安井食品 603345.SH

再超预期，优质赛道与优秀管理的共振

东方证券 ORIENT SECURITIES

公司发布业绩快报，再超市场预期：2019 年全年实现营收 52.67 亿元/+23.66%，实现营业利润 4.68 亿元/+39.58%，实现归母净利润 3.73 亿元/+38.14%。单四季度实现营收 17.74 亿元/+34.51%，实现营业利润 1.68 亿元/+89.41%，实现归母净利润 1.35 亿元/+82.65%。

核心观点

- **四季度营收继续高增，行业高景气背景下公司扩张力与品牌力持续显现。**1）公司营收高增继续，我们认为行业的需求持续景气，公司产能扩张计划详细、推进卓有成效（四川等新产能贡献增量）是其基础；2）公司三季度开始引领行业应对成本上行，对大部分产品多次提价，但强需求与品牌力下对销量冲击小；3）20 年春节靠前带来的备货提前，也进一步增厚了 q4 的销售情况；
- **优秀管理推动公司在成本大幅上行周期中的盈利能力逆向提升，单四季度盈利超预期显著。**公司全年实现营业利润率 7.08%/+0.74pct，单四季度营业利润率实现 9.45%/+2.74pct，在猪肉成本上行明显的影响下，仍实现净利率逆向提升，我们认为主要来源于两方面动力：1）通过适当提价，灵活调整原材料结构（降低猪肉使用比例、降低肉制品销售占比）等以控制毛利率始终可控；2）费用管控优秀，同时依靠销地产模式的扩张下规模效应逐步凸现，推动盈利能力逆周期提升。
- **我们继续长期看好优质赛道与优秀公司的共振机遇！**速冻行业受益于家务社会化+餐饮供应链打造，是具备长期增长逻辑的优质赛道，而公司作为少数反复证明了地域拓张+品类拓展能力的龙头，优势显著：1）公司渠道体系完备、先发优势已形成，特别是全国化的餐饮销售渠道构筑护城河；2）新产能继续落地，我们认为 19 年是新增产能贡献相对少的年份，20-21 新产能继续、有望贡献 20%+的年量增空间，进一步打开成长空间；3）公司管理层的优秀经营管理及敏锐的市场嗅觉亦在前几次的事件或成本波动中反复验证，我们认为疫情作为一次性的外生变量其影响同理，带来长期布局的时机。

财务预测与投资建议

- 由于 19 年业绩超预期叠加 20 年疫情影响，我们调整公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.59/1.72/2.55 元（调整前 1.39/1.69/2.12），由于 20 年存在疫情一次性扰动，使用可比公司估值法对应 21 年 PE 26 倍，由于公司属于速冻行业龙头，且业绩增长高于同业，给予 20%估值溢价，对应目标价 79.56 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 原材料涨价风险，食品安全风险，产能扩张不及预期风险

公司主要财务信息

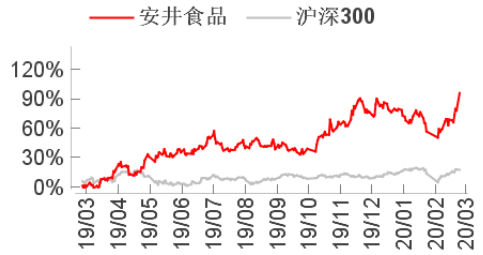
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484	4,259	5,214	6,093	7,743
同比增长(%)	*16.3%*	*22.2%*	22.4%	*16.9%*	*27.1%*
营业利润(百万元)	252	335	472	512	761
同比增长(%)	*19.7%*	*33.1%*	40.6%	*8.5%*	*48.7%*
归属母公司净利润(百万元)	202	270	376	407	601
同比增长(%)	*14.1%*	*33.5%*	39.0%	*8.3%*	*47.7%*
每股收益（元）	0.86	1.15	1.59	1.72	2.55
毛利率(%)	26.3%	26.5%	25.1%	24.1%	25.9%
净利率(%)	5.8%	6.3%	7.2%	6.7%	7.8%
净资产收益率(%)	15.0%	14.4%	15.1%	12.9%	16.5%
市盈率	78.4	58.8	42.3	39.0	26.4
市净率	9.4	7.8	5.4	4.7	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2020 年 02 月 24 日）	67.29 元
目标价格	79.56 元
52 周最高价/最低价	67.29/34.26 元
总股本/流通 A 股（万股）	23,638/23,007
A 股市值（百万元）	15,906
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020 年 02 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	16.62	24.96	4.68	94.20
相对表现	15.26	21.74	-2.67	76.79
沪深 300	1.36	3.22	7.35	17.41



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王克宇
021-63325888-5010
wangkeyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518010001

联系人 徐椰香
021-63325888-6129
xuyexiang@orientsec.com.cn

相关报告

费用管控对冲成本上行，业绩表现优秀：——安井食品三季报点评	2019-10-22
业绩好于预期，行业波动中龙头成色更足：	2019-08-06
成本上涨，影响几何？：	2019-05-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

1) 由于公司 19 年为对冲成本端上行产品涨价，假设 19-21 年速冻鱼糜/速冻肉制品价格增速为 5.5%/0%/2%，速冻菜肴/速冻米面 19-21 年价格增速为 5%/0%/1%;

2) 由于 20 年受疫情影响，假设 19-21 年速冻鱼糜/速冻肉制品/速冻米面食品产销率为 98%/95%/98%，速冻菜肴制品产销率为 96%/95%/98%；

3) 由于鱼糜产品主要出自湖北地区，湖北疫情影响可能导致鱼糜成本上行，因此假设 19-21 年鱼糜成本单价增速为 4%/7%/-2%；

4) 由于公司费用管控，假设 19-21 年销售费用率为 11.41%/11.41%/11.71%，管理费用率为 3.73%/3.73%/3.73%；

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币亿元（标注除外）	调整前			调整后		
	2019E	***2020E***	***2021E***	***2019E***	***2020E***	***2021E***
核心假设						
销售费用率	12.22%	12.22%	11.92%	11.41%	11.31%	11.71%
变动幅度				***-0.8%***	***-0.9%***	***-0.2%***
管理费用率	4.13%	4.28%	4.39%	3.73%	3.63%	3.63%
变动幅度				***-0.4%***	***-0.7%***	***-0.8%***
分产品盈利预测						
速冻鱼糜制品						
销售收入	1,782.49	2,184.53	2,666.51	1,841	2,187	2,809
变动幅度				*3.3%*	*0.1%*	*5.3%*
毛利率	26.94%	26.94%	26.94%	28.53%	25.88%	27.33%
变动幅度				*1.6%*	*-1.1%*	*0.4%*
速冻肉制品						
销售收入	1,397	1,763	2,206	1,443	1,766	2,324
变动幅度				*3.3%*	*0.1%*	*5.3%*
毛利率	19.45%	19.90%	20.61%	15.85%	16.54%	19.51%
变动幅度				*-3.6%*	*-3.4%*	*-1.1%*
速冻菜肴						
销售收入	475	553	645	488	563	683

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度				*2.8%*	*1.7%*	*5.9%*
毛利率	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%
变动幅度				*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
速冻面米制品						
销售收入	1,399	1,579	1,852	1,438	1,574	1,922
变动幅度				*2.8%*	*-0.4%*	*3.8%*
毛利率	27.33%	27.33%	27.33%	28.57%	28.57%	29.28%
变动幅度				*1.2%*	*1.2%*	*2.0%*
合计	**5,057**	**6,085**	**7,373**	**5,213.96**	**6,093.26**	**7,742.53**
变动幅度				***3.1%***	***0.1%***	***5.0%***
综合毛利率	**25.15%**	**25.17%**	**25.31%**	**25.06%**	**24.14%**	**25.89%**
变动幅度				***-0.1%***	***-1.0%***	***0.6%***

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币亿元（标注除外）	调整前			调整后		
	2019E	***2020E***	***2021E***	***2019E***	***2020E***	***2021E***
营业收入	5,057	6,085	7,373	5,213.96	6,093.26	7,742.53
变动幅度				*3.1%*	*0.1%*	*5.0%*
营业利润	400	488	615	471.63	511.60	760.57
变动幅度				*17.9%*	*4.7%*	*23.7%*
归属母公司净利润	320	389	487	375.60	406.78	600.98
变动幅度				*17.5%*	*4.6%*	*23.3%*
每股收益（元）	1.39	1.69	2.12	1.59	1.72	2.55
变动幅度				*14.5%*	*2.0%*	*20.2%*
毛利率(%)	25.15%	25.17%	25.31%	25.06%	24.14%	25.89%
变动幅度				*-0.1%*	*-1.0%*	*0.6%*
净利率(%)	6.32%	6.39%	6.61%	7.20%	6.68%	7.76%
变动幅度				***0.9%***	***0.3%***	***1.2%***

数据来源：东方证券研究所

投资建议

由于 19 年业绩超预期叠加 20 年疫情影响，我们调整公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.59/1.72/2.55 元（调整前 1.39/1.69/2.12），由于 20 年存在疫情一次性扰动，使用可比公司估值法对应 21 年 PE 26 倍，由于公司属于速冻行业龙头，且业绩增长高于同业，给予 20%估值溢价，对应目标价 79.56 元，维持“买入评级”。

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2020/2/21	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
广州酒家	603043	28.75	0.95	1.12	1.17	1.48	30.25	25.69	24.53	19.43
三全食品	002216	16.11	0.13	0.24	0.32	0.45	126.35	67.66	49.72	35.77
双汇发展	000895	35.09	1.48	1.63	1.78	2.04	23.70	21.55	19.75	17.24
海天味业	603288	104.87	1.62	1.94	2.35	2.73	64.88	54.13	44.71	38.47
绝味食品	603517	40.69	1.05	1.30	1.52	1.87	38.66	31.32	26.74	21.82
	调整后平均						44.60	37.05	31.99	25.67

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

原材料涨价风险，食品安全风险，产能扩张不及预期风险

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	520	792	827	919	1,481
应收账款	115	117	143	167	213
预付账款	26	25	31	36	46
存货	804	1,163	1,520	1,936	2,455
其他	406	626	627	628	629
流动资产合计	**1,870**	**2,724**	**3,149**	**3,687**	**4,823**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,150	1,384	1,489	1,576	1,545
在建工程	87	178	330	444	483
无形资产	88	103	100	96	93
其他	56	174	95	87	81
非流动资产合计	**1,381**	**1,839**	**2,013**	**2,204**	**2,202**
资产总计	**3,251**	**4,563**	**5,162**	**5,890**	**7,025**
短期借款	170	434	170	170	170
应付账款	597	779	972	1,150	1,428
其他	728	840	995	1,139	1,395
流动负债合计	**1,495**	**2,053**	**2,138**	**2,459**	**2,993**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	354	5	5	5
其他	63	108	81	81	81
非流动负债合计	**63**	**463**	**86**	**86**	**86**
负债合计	**1,557**	**2,515**	**2,224**	**2,545**	**3,079**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	216	216	236	236	236
资本公积	595	595	1,235	1,235	1,235
留存收益	882	1,092	1,467	1,874	2,475
其他	0	145	0	0	0
股东权益合计	**1,693**	**2,048**	**2,938**	**3,345**	**3,946**
负债和股东权益总计	**3,251**	**4,563**	**5,162**	**5,890**	**7,025**

现金流量表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	202	270	376	407	601
折旧摊销	91	106	117	132	142
财务费用	3	16	20	2	(1)
投资损失	(7)	(14)	(11)	(11)	(11)
营运资金变动	(374)	(288)	(40)	(125)	(41)
其它	440	206	44	0	0
经营活动现金流	**355**	**296**	**505**	**405**	**690**
资本支出	(245)	(436)	(362)	(322)	(141)
长期投资	0	(80)	0	0	0
其他	(435)	(184)	11	11	11
投资活动现金流	**(681)**	**(700)**	**(351)**	**(311)**	**(130)**
债权融资	0	355	(349)	0	0
股权融资	540	0	660	0	0
其他	(60)	301	(429)	(2)	1
筹资活动现金流	**480**	**656**	**(118)**	**(2)**	**1**
汇率变动影响	0	(0)	0	0	0
现金净增加额	**154**	**252**	**35**	**92**	**561**

利润表

单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**3,484**	**4,259**	**5,214**	**6,093**	**7,743**
营业成本	2,569	3,130	3,907	4,622	5,738
营业税金及附加	33	36	47	55	70
营业费用	490	572	595	695	907
管理费用	152	187	195	227	289
财务费用	3	16	20	2	(1)
资产减值损失	3	7	(1)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	14	11	11	11
其他	11	10	10	10	10
营业利润	**252**	**335**	**472**	**512**	**761**
营业外收入	12	15	10	10	10
营业外支出	0	3	1	1	1
利润总额	**263**	**347**	**482**	**522**	**770**
所得税	61	77	106	115	170
净利润	**202**	**270**	**376**	**407**	**601**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**202**	**270**	**376**	**407**	**601**
每股收益（元）	0.86	1.15	1.59	1.72	2.55

主要财务比率

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.3%	22.2%	22.4%	16.9%	27.1%
营业利润	19.7%	33.1%	40.6%	8.5%	48.7%
归属于母公司净利润	14.1%	33.5%	39.0%	8.3%	47.7%
获利能力					
毛利率	26.3%	26.5%	25.1%	24.1%	25.9%
净利率	5.8%	6.3%	7.2%	6.7%	7.8%
ROE	15.0%	14.4%	15.1%	12.9%	16.5%
ROIC	12.9%	11.6%	12.9%	12.1%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	47.9%	55.1%	43.1%	43.2%	43.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.25	1.33	1.47	1.50	1.61
速动比率	0.71	0.76	0.76	0.71	0.79
营运能力					
应收账款周转率	31.6	36.8	40.1	39.3	40.8
存货周转率	3.3	3.2	2.9	2.7	2.6
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
每股指标（元）					
每股收益	0.86	1.15	1.59	1.72	2.55
每股经营现金流	1.50	1.25	2.14	1.72	2.92
每股净资产	7.18	8.68	12.45	14.17	16.72
估值比率					
市盈率	78.4	58.8	42.3	39.0	26.4
市净率	9.4	7.8	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	45.7	34.5	26.0	24.5	17.5
EV/EBIT	62.0	45.0	32.2	30.7	20.8

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn