

## 股权激励终案落地，放眼长量守望价值

买入|维持

——安井食品(603345)事件点评

### 事件：

安井发布限制性股票激励计划终稿，拟向公司核心高管及骨干人员共计 231 人授予 632 万股，首次授予价格仍为 26.97 元。

#### ● 激励计划内容大体不变，重点关注摊销费用大幅上涨

本次授予计划涉及激励对象共计 231 人(与草案比少 2 人)，激励对象广泛，除 3 位核心高管外重点向中层骨干员工倾斜，拟派发 548 万股，占本次授予股票总数的 82.78%。业绩考核目标换算为 19-21 年营业收入分别不低于 50.3/57.5/63 亿元，同比增长分别为 18%/14%/10%，整体复合增速 14%，目标设置稳健公司完成把握较大。若自公告日起 3 年内均达标每期可分别解除限售比例 40%/30%/30%。以上内容相比草案大体不变，除此之外唯一的大变化在于因为期间公司股价大涨且摊销估计方式变更，激励费用从 0.9 亿大幅上涨至 1.8 亿。

#### ● 理性看待摊销费用压力，放眼长量重视激励长远影响

本次激励拟分四期进行摊销，19-22 年分别摊销 1630、11224、4326 和 1630 万元，其中 20 年面临较大摊销压力，对当期利润影响大概在 20+pct。我们认为，一方面最终会计成本还与实际生效和失效的权益数量有关，其中个人考核结果、员工离职情况等均会拉低实际费用。另一方面，股权激励深度捆绑管理层利益，可以进一步强化公司优势，提高经营效率降低代理成本，在速冻食品行业面临餐饮崛起和行业整合大机遇下，将有力激发公司内在活力并极大推动公司未来发展。守望长远现金流，淡化短期损益得失。

#### ● 赛道优良壁垒坚深成本可控，坚定看好公司长期成长

公司精耕速冻食品广阔赛道，受益于城市化推进需求持续喷发，兼具餐饮供应链崛起和行业整合双重催化，未来行业空间可看翻倍。公司作为行业龙头依托在规模/市场/时间/资金/产品/渠道上的先发优势，结合规模效应/高效经营塑造的成本优势，发力餐饮渠道并完善全国化布局稳步释放产能，预计至 24 年可在今年基础上翻倍。另外成本冲击为公司带来行业整合机会。

#### ● 投资建议与盈利预测

长期看成长路径清晰。短期看通胀背景下优选具备成本控制力的龙头公司，安井规模效应大上游议价足，且年内已两次提价(后期仍有可能)，具备成本转嫁能力，稳健性高。我们预计公司 19-21 年 EPS 为 1.35/1.55/2.11 元，分别小幅下调 0.05/0.16/0.05 元，考虑到成长高确定性，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

食品安全问题、产能投放不及预期、成本价格大幅波动、市场竞争加剧

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3484.01	4259.09	5071.49	6129.37	7378.57
收入同比 (%)	16.27	22.25	19.07	20.86	20.38
归母净利润(百万元)	202.43	270.26	318.96	366.30	500.15
归母净利润同比 (%)	14.11	33.50	18.02	14.84	36.54
ROE (%)	11.95	13.20	11.18	11.67	14.08
每股收益 (元)	0.86	1.14	1.35	1.55	2.11
市盈率(P/E)	67.77	50.76	43.01	37.45	27.43

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：59.70 元/68 元

目标期限：12 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元)：61.02 / 34.25

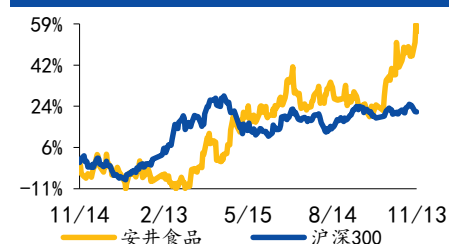
A 股流通股 (百万股)：136.88

A 股总股本 (百万股)：230.07

流通市值 (百万元)：8171.50

总市值 (百万元)：13734.98

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《国元证券公司研究-安井食品(603345)首次覆盖报告-先发优势已成型，成本领先铸壁垒》2019.11.12

### 报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 彭俊霖

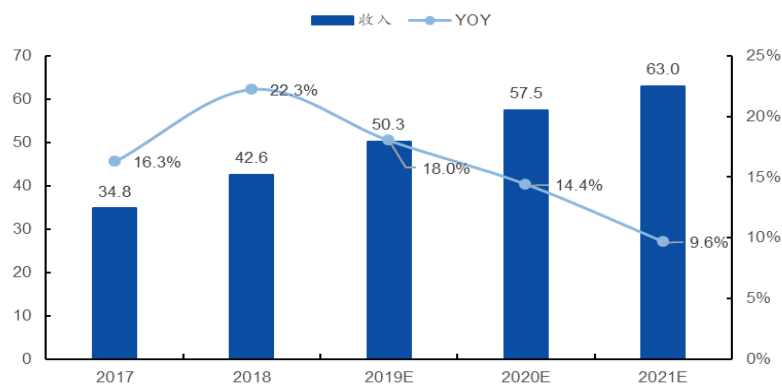
电话 021-51097188

邮箱 pengjunlin@gyzq.com.cn

**表 1：股权激励解除限售综合公司与个人层面进行考核**

首次授予部分解除限售期	公司层面考核		个人层面	
	业绩考核目标	解除限售比例	上一年度考核结果	解除限售比例
第一个解除限售期	2019 年营业收入值不低于 50.26 亿元	40%	优秀	100%
第二个解除限售期	2019-2020 年两年累计营业收入值不低于 107.75 亿元	30%	良好	90%
第三个解除限售期	2019-2021 年三年累计营业收入值不低于 170.785 亿元	30%	合格	80%
			不合格	0%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心。注：激励对象个人当年实际解除限售额度=个人层面解除限售比例(N)×个人当年计划解除限售额度

**图 1：股权激励决议考核对应的收入**


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**表 2：授予对象情况及变动**

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额比例
1	张清苗	董事、总经理	54	8.17%	0.23%
2	梁晨	董事会秘书	15	2.27%	0.07%
3	唐奕	财务总监	15	2.27%	0.07%
	中层管理/生产/技术/营销骨干 228 人 (-2人)		548	82.78%	2.38%
	<b>合计 (少预留 30 万股)</b>		632	95.47%	2.75%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

**表 3：各期股权激励费用计提变化 (单位：万元)**

	首次授予的限制性股票数量 (万股)	需摊销的总费用	2019	2020	2021	2022
最终决议	632	<b>18,812.79</b>	1,630.44	11,224.97	4,326.94	1,630.44
草案	633	9,029.09	536.49	6,066.35	1,865.99	560.26

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

\*国元持仓披露：

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1870.17	2724.04	2927.22	3426.43	4207.34
现金	519.75	792.43	875.15	923.40	1153.92
应收账款	114.72	116.94	160.72	187.91	220.97
其他应收款	3.30	3.57	4.92	5.66	6.73
预付账款	25.64	25.34	34.38	39.07	47.84
存货	803.87	1162.86	1297.06	1560.40	1912.87
其他流动资产	402.90	622.90	555.00	710.00	865.00
<b>非流动资产</b>	1380.79	1839.22	2090.94	2268.44	2402.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1149.73	1383.60	1577.12	1738.27	1871.81
无形资产	88.09	103.22	160.08	176.76	193.52
其他非流动资产	142.97	352.40	353.74	353.42	337.47
<b>资产总计</b>	3250.96	4563.26	5018.16	5694.88	6610.14
<b>流动负债</b>	1494.92	2052.73	2049.07	2436.97	2938.04
短期借款	170.00	434.18	250.00	350.00	450.00
应付账款	751.51	778.92	1029.63	1184.73	1441.71
其他流动负债	573.40	839.63	769.44	902.24	1046.33
<b>非流动负债</b>	62.58	462.54	115.84	118.16	120.83
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	115.84	118.16	120.83
<b>负债合计</b>	1557.50	2515.28	2164.91	2555.13	3058.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.04	216.04	236.61	236.61	236.61
资本公积	595.13	595.13	1238.88	1238.88	1238.88
留存收益	882.30	1091.63	1329.36	1599.73	1989.75
归属母公司股东权益	1693.47	2047.98	2853.25	3139.75	3551.27
<b>负债和股东权益</b>	3250.96	4563.26	5018.16	5694.88	6610.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	354.75	295.85	1022.66	487.75	678.71
净利润	202.43	270.26	318.96	366.30	500.15
折旧摊销	96.29	121.87	130.34	155.55	179.71
财务费用	2.91	16.02	5.56	1.51	5.23
投资损失	-6.85	-14.32	-15.00	-18.00	-22.00
营运资金变动	58.77	-128.58	566.09	-10.96	2.49
其他经营现金流	1.19	30.61	16.71	-6.65	13.14
<b>投资活动现金流</b>	-680.62	-700.05	-881.82	-458.28	-454.46
资本支出	297.70	455.97	300.00	300.00	300.00
长期投资	390.00	259.80	32.09	0.00	0.00
其他投资现金流	7.08	15.72	-549.73	-158.28	-154.46
<b>筹资活动现金流</b>	480.10	656.42	-58.12	18.78	6.27
短期借款	-1.99	264.18	-184.18	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	20.57	0.00	0.00
资本公积增加	485.84	0.00	643.75	0.00	0.00
其他筹资现金流	-57.76	392.25	-538.27	-81.22	-93.73
<b>现金净增加额</b>	154.23	252.12	82.72	48.25	230.52

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	3484.01	4259.09	5071.49	6129.37	7378.57
营业成本	2568.85	3129.92	3803.51	4560.43	5435.38
营业税金及附加	33.27	35.59	43.47	53.60	64.97
营业费用	490.31	572.10	623.79	735.52	959.21
管理费用	95.68	118.95	140.48	260.50	217.67
研发费用	56.09	68.38	75.90	84.30	93.50
财务费用	2.91	16.02	5.56	1.51	5.23
资产减值损失	2.84	6.66	6.00	7.00	8.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00
投资净收益	6.85	14.32	15.00	18.00	22.00
<b>营业利润</b>	251.94	335.33	401.76	457.77	629.73
营业外收入	11.89	15.19	12.00	16.00	18.00
营业外支出	0.45	3.34	1.40	1.73	2.16
<b>利润总额</b>	263.39	347.17	412.36	472.05	645.57
所得税	60.96	76.92	93.40	105.75	145.42
<b>净利润</b>	202.43	270.26	318.96	366.30	500.15
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	318.96	366.30	500.15
EBITDA	351.15	473.21	537.66	614.84	814.66
EPS (元)	0.94	1.25	1.35	1.55	2.11

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.27	22.25	19.07	20.86	20.38
营业利润(%)	20.51	33.10	19.81	13.94	37.56
归属母公司净利润(%)	14.11	33.50	18.02	14.84	36.54
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.27	26.51	25.00	25.60	26.34
净利率(%)	5.81	6.35	6.29	5.98	6.78
ROE(%)	11.95	13.20	11.18	11.67	14.08
ROIC(%)	14.08	13.52	18.65	19.13	24.62
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.91	55.12	43.14	44.87	46.28
净负债比率(%)	10.91	17.26	11.55	13.70	14.71
流动比率	1.25	1.33	1.43	1.41	1.43
速动比率	0.71	0.76	0.79	0.76	0.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.22	1.09	1.06	1.14	1.20
应收账款周转率	29.73	34.28	34.03	32.76	33.62
应付账款周转率	3.87	4.09	4.21	4.12	4.14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.14	1.35	1.55	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.50	1.25	4.32	2.06	2.87
每股净资产(最新摊薄)	7.16	8.66	12.06	13.27	15.01
<b>估值比率</b>					
P/E	67.77	50.76	43.01	37.45	27.43
P/B	8.10	6.70	4.81	4.37	3.86
EV/EBITDA	37.64	27.93	24.58	21.50	16.22

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188