

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 安井食品（603345.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2019.08.07

#### 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 行业分析师

执业编号：S1500519090001

联系电话：+86 21 61678587

邮箱：biqiaochu@cindasc.com

#### 相关研究

《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

《20190423 安井食品（603345）业绩符合预期，梳理产品定位，菜肴制品板块冉冉升起》2019.04.23

《20190426 安井食品（603345）开源节流：菜肴制品表现亮眼，费用改善抵御非洲猪瘟负面影响》2019.04.26

《20190807 安井食品（603345）“销地产”模式扩张，抓住弱势市场的增长机遇》2019.08.07

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

## 费用率改善显著，现金流大幅增长

2019年10月23日

**事件：**安井食品2019年10月22日发布三季报。2019前三季度，公司营业收入34.93亿元，同比增长18.80%；归母净利润2.38亿元，同比增长21.25%；扣非归母净利润为2.13亿元，同比增长22.12%；摊薄每股收益1.04元。3Q2019单季，公司营业收入11.58亿元，同比增长16.59%；归母净利润0.73亿元，同比增长34.95%；扣非归母净利润0.64亿元，同比增长25.56%。前三季度和3Q2019单季度，公司毛利率分别为24.95%和23.90%；净利率为6.82%和6.31%。

#### 点评：

➤ **单季度环比收入增速放缓，预收款大幅增加四季度仍有较大潜力。**截止3Q2019，公司的产品类型按销售规模排序分别为面米制品、肉制品、鱼糜制品、菜肴制品及其他，对应收入9.63/8.60/13.03/3.60/0.07亿元，同比变动幅度为+23.33%/+4.26%/+22.67%/+33.45%/+163.4%。其中除面米制品外，鱼糜制品、肉制品和菜肴制品单季度收入环比均出现下降，主要系二季度部分渠道提前打款、增值税影响减弱和原材料价格上涨后提价对销量造成一定影响所致。公司新培育的菜肴制品板块在2019年前三季度实现营业收入35,990.45万元，同比增长33.45%，主要系蛋饺、千页豆腐系列产品收入增长所致，依旧有较强的增长潜力。分渠道来看，经销商/商超/特通/电商前三季度增速分别为19.97%/7.15%/13.03%/1360%，单季度来看，商超和特通渠道2Q同比下降情况扭转，大型B端提前释放需求影响已基本消除，3Q增速回归正常。电商前三季度销售额达到1,885.68万元，同比增长1,360.41%，主要系京东自营销售渠道收入增长所致。特别注意的是，公司预收账款7.58亿元，同比增长63.2%，远远高于收入18.80%的增长，将会对四季度收入有较大贡献。

➤ **“销地产”模式扩张，抓住弱势市场的增长机遇。**分地区来看，公司按销售规模排序的区域市场依次为华东、华北、东北、华中、华南、西南和西北，对应收入18.78/4.06/3.21/3.11/2.78/2.09/0.90亿元，同比增长12.07%/39.41%/20.4%/26.83%/26.45%/25.6%/19.69%。公司作为火锅料领域市场份额最大的全国性品牌，除大本营华东地区外，在其他区域销售规模仍较小，市场空间广阔。为了复制华东地区的成功模式，公司正以“销地产”、“产地研”、“产地销”的工厂基地建设模式向全国布点，以工厂带动销售，从而抓住弱势市场的增长机遇。3Q2019，随着公司辽宁工厂的产能提升，其覆盖半径内的华北地区增速显著。自2017年1月上市以来，公司已陆续募资投向泰州安井16万吨、无锡民生4.5万吨、四川安井15万吨和无锡民生新增7万吨的工厂基地建设，践行“销地产”的发展理念。2019年8月6日，公司披露半年报同期也同步披露了二期可转债的募资计划，拟发行总额不超过9亿元可转债，投向湖北安井15万吨、河南安井10万吨和辽宁安井二期4万吨速冻食品项目。公司预期通过上述三大项目，将速冻火锅料制品、速冻面

米制品、速冻菜肴制品全品类生产辐射华中、华北、东北等区域，从而达到进一步提高市场占有率、降低运输成本的目的。

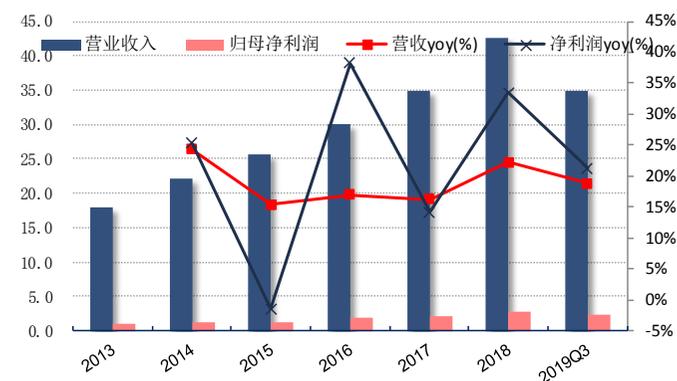
- **费用率改善显著，削弱成本上升带来影响。**由于成本上涨毛利率大幅下降，降低费用率改善盈利水平。3Q19 公司整体毛利率为 24.95%，同比下降 1.35 个百分点，主要系非洲猪瘟和原材料上涨影响。其中 1Q/2Q/3Q 单季毛利率分别为 26.36%/24.70%/23.90%，分别下降了 0.59/1.63/1.73 个百分点，出现逐季度下滑趋势。由于成本压力，期间费用率继续维持下降趋势，由上年同期的 17.73%下降至 14.88%，同比下降了 2.85 个百分点。其中占比最大的销售费用率为 11.98%，下降了 1.04 个百分点；占比其次的管理费用率为 2.74%，下降 0.03 个百分点；财务费用率录得 0.16%，下降 0.16 个百分点；研发费用率为 1.42%，下降 0.25 个百分点。上半年实现归母净利润 2.38 亿元，同比增长 21.25%；扣非净利润 2.13 亿元，同比增长 22.12%。净利率 6.82%，同比上升 0.14 个百分点。
- **存货居高导致营运能力下降，但经营性净现金流改善明显。**公司存货居高不下，达到 12.81 亿元，较上年同期增长 46.07%，增长主要为预防成本继续上涨而囤积的原料。因此，公司 19（LTM）存货周转天数达到 125.86 天，同比增长 21.16 天。净营业周期大幅增加，达到 64.83 天，而上年同期为 39.74 天。应收账款周转天数为 8.06 天，同比下降 1.32 天；应付账款周转天数 69.09 天，同比下降 5.26 天。经营性净现金流为 3.65 亿元，Q3 单季度亦达到 2.76 亿元，前三季度经营性净现金流增加 930%，主要系销售回款增加所致。
- **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 3.46、4.52 和 5.97 亿元。鉴于公司 2019 年 7 月完成了首期可转债赎回事宜，公司股本总数因可转债转股由 21,604 万股增加至 23,006.6649 万股；二期可转债尚未实施完成，按照公司当前股本计算，对应摊薄每股收益分别为 1.50、1.97 和 2.60 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	345.81	452.20	597.16
增长率 YoY%	14.11%	33.50%	27.96%	30.77%	32.06%
毛利率%	26.27%	26.51%	26.84%	26.88%	26.92%
净资产收益率 ROE%	15.01%	14.45%	14.25%	14.92%	16.79%
EPS(摊薄)(元)	0.88	1.17	1.50	1.97	2.60
市盈率 P/E(倍)	66	49	39	29	22
市净率 P/B(倍)	7.87	6.51	4.75	4.09	3.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

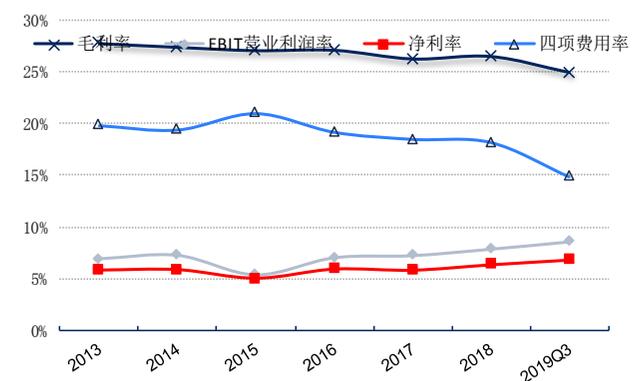
注：股价为2019年10月22日收盘价

图 1 公司 2013-3Q2019 营业收入和归母净利润及增速(亿元,%)

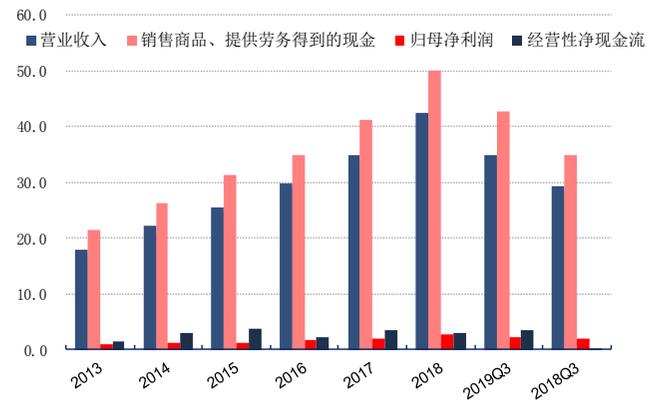


资料来源：万得，信达证券研发中心

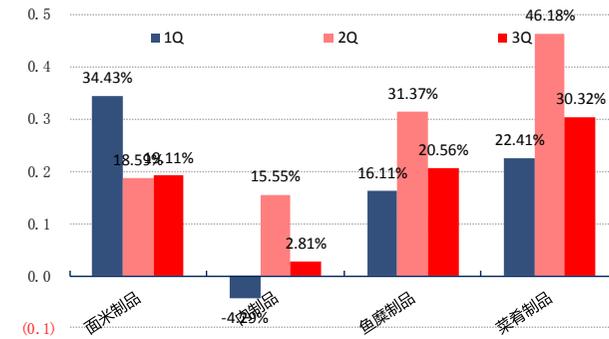
图 2 毛利率、净利率率、营业利润率和四项费用率情况 (%)



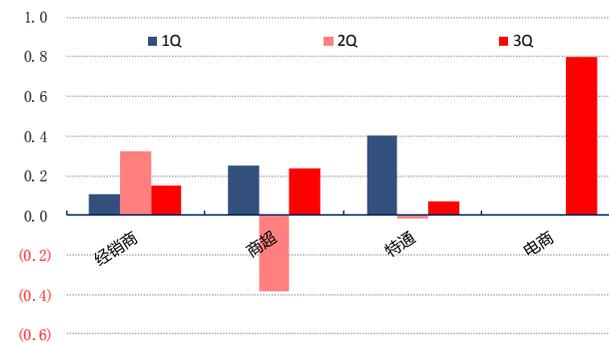
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 3 公司经营性净现金流良好 (亿元)**


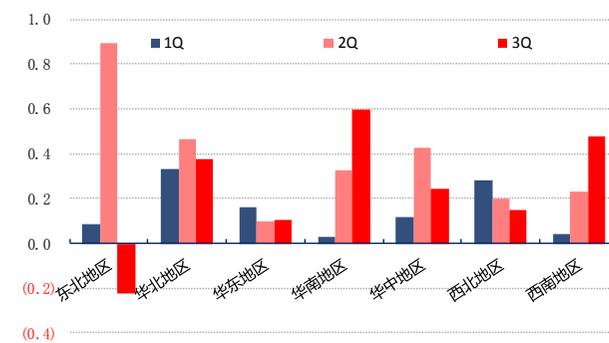
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 4 公司 1-3Q 分品类收入增速 (%)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 5 公司 1-3Q 分渠道收入增速 (%)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 6 公司 1-3Q 分地区收入增速 (%)**


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
<b>流动资产</b>	1,870.17	2,724.04	3,448.26	4,308.15	5,503.86
货币资金	519.75	792.43	1,110.77	1,444.48	1,932.98
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
<b>非流动资产</b>	1,380.79	1,839.22	1,989.94	2,185.91	2,398.76
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	1,453.81	1,604.27	1,798.11
无形资产	88.09	103.22	112.22	118.69	128.13
其他	142.97	352.40	423.92	462.94	472.52
<b>资产总计</b>	3,250.96	4,563.26	5,438.20	6,494.06	7,902.62
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	62.58	462.54	113.35	113.35	113.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	62.58	462.54	113.35	113.35	113.35
<b>负债合计</b>	1,557.50	2,515.28	2,633.24	3,236.90	4,048.30
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	2,804.97	3,257.16	3,854.32
<b>负债和股东权益</b>	3,250.96	4,563.26	5,438.20	6,494.06	7,902.62

**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	345.81	452.20	597.16
同比(%)	14.11%	33.50%	27.96%	30.77%	32.06%
毛利率(%)	26.27%	26.51%	26.84%	26.88%	26.92%
ROE%	15.01%	14.45%	14.25%	14.92%	16.79%
EPS(摊薄)(元)	0.88	1.17	1.50	1.97	2.60
P/E	66	49	39	29	22
P/B	7.87	6.51	4.75	4.09	3.46
EV/EBITDA	34.53	27.21	22.07	17.63	13.87

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	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	20.04	17.34
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	0.00	0.00	0.00
其他	11.00	9.54	12.97	13.26	13.12
<b>营业利润</b>	251.92	335.33	446.45	588.31	782.07
营业外收支	11.47	11.85	14.63	14.62	14.14
<b>利润总额</b>	263.39	347.17	461.08	602.93	796.21
所得税	60.96	76.92	115.27	150.73	199.05
<b>净利润</b>	202.43	270.26	345.81	452.20	597.16
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>	202.43	270.26	345.81	452.20	597.16
EBITDA	367.57	489.22	624.22	781.17	993.21
EPS(当年)(元)	0.94	1.25	1.50	1.97	2.60

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	354.75	295.85	570.40	707.31	897.26
净利润	202.43	270.26	345.81	452.20	597.16
折旧摊销	96.29	121.87	139.17	152.31	172.04
财务费用	7.89	20.18	23.97	25.93	24.95
投资损失	-6.85	-14.32	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	58.77	-128.58	56.37	69.84	93.03
其它	-3.79	26.45	5.08	7.03	10.08
<b>投资活动现金流</b>	-680.62	-700.05	-290.08	-347.67	-383.81
资本支出	-297.48	-455.33	-290.08	-347.67	-383.81
长期投资	1,346.85	1,894.08	0.00	0.00	0.00
其他	-1,730.00	-2,138.80	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	480.10	656.42	38.02	-25.93	-24.95
吸收投资	600.59	0.00	492.41	0.00	0.00
借款	-1.99	264.18	-349.19	0.00	0.00
支付利息或股息	62.83	75.08	105.20	25.93	24.95
<b>现金流净增加额</b>	154.23	252.12	318.34	333.71	488.50

## 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，食品饮料行业分析师。**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。	<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。