公司研究

食品综合/食品加工/食品饮料

主要数据(截至 8 月 12 日收盘):	
当前股价	51.49 元
投资评级	买入
评级变动	维持
总股本	2.30 亿股
流通股本	1.37 亿股

安井食品（603345）

——业绩较快增长，新项目有序推进缓解产能压力

主要观点：

◆公司 2019 年上半年业绩保持较快增长。公司 2019 年半年报显示，2019 年公司营业收入 23.36 亿元，同比增长 19.93%；归母净利润 1.65 亿元，同比增长 16.04%。公司上半年整体毛利率为 25.48%，较去年同期降低 1.16pct，主要由于原材料成本上涨所致。公司上半年期间费用率为 16.96%，较去年同期降低 0.6pct。

公司历史业绩表现良好，收入和利润增长稳定，2014-2018 年公司营业收入 CAGR 为 18.18%，归母净利润 CAGR 为 18.10%，毛利率维持 25%-28%区间，表现出一定程度的下行态势，但是由于公司具有较强的费用管控能力，公司净利率稳定性好，在 5%-6%之间窄幅波动。

◆三类主营速冻产品齐发力。经过 2018 年调整后，公司目前业务可以划分为三个板块：速冻火锅料制品（以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主）、速冻面米制品和速冻菜肴制品，其中鱼糜制品包括爆汁小鱼丸、蟹排、鱼排等；肉制品包括霞迷饺、燕饺、贡丸、撒尿肉丸等；面米制品包括手抓饼、核桃包、红糖发糕、桂花糕、手撕红糖馒头等；菜肴制品包括蛋饺、天妇罗鱼香脆藕盒、香炸藕条、鲢鱼头等。

2019 年上半年公司鱼糜制品、面米制品、肉制品、菜肴制品收入分别为 8.74 亿元、6.39 亿元、5.94 亿元、2.23 亿元，同比增速分别为 23.73%、25.59%、4.93%、35.46%。2019 年上半年肉制品收入增速显著低于其他产品，也显著低于肉制品 2018 年全年增速（20.71%），主要受到 2019 年初泰州安井生产的“安井”牌撒尿肉丸检测出疑似非洲猪瘟病毒核酸呈阳性的影响，公司在短期内暂停了猪肉制品的销售，一季度肉制品收入下降 4.29%，二季度肉制品业务恢复，单季度收入同比增长 15.55%。

◆坚持“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”的渠道策略。餐饮渠道是公司销售的主要发力点，在具体操作中采用经销模式和特通模式。公司在利用经销商渠道资源的同时，对经销商进行“贴身支持”，协助经销商开拓各色餐饮渠道和新兴电商渠道。2018 年以来，公司京东旗舰店、天猫旗舰店相继开业，电商渠道

长城国瑞证券研究所

分析师：
李志伟
lizhiwei@gwgsc.com
执业证书编号：S0200517100001

分析师助理：
刘亿
liuyi@gwgsc.com
执业证书编号：S0200117070016

联系电话：0592-5161646
地址:厦门市思明区莲前西路 2 号
莲富大厦 17 楼

长城国瑞证券有限公司

请参阅最后一页的股票投资评级说明和法律声明

相关研究：

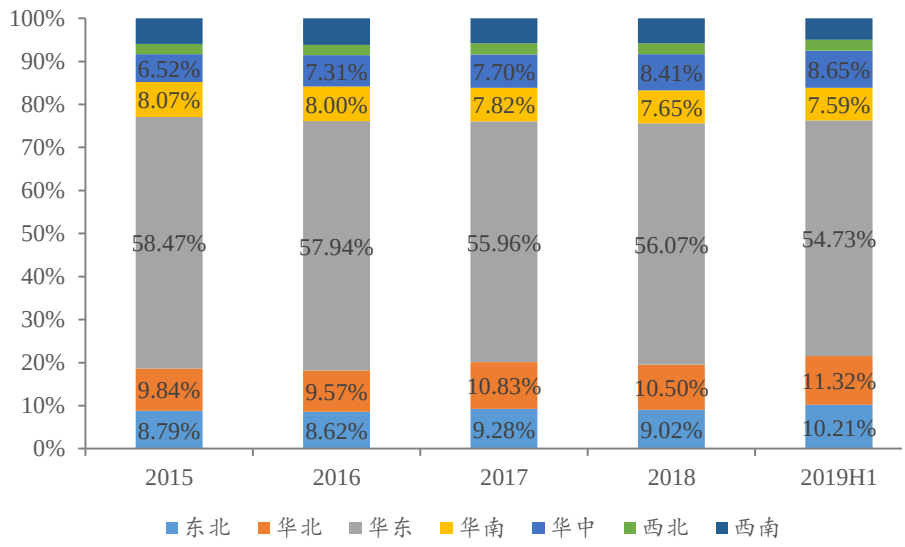
公司研究：安井食品（603345）——竞争优势突出，在行业洗牌中进一步巩固龙头地位_2017.07.27

收入从无到有，成为产品推广和销售的重要补充。2019 年上半年，经销、商超、特通、电商四种销售模式收入分别为 19.89 亿元（占比 85.15%）、2.89 亿元（占比 12.37%）、0.48 亿元（占比 2.07%）、981 万元（占比 0.42%）。

◆业务辐射全国，华东以外地区生产、销售力量进一步加强。公司在厦门、无锡、泰州、辽宁鞍山、四川资阳、湖北潜江、河南安阳等设有 7 个生产基地，较上市时新增湖北和河南两个生产基地。公司坚持“销地产”、“产地研”、“产地销” 的工厂地建设模式，业务区域拓展扎实稳健。公司经营区域主要集中在华东地区，历年占比均在 50%以上，2019 年上半年，华东、华北、东北、华中、华南、西南、西北地区收入分别为 12.78 亿元、2.64 亿元、2.38 亿元、2.02 亿元、1.77 亿元、1.16 亿元、0.59 亿元，占收入比重分别为 54.73%、11.32%、10.21%、8.65%、7.59%、4.98%、2.51%。在华东地区销售占比较高的省份主要有江苏省、福建省、浙江省，2018 年占收入比重分别为 16.22%、12.87%、9.63%。

2019 年上半年，公司在华北、西南、华中地区的经销商数量分别净增 12 家、9 家、8 家，高于华东地区经销商净增数量(7 家)，表明公司在华东以外地区的销售力量得到进一步提升，有望逐步改变公司对华东市场依赖程度较高的发展现状。

图 1：安井食品收入区域结构



数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

表 1：2019 年上半年公司经销商数量变动情况

分地区	期初数量	上半年净增数	期末数量	数量增长率
东北地区	64	3	67	4.69%
华北地区	59	12	71	20.34%
华东地区	290	7	297	2.41%

华南地区	62	-1	61	-1.61%
华中地区	69	8	77	11.59%
西北地区	21	6	27	28.57%
西南地区	53	9	62	16.98%
总计	**618**	**44**	**662**	**7.12%**

数据来源：公司公告、长城国瑞证券研究所

◆募集项目逐步投产，缓解产能压力。2018 年底公司总设计产能为 37.08 万吨，较 2017 年增加 4.32 万吨，根据公司债券募集说明书，增量主要来自于无锡民生项目产能释放以及泰州二期项目的投产，公司 2019 年产能利用率达 116%，为 2014 年以来最高水平(2014-2017 年产能利用率分别为 95.44%、106.32%、107.17%、107.30%），产能不足的压力仍然存在，是制约公司进一步发展的重要因素。截至目前，公司首发募集项目(无锡民生 4.5 万吨项目、泰州一二期共 16 万吨项目）已经全部投产，其中泰州二期项目产能利用率仍在爬升；四川项目（可转债募投项目）有序进行，一期已于 2018 年底试生产，预计 2019 年拟增加 2 万吨产能；另外，公司无锡 7 万吨项目、湖北安井 15 万吨项目、河南安井 10 万吨项目正在陆续推进。公司在各地生产项目有助于缓解公司面临的产能不足压力，为业绩增长提供保障。

表 2：公司目前尚在推进中的生产项目

地区	项目	设计产能	投产时间	目前进展
四川资阳	一期项目	7.5 万吨	2019 年 6 月	2018 年底试生产，2019 年拟增加 2 万吨产能
	二期项目	7.5 万吨	2021 年 7 月	-
江苏无锡	无锡新厂	7 万吨	-	-
湖北潜江	一期项目	8 万吨	2020 年以后	2018 年一季度开工
	二期项目	7 万吨	-	-
河南汤阴	一期项目	6 万吨	-	2018 年底开工建设
	二期项目	4 万吨	-	-
总计		**47 万吨**	-	-

资料来源：公司公告、各地生态环境局、长城国瑞证券研究所

投资建议：

我们预计公司 2019、2020 以及 2021 年的 EPS 分别为 1.359 元、1.739 元和 2.220 元，对应 PE 分别为 37.89 倍、29.61 倍和 23.19 倍。目前申万食品综合行业最新市盈率（TTM，中值，剔除负值）为 29.75 倍，考虑到公司在速冻食品市场尤其是速冻火锅制品上持续保持领先优势，同时在华东地区销售稳固的基础上积极开拓全国其他地区，并以传统经销区域为支持，重视商超、特通、

电商驱动发展，同时公司具有较强的费用管控能力，我们认为公司的估值仍具有一定上升空间，维持其“买入”评级。

风险提示：

业务/区域拓展不及预期风险；原材料价格上涨风险；食品安全风险；市场竞争风险。

主要财务数据及预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4259.09	5202.22	6440.95	7983.43
增长率(%)	22.25%	22.14%	23.81%	23.95%
归母净利润（百万元）	270.26	312.55	400.07	510.73
增长率(%)	33.50%	15.65%	28.00%	27.66%
EPS（元）	1.175	1.359	1.739	2.220
毛利率	26.51%	25.72%	25.76%	25.80%
净资产收益率（摊薄）	6.35%	6.01%	6.21%	6.40%

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

盈利预测

单位：百万元

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4259.09	5202.22	6440.95	7983.43
减:营业成本	3129.92	3864.14	4781.69	5923.37
营业税金及附加	35.59	43.48	53.83	66.72
营业费用	572.10	645.07	798.68	989.94
管理费用	118.95	137.86	170.69	211.56
研发费用	68.38	83.53	103.42	128.18
财务费用	16.02	26.13	13.97	-2.59
资产减值损失	6.66	6.66	6.66	6.66
投资收益	14.32	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-68.38	-83.53	-103.42	-128.18
营业利润	325.79	395.35	512.03	659.58
其他非经营损益	21.39	21.39	21.39	21.39
利润总额	347.17	416.74	533.42	680.97
所得税	76.92	104.18	133.36	170.24
净利润	270.26	312.55	400.07	510.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	270.26	312.55	400.07	510.73

现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	296.45	626.42	773.99	842.06
投资活动现金流	-700.05	-211.96	-251.96	-291.96
融资活动现金流	656.42	-78.41	-299.06	-272.46
现金流量净额	252.72	336.05	222.97	277.65

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	600.35	936.40	1159.37	1437.02
应收和预付款项	145.84	251.26	240.35	368.92
存货	1162.86	1330.13	1658.42	1986.73
其他流动资产	622.90	622.90	622.90	622.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1561.99	1555.64	1569.30	1598.95
无形资产和开发支出	104.28	109.74	113.19	114.65
商誉	1.06	1.06	1.06	1.06
其他非流动资产	139.66	133.03	122.39	122.39
资产总计	4337.89	4939.10	5485.93	6251.57
短期借款	434.18	432.85	212.97	21.17
应付和预收款项	1499.45	1840.39	2272.24	2802.21
长期借款	354.13	354.13	354.13	354.13
其他负债	2.15	2.15	2.15	2.15
负债合计	2289.91	2629.52	2841.49	3179.66
股本	216.04	216.04	216.04	216.04
资本公积	595.13	595.13	595.13	595.13
留存收益	1236.81	1498.42	1833.27	2260.74
归母股东权益	2047.98	2309.58	2644.43	3071.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2047.98	2309.58	2644.43	3071.91
负债和股东权益	4337.89	4939.10	5485.93	6251.57

资料来源：Wind、长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现 20%以上；

增持：相对强于市场表现 10%～20%；

中性：相对市场表现在－10%～＋10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现 10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。