

安井食品 (603345) \ 食品饮料

——短期因素影响肉制品，费用管控利好净利

事件：

公司发布2019一季报：一季度实现营业收入为10.96亿元，同比增长14.61%；实现归母净利润6487.49万元，同比增长19.6%，实现扣非后的归母净利润5971.05万元，同比增长23.42%。

投资要点：

➤ 米面制品增速亮眼，短期因素影响猪肉制品。

公司2019Q1收入增速为14.61%，较去年同期18.93%的增速有所下滑。分产品来看，鱼糜制品营收4.11亿元(+16.11%)，面米制品在产能快速扩张的前提下实现收入3.02亿元(+34.43%)，菜肴制品收入为9078.55万元(+22.41%)，肉制品收入为2.9亿元(-4.29%)，增速大幅下滑主要因为公司因非洲猪瘟事件对各基地肉制品生产线进行消毒，影响春节前销量，同时在短期内公司暂停猪肉制品。分区域来看，各区域呈现稳健增长态势，其中华北/西北分别为33.26%和28.27%，华东核心市场在高基数的前提下依旧保持15.91%的增速。分渠道来看，经销商/商超/特通/电商增速分别为10.87%/25.05%/40.02%以及65043.84%，电商因为在起步初期，低基数带来较大增幅。

➤ 原料成本上涨拉低毛利，费用管控增强利好净利

2019Q1公司毛利率为26.36%，同比下降0.59%，主要因为原材料的上涨。其中主要包括非洲猪瘟事件后，公司用进口猪肉代替，并且针对成本上涨，公司调整产品结构，用鸡鸭肉代替猪肉，同时在四季度进行提价减少成本端压力。费用方面，公司的期间费用率为18.45%，同比-0.85%，其中销售费用率14.04%，同比-0.84%；管理费用率3.99%，同比-0.38%；财务费用率因可转债利息费用支出增加，同比+0.37%。受益于整体费用率的降低，公司一季度净利率同比增长0.25%至5.92%。

➤ 盈利预测与投资建议。

后期在产能稳步推进的前提下，我们预计2019-2021年收入分别为

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484.01	4,259.09	5,170.11	6,280.65	7,477.11
增长率(%)	16.27%	22.25%	21.39%	21.48%	19.05%
EBITDA(百万元)	362.12	484.46	641.47	750.41	862.46
净利润(百万元)	202.43	270.26	320.89	385.58	472.46
增长率(%)	14.11%	33.50%	18.74%	20.16%	22.53%
EPS(元/股)	0.94	1.25	1.49	1.78	2.19
市盈率(P/E)	49.25	36.89	31.07	25.86	21.10
市净率(P/B)	5.89	4.87	4.21	3.62	3.09
EV/EBITDA	28.00	22.04	21.96	19.60	17.34

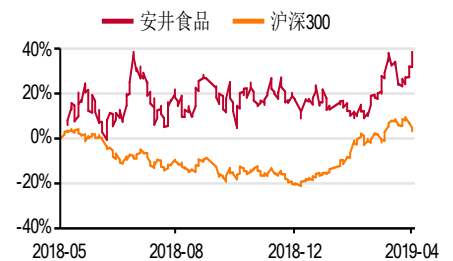
数据来源：公司公告，国联证券研究所

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：46.15元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	216/123
流通A股市值(百万元)	5,670
每股净资产(元)	9.22
资产负债率(%)	53.78
一年内最高/最低(元)	48.18/29.44

一年内股价相对走势



钱建 分析师

执业证书编号：S0590515040001

电话：0510-85613752

邮箱：qj@glsc.com.cn

相关报告

- 《安井食品(603345)\食品饮料行业》
《餐饮渠道发力，产能扩张持续》
- 《安井食品(603345)\食品饮料行业》
《规模优势下成本与费用下降，盈利能力提升》
- 《安井食品(603345)\食品饮料行业》
《预收账款增速亮眼，渠道调控提高净利率水平》

51.7/62.81/74.77亿元，同比+21.39%/21.48%/19.05%；归母净利分别为3.21/3.86/4.72亿元，同比+18.74%/20.16%/22.53%，EPS为1.49/1.78/2.19，对应PE为31/26/21倍。继续维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

新品投放及产能释放不及预期，食品安全问题。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	376.43	600.35	4,653.1	5,652.5	6,729.40	营业收入	3,484.0	4,259.0	5,170.1	6,280.6	7,477.1
应收账款+票据	118.02	120.50	171.00	183.12	238.45	营业成本	2,568.8	3,129.9	3,817.0	4,610.0	5,465.7
预付账款	25.64	25.34	49.00	40.78	65.67	营业税金及附加	33.27	35.59	45.51	55.28	65.81
存货	803.87	1,162.8	1,381.8	1,691.4	1,952.38	营业费用	490.31	572.10	656.60	829.05	1,009.4
其他	402.90	622.90	622.90	622.90	622.90	管理费用	151.77	118.95	206.32	250.64	298.39
流动资产合计	1,726.8	2,531.9	6,877.8	8,190.8	9,608.80	财务费用	2.91	16.02	27.73	32.58	18.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.84	6.66	3.64	3.64	3.64
固定资产	1,149.7	1,383.6	1,198.1	1,173.1	1,059.84	公允价值变动收益	11.00	9.54	0.00	0.00	0.00
在建工程	86.75	178.39	278.39	200.00	200.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	88.09	103.22	100.71	98.20	95.69	其他	0.00	-68.38	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	37.05	140.72	138.60	136.47	134.34	营业利润	245.07	321.01	413.22	499.46	615.30
非流动资产合计	1,361.6	1,805.9	1,715.8	1,607.8	1,489.88	营业外净收益	18.32	26.16	14.64	14.64	14.64
资产总计	3,088.4	4,337.8	8,593.6	9,798.7	11,098.6	利润总额	263.39	347.17	427.86	514.11	629.95
短期借款	170.00	434.18	3,842.2	4,465.9	4,709.93	所得税	60.96	76.92	106.96	128.53	157.49
应付账款+票据	751.51	952.06	1,274.5	1,414.5	1,773.79	净利润	202.43	270.26	320.89	385.58	472.46
其他	471.36	547.39	751.63	807.41	1,031.76	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,392.8	1,933.6	5,868.5	6,687.9	7,515.49	归属于母公司净利润	202.43	270.26	320.89	385.58	472.46
长期带息负债	0.00	354.13	354.13	354.13	354.13	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	2.15	2.15	2.15	2.15	2.15	成长能力					
非流动负债合计	2.15	356.28	356.28	356.28	356.28	营业收入	16.27%	22.25%	21.39%	21.48%	19.05%
负债合计	1,395.0	2,289.9	6,224.7	7,044.2	7,871.77	EBIT	12.37%	36.40%	25.48%	20.02%	18.69%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	12.62%	33.78%	32.41%	16.98%	14.93%
股本	216.04	216.04	216.04	216.04	216.04	归属于母公司净利润	38.23%	33.50%	18.74%	20.16%	22.53%
资本公积	595.13	595.13	595.13	595.13	595.13	获利能力					
留存收益	882.30	1,236.8	1,557.7	1,943.2	2,415.75	毛利率	26.27%	26.51%	26.17%	26.60%	26.90%
股东权益合计	1,693.4	2,047.9	2,368.8	2,754.4	3,226.92	净利率	5.81%	6.35%	6.21%	6.14%	6.32%
负债和股东权益总	3,088.4	4,337.8	8,593.6	9,798.7	11,098.6	ROE	11.95%	13.20%	13.55%	14.00%	14.64%
现金流量表						ROIC	15.70%	14.13%	11.98%	6.15%	6.34%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	197.08	262.36	309.91	374.60	461.48	资产负债	45.17%	52.79%	72.43%	71.89%	70.93%
折旧摊销	96.29	121.87	186.48	204.32	214.32	流动比率	1.24	1.31	1.17	1.22	1.28
财务费用	7.89	20.18	27.13	31.98	18.19	速动比率	0.37	0.39	0.83	0.88	0.94
存货减少	-66.49	-364.76	-219.00	-309.60	-260.91	营运能力					
营运资金变动	125.27	236.17	452.61	191.88	503.34	应收账款周转率	30.37	36.42	31.47	35.42	32.60
其它	-4.81	20.63	3.64	3.64	3.64	存货周转率	3.20	2.69	2.76	2.73	2.80
经营活动现金流	355.22	296.45	760.78	496.81	940.05	总资产周转率	1.13	0.98	0.60	0.64	0.67
资本支出	297.70	455.97	100.00	100.00	100.00	每股指标(元)					
长期投资	1,730.0	2,138.8	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.94	1.25	1.49	1.78	2.19
其他	1,347.0	1,894.7	10.98	10.98	10.98	每股经营现金流	1.64	1.37	3.52	2.30	4.35
投资活动现金流	-680.62	-700.05	-89.02	-89.02	-89.02	每股净资产	7.84	9.48	10.96	12.75	14.94
债权融资	-1.99	764.18	3,408.1	623.67	243.97	估值比率					
股权融资	600.59	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	49.25	36.89	31.07	25.86	21.10
其他	-118.50	-107.76	-27.13	-31.98	-18.19	市净率	5.89	4.87	4.21	3.62	3.09
筹资活动现金流	480.10	656.42	3,380.9	591.69	225.78	EV/EBITDA	28.00	22.04	21.96	19.60	17.34
现金净增加额	154.70	252.72	600.35	4,653.1	5,652.58	EV/EBIT	38.15	29.45	30.96	26.94	23.07

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810