

产能释放业绩加速, 品类扩充未来可期

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2018年实现营业收入42.6亿元, 同比+22.2%, 归母净利润2.7亿元, 同比+33.5%。其中Q4单季度实现营业收入13.2亿元, 同比+26.1%, 归母净利润7381万元, 同比增长+16.5%。同时公司公布分红方案, 拟每10股派息3.76元(含税)。
- **收入逐季加速, 产能逐步释放支撑业绩持续增长。** 1、公司Q1-Q4的收入增速分别是18.9%、18.4%、24.6%、26.1%, 收入逐季加速, 主要跟产能逐步释放有关, 预计18年泰州二期、辽宁工厂以及无锡工厂技改共释放7-8万吨产能, 有效支撑公司全年产量同比增长8万吨至43.2万吨(含部分OEM)。2、公司目前已完成全国产能布局, 四川、华中、华北工厂将陆续建成投产, 支撑公司业绩持续稳健增长。预计19年公司仍有6-7万吨的产能释放, 增量主要来源于18年底投产四川工厂(2-3万吨)、泰州工厂二期(3万吨)、辽宁工厂二车间(1万吨), 保障公司19年产量仍有10%+的增长。3、分区域来看, 东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南增速分别是+18.9%、18.5%、22.5%、19.6%、33.5%、19.8%、22%, 各区域呈现均衡发展态势。泰州新产能释放有效支撑华东、华中区域的快速增长, 未来随着四川、华中、华北工厂投产, 将有效带动当地市场发展, 销地产模式优势将会显现。
- **主力产品增长稳健, 速冻菜肴新品类成看点。** 1、分产品看, 面食制品、肉制品、鱼糜制品分别增长18.6%、20.7%、21.3%, 三大核心品类依旧保持稳健增长, 主要系产能释放以及渠道渗透。另外, 公司对产品分类进行调整, 将千页豆腐以及蛋饺、天妇罗鱼/虾等产品统一归入菜肴制品。速冻菜肴作为公司继火锅料、面食制品后又一重点发力方向, 于18年下半年推出子品牌“冻品先生”, 采取OEM形式, 定位餐饮食材类, 产品一经推出市场热销。2、分渠道来看, 经销、商超、特通分别+22.8%、15%、8.5%, 公司加大对经销商的支持力度, 协助共同开发市场, 同时商超、特通(呷哺呷哺、杨国福等餐饮客户)渠道保持稳健增长。
- **毛利率总体平稳, 下半年成本压力有所加大。** 1、18年公司整体毛利率为26.5%, 较17年基本持平, 受猪瘟影响, 下半年国内猪肉价格的上涨, 成本承压, Q4毛利率同比出现下滑。公司在18年10月和12月分两次对产品进行提价, 整体涨幅在2%-3%, 在一定程度上缓解成本压力。2、从费用端看, 公司保持一贯的稳健, 销售费用率、管理费用(含研发)和财务费用率分别是13.43%、4.4%、

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4259.09	5185.79	6229.56	7410.19
增长率	22.25%	21.76%	20.13%	18.95%
归属母公司净利润(百万元)	270.26	328.77	426.90	534.90
增长率	33.50%	21.65%	29.85%	25.30%
每股收益EPS(元)	1.25	1.52	1.98	2.48
净资产收益率ROE	13.20%	15.29%	17.22%	18.54%
PE	32	26	20	16
PB	4.21	4.01	3.48	2.99

数据来源: Wind, 西南证券

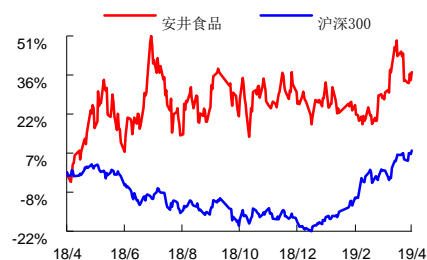
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zijfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.16
流通A股(亿股)	1.23
52周内股价区间(元)	28.22-43.89
总市值(亿元)	86.31
总资产(亿元)	45.63
每股净资产(元)	8.81

相关研究

1. 安井食品(603345): 稳步向上, 营收、利润双双超预期 (2018-10-30)
2. 安井食品(603345): 投资建设华北基地, 产能全国化布局再下一城 (2018-10-18)
3. 安井食品(603345): 营收稳健增长, 规模效应下利润弹性更大 (2018-08-21)
4. 安井食品(603345): 收入稳健增长, Q2利润表现亮眼 (2018-07-16)

0.38%，同比-0.64p/+0.04pp/+0.3pp，其中销售费用率在规模效应下有所下降；管理费用增长主要系职工薪酬增加；受可转债/短期借款利息支出增加，财务费用率同比有所上升。全年公司三费率达 18.2%，同比-0.3pp，净利率达 6.35%，同比+0.54pp，龙头规模优势开始显现，净利率水平有望持续提升。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

- **短期成本扰动影响利润表现，长期发展空间依旧巨大。**1、由于猪瘟事件导致猪肉价格上涨，公司为保障食品安全引用进口猪肉抬升成本，成本扰动或短期内影响公司利润表现，业绩短期承压，但不影响公司内在价值。2、公司长期成长逻辑清晰：1) 传统业务：消费升级带动中高端火锅料/面点制品需求+异地扩张抢占竞争对手市场份额打开增量市场空间，未来三年内公司产品需求持续高景气，产能有保障。2) 速冻菜肴业务：公司速冻食品平台优势已建立，依托现有庞大渠道培育新品类，在庞大的餐饮食材类市场占据一席之地。3) 在行业增速放缓的环境下更有利于管理层优秀、最具效率的龙头企业收割市场份额，目前安井市占率仅为 10%，看好龙头企业市占率提升到 20%以上，规模效应下净利率同步提升。
- **盈利预测与评级。**预计 2019-2021 年收入分别为 51.9 亿元、62.3 亿元、74.1 亿元，归母净利润分别为 3.3 亿元、4.3 亿元、5.3 亿元，EPS 分别为 1.52 元、1.98 元、2.48 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、20 倍、16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动；食品安全风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4259.09	5185.79	6229.56	7410.19	净利润	270.26	328.77	426.90	534.90
营业成本	3129.92	3818.81	4554.37	5396.54	折旧与摊销	121.87	122.95	147.33	174.90
营业税金及附加	35.59	43.34	52.06	61.93	财务费用	16.02	0.73	0.88	1.05
销售费用	572.10	710.45	847.22	992.97	资产减值损失	6.66	1.00	1.00	1.00
管理费用	118.95	215.21	255.41	303.82	经营营运资本变动	-288.45	363.50	-11.31	-0.52
财务费用	16.02	0.73	0.88	1.05	其他	169.50	-16.95	-21.00	-26.01
资产减值损失	6.66	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	295.85	800.00	543.79	685.31
投资收益	14.32	16.00	20.00	25.00	资本支出	-326.34	-420.00	-420.00	-420.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-373.71	16.00	20.00	25.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-700.05	-404.00	-400.00	-395.00
营业利润	335.33	412.25	538.62	677.89	短期借款	264.18	-264.18	0.00	0.00
其他非经营损益	11.85	12.87	12.75	12.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	347.17	425.12	551.36	690.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	76.92	96.35	124.47	155.60	支付股利	0.00	-81.08	-98.63	-128.07
净利润	270.26	328.77	426.90	534.90	其他	392.24	-145.91	-0.88	-1.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	656.42	-491.17	-99.51	-129.12
归属母公司股东净利润	270.26	328.77	426.90	534.90	现金流量净额	252.12	-95.16	44.28	161.20
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	792.43	697.27	741.55	902.75	成长能力				
应收和预付款项	145.84	196.75	230.86	273.36	销售收入增长率	22.25%	21.76%	20.13%	18.95%
存货	1162.86	1322.71	1590.33	1899.44	营业利润增长率	33.11%	22.94%	30.65%	25.86%
其他流动资产	622.90	414.86	498.36	592.82	净利润增长率	33.50%	21.65%	29.85%	25.30%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	34.77%	13.25%	28.16%	24.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1561.99	1844.44	2102.51	2333.00	毛利率	26.51%	26.36%	26.89%	27.17%
无形资产和开发支出	104.28	121.01	137.74	154.47	三费率	16.60%	17.86%	17.71%	17.51%
其他非流动资产	172.95	170.83	168.70	166.57	净利率	6.35%	6.34%	6.85%	7.22%
资产总计	4563.26	4767.87	5470.05	6322.41	ROE	13.20%	15.29%	17.22%	18.54%
短期借款	434.18	170.00	170.00	170.00	ROA	5.92%	6.90%	7.80%	8.46%
应付和预收款项	1573.07	1929.33	2292.57	2725.85	ROIC	17.09%	17.17%	21.19%	23.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.11%	10.33%	11.03%	11.52%
其他负债	508.02	518.03	528.72	540.96	营运能力				
负债合计	2515.28	2617.37	2991.29	3436.81	总资产周转率	1.09	1.11	1.22	1.26
股本	216.04	216.04	216.04	216.04	固定资产周转率	3.36	3.53	3.76	3.99
资本公积	595.13	595.13	595.13	595.13	应收账款周转率	36.77	37.63	36.10	36.42
留存收益	1091.63	1339.33	1667.60	2074.43	存货周转率	3.18	3.07	3.13	3.09
归属母公司股东权益	2047.98	2150.50	2478.76	2885.60	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.81%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2047.98	2150.50	2478.76	2885.60	资产负债率	55.12%	54.90%	54.68%	54.36%
负债和股东权益合计	4563.26	4767.87	5470.05	6322.41	带息债务/总负债	31.34%	20.03%	17.52%	15.25%
					流动比率	1.33	1.22	1.21	1.23
					速动比率	0.76	0.61	0.58	0.59
					股利支付率	0.00%	24.66%	23.10%	23.94%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	473.21	535.93	686.82	853.84	每股收益	1.25	1.52	1.98	2.48
PE	31.94	26.25	20.22	16.14	每股净资产	9.48	9.95	11.47	13.36
PB	4.21	4.01	3.48	2.99	每股经营现金	1.37	3.70	2.52	3.17
PS	2.03	1.66	1.39	1.16	每股股利	0.00	0.38	0.46	0.59
EV/EBITDA	17.91	15.50	12.03	9.49					
股息率	0.00%	0.94%	1.14%	1.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn