，大线快跑的生产组织模式和“销地产”的工厂基地建设模式导致公司的生产成本、期间费用比逐年下降，盈利能力提升，2018年上半年公司实现营业利润1.77亿元，同比增长40.74%；归母净利润1.42亿元，同比增长37.40%。

#### ➤ 品牌集中度提高下产能持续释放，推动业绩高成长

凭借渠道以及供应链优势，公司的市场份额从2013年的6%提升到2017年的9%，市场集中度有所提高。公司发行可转债拟募集资金5亿元，用于年产15万吨的速冻食品生产线建设项目，建成后将新增速冻肉制品产能9万吨、速冻米面制品产能1万吨、速冻鱼糜制品产能5万吨，未来产能持续释放，有利于公司的全国产能布局以及重点市场的开发，推动业绩高成长。

#### ➤ 盈利预测与估值

预计公司2018-2020年实现营业收入40.61亿元、48.60亿元和58.46亿元，EPS为1.20元、1.60元和1.99元，对应当前股价PE为36/27/22倍。

#### ➤ 风险提示

产能扩张及下游销售不及预期、食品安全问题

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	43.22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)	4,827
每股净资产 (元)	8.09
资产负债率 (%)	49.53
一年内最高/最低 (元)	39.50/22.00

### 一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《安井食品 (603345) \ 食品饮料行业》  
《预收账款增速亮眼，渠道调控提高净利水平》
- 《安井食品 (603345) \ 食品饮料行业》  
《火锅米面稳增长，洪湖诱惑添活力》
- 《安井食品 (603345) \ 食品饮料行业》  
《产能扩张解决需求紧缺，高端产品整装待发》

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
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	-3.40	-7.98	-15.84
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	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>318.92</b>	<b>433.40</b>	<b>543.35</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	29.32	24.96	24.96	24.96
<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>263.39</b>	<b>343.88</b>	<b>458.35</b>	<b>568.30</b>
短期借款	171.99	170.00	474.63	366.54	355.07	所得税	53.67	60.96	84.72	112.09	138.33
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>202.43</b>	<b>259.16</b>	<b>346.26</b>	<b>429.98</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>1,777.3</b>	<b>1,781.7</b>	<b>1,867.7</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>177.41</b>	<b>202.43</b>	<b>259.16</b>	<b>346.26</b>	<b>429.98</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>1,777.3</b>	<b>1,781.7</b>	<b>1,867.7</b>	EBIT	34.35%	12.37%	27.93%	32.29%	22.67%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	35.72%	12.62%	28.37%	25.61%	19.18%
股本	162.03	216.04	216.04	216.04	216.04	归属于母公司净	-1.49%	14.11%	28.02%	33.61%	24.18%
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	1,141.4	1,487.7	1,917.7	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>1,952.6</b>	<b>2,298.8</b>	<b>2,728.8</b>	净利率	5.92%	5.81%	6.38%	7.12%	7.36%
<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%	11.95%	13.27%	15.06%	15.76%
<b>现金流量表</b>						ROIC	16.61%	15.93%	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	235.44	317.55	396.26	资产负债	56.98%	45.17%	47.65%	43.66%	40.63%
折旧摊销	84.96	96.29	124.77	134.00	144.00	流动比率	0.86	1.24	1.33	1.53	1.73
财务费用	7.80	7.89	-3.81	-8.47	-16.42	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>228.67</b>	<b>370.67</b>	<b>313.46</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	0.94	1.20	1.60	1.99
其他	0.46	1,347.0	18.72	18.72	18.72	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>-101.28</b>	<b>-111.28</b>	<b>-121.28</b>	每股净资产	4.65	7.84	9.04	10.64	12.63
债权融资	-0.57	-1.99	304.63	-108.09	-11.47	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	600.59	0.00	0.00	0.00	市盈率	53.45	46.84	36.59	27.38	22.05
其他	13.33	-118.50	3.81	8.47	16.42	市净率	9.44	5.60	4.86	4.12	3.47
<b>筹资活动现金流</b>	<b>12.76</b>	<b>480.10</b>	<b>308.44</b>	<b>-99.62</b>	<b>4.95</b>	EV/EBITDA	22.65	26.65	21.42	16.87	14.14
<b>现金净增加额</b>	<b>-17.11</b>	<b>154.70</b>	<b>435.83</b>	<b>159.77</b>	<b>197.13</b>	EV/EBIT	30.79	36.31	29.28	21.89	17.82

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	薛靖韬	0755-82560810