

2020年02月24日

安井食品 (603345.SH)

业绩超预期，净利率保持螺旋式上升

■事件：公司披露业绩快报，2019年收入、归母净利分别为52.67亿元、3.73亿元，同比增23.66%、38.14%。其中Q4同比增34.49%、83.12%，收入与利润均超预期。

■提价、新品放量是收入增长以及业绩弹性的重要原因。为了应对成本上涨，根据草根调研，公司于2019年8月底、10月、11月分别提价3次，其中10月提价幅度最大，且涉及品类最广，Q4体现直接。公司对大部分品类提价，除了肉制品，其他鱼糜制品、米面制品的成本增幅远低于价格增幅，因此提价大幅提升了毛利率，带来较高利润率弹性。锁鲜装表现突出。公司于2019年9月推出新品锁鲜装，定位家庭消费的高端产品，并在央视以及各地区电视台推广，终端需求旺盛，另外次新品例如高端面点桂花糕、流沙包，预制菜肴蛋饺等亦动销良好。另外，Q4收入加速也有春节提前、下游积极备货影响。

■预计Q4毛利率上行、销售费用率略有下滑，2020年预判净利率仍有上升。提价+高毛利率的锁鲜装增速快，促进Q4毛利率上行，同时规模效应+公司主动减少促销，销售费用率下滑，综合导致Q4净利率大幅提升。公司自主调节能力极强：历史来看，公司通过成本结构调节、适当的市场价格策略，使得在成本波动中毛利率相对稳定，受益于规模效应，净利率稳中有升。公司作为行业龙头，对上下游较强的议价能力以及对渠道较强控制力，公司净利率从2011年的5.8%提升至2019年的7.1%，2019年成本上涨明显，但公司消化良好，2020年仍将受益于提价效应，且鸡肉价格下滑公司肉制品的成本压力减轻，净利率预计提升。

■疫情影响偏短期，有利于行业龙头提升市场份额。应对疫情，公司通过跨市场、跨区域灵活调配，最大程度减轻疫情对其餐饮渠道的影响，目前各大产地的工厂已经全面开工，积极满足各地零售渠道的旺盛需求，短期公司生产销售受到一定影响，但危机下小品牌加速退出，龙头以更强抗风险能力和市场建设能力在恢复期将实现市占率提升。

■产能布局充分保障后期规模扩张，规模效应构筑高壁垒。无锡民生项目（米面制品产能7万吨）已于2019年年底投产，根据公司公告，河南安井一期（产能6万吨）、湖北安井一期（产能7万吨）预计于2020年逐步贡献产量，测算整体产能增幅达15-20%，根据公司公告，至2026年公司产能将达98.28万吨，2018-2026年复合增速约13%，持续布局的产能为其销售扩张提供保障。销地产模式亦降低运输成本，规模效应下成本优势明显，继续巩固竞争壁垒。

■投资建议：预计2019-2021年EPS 1.62、1.71、2.44元，不考虑摊销费用，2019-2021年EPS 1.68、2.08、2.58元，维持6个月目标价76.48元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：疫情影响时间超预期，公司产能投放不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	3,484.0	4,259.1	5,266.7	6,261.0	7,517.5
净利润	202.4	270.3	373.4	404.2	577.3
每股收益(元)	0.86	1.14	1.62	1.71	2.44
每股净资产(元)	7.16	8.66	9.47	10.44	12.15

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	71.4	53.5	37.7	35.8	25.0
市净率(倍)	8.5	7.1	6.5	5.9	5.0
净利润率	5.8%	6.3%	7.1%	6.5%	7.7%
净资产收益率	12.0%	13.2%	17.1%	16.4%	20.1%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	1.2%
ROIC	25.7%	21.2%	20.5%	17.4%	21.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

肉制品

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**76.48元**
股价(2020-02-21) **61.17元**

交易数据

总市值(百万元)	14,459.16
流通市值(百万元)	8,372.71
总股本(百万股)	236.38
流通股本(百万股)	136.88
12个月价格区间	34.26/65.40元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.76	-10.57	66.28
绝对收益	8.07	-5.22	74.67

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
xuzq1@essence.com.cn

相关报告

安井食品：餐饮赛道高景气，三剑合璧领增长/苏斌 2020-01-17

表 1: 历史来看, 面对成本波动, 公司毛利率相对平稳, 净利率保稳中有升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
公司毛利率	26.9%	28.2%	27.8%	27.4%	27.1%	27.1%	26.3%	26.5%	25.0%
其中: 速冻鱼糜制品	27.1%	28.5%	28.3%	29.5%	25.3%	25.5%	24.7%	25.9%	
速冻肉制品	26.9%	29.0%	27.8%	25.9%	28.9%	24.9%	24.5%	26.7%	
速冻米面制品	26.3%	26.8%	26.6%	26.5%	25.8%	28.3%	26.9%	26.1%	
猪肉价格	25.91	23.23	22.92	21.00	23.21	27.23	22.59	19.73	21.89
鸡肉价格	4.81	4.39	4.25	4.31	3.54	3.84	3.35	4.26	4.80
销售费用	182.2	209.5	265.7	315.7	402.1	424.5	490.3	572.1	280.7
YOY		15.0%	26.9%	18.8%	27.4%	5.6%	15.5%	16.7%	9.7%
营业收入	1,224	1,427	1,786	2,220	2,561	2,997	3,484	4,259	3,493
YOY		16.6%	25.2%	24.3%	15.4%	17.0%	16.3%	22.2%	19.9%
销售费用率	14.9%	14.7%	14.9%	14.2%	15.7%	14.2%	14.1%	13.4%	8.0%
净利率	5.8%	6.6%	5.8%	5.9%	5.0%	5.9%	5.8%	6.3%	6.8%
归母净利润	71.5	94.5	104.1	130.3	128.3	177.4	202.4	270.3	238.2
YOY		32.2%	10.1%	25.2%	-1.5%	38.2%	14.1%	33.5%	16.04%

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

表 2: 2018-2026 年产能复合增速 13.0%

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
厦门								
厦门一厂	7	7	7	7	7	7	7	7
厦门二厂	5	5	5	5	5	5	5	5
面点厂	1	2	2	2	2	2	2	2
无锡								
无锡晓星厂房一期	6	6	6	6	6	6	6	6
无锡晓星厂房二期								
无锡民生 (IPO 募投)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
无锡民生 (可转债募投)	-	-	4.2	5.6	7	7	7	7
辽宁								
辽宁一期	2	2	3	4	5	6	7	8
辽宁二期								
辽宁安井项目	-	-	-	-	2.4	3.2	4	4
泰州								
泰州安井 (IPO 募投)								
一期	8	8	8	8	8	8	8	8
二期	6.4	8	8	8	8	8	8	8
四川								
四川安井 (前次可转债募投)								
一期	-	4.5	6	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
二期	-	-	-	-	-	4.5	6	7.5
湖北								
湖北安井项目 (本次公开发行可转债募投)								
一期	-	-	4.2	5.6	7	7	7	7
二期	-	-	-	-	4.2	5.6	7	7
河南								
河南安井 (本次公开发行可转债募投)								
一期	-	-	3.6	4.8	6	6	6	6
二期	-	-	-	-	2.4	3.2	4	4
产能合计	44.18	52.48	64.18	69.18	81.78	90.28	95.78	98.28
销量	46.71	52.79	59.65	67.4	74.82	83.05	92.18	102.32

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心; 注: 此为公司公告的产能规划, 和实际投产有差异。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,484.0	4,259.1	5,266.7	6,261.0	7,517.5	成长性					
减:营业成本	2,568.8	3,129.9	3,891.6	4,521.9	5,399.4	营业收入增长率	16.3%	22.2%	23.7%	18.9%	20.1%
营业税费	33.3	35.6	44.0	52.3	62.8	营业利润增长率	19.7%	33.1%	39.6%	9.6%	43.7%
销售费用	490.3	572.1	619.2	785.2	954.4	净利润增长率	14.1%	33.5%	38.1%	8.3%	42.8%
管理费用	151.8	119.0	151.4	266.8	219.1	EBITDA 增长率	12.4%	36.4%	39.2%	13.2%	36.7%
财务费用	2.9	16.0	29.8	38.3	40.2	EBIT 增长率	12.5%	40.2%	45.7%	10.7%	41.0%
资产减值损失	2.8	6.7	-1.4	5.0	6.0	NOPLAT 增长率	17.7%	39.6%	40.4%	10.7%	41.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	69.1%	45.2%	30.9%	12.1%	15.3%
投资和汇兑收益	6.9	14.3	18.0	20.0	20.0	净资产增长率	68.6%	20.9%	6.4%	13.3%	16.4%
营业利润	251.9	335.3	468.1	513.0	737.4	利润率					
加:营业外净收支	11.5	11.8	16.0	11.0	11.0	毛利率	26.3%	26.5%	26.1%	27.8%	28.2%
利润总额	263.4	347.2	484.1	524.0	748.4	营业利润率	7.2%	7.9%	8.9%	8.2%	9.8%
减:所得税	61.0	76.9	110.7	119.8	171.2	净利润率	5.8%	6.3%	7.1%	6.5%	7.7%
净利润	202.4	270.3	373.4	404.2	577.3	EBITDA/营业收入	9.6%	10.7%	12.1%	11.5%	13.1%
						EBIT/营业收入	7.0%	8.0%	9.5%	8.8%	10.3%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	110	107	103	100	95
货币资金	519.7	792.4	526.7	803.2	789.5	流动营业资本周转天数	-17	14	32	35	33
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	162	194	186	174	169
应收账款	118.0	120.5	174.4	176.2	244.8	应收账款周转天数	12	10	10	10	10
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	80	83	84	82	81
预付账款	25.6	25.3	38.0	35.6	52.3	总资产周转天数	296	330	322	304	291
存货	803.9	1,162.9	1,282.5	1,559.0	1,833.8	投资资本周转天数	106	134	148	149	142
其他流动资产	402.9	622.9	700.0	750.0	800.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	79.8	79.8	79.8	79.8	ROE	12.0%	13.2%	17.1%	16.4%	20.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.2%	5.9%	7.7%	7.0%	9.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	25.7%	21.2%	20.5%	17.4%	21.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,149.7	1,383.6	1,629.7	1,844.5	2,111.7	销售费用率	14.1%	13.4%	11.8%	12.5%	12.7%
在建工程	86.8	178.4	151.4	225.7	210.3	管理费用率	4.4%	2.8%	2.9%	4.3%	2.9%
无形资产	88.1	103.2	166.9	175.0	177.7	财务费用率	0.1%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%
其他非流动资产	56.2	94.2	96.0	94.1	92.9	三费/营业收入	18.5%	18.2%	16.8%	19.0%	17.7%
资产总额	3,251.0	4,563.3	4,845.4	5,742.9	6,392.8	偿债能力					
短期债务	170.0	434.2	617.8	-	-	资产负债率	47.9%	55.1%	55.0%	57.0%	55.1%
应付账款	631.3	823.2	788.2	958.6	1,127.1	负债权益比	92.0%	122.8%	122.5%	132.8%	122.6%
应付票据	154.7	173.1	151.2	225.7	224.3	流动比率	1.25	1.33	1.24	1.74	1.73
其他流动负债	538.9	622.2	645.9	722.1	795.8	速动比率	0.71	0.76	0.65	0.93	0.88
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	83.84	21.34	16.72	14.39	19.37
其他非流动负债	62.6	462.5	464.1	1,369.1	1,374.1	分红指标					
负债总额	1,557.5	2,515.3	2,667.2	3,275.5	3,521.3	DPS(元)	0.26	0.36	0.49	0.51	0.73
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.1%	31.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	216.0	216.0	230.1	236.4	236.4	股息收益率	0.4%	0.6%	0.8%	0.8%	1.2%
留存收益	1,477.4	1,686.8	1,948.1	2,231.0	2,635.1						
股东权益	1,693.5	2,048.0	2,178.2	2,467.4	2,871.5						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.86	1.14	1.62	1.71	2.44
净利润	202.4	270.3	373.4	404.2	577.3	BVPS(元)	7.16	8.66	9.47	10.44	12.15
加:折旧和摊销	96.3	121.9	137.3	167.9	205.5	PE(X)	71.4	53.5	37.7	35.8	25.0
资产减值准备	2.8	6.7	-	-	-	PB(X)	8.5	7.1	6.5	5.9	5.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-44.4	47.2	-677.5	37.1	91.3
财务费用	7.9	20.2	29.8	38.3	40.2	P/S	4.2	3.4	2.7	2.3	1.9
投资损失	-6.9	-14.3	-18.0	-20.0	-20.0	EV/EBITDA	14.5	17.0	22.6	20.5	15.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	25.9%	28.8%	28.1%	25.9%	28.8%
营运资金的变动	-321.8	-322.6	-296.9	2.3	-163.3	PEG	2.8	1.9	1.3	1.4	0.9
经营活动产生现金流量	354.7	295.9	225.5	592.6	639.6	ROIC/WACC	2.5	2.1	2.0	1.7	2.2
投资活动产生现金流量	-680.6	-700.1	-402.0	-445.0	-440.0	REP	1.5	2.0	2.9	3.1	2.2
融资活动产生现金流量	480.1	656.4	-89.3	128.9	-213.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏毓、徐哲琪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn	
	北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
		温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
夏坤		北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
曹琰		北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
张莹		北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
姜东亚		北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn	
张杨		北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
王帅		北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn	
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn	
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn	
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn	
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034