

证券研究报告

公司研究——年报点评

安井食品 (603345.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2018.10.31

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

毕翘楚 研究助理

联系电话: +86 21 61678587

邮箱: biqiaochu@cindasc.com

相关研究

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

《20180822 安井食品 (603345): 渠道拓展策略见效, 盈利能力持续提升》2018.08.22

《20181031 安井食品 (603345) 产品提价导致收入超预期, 盈利营运能力持续提升》2018.10.31

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

业绩符合预期, 梳理产品定位, 菜肴制品板块冉冉升起

2019年04月23日

事件: 安井食品 2019 年 4 月 22 日发布年报。2018 年全年, 公司实现营业总收入 42.59 亿元, 同比增长 22.25%; 归母净利润 2.70 亿元, 同比增长 33.50%; 扣非净利润 2.43 亿元, 同比增长 35.44%; 摊薄每股收益 1.25 元; 对应毛利率 26.51%、净利润率 6.35%。4Q18 营业收入 13.19 亿元, 同比增长 26.11%; 归母净利润 0.74 亿元, 同比增长 16.55%; 扣非净利润 0.68 亿元, 同比增长 16.05%; 摊薄每股收益 0.34 元; 对应毛利率 26.99%、净利润率 5.60%。

点评:

- 收入增长符合预期, 全面升级菜肴制品, 产品定位更加清晰。**公司 2018 全年实现营业总收入 42.59 亿元, 同比增长 22.25%, 1Q2018-4Q2018 单季收入分别为 9.56/9.91/9.93/13.19 亿元, 同比增长 18.93%/18.36%/24.61%/26.11%, 季度收入增速逐步提升。主要原因: 1) 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; 2) 9 月份公司对主要产品提价, 目前平均单价为 1.03 万元/吨, 同比增长 1%。分产品来看, 米面制品、肉制品、鱼糜制品均保持稳健增长, 营收分别为 10.98/11.95/15.67 亿元, 同增 18.6%/20.7%/21.3%。公司将原先其他制品分类升级为菜肴制品, 该分类包含千夜豆腐、蛋饺、天妇罗鱼虾等产品, 2018 年菜肴制品收入 3.95 亿元, 同增 45.9%, 保持较快增速。经过此次调整, 公司对旗下产品的销售、生产、管理将更为明晰。分地区来看, 华东地区作为传统强势区域增长稳健, 收入 23.88 亿元, 同增 22.5%, 华中/西南地区亦保持较快增速, 收入分别为 3.58/2.47 亿元, 同增 33.5%/22.0%, 其余各地区增速均接近 20%, 全国化布局之下各区域市场增长稳健。分渠道来看, 分渠道看, 坚持餐饮流通为主、商超电商为辅的渠道策略, 经销商、商超和特通渠道收入分别为 36.43/5.13/0.96 亿元, 同增 23.5%/14.6%/10.5%, 18 年新增线上渠道, 收入达到 728.5 万元。总的来说, 公司收入增速符合预期, 全国化布局稳步推进。
- 产品提价缓解原材料上涨压力, 全年盈利能力提升显著。**1Q2018-4Q2018, 公司的毛利率分别为 26.95%/26.33%/25.63%/26.99%。其中, 米面制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品毛利率分别为 26.12%/26.70%/25.88%/29.72%, 比上年同期 -0.76/+2.24/+1.18/-9 个百分点, 变化最大的即为速冻菜肴制品, 其中: 原其他制品的毛利率 32.53%, 同比上年减少 6.74 个百分点, 主要系 2018 年度加大千夜豆腐促销力度所致。总体来看, 全年毛利率 26.51%, 同比增加 0.24 个百分点, 根据公司年报披露, 主要原材料鱼糜类/肉类/粉类平均采购单价同比变动+6.31%/+2.67%/+5.26%, 在原材料上涨压力下, 毛利率仍有小幅提高, 原因是产品提价带来的缓解。公司全年费用率得到较大改善, 由上年同期的 18.51%下降至 16.6%, 同比下降了 1.91 个百分点。其中占比最大的销售费用率为 13.43%, 下降了 0.64 个百分点, 主要原因是公司已采取了销

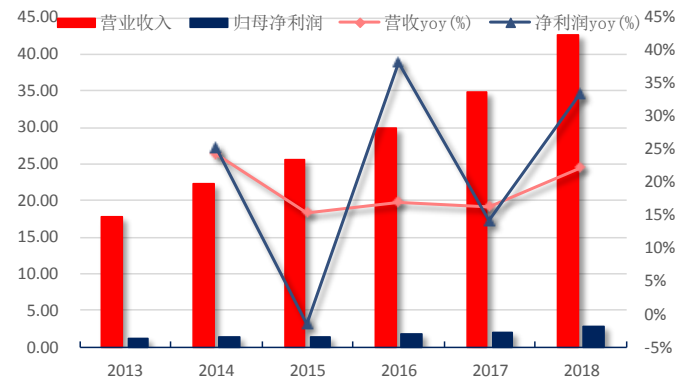
地产经营模式及物流供应商招投标竞价等多种方法相应降低物流成本，缓解了物流费用的大幅增长，同时促销和广告宣传费用控制得当；占比其次的管理费用率为 2.79%，基本持平，主要受可转债和短期借款利息支出增加影响；财务费用率录得 0.38%，小幅提升；研发费用率为 1.61%，同比持平。全年实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 33.50%。单季净利润率分别为 5.67%/8.89%/5.45%/5.60%，同比变动+0.07/+1.89/+1.00/-0.07 个百分点，四季度略有下降。全年净利润率为 6.35%，同比增长 0.54 个百分点。全面摊薄 ROE 为 13.20%，同增 1.25 个百分点。摊薄 EPS 为 1.25 元。

- **备货影响存货增幅，非洲猪瘟产生资产减值损失，但公司消化能力良好。**公司存货达到 11.63 亿元，较上年同期增长 44.65%，增长主要为预防成本上涨而囤积原料。因此，公司 18 (LTM) 存货周转天数增加，为 113.1 天，同比增长 5.1 天。存货增长的主要原因是四季度时猪肉价格已比较高，猪瘟也没有在下游行业兴风作浪，公司当时的做法是尽量锁单囤货。受非洲猪瘟价格影响，公司四季度确认了 800 万左右的资产减值损失，主要是针对非洲猪瘟对猪肉原材料计提的资产减值损失，短期对利润造成一定影响。尽管如此，公司整体消化能力良好，净营业周期 43.78 天，同比小增 6.6 天，其中，应收账款周转天数为 9.79 天，较 17 年下降 1.61 天；应付账款周转天数 79.12 天，较 17 年下降 3.1 天，印证了公司对销售渠道具有极强的管控能力。经营性净现金流为 2.96 亿元，经营性净现金流减少 16.6%，主要原因是预付大量鱼浆类产品，为锁定单价，降低成本。
- **产能释放支撑 19、20 年业绩增长。**公司目前工厂主要有厦门、泰州、无锡、辽宁四家已投产工厂和 18 年底刚建完的成都工厂，目前在建的有湖北潜江和无锡 7 万吨可转债项目。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，全年产量实现 43.2 万吨，同比增长 8 万吨。公司 2019 年稳步推进产能扩张，四川工厂预计新增产能 2 万吨，泰州及辽宁工厂技改增量。公司公告变更可转债募投项目，新增无锡民生 7 万吨速冻食品项目，无锡工厂面米产能紧张，扩产以面米制品为主；湖北潜江一期工程在建，均预计 2020 年初逐步投产。公司产能布局已经完成，产能释放有望支撑 19、20 年业绩增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计安井食品 2019-2021 年归属母公司所有者净利润分别为 3.51、4.59 和 6.06 亿元，对应摊薄每股收益分别为 1.63、2.13 和 2.80 元。维持公司“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；产能密集投放，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。

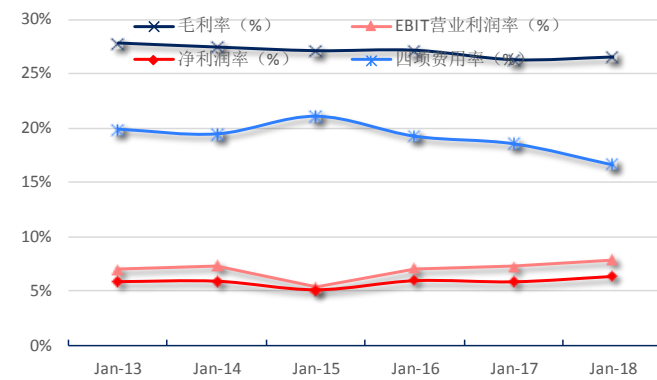
重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	3,484.01	4,259.09	5,606.40	7,334.54	9,657.84
增长率 YoY %	16.27%	22.25%	31.63%	30.82%	31.68%
归属母公司净利润(百万元)	202.43	270.26	351.11	459.44	605.92
增长率 YoY%	14.11%	33.50%	29.92%	30.85%	31.88%
毛利率%	26.27%	26.51%	26.84%	26.88%	26.92%
净资产收益率 ROE%	15.01%	14.45%	16.08%	18.03%	19.67%
EPS(摊薄)(元)	0.94	1.25	1.63	2.13	2.80
市盈率 P/E(倍)	43	32	25	19	14
市净率 P/B(倍)	5.10	4.21	3.72	3.11	2.55

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

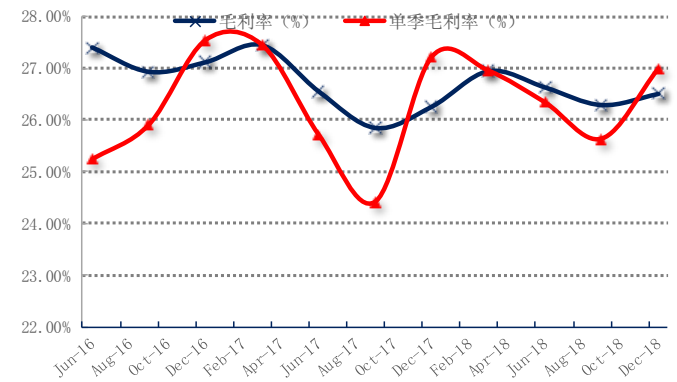
注: 股价为 2019 年 4 月 22 日收盘价

图 1 公司 13 年-18 营业收入和归母净利润及增速 (亿元, %)


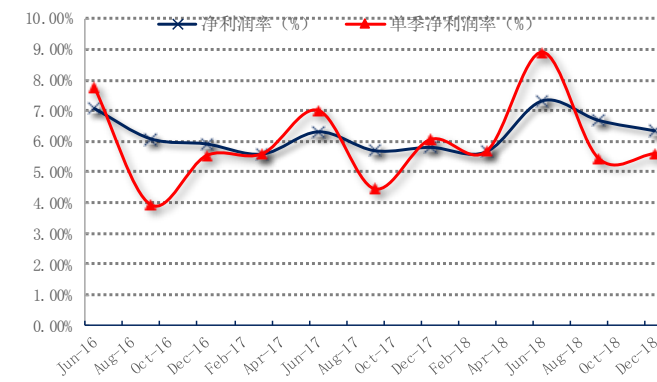
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2 毛利率、净利率、营业利润率和四项费用率情况 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3 公司 2016-2018 年毛利率 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4 公司 2016-2018 年净利率 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,870.17	2,724.04	3,487.70	4,539.00	5,846.17
货币资金	519.75	792.43	1,150.21	1,675.32	2,275.29
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	114.72	116.94	153.93	201.38	265.16
预付账款	25.64	25.34	33.20	43.41	57.13
存货	803.87	1,162.86	1,523.89	1,992.42	2,622.12
其他	406.20	626.47	626.47	626.47	626.47
非流动资产	1,380.79	1,839.22	1,812.67	1,824.48	1,934.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	1,149.73	1,383.60	1,321.99	1,292.92	1,376.03
无形资产	88.09	103.22	112.22	118.69	128.13
其他	142.97	352.40	378.46	412.86	430.46
资产总计	3,250.96	4,563.26	5,300.37	6,363.47	7,780.79
流动负债	1,494.92	2,052.73	2,519.89	3,123.54	3,934.95
短期借款	170.00	434.18	434.18	434.18	434.18
应付票据	154.72	173.13	226.89	296.64	390.40
应付账款	596.79	778.92	1,020.75	1,334.59	1,756.38
其他	573.40	666.50	838.07	1,058.13	1,353.99
非流动负债	62.58	462.54	462.54	462.54	462.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.58	462.54	462.54	462.54	462.54
负债合计	1,557.50	2,515.28	2,982.43	3,586.09	4,397.49
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	1,693.47	2,047.98	2,317.94	2,777.39	3,383.30
负债和股东权益	3,250.96	4,563.26	5,300.37	6,363.47	7,780.79

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,484.01	4,259.09	5,606.40	7,334.54	9,657.84
同比(%)	16.27%	22.25%	31.63%	30.82%	31.68%
归属母公司净利润	202.43	270.26	351.11	459.44	605.92
同比(%)	14.11%	33.50%	29.92%	30.85%	31.88%
毛利率(%)	26.27%	26.51%	26.84%	26.88%	26.92%
ROE%	15.01%	14.45%	16.08%	18.03%	19.67%
EPS(摊薄)(元)	0.94	1.25	1.63	2.13	2.80
P/E	43	32	25	19	14
P/B	5.11	4.22	3.73	3.11	2.56
EV/EBITDA	24.00	19.29	15.06	12.18	9.65

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,484.01	4,259.09	5,606.40	7,334.54	9,657.84
营业成本	2,568.85	3,129.92	4,101.65	5,362.72	7,057.59
营业税金及附加	33.27	35.59	46.85	61.30	80.71
销售费用	490.31	572.10	753.08	985.21	1,297.28
管理费用	151.77	118.95	156.58	204.85	269.73
研发费用	0.00	68.38	90.02	117.76	155.06
财务费用	2.91	16.02	19.85	19.80	15.93
减值损失合计	2.84	6.66	4.90	7.63	11.17
投资净收益	6.85	14.32	7.06	9.41	10.26
其他	11.00	9.54	12.97	13.26	13.12
营业利润	251.92	335.33	453.50	597.96	793.74
营业外收支	11.47	11.85	14.64	14.63	14.15
利润总额	263.39	347.17	468.15	612.59	807.89
所得税	60.96	76.92	117.04	153.15	201.97
净利润	202.43	270.26	351.11	459.44	605.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	202.43	270.26	351.11	459.44	605.92
EBITDA	367.57	489.22	626.71	775.12	978.06
EPS(当年)(元)	0.94	1.25	1.63	2.13	2.80

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	354.75	295.85	564.05	689.42	868.92
净利润	202.43	270.26	351.11	459.44	605.92
折旧摊销	96.29	121.87	134.59	136.59	145.22
财务费用	7.89	20.18	23.97	25.93	24.95
投资损失	-6.85	-14.32	-7.06	-9.41	-10.26
营运资金变动	58.77	-128.58	56.37	69.84	93.03
其它	-3.79	26.45	5.07	7.02	10.07
投资活动现金流	-680.62	-700.05	-101.16	-138.38	-244.00
资本支出	-297.48	-455.33	-108.22	-147.79	-254.26
长期投资	1,346.85	1,894.08	7.06	9.41	10.26
其他	-1,730.00	-2,138.80	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	480.10	656.42	-105.12	-25.93	-24.95
吸收投资	600.59	0.00	0.08	0.00	0.00
借款	-1.99	264.18	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	62.83	75.08	105.20	25.93	24.95
现金流净增加额	154.23	252.12	357.78	525.11	599.97

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。

毕翹楚，研究助理，复旦大学工学硕士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事食品饮料行业研究。

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。