

安记食品 (603696)

证券研究报告

2019年09月19日

五大板块齐推进，营收利润双增长

持续在品类上研发创新，对抗经济下行和行业压力。自2017年以来，公司持续在咖喱产品上发力，成为公司新的增长点。公司自2018年开始通过OEM方式生产大健康食品，以5款益生菌固体饮料为主，使公司产品向多品类扩张。2019年对于调味品行业是充满机遇和挑战的一年，经济下行和调味品行业转型升级压力下，安记食品上半年的营业总收入同比增长居整个调味品行业第一，但由于开拓市场等因素销售毛利还处于行业较低水平。

营收与净利润双增长，电商、海外及特通渠道齐发力。公司2019H1营业收入2.09亿元，同增35.14%；实现归属母公司股东净利润0.28亿元，同增33.16%。营收增长主要是电商、海外、特通渠道客户销售收入增加所致。

五大板块同时推进，力争实现19年经营目标。2019上半年主要推进工作：

- (1) 调味品板块采取渠道拓展与市场渗透“双管齐下”策略。
- (2) 大健康食品板块：自有品牌“TOMODS”大健康食品正式上市。
- (3) 努力开拓海外市场。上半年海外收入525.11万元，同增117.31%。
- (4) 优化内部管理。
- (5) 落实募集资金投资项目：年产10000吨1:1利乐装调味骨汤产品生产项目；年产700吨食用菌提取物及1625吨副产品生产项目。

深耕调味品板块，咖喱有望成为新增长点。安记的主要产品复合调味粉占其收入的60%以上。在新业务上，咖喱产品收入迅速增长，有望成为安记新的增长点。

盈利预测：复杂多变的外部环境和经济下行的压力下，半年报增速符合预期，因此我们保持盈利预测。预计19/20/21年营收4.20,5.89,7.65亿元，增速分别为24%,40%,30%；净利润为0.60,0.89,1.30亿元，增速52%,48%,46%；EPS分别为0.26,0.38元,0.55元/股。基于考虑老业务已经稳定，大单品咖喱放量，潜在还有益生菌的放量机会，未来向好。我们认为公司未来弹性较大，维持买入评级，给予20年31倍PE，目标价11.78元，16%的空间。

风险提示：食品安全风险；开拓海外市场不及预期风险；行业景气度下降

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	253.79	339.01	420.37	588.52	765.08
增长率(%)	(1.92)	33.58	24.00	40.00	30.00
EBITDA(百万元)	(4,628.04)	58.36	77.53	116.01	168.23
净利润(百万元)	41.24	39.48	60.04	89.04	130.05
增长率(%)	1.08	(4.26)	52.06	48.31	46.06
EPS(元/股)	0.18	0.17	0.26	0.38	0.55
市盈率(P/E)	57.95	60.52	39.80	26.84	18.37
市净率(P/B)	3.32	3.70	3.19	2.97	2.69
市销率(P/S)	9.42	7.05	5.68	4.06	3.12
EV/EBITDA	(0.94)	22.39	26.85	17.94	12.30

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	10.16元
目标价格	11.78元

基本数据

A股总股本(百万股)	235.20
流通A股股本(百万股)	235.20
A股总市值(百万元)	2,389.63
流通A股市值(百万元)	2,389.63
每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	4.31
一年内最高/最低(元)	17.80/8.47

作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
郑蔚宇	联系人
zhengweiyu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《安记食品-季报点评:营收增长超预期，布局持续完善+咖喱持续放量静待长期利润增长》 2019-05-06
- 2 《安记食品-首次覆盖报告:咖喱放量价值可期:战略推荐安记食品》 2019-04-02

1. 公司点评

自 2017 年以来,公司持续在咖喱产品上发力,成为公司新的增长点。公司自 2018 年开始通过 OEM 方式生产大健康食品,以 5 款益生菌固体饮料为主,使公司产品向多品类扩张。渠道上以流通渠道为主,电商渠道、商超渠道、餐饮渠道、特通渠道和海外渠道为辅,在特通渠道和部分餐饮渠道采用直销模式,公司直销客户为食品加工企业和餐饮、酒店等,经过多年的渠道建设,销售网络已覆盖了全国 25 个省、自治区和直辖市的经销网络。2019 年对于调味品行业是充满机遇和挑战的一年,经济下行和调味品行业转型升级压力下,安记食品上半年的营业总收入同比增长居整个调味品行业第一,但由于开拓市场等因素销售毛利还处于行业较低水平。

2. 中报回顾

2.1. 事件:

安记食品发布 2019 年半年报。报告期内,公司实现营业收入 2.09 亿元,同比增长 35.14%;实现归属母公司股东净利润 0.28 亿元,同比增长 33.16%,营收和净利润均实现较大增幅。

2.2. 点评:

2.2.1. 营收与净利润双增长, 电商、海外及特通渠道齐发力

公司 H1 实现营业收入 2.09 亿元,同比增长 35.14%;实现归属母公司股东净利润 0.28 亿元,同比增长 33.16%。营业收入增长主要是电商、海外、特通渠道客户销售收入增加所致,2019 年上半年国外及其他地区的营业收入为 0.73 亿元,几乎已经达到去年全年 0.74 亿的水平。公司重点在东南亚地区推广,报告期内海外渠道营业收入为 525.11 万元,同比增长 117.31%。营业成本增长了 45.52%,主要是由于营业收入同比增加及特通渠道产品占比有所提高;销售费用增长了 19.12%,主要是促销活动费用、电商邮寄费及人员工资上涨导致。

2.2.2. 五大板块同时推进, 力争实现 19 年经营目标

为达到公司经营目标,实现通过研发创新和优质制造来降低风险、提升效益的发展主题,2019 上半年,安记食品管理层重点推进了以下工作:

(1) 调味品板块。公司采取渠道拓展与市场渗透“双管齐下”策略,通过线上+线下+物流,使公司销售渠道形成线上线下深度融合的销售网络。目前全国大部份 NKA 已进场,BC 超及农贸也在大力拓展中,同时公司不断加强电商平台渠道建设,提高服务水平和经营效率。上半年,公司受实体零售行业渠道增速放缓的影响,商超渠道营业收入略有下降;电商渠道营业收入却有较大幅度的增长。

(2) 大健康食品板块。2019 年 4 月自有品牌“TOMODS”大健康食品正式上市,主要包括五款功能性益生菌固体饮料、美白功能性固体饮料和鱼胶原蛋白固体饮料。公司重点推动新零售渠道建设,上半年实现营业收入 316.88 万元。

(3) 努力开拓海外市场。公司重点在东南亚地区推广,提升公司品牌和产品知名度。上半年海外渠道营业收入为 525.11 万元,同比增长 117.31%。

(4) 优化内部管理。为了维持企业竞争优势,公司不断优化内部管理,加强风险管控,降低成本。同时进一步强化公司员工培训管理和基层干部队伍建设,全面提高员工综合能力,提高工作效率。

(5) 落实募集资金投资项目。年产 10000 吨 1:1 利乐装调味骨汤产品生产项目。该项目由公司全资子公司上海安记食品有限公司负责实施,公司开始有序落实募投项目建设实施进度,2019 上半年厂房建设已投入 9038.45 万元。年产 700 吨食用菌提取物及 1625 吨副产品生产项目。由公司全资子公司福建省永春味安食品有限公司负责实施,公司开始有序落实募投项目建设实施进度,2019 上半年厂房建设已投入 7570.87 万元。销售渠道拓展。由安记公司负责实施的营销网络建设目前已进店 2344 家,进场费用已投入 1162.62 万元。

2.2.3. 深耕调味品板块, 咖喱有望成为新增长点

安记食品始终专注于调味品的研发、生产和销售。其中,安记的主要产品复合调味粉占其

收入的 60%以上。在新业务上，咖喱产品收入迅速增长，有望成为安记新的增长点。安记不断研发创新，做了风味的差异化，也进一步保证了其产品转化率。以“深耕+开拓”为核心，推进咖喱块产品扩张发展；继续拓展超市渠道的占有率，加深线上业务与线下渠道的资源整合；加快终端配送业务网络下沉；加快零售业务的扩张布局，推进咖喱业务的持续增长更好的推动公司实现其 19 年收入目标。

3. 盈利预测:

复杂多变的外部环境和经济下行的压力下，半年报增速符合预期，因此我们保持盈利预测。预计 19/20/21 年营收 4.20,5.89,7.65 亿元，增速分别为 24%,40%,30%；净利润为 0.60,0.89,1.30 亿元，增速 52%,48%,46%；EPS 分别为 0.26,0.38 元,0.55 元/股。基于考虑老业务已经稳定，大单品咖喱放量，潜在还有益生菌的放量机会，未来向好。我们认为公司未来弹性较大，维持买入评级，给予 20 年 31 倍 PE，目标价 11.78 元，16%的空间。

风险提示: 食品安全风险；开拓海外市场不及预期风险；行业景气度下降

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	282.42	257.98	264.20	258.47	268.08
应收票据及应收账款	9.51	11.60	11.43	22.79	21.90
预付账款	8.15	19.33	25.15	34.15	39.42
存货	37.45	31.36	97.00	68.74	133.54
其他	188.49	115.77	130.70	144.89	132.42
流动资产合计	526.02	436.06	528.47	529.05	595.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	69.99	68.05	121.65	179.80	227.68
在建工程	82.18	90.24	90.15	102.09	91.25
无形资产	40.94	39.84	38.76	37.68	36.59
其他	45.50	61.70	44.07	50.42	52.06
非流动资产合计	238.61	259.84	294.62	369.98	407.59
资产总计	764.63	695.90	823.09	899.04	1,002.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	7.71	10.98	16.32	21.13	25.82
其他	36.51	38.22	57.60	72.08	88.55
流动负债合计	44.22	49.21	73.91	93.21	114.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	44.22	49.21	73.91	93.21	114.37
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	168.00	235.20	235.20	235.20
资本公积	322.75	274.75	274.75	274.75	274.75
留存收益	600.10	475.78	513.98	570.63	653.38
其他	(322.45)	(271.85)	(274.75)	(274.75)	(274.75)
股东权益合计	720.41	646.69	749.18	805.83	888.58
负债和股东权益总	764.63	695.90	823.09	899.04	1,002.95

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	41.24	39.48	60.04	89.04	130.05
折旧摊销	8.08	8.94	7.59	10.99	14.03
财务费用	0.08	0.18	0.00	0.00	0.00
投资损失	(7.22)	(8.00)	(5.46)	(6.89)	(6.78)
营运资金变动	(246.65)	47.29	(43.86)	6.63	(37.17)
其它	123.75	(53.69)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(80.72)	34.20	18.31	99.77	100.13
资本支出	10.97	13.97	60.00	80.00	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(140.37)	34.40	(114.54)	(153.11)	(93.22)
投资活动现金流	(129.40)	48.37	(54.54)	(73.11)	(43.22)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.54	9.72	64.29	0.00	0.00
其他	(17.54)	(125.72)	(21.84)	(32.39)	(47.31)
筹资活动现金流	(15.00)	(116.00)	42.45	(32.39)	(47.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(225.12)	(33.43)	6.22	(5.73)	9.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	253.79	339.01	420.37	588.52	765.08
营业成本	162.22	234.38	276.54	390.07	513.11
营业税金及附加	3.70	4.22	5.19	7.72	9.67
营业费用	29.12	35.42	36.99	48.26	47.97
管理费用	4,701.80	23.37	23.88	25.72	22.80
研发费用	18.74	10.61	13.15	18.41	23.93
财务费用	(6.43)	(7.12)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.28	0.21	0.14	0.21	0.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.22	8.00	5.46	6.89	6.78
其他	(4,710.78)	(17.54)	(10.92)	(13.79)	(13.57)
营业利润	47.92	47.48	69.95	105.02	154.19
营业外收入	0.40	0.29	0.70	0.46	0.49
营业外支出	0.13	0.08	0.10	0.11	0.10
利润总额	48.18	47.69	70.54	105.38	154.58
所得税	6.95	8.20	10.51	16.34	24.53
净利润	41.24	39.48	60.04	89.04	130.05
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	41.24	39.48	60.04	89.04	130.05
每股收益(元)	0.18	0.17	0.26	0.38	0.55

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	-1.92%	33.58%	24.00%	40.00%	30.00%
营业利润	5.07%	-0.91%	47.32%	50.15%	46.82%
归属于母公司净利润	1.08%	-4.26%	52.06%	48.31%	46.06%
获利能力					
毛利率	36.08%	30.86%	34.22%	33.72%	32.93%
净利率	16.25%	11.65%	14.28%	15.13%	17.00%
ROE	5.72%	6.11%	8.01%	11.05%	14.64%
ROIC	11.91%	8.51%	18.20%	20.13%	26.10%
偿债能力					
资产负债率	5.78%	7.07%	8.98%	10.37%	11.40%
净负债率	-39.20%	-39.89%	-35.27%	-32.08%	-30.17%
流动比率	11.89	8.86	7.15	5.68	5.21
速动比率	11.05	8.22	5.84	4.94	4.04
营运能力					
应收账款周转率	34.88	32.10	36.50	34.40	34.24
存货周转率	6.05	9.85	6.55	7.10	7.56
总资产周转率	0.34	0.46	0.55	0.68	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.18	0.17	0.26	0.38	0.55
每股经营现金流	-0.34	0.15	0.08	0.42	0.43
每股净资产	3.06	2.75	3.19	3.43	3.78
估值比率					
市盈率	57.95	60.52	39.80	26.84	18.37
市净率	3.32	3.70	3.19	2.97	2.69
EV/EBITDA	-0.94	22.39	26.85	17.94	12.30
EV/EBIT	-0.94	26.44	29.76	19.81	13.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com