

## 证券研究报告

## 公司研究——中报点评

## 安井食品（603345.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2018.04.20

## 王见鹿 行业分析师

执业编号：S1500517100001

联系电话：+86 21 61678591

邮箱：wangjianlu@cindasc.com

## 相关研究

《20180420 安井食品（603345.SH）：第一站隐形冠军，下一站看平台化发展》2018.04.20

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 渠道拓展策略见效，盈利能力持续提升

2018年8月22日

**事件：**安井食品2018年8月21日发布2018年半年度报告，1H18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%；扣非后归母净利润为1.24亿元，同比增长35.22%；对应毛利率、净利润率及扣非净利润率分别为26.64%、7.31%和6.37%，非经常性损益影响净利润率约0.94个百分点。公司2Q18单季实现营业收入9.91亿元，同比增长18.36%；得益于期间费用率的显著下降，2Q归母净利润0.88亿元，同比增长50.37%；扣非后2Q归母净利润为0.75亿元，同比增长51.60%；对应2Q毛利率、净利润率及扣非净利润率分别为26.33%、8.89%和7.60%。

## 点评：

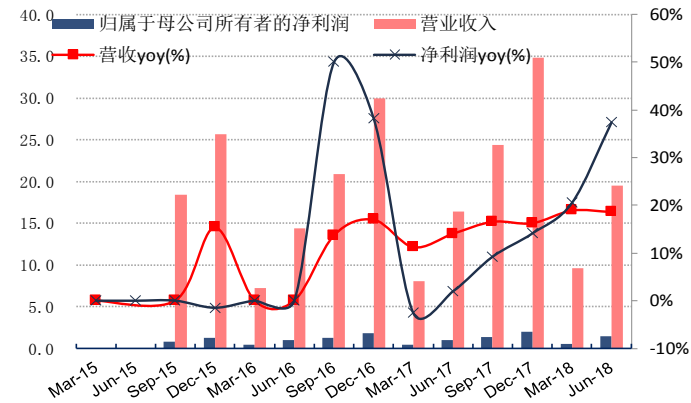
- **上半年销售增速稳健，下半年有望进一步扩大增幅。**1H18安井食品收入增速达18.64%，连续两个季度实现18%以上的收入增速，且2Q淡季不淡，收入较1Q环比增长3.62%。另一反映公司收入质量的指标为销售商品、提供劳务收到的现金情况——截止1H18，该数值为22.76亿元，同比增长23.44%，略快于同期收入增速。同时，反映公司产品订货情况（也是产品受欢迎程度）的预收账款指标于1H18录得3.99亿元，较去年同期的3.06亿元增长30.44%，也意味着公司产品的渠道需求十分旺盛。鉴于公司上半年面点产能仍有瓶颈，拖累了整体增速，而下半年公司将陆续上线厦门和辽宁的面点车间产能，届时销售收入有望进一步加速。
- **渠道拓展策略见效，公司盈利能力持续提升。**13-17年，安井食品的毛利率由27.77%缓慢下滑至26.27%，1H18反弹至26.64%，但总体来说变化不大。公司将毛利率控制在合理较低水平，近年来未大面积提价，我们判断主要基于以下两点原因：1）冷冻食品行业“渠道为王”，公司通过突出的性价比获取客户青睐、提升终端采购粘性，从而节省市场拓展费用；2）公司着重培育综合利润率更高的流通餐饮大渠道，导致在毛利端略有损失。随着上述策略的逐步实施见效，公司的销售及管理费用率显著下降，盈利能力持续提升。1H18，安井食品的各项费用率由去年同期的18.31%下降至17.56%，下降0.75个百分点。其中占比最大的销售费用率为13.14%，同比下降0.46个百分点，主要受益于销售职工薪酬和市场费用增速较低；占比其次的销售费用率为4.31%，同比下降0.31个百分点。展望18年下半年，随着公司“组合陈列”、“销地产”等模式的进一步开展，同时其规模效应不断体现，公司的综合盈利能力尚有提升空间。
- **营运能力持续提升；季节性因素导致1H经营性净现金流较弱。**公司1H18存货8.36亿元，较上年同期增长19.94%，符合公司收入规模增速。应收账款与应收票据合计0.75亿元，同比下降28.1%；应付账款与应付票据合计6.62亿元，同比增长14.6%。综上所述，公司18（LTM）存货周转天数保持不变；应收账款周转天数为9.8天，较17年下降1.6天；

应付账款周转天数 92.4 天，较 17 年上升 10.2 天；净营业周期为 24.2 天，资金使用效率持续提升，再一次印证了公司对销售渠道的管控能力。1H 经营性净现金流为 0.25 亿元，预付新宏业食品下半年鱼糜货款影响净现金流约 5000 万。从历史业绩来看，公司下半年的经营性净现金流均很充沛，因此不必对短期波动过于担忧。

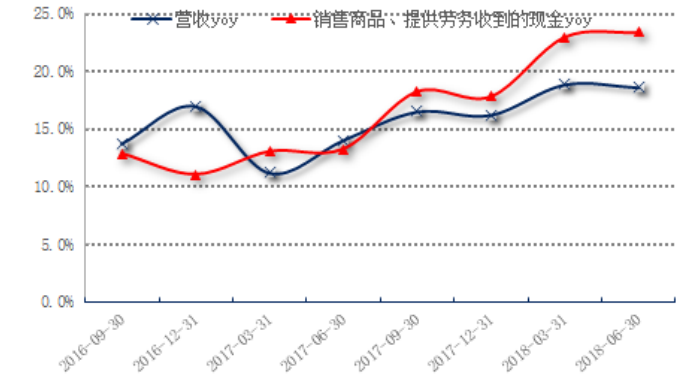
- **可转债顺利发行，公司产能扩张稳步推进。** 18 年 7 月，公司顺利发行 5 亿元可转债，用于四川工厂年产 15 万吨速冻食品生产线建设项目（投资总额 5.62 亿元），项目总建设期 5 年，一期及二期分别建设 35 个月和 25 个月。预计达产后年均贡献收入 17.65 亿元；净利润约 1.05 亿元。公司半年报还披露，泰州安井二期项目将于下半年正式上线，其设计产能为 8 万吨，达产期 3 年。除此之外，公司辽宁二期、湖北潜江基地等项目也在稳步实施中。鉴于公司预留了较长的项目建设期，且其近年资本开支投入（Capex）低于经营性净现金流，我们认为其产能扩张是合理、谨慎的。除火锅料制品和速冻面米之外，公司也在通过参股方式试水速冻小龙虾板块，其年初参股 19% 的新宏业 1H 经营情况符合预期，全年完成 3,500 万元的净利润承诺是大概率事件，对应公司投资收益约为 665 万元。
- **盈利预测与评级：** 鉴于安井食品六大生产基地在 2018 和 2019 年产能扩张，根据 2018-2020 年公司总产量分别为 40 万吨、45 万吨、53 万吨；产能利用率 2018-2019 按 90% 匡算，2020 年按 93% 匡算。我们预计公司 18-20 年收入分别达 41.98/52.01/61.82 亿元，增速 20.50%/23.89%/18.87%；对应归母净利润 2.77/3.36/4.00 亿元，增速 36.85%/21.23%/19.09%；EPS 为 1.28 元/1.55 元/1.85 元；对应 PE28x、23x 和 20x，维持“买入”评级。
- **股价催化剂：** 深耕流通餐饮渠道，费用率下降、盈利水平提升；18 年下半年迎来产能投放，速冻米面产能瓶颈得以缓解。
- **风险因素：** 1) 产能过剩的风险；2) 因厄尔尼诺和拉尼娜现象或不可抗力造成上游原材料枯竭，挤压作为加工企业的利润率水平；3) 食品安全风险；4) 项目达产速度不及预期；5) 经销商团队扩张过快导致风险敞口加大的风险。

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	2,996.50	3,484.01	4,198.23	5,201.00	6,182.44	
同比(%)	17.00%	16.27%	20.50%	23.89%	18.87%	
归属母公司净利润	177.41	202.43	277.02	335.82	399.93	
同比(%)	38.23%	14.11%	36.85%	21.23%	19.09%	
毛利率(%)	27.12%	26.27%	27.34%	27.22%	27.27%	
ROE(%)	19.37%	15.01%	15.38%	16.41%	16.99%	
EPS (摊薄) (元)	0.82	0.94	1.28	1.55	1.85	
P/E	44	39	28	23	20	
P/B	7.85	4.66	4.13	3.61	3.13	
EV/EBITDA	18.80	21.92	16.60	13.85	11.71	

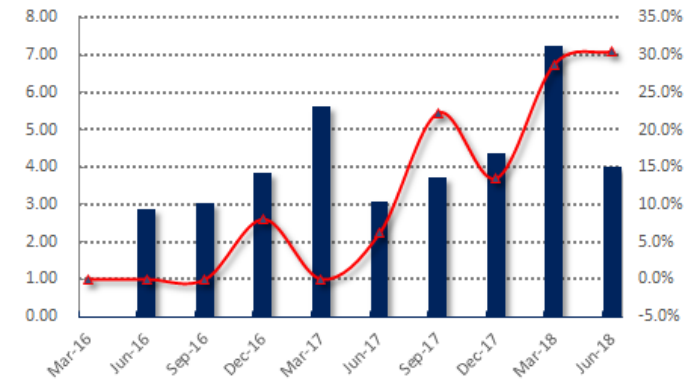
资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为 2018 年 8 月 21 日收盘价

**图 1 公司 15-1H18 按季度营业收入、净利润及增速 (亿元, %)**


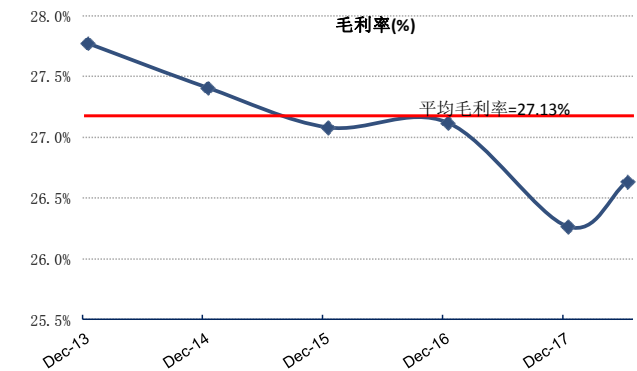
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 2 公司 16 年至今营业收入和销售商品现金流增速对比 (%)**


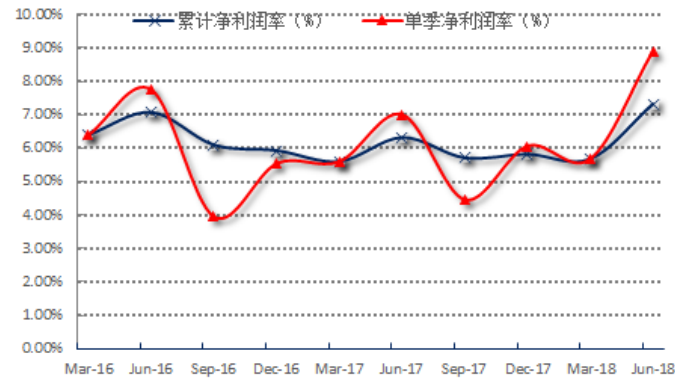
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 3 公司 16 年至今按季度预收账款及增速 (亿元, %)**


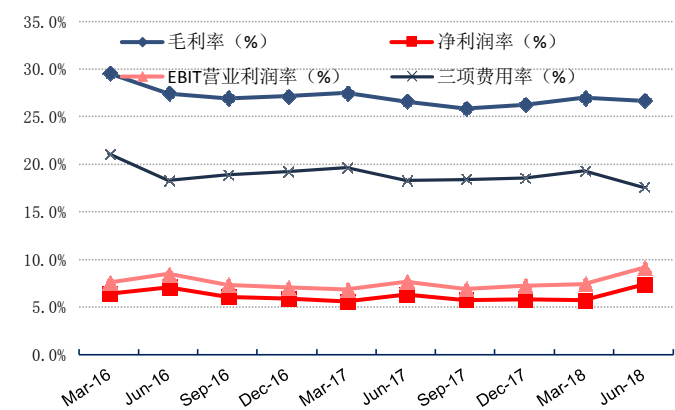
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

**图 4 公司 13 年至今毛利率变化情况 (%)**


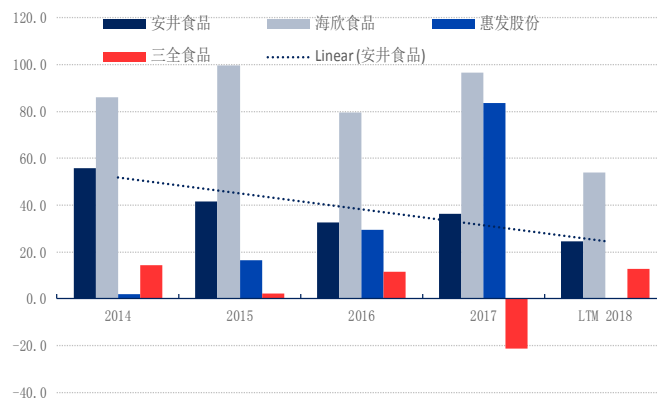
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

**图 5 公司 16 年至今按季度累计及单季净利润率 (%)**


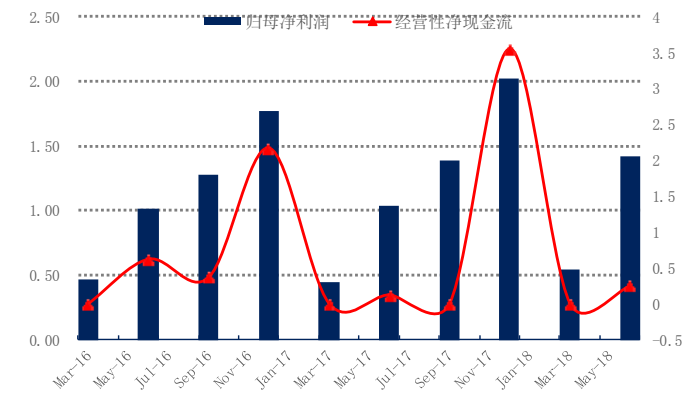
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

**图 6 公司 16 年至今按季度三项费用率变化情况 (%)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

**图 7 净营运周期对比 (天)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

**图 8 公司 16 年至今净利润及经营性净现金流对比 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1,270.59	1,870.17	2,036.23	2,465.81	2,917.81
货币资金	378.48	519.75	592.53	772.56	982.54
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	105.94	114.72	128.04	158.63	188.56
预付账款	32.21	25.64	30.45	37.78	44.88
存货	737.52	803.87	879.01	1,090.64	1,295.63
其他	16.43	406.20	406.20	406.20	406.20
<b>非流动资产</b>	1,207.95	1,380.79	1,522.37	1,685.15	1,881.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	973.41	1,149.73	1,276.48	1,476.64	1,662.44
无形资产	90.02	88.09	85.15	82.20	79.26
其他	144.52	142.97	160.74	126.31	139.36
<b>资产总计</b>	2,478.54	3,250.96	3,558.60	4,150.96	4,798.86
<b>流动负债</b>	1,412.67	1,494.92	1,588.60	1,906.06	2,214.96
短期借款	171.99	170.00	170.00	170.00	170.00
应付账款	576.65	596.79	611.90	759.22	901.92
其他	664.03	728.13	806.70	976.84	1,143.04
<b>非流动负债</b>	61.32	62.58	60.43	60.43	60.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.32	62.58	60.43	60.43	60.43
<b>负债合计</b>	1,473.99	1,557.50	1,649.03	1,966.49	2,275.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,004.55	1,693.47	1,909.57	2,184.47	2,523.47
负债和股东权益	2478.54	3250.96	3558.60	4150.96	4798.86

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,996.50	3,484.01	4,198.23	5,201.00	6,182.44
同比(%)	17.00%	16.27%	20.50%	23.89%	18.87%
归属母公司净利润	177.41	202.43	277.02	335.82	399.93
同比(%)	38.23%	14.11%	36.85%	21.23%	19.09%
毛利率(%)	27.12%	26.27%	27.34%	27.22%	27.27%
ROE(%)	19.37%	15.01%	15.38%	16.41%	16.99%
EPS(摊薄)(元)	0.82	0.94	1.28	1.55	1.85
P/E	44	39	28	23	20
P/B	7.85	4.66	4.13	3.61	3.13
EV/EBITDA	18.80	21.92	16.60	13.85	11.71

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	2,996.50	3,484.01	4,198.23	5,201.00	6,182.44
营业成本	2,183.84	2,568.85	3,050.64	3,785.10	4,496.52
营业税金及附加	25.47	33.27	40.09	49.67	59.04
营业费用	424.50	490.31	569.83	705.93	839.15
管理费用	144.53	151.77	182.88	226.56	269.31
财务费用	6.29	2.91	7.88	7.82	7.68
资产减值损失	1.43	2.84	1.12	2.48	3.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	6.85	2.28	3.05	4.06
<b>营业利润</b>	210.46	251.92	348.07	426.48	511.72
营业外收入	22.46	11.91	22.43	22.43	22.43
营业外支出	1.84	0.45	1.14	1.14	0.91
<b>利润总额</b>	231.08	263.39	369.36	447.77	533.24
所得税	53.67	60.96	92.34	111.94	133.31
<b>净利润</b>	177.41	202.43	277.02	335.82	399.93
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	177.41	202.43	277.02	335.82	399.93
EBITDA	323.84	367.57	485.51	581.58	687.89
EPS	1.09	0.94	1.28	1.55	1.85

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	216.66	354.75	391.90	534.78	617.24
净利润	177.41	202.43	277.02	335.82	399.93
折旧摊销	84.96	96.29	107.99	125.65	146.49
财务费用	7.80	7.89	8.16	8.16	8.16
投资损失	0.00	-6.85	-2.28	-3.05	-4.06
营运资金变动	-57.56	58.77	-0.72	65.44	63.79
其它	4.06	-3.79	1.73	2.75	2.94
<b>投资活动现金流</b>	-247.29	-680.62	-247.88	-285.66	-338.18
资本支出	-247.29	-297.48	-250.17	-288.71	-342.24
长期投资	0.00	1,346.85	2.28	3.05	4.06
其他	0.00	-1,730.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	12.76	480.10	-69.08	-69.08	-69.08
吸收投资	0.00	600.59	0.00	0.00	0.00
借款	-0.57	-1.99	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	7.84	62.83	69.08	69.08	69.08
<b>现金净增加额</b>	-17.90	154.23	74.93	180.03	209.98

## 研究团队简介

**王见鹿，食品饮料行业分析师。**多国留学背景，先后于新加坡华侨初级学院及英国华威大学求学，主修经济、政治及国际关系学。回国后在某大型商业地产开发集团投资部工作，先后参与了多家上市或非上市企业的股权投资及并购重组业务，所涉及行业包括商业地产、文化旅游、装备制造、消费零售及金融服务等。2015年4月正式加入信达证券研究开发中心，从事食品饮料和炼化行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。