## 安井食品（603345）

# 业绩超出预期，成本控制效果显现

## ——安井食品 2019 年业绩预告点评


| | | |
|---|---|---|
| | 訾猛（分析师） | 方勇（分析师） |
| | 021-38676442 | 0755-23976166 |
| | zimeng@gtjas.com | fangyong019027@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880513120002 | S0880519080016 |


**本报告导读：**

**Q4 受益于提价及渠道提前备货，量价齐升推动收入及业绩加速增长。公司作为行业龙头成本控制能力强，效果凸显。短期疫情影响加速行业分化，公司有望重拾增长。**

**投资要点：**

- **投资建议**：根据业绩预告上调 2019 年 EPS 至 1.59 元（考虑新增股本影响，前次 1.50 元），因股权激励摊销费用及新增股本影响，下调 2020-21 年 EPS 预测至 1.63、1.96 元（前次 1.79、2.22 元），参考可比公司给与 2020 年 47 倍 PE，维持目标价 75 元，维持增持评级。
- **业绩超出市场预期。**2019 年营收 52.7 亿元、增 23.7%，扣非前后归母净利 3.73 亿元、3.35 亿元，增 38.1%、38.1%。19Q4 单季营收 17.7 亿元、增 34.5%，归母净利润 13.5 亿元，增 83.1%、79.1%。如果不考虑 2019 年 Q4 股权激励费用 1630 万摊销的影响，归母净利增 105%。Q4 净利率同比升 2.02pct 至 7.6%，盈利能力大幅提升业绩弹性显现。提价预期下春节期间渠道备货较多，量价齐升推动收入加速增长。
- **毛利率回升至全年高位，成本控制效果良好。**预计毛利率同比有所回升，公司于 10 月前后三次提价，总体提价幅度约 10%左右，同时公司调整产品结构压低猪肉用量，毛利率扭转持续下滑态势，回升至全年最高水平。期间费用层面预计费用率继续下降，其中销售费用率下降更为明显，主因原料成本上升趋势中广告营销、促销赠品渠道费用压缩弹性较大，是销售费用率下降的主要动因之一。
- **短期疫情影响加速行业分化，龙头长期价值不改。**2020 年预计受益于提价毛利率有望稳中有升。公司目前已经陆续复工，行业受疫情影响将加快分化整合，龙头有望表现更强抗风险能力重拾成长轨道。
- **核心风险：**餐饮难以快速复工风险，成本过快上涨风险

| 财务摘要（百万元） | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 3,484 | 4,259 | 5,267 | 6,047 | 7,182 |
| (+/-)% | *16%* | *22%* | *24%* | *15%* | *19%* |
| 经营利润（EBIT） | 240 | 334 | 470 | 476 | 572 |
| (+/-)% | *10%* | *39%* | *41%* | *1%* | *20%* |
| 净利润（归母） | 202 | 270 | 373 | 385 | 464 |
| (+/-)% | *14%* | *34%* | *39%* | *2%* | *20%* |
| 每股净收益（元） | 0.86 | 1.14 | 1.59 | 1.63 | 1.96 |
| 每股股利（元） | 0.00 | 0.00 | 0.37 | 0.42 | 0.51 |

| 利润率和估值指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营利润率(%) | 6.9% | 7.8% | 8.9% | 7.9% | 8.0% |
| 净资产收益率(%) | 12.0% | 13.2% | 16.0% | 14.6% | 15.5% |
| 投入资本回报率(%) | 13.7% | 13.2% | 20.8% | 21.9% | 28.2% |
| EV/EBITDA | 14.58 | 17.43 | 15.69 | 14.77 | 12.12 |
| 市盈率 | 71.43 | 53.50 | 38.44 | 37.54 | 31.17 |
| 股息率 (%) | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 0.7% | 0.8% |

| | |
|---|---|
| **评级：** | **增持** |
| 上次评级： | 增持 |
| **目标价格：** | **75.00** |
| 上次预测： | 75.00 |
| 当前价格： | 61.17 |
| | 2020.02.24 |

交易数据

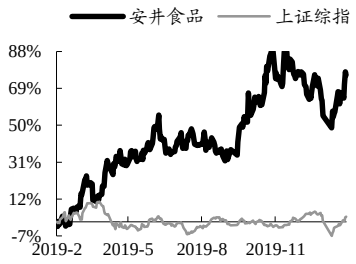
| | |
|---|---|
| 52 周内股价区间（元） | 33.87-66.66 |
| 总市值（百万元） | 14,459 |
| 总股本/流通 A 股（百万股） | 236/137 |
| 流通 B 股/H 股（百万股） | 0/0 |
| 流通股比例 | 58% |
| 日均成交量（百万股） | 2.05 |
| 日均成交值（百万元） | 120.81 |

资产负债表摘要

| | |
|---|---|
| 股东权益（百万元） | 2,588 |
| 每股净资产 | 10.95 |
| 市净率 | 5.6 |
| 净负债率 | -29.53% |

| EPS（元） | 2018A | 2019E |
|---|---|---|
| Q1 | 0.23 | 0.30 |
| Q2 | 0.37 | 0.44 |
| Q3 | 0.23 | 0.32 |
| Q4 | 0.31 | 0.53 |
| 全年 | 1.14 | 1.59 |

**52周内股价走势图**




| 升幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 绝对升幅 | 8% | 0% | 78% |
| 相对指数 | 8% | -5% | 70% |

相关报告

《Q4 有望量价齐升，预计业绩保持快速》2019.11.20

《业绩超出预期，主业平稳、优势持续巩固》2019.10.21

《速冻龙头，发力全国》2019.08.06

模型更新时间：2020.02.23

**股票研究**

必需消费

食品饮料

# 安井食品（603345）

| | | |
|---|---|---|
| **评级:** | | **增持** |
| | 上次评级: | 增持 |
| **目标价格:** | | **75.00** |
| | 上次预测: | 75.00 |
| 当前价格: | | 61.17 |

公司网址

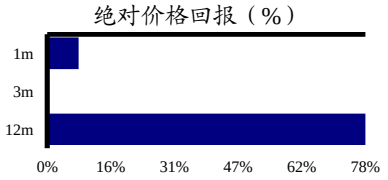
www.anjoyfood.com

公司简介

公司主要从事火锅料制品(以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主)和速冻面米制品的研发、生产和销售。

经过十多年的发展,公司形成了以华东地区为中心、辐射全国的营销网络,逐步成长为国内较具影响力和知名度的速冻食品生产企业。

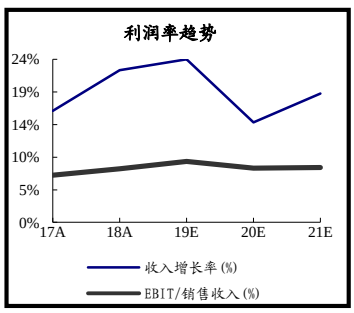
绝对价格回报（%）

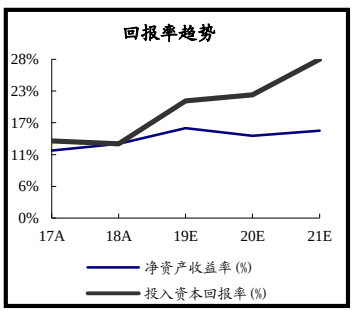


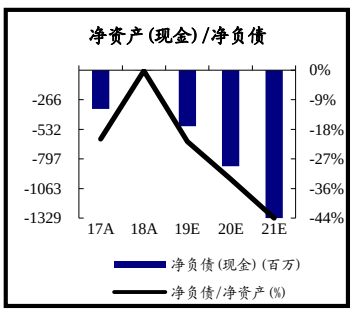

| | |
|---|---|
| 52 周价格范围 | 33.87-66.66 |
| 市值（百万） | 14,459 |

财务预测（单位：百万元）

| 损益表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **3,484** | **4,259** | **5,267** | **6,047** | **7,182** |
| 营业成本 | 2,569 | 3,130 | 3,882 | 4,445 | 5,279 |
| 税金及附加 | 33 | 36 | 53 | 60 | 72 |
| 销售费用 | 490 | 572 | 659 | 720 | 847 |
| 管理费用 | 96 | 119 | 140 | 266 | 316 |
| **EBIT** | **240** | **334** | **470** | **476** | **572** |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 7 | 14 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 3 | 16 | 14 | 9 | 5 |
| **营业利润** | **252** | **335** | **468** | **479** | **580** |
| 所得税 | 61 | 77 | 107 | 109 | 131 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归母净利润** | **202** | **270** | **373** | **385** | **464** |
| **资产负债表** | | | | | |
| 货币资金、交易性金融资产 | 520 | 792 | 757 | 1,017 | 1,382 |
| 其他流动资产 | 1,350 | 1,932 | 1,981 | 2,178 | 2,469 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产合计 | 1,150 | 1,384 | 1,308 | 1,222 | 1,125 |
| 无形及其他资产 | 231 | 456 | 556 | 656 | 756 |
| **资产合计** | **3,251** | **4,563** | **4,601** | **5,071** | **5,732** |
| 流动负债 | 1,495 | 2,053 | 1,894 | 2,170 | 2,577 |
| 非流动负债 | 63 | 463 | 362 | 262 | 162 |
| 股东权益 | 1,693 | 2,048 | 2,344 | 2,639 | 2,993 |
| **投入资本(IC)** | **1,344** | **1,964** | **1,761** | **1,697** | **1,585** |
| **现金流量表** | | | | | |
| NOPLAT | 184 | 260 | 366 | 371 | 446 |
| 折旧与摊销 | 96 | 122 | 176 | 186 | 196 |
| 流动资金增量 | -16 | 68 | -227 | -79 | -115 |
| 资本支出 | -297 | -455 | -185 | -185 | -185 |
| **自由现金流** | **-33** | **-6** | **130** | **294** | **342** |
| 经营现金流 | 355 | 296 | 777 | 644 | 765 |
| 投资现金流 | -681 | -700 | -185 | -185 | -185 |
| 融资现金流 | 480 | 656 | -628 | -199 | -215 |
| **现金流净增加额** | **154** | **252** | **-36** | **260** | **365** |
| **财务指标** | | | | | |
| **成长性** | | | | | |
| 收入增长率 | 16.3% | 22.2% | 23.8% | 14.6% | 18.8% |
| EBIT 增长率 | 9.9% | 39.3% | 40.6% | 1.3% | 20.3% |
| 净利润增长率 | 14.1% | 33.5% | 39.2% | 2.4% | 20.4% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 26.3% | 26.5% | 26.4% | 26.5% | 26.5% |
| EBIT 率 | 6.9% | 7.8% | 8.9% | 7.9% | 8.0% |
| 归母净利润率 | 5.8% | 6.3% | 7.1% | 6.4% | 6.5% |
| **收益率** | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 12.0% | 13.2% | 16.0% | 14.6% | 15.5% |
| 总资产收益率(ROA) | 6.2% | 5.9% | 8.2% | 7.6% | 8.1% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 13.7% | 13.2% | 20.8% | 21.9% | 28.2% |
| **运营能力** | | | | | |
| 存货周转天数 | 110 | 115 | 110 | 110 | 110 |
| 应收账款周转天数 | 12 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 总资产周转天数 | 300 | 335 | 317 | 292 | 275 |
| 净利润现金含量 | 175.2% | 109.5% | 206.7% | 167.2% | 164.9% |
| 资本支出/收入 | 8.5% | 10.7% | 3.5% | 3.1% | 2.6% |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 | 47.9% | 55.1% | 49.0% | 48.0% | 47.8% |
| 净负债率 | -20.7% | -0.2% | -21.5% | -32.7% | -44.4% |
| **估值比率** | | | | | |
| PE(现价) | 71.43 | 53.50 | 38.44 | 37.54 | 31.17 |
| PB | 3.39 | 4.25 | 4.97 | 4.41 | 3.89 |
| EV/EBITDA | 14.58 | 17.43 | 15.69 | 14.77 | 12.12 |
| P/S | 3.79 | 3.10 | 2.51 | 2.19 | 1.84 |
| 股息率 | 0.0% | 0.0% | 0.6% | 0.7% | 0.8% |



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

**1.投资建议的比较标准**

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

**2.投资建议的评级标准**

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |


# 国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---|---|---|---|
| 地址 | 上海市静安区新闸路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编 | 200041 | 518026 | 100032 |
| 电话 | （021）38676666 | （0755）23976888 | （010）83939888 |

E-mail：gtjaresearch@gtjas.com