

公司研究/更新报告

2019年10月10日

食品饮料/食品制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 50.72
合理价格区间(元): 56.00~58.80

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

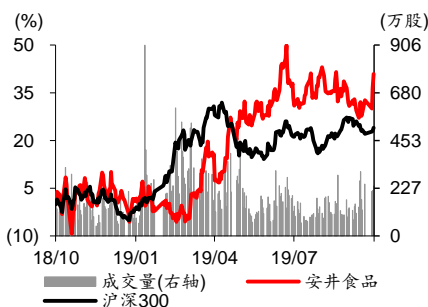
李晴 执业证书编号: S0570518110003
研究员 021-28972093
liqing3@htsc.com

张晋溢 执业证书编号: S0570519030001
研究员 010-56793951
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《安井食品(603345,买入): 顶住事件和成本压力, 符合预期》2019.08
- 2《安井食品(603345,买入): 受益于餐饮需求增长和渠道壁垒》2019.06
- 3《安井食品(603345,买入): 事件扰动已过, 增长仍然强劲》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

受益速冻食品餐饮渠道增长加速

安井食品(603345)

安井食品将持续受益于饮速冻食品的需求增加和自身构建的渠道壁垒

我们认为, 速冻食品餐饮渠道增长加速, 行业景气度持续提升, 有望带动公司收入端持续高增长, 成本端面临一定压力, 但原材料锁价能力逐步增强, 提前增加库存有效缓解成本压力。看好公司在餐饮渠道中的领先地位和庞大的经销商网络使得其受益集中度提升/对下游客户议价能力增强, 收入规模扩大的同时还具有盈利能力提升潜力。小幅调整盈利预测, 预计19~21年EPS 1.40/1.73/2.15元, 维持“买入”评级。

计划发行可转债获证监会受理, 助力公司产能扩张

10.9日公告, 公司计划公开发发行不超过9亿元的可转债, 期限为自发行日起6年。募资拟用于湖北安井年产15万吨速冻食品生产建设项目(拟募投5.36亿元)、河南安井年产10万吨速冻食品生产建设项目(拟募投1.78亿元)和辽宁安井年产4万吨速冻调制食品项目(拟募投1.86亿元)。公司18年产能利用率116%, 公司机器设备基本处于超负荷运作, 若募投项目落地将有效提升公司产能。

充分受益速冻食品餐饮渠道增长加速

公司强化打造餐饮概念, 餐饮比重逐渐增加, 实行“餐饮+流通为主、商超为辅”渠道策略, 安井深耕于速冻食品的餐饮渠道市场, 根据19半年报, 截止19Q2末, 在全国拥有662家经销商, 是国内餐饮市场最大的速冻食品供应商之一。相较于费用高、账期长的商超渠道, 餐饮渠道费用低, 效益可控, 并且渠道开拓成功后不轻易更换供应商、维护成本更低。同时我们认为, 在火锅餐饮行业需求拉动下, 速冻火锅料制品市场有望快速发展。根据渠道调研, 公司19Q3餐饮渠道收入增速较19Q2已经呈现提速态势。

成本压力虽存, 但安井熨平能力突出, 行业集中度有望加速提升

我们认为伴随着原材料成本和物流成本等的刚性上涨, 行业内小厂商将面临成本压力或者产品力下降(调整产品成分)风险, 而品牌速冻食品供应商将逐步抢夺区域性中小型和作坊型速冻食品企业的市场份额, 安井在餐饮市场的具有领先地位的品牌影响力以及庞大的经销商网络将使得公司在行业整合趋势中受益。安井对上游的议价能力、原材料锁价能力(截至19H2末库存-原材料价值5.1亿, 较18年末增长18%)均在增强, 同时公司注重销产地一体化, 部分原材料当地自产, 将有效缓解成本压力。

看好安井食品业绩增长的持续性, 维持“买入”评级

公司将持续受益于饮速冻食品的需求增加和自身构建的渠道壁垒, 看好决策能力+新品研发+渠道拓展带动其业绩增长的持续性。小幅下调盈利预测, 预计19~21年营收53.2/63.2/74.3亿, 同比增速24.9%/18.7%/17.6%; EPS为1.40/1.73/2.15元(前次预测为1.40/1.81/2.27元), 同比增速19.4%/23.1%/24.7%。参考可比公司19年平均40倍PE, 我们给予公司19年40~42倍PE估值, 目标价范围56.00~58.80元, 维持“买入”评级。

风险提示: 餐饮市场需求不达预期; 餐饮市场竞争加剧; 食品安全。

公司基本资料

总股本(百万股)	230.07
流通A股(百万股)	136.88
52周内股价区间(元)	32.90-53.97
总市值(百万元)	11,669
总资产(百万元)	4,385
每股净资产(元)	10.93

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484	4,259	5,319	6,316	7,427
+/-%	16.27	22.25	24.88	18.74	17.60
归属母公司净利润(百万元)	202.43	270.26	322.60	397.10	495.06
+/-%	14.11	33.50	19.37	23.10	24.67
EPS(元, 最新摊薄)	0.88	1.17	1.40	1.73	2.15
PE(倍)	57.64	43.18	36.17	29.39	23.57

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速 (%)	21%	19%	17%	25%	19%	18%	3.64%	-0.16%	0.31%
毛利率 (%)	26%	26%	27%	25.8%	25.7%	26.1%	-0.53%	-0.70%	-0.94%
期间费用率 (%)	17.7%	17.1%	17.1%	17.8%	17.5%	17.3%	0.17%	0.43%	0.23%
净利率 (%)	6%	7%	7%	6.1%	6.3%	6.7%	-0.19%	-0.49%	-0.57%
归母净利润 (百万元)	323	416	521	323	397	495	-0.2%	-4.6%	-5.0%
EPS (元)	1.4	1.81	2.27	1.40	1.73	2.15	0.2%	-4.6%	-5.2%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表

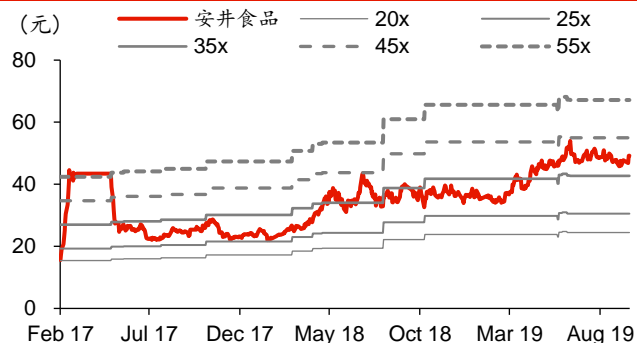
公司简称	股票代码	股价	市值(mn)	市盈率(X)		市净率(X)		EPS 预测	
		2019/10/10	2019/10/10	19E	20E	19E	20E	19E	20E
绝味食品	603517.SH	42.83	24,929	32	27	6.77	5.68	1.34	1.61
三全食品	002216.SZ	10.57	8,475	61	45	3.83	3.54	0.17	0.23
好想你	002582.SZ	8.64	4,456	27	22	1.28	1.23	0.32	0.39
平均值			12,620	40	31	3.96	3.48	0.61	0.75
中间值			8,475	32	27	3.83	3.54	0.32	0.39
安井食品	603345	50.72	11,669	36	29	5.11	4.52	1.40	1.73

注: 可比公司为 Wind 一致预期

资料来源: 华泰证券研究所

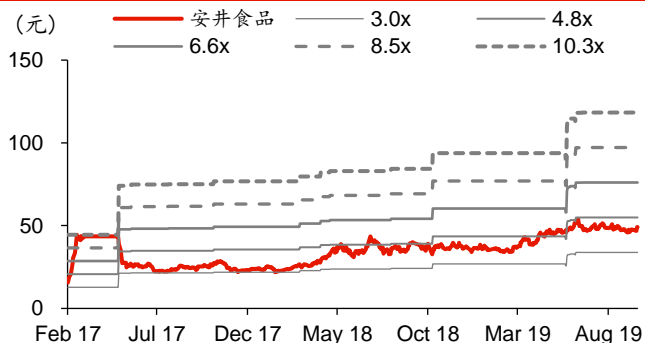
PE/PB - Bands

图表3: 安井食品历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 安井食品历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,870	2,724	2,930	3,157	3,379
现金	519.75	792.43	669.32	593.12	485.07
应收账款	114.72	116.94	146.03	173.41	203.92
其他应收账款	3.30	3.57	4.45	5.29	6.22
预付账款	25.64	25.34	31.85	37.84	44.30
存货	803.87	1,163	1,455	1,725	2,017
其他流动资产	402.90	622.90	622.90	622.90	622.90
非流动资产	1,381	1,839	2,284	2,834	3,503
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,150	1,384	1,262	1,140	1,018
无形资产	88.09	103.22	117.80	131.85	145.40
其他非流动资产	142.97	352.40	904.25	1,563	2,340
资产总计	3,251	4,563	5,213	5,992	6,882
流动负债	1,495	2,053	2,466	2,949	3,469
短期借款	170.00	434.18	434.18	534.18	634.18
应付账款	596.79	778.92	982.53	1,167	1,366
其他流动负债	728.13	839.63	1,049	1,247	1,469
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
其他非流动负债	62.58	462.54	462.54	462.54	462.54
负债合计	1,557	2,515	2,928	3,411	3,932
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.04	216.04	230.07	230.07	230.07
资本公积	595.13	595.13	595.13	595.13	595.13
留存公积	882.30	1,092	1,460	1,755	2,125
归属母公司股东权益	1,693	2,048	2,285	2,581	2,950
负债和股东权益	3,251	4,563	5,213	5,992	6,882

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	354.75	295.85	552.81	625.75	740.92
净利润	202.43	270.26	322.60	397.10	495.06
折旧摊销	96.29	121.87	133.44	133.96	134.47
财务费用	2.91	16.02	27.11	34.40	0.00
投资损失	(6.85)	(14.32)	(14.32)	(14.32)	(14.32)
营运资金变动	50.65	(115.21)	78.23	73.36	85.55
其他经营现金	9.32	17.24	5.76	1.24	40.16
投资活动现金	(680.62)	(700.05)	(563.55)	(670.29)	(789.29)
资本支出	297.70	455.97	569.43	676.16	795.16
长期投资	390.00	259.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(7.08)	(15.72)	(5.88)	(5.88)	(5.88)
筹资活动现金	480.10	656.42	(112.37)	(31.66)	(59.68)
短期借款	(1.99)	264.18	0.00	100.00	100.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	54.01	0.00	14.03	0.00	0.00
资本公积增加	485.84	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(57.76)	392.25	(126.40)	(131.66)	(159.68)
现金净增加额	154.22	252.22	(123.11)	(76.20)	(108.05)

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,484	4,259	5,319	6,316	7,427
营业成本	2,569	3,130	3,948	4,690	5,490
营业税金及附加	33.27	35.59	41.79	46.47	54.65
营业费用	490.31	572.10	687.86	797.84	930.83
管理费用	151.77	118.95	148.55	176.39	200.01
财务费用	2.91	16.02	27.11	29.88	34.40
资产减值损失	2.84	6.66	8.31	9.87	11.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	14.32	14.32	14.32	14.32
营业利润	251.92	335.33	402.56	498.28	624.12
营业外收入	11.91	15.19	15.19	15.19	15.19
营业外支出	0.45	3.34	3.34	3.34	3.34
利润总额	263.39	347.17	414.41	510.12	635.96
所得税	60.96	76.92	91.81	113.02	140.90
净利润	202.43	270.26	322.60	397.10	495.06
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	322.60	397.10	495.06
EBITDA	330.40	517.01	618.66	732.18	878.89
EPS (元, 基本)	0.88	1.17	1.40	1.73	2.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.27	22.25	24.88	18.74	17.60
营业利润	19.70	33.11	20.05	23.78	25.25
归属母公司净利润	14.11	33.50	19.37	23.10	24.67
获利能力 (%)					
毛利率	26.27	26.51	25.77	25.75	26.08
净利率	5.81	6.35	6.07	6.29	6.67
ROE	15.01	14.45	14.89	16.32	17.90
ROIC	16.70	21.47	21.43	21.55	21.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.91	55.12	56.16	56.93	57.13
净负债比率 (%)	10.91	17.26	14.83	15.66	16.13
流动比率	1.25	1.33	1.19	1.07	0.97
速动比率	0.71	0.76	0.60	0.49	0.39
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.09	1.09	1.13	1.15
应收账款周转率	31.58	36.77	40.45	39.54	39.37
应付账款周转率	4.38	4.55	4.48	4.36	4.33
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.17	1.40	1.73	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.29	2.40	2.72	3.22
每股净资产(最新摊薄)	7.36	8.90	9.93	11.22	12.82
估值比率					
PE (倍)	57.64	43.18	36.17	29.39	23.57
PB (倍)	6.89	5.70	5.11	4.52	3.96
EV_EBITDA (倍)	34.60	22.11	18.48	15.61	13.01

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com