

2018年08月24日

公司研究

评级：买入（维持）

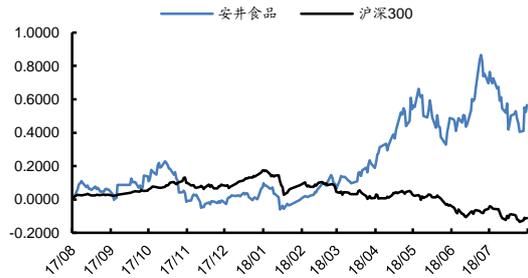
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：李鑫鑫 S0350117090009
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

收入稳健增长，规模优势尽显

——安井食品（603345）跟踪点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
安井食品	-7.7	1.6	54.9
沪深300	-7.3	-13.3	-11.1

市场数据

2018-08-23

当前价格(元)	36.81
52周价格区间(元)	21.81 - 44.99
总市值(百万)	7952.43
流通市值(百万)	4522.09
总股本(万股)	21604.00
流通股(万股)	12284.94
日均成交额(百万)	69.53
近一月换手(%)	34.62

相关报告

《安井食品（603345）中报业绩预告点评：收入稳健增长，利润增速超预期》——2018-07-16

《安井食品（603345）一季报点评：收入符合预期，小龙虾放量值得期待》——2018-04-24

《安井食品（603345）年报点评：行业龙头表现优异，2018年高速增长可期》——2018-03-20

《安井食品（603345）业绩快报点评：行业龙头一家独大，2018年业绩高速增长可期待》——2018-01-22

《安井食品（603345）调研简报：治理较好的行业龙头，竞争格局日益趋好》——2017-12-24

投资要点：

- 业绩回顾：**2018H1 实现营收 19.47 亿元（同比+18.64%），归母净利润 1.42 亿元（同比+37.40%），归母扣非净利润 1.24 亿元（同比+35.22%）。2018H1 毛利率 26.64%（同比+0.08pct），净利率 7.31%（同比+1.00pct），销售费用率 13.14%（同比-0.46pct），管理费用率 4.31%（同比-0.31pct），财务费用率 0.12%（同比+0.30pct），期间费用率 17.56%（同比-0.74pct）。销售商品、提供劳务收到的现金 22.76 亿元（同比+23.44%），经营活动产生的现金流量 2486 万元（同比+101.79%）。2018H1 应收账款 7428 万元（同比-28.54%），预付款项 6942 万元（同比+163.05%），预收款项 3.99 亿元（同比+30.44%），存货 8.35 亿元（同比+19.87%）。
- 收入分析：火锅制品高速增长，下游打款积极未来增速无忧。**公司上半年实现营收 19.47 亿元，同比+18.64%（Q1：+18.93%；Q2：18.36%）。1）分品类看，上半年火锅料制品（鱼糜制品&肉制品）收入增长 19%+、速冻面米制品增长 18%-；2）分地区及渠道看，上半年华南、西北地区增速最快；上半年继续加强餐饮渠道布局；3）产品来看，传统大单品延续以往销售，油条、高端火锅料等新品陆续推出，下半年子品牌九至尊（高端火锅料）将全面进驻商超渠道；3）预收账款看，2018H 预收款 3.99 亿元，同比+30.44%，经销商打款积极后续增长有保证。
- 利润分析：多因素影响毛利略微提升，下半年规模优势突出。**2018H1 毛利率 26.64%（Q1：26.95%；Q2：26.33%），同比+0.08pct。1）由于上半年猪肉等原材料成本下降毛利率上行，但同时包材、人工成本上升，整体毛利率处于较为稳定的水平。2）下半年进入销售旺季，预期原材料上涨与其他能耗等成本摊销抵消，毛利与上半年基本持平；3）预付款项 6942 万元，同比+163.05%，主要系采购新宏业鱼糜进行锁价所致。
- 费用分析：管理费用回归正常水平，下半年预期持平。**2018H1 销售费用率 13.14%（Q1：14.88%；Q2：11.46%），同比-0.46pct，Q2 为传统淡季，销售费用率处于较低水平；管理费用率 4.31%，同比-0.31pct，主要系上市后公司对员工进行上市激励及一些活动导致，今年管理费用回归正常水平，预期下半年管理费用率与上半年持平。
- 未来展望：销地产模式，全国布局稳步推进。**公司为速冻火锅料龙

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%。

头，高效的团队执行力、全国布局的经销商体系、产品高性价比共同构筑了公司的核心竞争力。公司处于全国扩张期，采用销地产模式，目前已在全国建立 4 个基地、6 个工厂。公司可转债建设西南工厂，产能稳步扩张以缓解供给限制。随着产能投放陆续进入正轨，公司收入有望实现稳步增长。

- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级。** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.27 元、1.66 元、2.08 元，对应 PE 分别为 29X、22X、18X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	3484	4226	5042	5934
增长率(%)	16%	21%	19%	18%
净利润（百万元）	202	274	359	450
增长率(%)	14%	35%	31%	26%
摊薄每股收益（元）	0.94	1.27	1.66	2.08
ROE(%)	11.95%	14.53%	16.78%	18.36%

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				股价:	36.81	投资评级:	买入		日期:	2018-08-23
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	12%	15%	17%	18%	EPS	0.94	1.27	1.66	2.08		
毛利率	26%	27%	27%	28%	BVPS	7.84	8.73	9.89	11.35		
期间费率	19%	19%	18%	18%	估值						
销售净利率	6%	6%	7%	8%	P/E	39.15	28.92	22.10	17.61		
成长能力					P/B	4.68	4.20	3.71	3.23		
收入增长率	16%	21%	19%	18%	P/S	2.27	1.88	1.57	1.34		
利润增长率	14%	35%	31%	26%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	1.07	1.27	1.30	1.33	营业收入	3484	4226	5042	5934		
应收账款周转率	29.52	20.46	24.17	22.16	营业成本	2569	3092	3668	4291		
存货周转率	3.20	3.20	3.20	3.20	营业税金及附加	33	40	48	57		
偿债能力					销售费用	490	569	659	764		
资产负债率	48%	43%	45%	45%	管理费用	152	174	206	239		
流动比	1.25	1.50	1.62	1.75	财务费用	3	6	3	(0)		
速动比	0.71	0.78	0.93	1.05	其他费用 / (-收入)	4	(1)	2	(0)		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	252	344	460	583		
现金及现金等价物	520	345	717	1035	营业外净收支	11	21	18	17		
应收款项	118	207	209	268	利润总额	263	365	478	600		
存货净额	804	980	1163	1361	所得税费用	61	91	120	150		
其他流动资产	429	520	620	730	净利润	202	274	359	450		
流动资产合计	1870	2051	2709	3393	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	1150	1035	931	838	归属于母公司净利润	202	274	359	450		
在建工程	87	87	87	87	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	88	86	84	82	经营活动现金流	355	(93)	480	453		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	202	274	359	450		
资产总计	3251	3315	3867	4456	少数股东权益	0	0	0	0		
短期借款	170	170	170	170	折旧摊销	91	117	106	95		
应付款项	752	1014	916	1191	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	437	46	445	444	营运资金变动	62	(228)	(586)	(641)		
其他流动负债	137	137	137	137	投资活动现金流	(681)	115	103	93		
流动负债合计	1495	1367	1668	1942	资本支出	(155)	115	103	93		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	63	63	63	63	其他	(525)	0	0	0		
长期负债合计	63	63	63	63	筹资活动现金流	151	(82)	(108)	(135)		
负债合计	1557	1429	1731	2005	债务融资	(2)	0	0	0		
股本	216	216	216	216	权益融资	601	0	0	0		
股东权益	1693	1885	2136	2451	其它	(448)	(82)	(108)	(135)		
负债和股东权益总计	3251	3315	3867	4456	现金净增加额	(175)	(60)	476	411		

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，8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。

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。