安井食品（603345）重大事项点评

股权激励出炉，强化竞争优势

强推（维持）

目标价：60 元

当前价：53.91 元

- **事项：**公司公告发布 2019 年限制性股票激励计划，本计划拟授予限制性股票 663.0 万股，占比 2.88%；授予激励对象 233 人，包括总经理、董秘及财务总监等高管，其余均为中层及核心骨干；首次授予价格为 26.97 元，按公告前一交易日半价设定；业绩考核要求为：2019 年营业收入值不低于 50.26 亿元；2019-2020 年累计营业收入值不低于 107.75 亿元；2019-2021 年累计营业收入值不低于 170.785 亿元。同时，公司副总经理黄建联和黄清松前期基本完成减持计划，决定提前终止实施本次减持计划。对此，我们点评如下：
- **上市首次实施股权激励，意在加强绑定核心团队。**公司 2017 年上市之时，除控股股东之外，仅董事长、总经理及两位副总等核心高管持有部分股权，此次为上市以来首次实施股权激励计划，涉及对象多达 233 人，除 3 位高管外，中层管理人员、生产骨干、技术骨干及营销骨干共 230 人参与，覆盖面更广。我们此前一直强调，公司所处速冻食品行业进入门槛虽不高，但对渠道管控力、产品推广能力等要求高，公司核心竞争力就在于现有管理层长期稳健进取，具备行业内领先的团队执行力和渠道掌控力。因此，实施股权激励加强现有核心团队绑定，有助于经营团队稳定，激发经营积极性和营销战斗力。
- **业绩考核条件体现公司一贯稳健经营风格。**此次股权激励公司针对营业收入进行考核，若按下限水平计算，2019-2021 年收入 CAGR 为 14%，分别对应增速为 18.0%/14.4%/9.6%，业绩考核条件体现了公司一贯稳健的经营风格。预计首次授予需摊销费用 9029.1 万元，其中 2019-2022 年分别摊销 536/6066/1866/560 万元。我们认为，业绩考核条件设定虽然稍显稳健保守，摊销费用对明后年利润也会带来一定影响，但预计业绩仍可保持稳健增长，对此市场无需过度担忧。首先，销地产模式之下产能仍在积极推进全国化，公司未来三年产能释放增速预计在 15%-20%左右；其次，虽仅考核收入，但从利润角度来看，规模优势持续显现之下，盈利水平仍有望保持稳中向好。
- **看好龙头竞争优势强化，成长路径清晰应看得更长。**我们认为，公司目前正处于产能全国布局的关键节点，销地产模式下产能持续推进全国化布局，周边市场销售带动效应显著，凭借规模采购优势、配送效率提升、优秀的渠道营销能力及产品反应速度，体现更强的供应链管理能力及规模效应，龙头竞争优势将继续强化。速冻行业成长性良好，公司聚焦 B 端渠道发展，份额提升空间大，成长路径清晰的同时，建议应看得更长更远。
- **维持目标价 60 元及“强推”评级。**公司首次实施股权激励，强化优秀核心团队稳定性，对于强化竞争优势很有必要，建议更应对公司规模成长路径看得更长。暂未考虑股本摊销及费用影响，我们暂维持 2019-2021 年 EPS 预测为 1.43/1.75/2.14 元，对应 PE 为 38/31/25 倍，维持目标价 60 元及“强推”评级。
- **风险提示：**原材料成本上涨超预期，产能扩张不及预期，食品安全风险。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	4,259	5,082	6,091	7,184
同比增速(%)	22.2%	19.3%	19.9%	17.9%
净利润(百万)	270	329	403	492
同比增速(%)	33.5%	21.8%	22.5%	22.1%
每股盈利(元)	1.17	1.43	1.75	2.14
市盈率(倍)	43	38	31	25
市净率(倍)	6	5	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 10 月 25 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

联系人：杨传忻

电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	23,007
已上市流通股(万股)	13,688
总市值(亿元)	124.03
流通市值(亿元)	73.79
资产负债率(%)	47.2
每股净资产(元)	11.2
12 个月内最高/最低价	58.54/31.55

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《安井食品（603345）2019 年一季报点评：调整能力强，业绩超预期》 2019-04-26

《安井食品（603345）2019 年中报点评：高基数下稳增，打消短期担忧》 2019-08-06

《安井食品（603345）2019 年三季报点评：成本仍可从容应对，业绩表现持续稳健》 2019-10-22

未经许可，禁止转载

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	792	1,137	1,475	1,857
应收票据	0	0	0	0
应收账款	117	139	167	197
预付账款	25	31	37	43
存货	1,163	1,417	1,683	1,973
其他流动资产	627	747	896	1,057
流动资产合计	2,724	3,471	4,258	5,127
其他长期投资	80	80	80	80
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,384	1,582	1,764	1,929
在建工程	178	278	378	478
无形资产	103	93	84	75
其他非流动资产	94	91	86	84
非流动资产合计	1,839	2,124	2,392	2,646
资产合计	**4,563**	**5,595**	**6,650**	**7,773**
短期借款	434	434	684	934
应付票据	173	211	272	319
应付账款	779	949	1,127	1,321
预收款项	503	600	731	862
其他应付款	44	44	44	44
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	119	235	353	473
流动负债合计	2,052	2,473	3,211	3,953
长期借款	0	0	0	0
应付债券	354	354	354	354
其他非流动负债	109	109	109	109
非流动负债合计	463	463	463	463
负债合计	**2,515**	**2,936**	**3,674**	**4,416**
归属母公司所有者权益	2,048	2,659	2,976	3,357
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	**2,048**	**2,659**	**2,976**	**3,357**
负债和股东权益	**4,563**	**5,595**	**6,650**	**7,773**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**317**	**353**	**476**	**552**
现金收益	408	471	569	677
存货影响	-359	-254	-267	-289
经营性应收影响	-9	-28	-33	-36
经营性应付影响	277	305	370	372
其他影响	0	-142	-164	-171
投资活动现金流	**-700**	**-420**	**-420**	**-420**
资本支出	-462	-424	-423	-423
股权投资	15	0	0	0
其他长期资产变化	-253	4	3	3
融资活动现金流	**656**	**412**	**282**	**250**
借款增加	618	0	250	250
财务费用	-75	-104	-111	-136
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	113	516	143	136

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**4,259**	**5,082**	**6,091**	**7,184**
营业成本	3,130	3,813	4,531	5,309
营业税金及附加	36	42	55	65
销售费用	572	623	731	862
管理费用	119	142	170	201
财务费用	16	6	15	19
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	14	21	15	10
其他收益	14	16	10	10
营业利润	**335**	**420**	**517**	**632**
营业外收入	15	10	10	10
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	**347**	**427**	**524**	**639**
所得税	77	98	121	147
净利润	**270**	**329**	**403**	**492**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**270**	**329**	**403**	**492**
NOPLAT	283	334	415	507
EPS(摊薄)（元）	1.17	1.43	1.75	2.14

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	22.2%	19.3%	19.9%	17.9%
EBIT 增长率	36.4%	19.4%	24.1%	22.3%
归母净利润增长率	33.5%	21.8%	22.5%	22.1%
获利能力				
毛利率	26.5%	25.0%	25.6%	26.1%
净利率	6.3%	6.5%	6.6%	6.9%
ROE	13.2%	12.4%	13.5%	14.7%
ROIC	11.9%	11.6%	12.2%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	55.1%	52.5%	55.3%	56.8%
债务权益比	43.8%	33.7%	38.5%	41.6%
流动比率	132.7%	140.4%	132.6%	129.7%
速动比率	76.1%	83.1%	80.2%	79.8%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转天数	10	9	9	9
应付帐款周转天数	79	82	82	83
存货周转天数	113	122	123	124
每股指标(元)				
每股收益	1.17	1.43	1.75	2.14
每股经营现金流	1.38	1.53	2.07	2.40
每股净资产	8.90	11.56	12.94	14.59
估值比率				
P/E	43	38	31	25
P/B	6	5	4	4
EV/EBITDA	28	24	20	17

资料来源：公司公告，华创证券预测

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4 年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500