

## 旺季提价业绩超预期，经营高效增长稳健

买入|维持

——安井食品 2019 年度业绩快报点评

### 事件：

公司公告 2019 年业绩快报，报告期内公司实现收入 52.7 亿（超 1.9 亿），同比增 23.7%。；归母净利 3.7 亿（超 0.6 亿），同比增 38.1%。其中单四季度实现营收 17.7 亿（超 2 亿），同比增长 34.4%；归母净利 1.4 亿（超 0.45 亿），同比增 83.1%。业绩大超预期（收入/利润增速均在 20%左右）。

### 报告要点：

#### ● 多因素助推加速收入增长，量价齐升规模效应凸显

①收入端：单四季度营收增 34.9%，同比增 8.8pct。量的角度，一方面市场进入四季度传统旺季，且今年在春节提前效应下渠道备货提前。另一方面，公司新品推广顺利，次新品如蛋饺、手撕馒头、发糕等次新品同比增长 50%+，19 年 8 月在广东等地重点推广的 9 款锁鲜装新品预计当年贡献收入 1 亿多，直接贡献四季度约 5 千万+。同时 18 年底开工的四川厂一期投产速度加快。价的角度，公司分别在 19 年 9/10/11 月连续三次提价（3%、6-8%、低于 10 月），合计对单价贡献估计超过 10%以上，构成四季度收入加速的主要原因。②利润端：单四季度净利率 7.6%，同比提升 2.0pct。毛利率角度，受四季度连续提价影响，预计单四季度毛利率提升至近 27%，环比升约 2pct，同比基本持平。费用率角度，销售费用预估除广告宣传费用因旺季正常上升外，其它费用因收入快速增长规模效应显现，费用率预估同比下滑近 2pct，其中物流费用受西南投产就近供给影响开始下将，参照 1H19 年物流费用同比降 0.3pct。管理费因计提 1630 万摊销费，预估同比升 0.2-0.3pct。

#### ● 疫情冲击下危与机并存，积极应对有效趋利避害

①渠道上：疫情刺激了速冻食品消费，一方面公司积极向供不应求的 C 端转移，以缓冲对 B 端影响。另一方面公司部分小 B 渠道为即买即走型，具备一定抗风险力。而餐饮渠道因账款周期较长，中小企业相对脆弱，疫情加速其推出，安井有能力并且正主动地为经销商想办法解决问题。②生产上：工厂已全部开始生产，复工比例在 50-60%区间，预计月底可达到 70-80%。

#### ● 速冻食品行业坡长雪厚，经营高效全年依然乐观

千亿速冻食品行业仍处于较快增长期，品类创新/餐饮崛起/行业整合等趋势不变。具备优异商业模式和优质经营团队的安井将充分享受增长红利。20 年虽面临 1.12 亿摊销压力，但是股权激励将有力激发公司内在活力推动公司长远发展，且费用核算因具体授予方式未知仍存不确定性。一季度我们仍偏乐观。一方面除 2 月外，1/3 月受影响较小；另一方面 Q4 的高毛利率预计延续，且一般节后猪价面临下降压力，必要下公司也可主动控费释放业绩。

#### ● 投资建议与盈利预测

公司受疫情影响较小，且具备成本转嫁能力。成长路径清晰，股权激励激发长远内生动力。考虑超预期我们上调盈利预测，预计 19-21 年净利润 3.74/4.25/5.74 亿，同比增长 38/14/35%，对应当前股价 PE 为 37/33/24 倍。平滑看 20-21 年利润复合增速 23%，考虑较强增长确定性，给予 2020 年 40 倍 PE，对应目标价 74 元。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、疫情影响超预期

当前价/目标价：61.17 元/74 元

目标期限：12 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价（元）：65.4 / 34.26

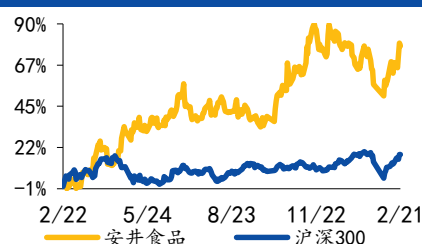
A 股流通股（百万股）：230.07

A 股总股本（百万股）：236.38

流通市值（百万元）：14073.18

总市值（百万元）：14459.16

### 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）事件点评：股权激励终案落地，放眼长量守望价值》2019.11.14

《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

**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	5266.51	6372.39	7667.90
收入同比 (%)	16.27	22.25	23.65	21.00	20.33
归母净利润(百万元)	202.43	270.26	374.94	425.56	574.85
归母净利润同比 (%)	14.11	33.50	38.73	13.50	35.08
ROE (%)	11.95	13.20	13.69	13.87	16.25
每股收益 (元)	0.88	1.18	1.63	1.85	2.50
市盈率(P/E)	69.50	52.05	37.52	33.06	24.47

资料来源：Wind,国元证券研究中心

**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	2835.31	3449.06	4209.92
现金	519.75	792.43	737.31	892.13	1073.51
应收账款	114.72	116.94	166.90	195.36	229.64
其他应收款	3.30	3.57	5.11	5.88	7.00
预付账款	25.64	25.34	35.40	40.20	49.65
存货	803.87	1162.86	1335.59	1605.50	1985.12
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	4926.25	5717.51	6612.71
<b>流动负债</b>	1494.92	2052.73	2071.05	2531.07	2955.20
短期借款	170.00	434.18	335.16	450.75	504.95
应付账款	596.79	778.92	942.28	1148.31	1368.76
其他流动负债	728.13	839.63	793.62	932.01	1081.49
<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	2186.89	2649.23	3076.03
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	216.04	216.04	229.98	229.98	229.98
资本公积	595.13	595.13	1075.64	1075.64	1075.64
留存收益	882.30	1091.63	1385.34	1698.13	2145.03
归属母公司股东权益	1693.47	2047.98	2739.36	3068.28	3536.68
<b>负债和股东权益</b>	3250.96	4563.26	4926.25	5717.51	6612.71

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	958.47	591.52	689.57
净利润	202.43	270.26	374.94	425.56	574.85
折旧摊销	96.29	121.87	130.34	155.55	179.71
财务费用	2.91	16.02	0.53	-0.53	-0.39
投资损失	-6.85	-14.32	-20.00	-20.00	-20.00
营运资金变动	58.77	-128.58	456.42	37.47	-57.88
其他经营现金流	1.19	30.61	16.24	-6.53	13.29
<b>投资活动现金流</b>	-680.62	-700.05	-875.79	-456.28	-456.46
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	-543.70	-156.28	-156.46
<b>筹资活动现金流</b>	480.10	656.42	-137.80	19.58	-51.73
短期借款	-1.99	264.18	-99.02	115.59	54.20
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	54.01	0.00	13.94	0.00	0.00
资本公积增加	485.84	0.00	480.51	0.00	0.00
其他筹资现金流	-57.76	392.25	-533.23	-96.01	-105.93
<b>现金净增加额</b>	154.23	252.12	-55.12	154.82	181.37

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	5266.51	6372.39	7667.90
营业成本	2568.85	3129.92	3916.51	4692.21	5640.67
营业税金及附加	33.27	35.59	44.01	53.26	64.08
营业费用	490.31	572.10	637.25	751.94	920.15
管理费用	95.68	118.95	150.10	267.64	222.37
研发费用	56.09	68.38	83.00	100.00	120.00
财务费用	2.91	16.02	0.53	-0.53	-0.39
资产减值损失	2.84	6.66	2.00	7.00	8.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	2.03	0.00	0.00
投资净收益	6.85	14.32	20.00	20.00	20.00
<b>营业利润</b>	251.94	335.33	468.12	534.14	726.15
营业外收入	11.89	15.19	18.00	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	484.73	548.41	741.99
所得税	60.96	76.92	109.79	122.86	167.14
<b>净利润</b>	202.43	270.26	374.94	425.56	574.85
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	374.94	425.56	574.85
EBITDA	351.15	473.21	598.99	689.16	905.46
EPS (元)	0.94	1.25	1.63	1.85	2.50

**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	23.65	21.00	20.33
营业利润 (%)	20.51	33.10	39.60	14.10	35.95
归属母公司净利润 (%)	14.11	33.50	38.73	13.50	35.08
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	26.27	26.51	25.63	26.37	26.44
净利率 (%)	5.81	6.35	7.12	6.68	7.50
ROE (%)	11.95	13.20	13.69	13.87	16.25
ROIC (%)	14.08	13.52	20.16	21.53	26.54
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.91	55.12	44.39	46.34	46.52
净负债比率 (%)	10.91	17.26	15.33	17.01	16.42
流动比率	1.25	1.33	1.37	1.36	1.42
速动比率	0.71	0.76	0.72	0.73	0.75
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.22	1.09	1.11	1.20	1.24
应收账款周转率	29.73	34.28	34.56	32.78	33.61
应付账款周转率	4.38	4.55	4.55	4.49	4.48
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.18	1.63	1.85	2.50
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.54	1.29	4.17	2.57	3.00
每股净资产 (最新摊薄)	7.36	8.90	11.91	13.34	15.38
<b>估值比率</b>					
P/E	69.50	52.05	37.52	33.06	24.47
P/B	8.31	6.87	5.14	4.59	3.98
EV/EBITDA	40.83	30.30	23.93	20.80	15.83

## 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