

# 安井食品 (603345.SH)

## 业绩大超预期，疫情对公司影响有限

### 核心观点：

- 我们推测费用率下降和毛利率回升，推动业绩超预期。公司发布 2019 年业绩快报，19 年收入 52.67 亿元，同比增长 23.66%；19Q4 收入同比增长 34.49%，略超市场预期。我们认为主要由于：根据证券时报，19 年 9-11 月公司三次提价，我们推测累计提价 5-10%；受提价和春节提前影响，公司经销商四季度拿货积极性高；新品锁鲜装 9 月上市后动销良好。19 年公司归母净利润 3.73 亿元，同比增长 38.14%，19Q4 同比增长 83.1%，大超市场预期。19Q4 净利率达 7.6%，同比提升 2pct，我们认为主要由于：公司适当压缩广告、活动赠品等营销费用，且 Q4 收入大幅增长后，公司规模效应凸显，我们推测费用率有所下降；公司原材料鸡肉价格在 19 年 11 月以来环比下滑，公司提价覆盖成本后仍有剩余；新品锁鲜装毛利率高于其他产品，四季度放量推动产品结构升级，我们推测 19Q4 毛利率同比有所提升。
- 疫情对公司影响有限，全年盈利能力有望提升。本次疫情对安井的冲击主要在 20 年 1 季度餐饮消费淡季，短期内家庭消费大幅增长有望对冲部分餐饮渠道损失。下半年公司产能释放后有望弥补上半年部分损失；新品锁鲜装去年上市不到半年销售情况良好，今年有望延续良好表现，叠加去年底提价因素，预计今年收入仍有望维持 20% 左右增长，预计增长前低后高。我们认为今年公司原材料价格大概率将有所回落，叠加提价效应，公司净利率有望提升。
- 盈利预测。我们预计 19-21 年公司收入分别为 52.67/64.14/77.37 亿元，归母净利润分别为 3.74/3.87/5.51 亿元，EPS 为 1.58/1.64/2.33 元/股，对应 PE38/36/26 倍，和可比公司相比，估值水平依然不高。由于 20 年公司业绩受股权激励费用影响波动较大，因此我们参考 21 年业绩，给予 21 年 32 倍 PE，对应合理价值 74.56 元/股，维持买入评级。
- 风险提示。疫情延续时间超预期；成本上涨超预期；食品安全问题。

### 盈利预测：

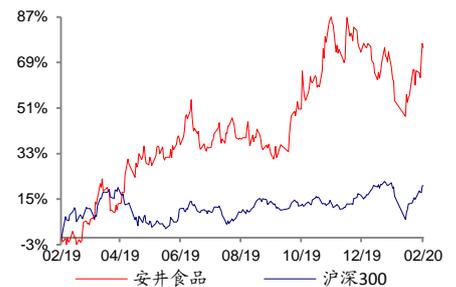
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484	4,259	5,267	6,414	7,737
增长率(%)	16.3	22.2	23.7	21.8	20.6
EBITDA(百万元)	336	456	601	630	852
净利润(百万元)	202	270	374	387	551
增长率(%)	14.1	33.5	38.3	3.6	42.2
EPS(元/股)	0.94	1.25	1.58	1.64	2.33
市盈率(P/E)	25.93	29.42	37.58	36.28	25.51
市净率(P/B)	3.10	3.88	5.15	4.68	4.12
EV/EBITDA	14.58	17.43	22.15	20.42	14.45

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	61.17 元
合理价值	74.56 元
前次评级	买入
报告日期	2020-02-23

### 相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

### 相关研究：

安井食品(603345.SH):凝聚 2019-10-27

核心团队利益，考核目标

19-21 年收入 CAGR14%

安井食品(603345.SH):预收 2019-10-22

账款高速增长，净利润维持较快

增长

安井食品(603345.SH):收入 2019-08-06

超预期，发行可转债提升长期

产能

联系人：陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

公司发布2019年业绩快报，2019年公司收入52.67亿元，同比增长23.66%；归母净利润3.73亿元，同比增长38.14%；扣非后净利润3.35亿元，同比增长38.10%。公司收入和净利润均超市场预期，点评如下：

## 一、我们推测费用率下降和毛利率回升，推动业绩超预期

公司19年公司收入52.67亿元，同比增长23.66%；19Q4收入17.7亿元，同比增长34.49%，环比加速增长，略超市场预期。我们认为主要由于：（1）根据冷食传媒，19年9-11月公司三次提价，累计提价5-10%；（2）受提价和春节提前影响，公司经销商四季度拿货积极性高；（3）新品锁鲜装9月上市后动销良好，贡献新增量。

19年公司归母净利润3.73亿元，同比增长38.14%，19Q4归母净利润1.35亿元，同比增长83.1%，大超市场预期。19Q4净利率达7.6%，同比提升2pct，我们认为主要由于：（1）根据证券时报，公司适当压缩营销费用，比如从广告投入、活动赠品、对经销商的奖励等，同时Q4收入大幅增长后，公司规模效应凸显，我们推测公司费用率有所下降。（2）公司原材料鸡肉价格在19年11月以来环比下滑，公司提价覆盖成本后仍有剩余；新品锁鲜装毛利率高于其他产品，四季度放量推动产品结构升级，我们推测19Q4毛利率同比有所提升。

## 二、疫情对公司影响有限，全年盈利能力有望提升

本次疫情对安井的冲击主要在20年1季度餐饮消费淡季，短期内家庭消费大幅增长有望对冲部分餐饮渠道损失。根据冷食传媒，今年2月17日，安井厦门、无锡、泰州、辽宁、四川五大工厂正式复工，河南汤阴新工厂也正式投产，下半年公司产能释放后有望弥补上半年部分损失；新品锁鲜装去年上市不到半年销售情况良好，今年有望延续良好表现，叠加去年底提价因素，预计今年收入仍有望维持20%左右增长，预计增长前低后高。我们认为今年公司原材料价格大概率将有所回落，叠加提价效应，公司净利率有望提升。

## 三、盈利预测和投资建议

我们上调公司盈利预测，预计19-21年公司收入分别为52.67/64.14/77.37亿元，同比增长23.66%/21.79%/20.62%；归母净利润分别为3.74/3.87/5.51亿元，同比增长38.25%/3.59%/42.23%，EPS分别为1.58/1.64/2.33元/股，对应PE为38/36/26倍。和可比公司相比，公司估值水平依然不高。由于20年公司业绩受股权激励费用影响波动较大，因此我们参考21年业绩，给予21年32倍PE，合理价值74.56元/股，维持买入评级。

表 1: 可比公司估值对比 (截止2020年2月21日收盘价)

证券简称	EPS (元/股)			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
三全食品	0.24	0.37	0.5	67	44	32
天味食品	0.84	1.09	1.39	49	37	29
日辰股份	0.9	1.17	1.45	47	36	29
海天味业	1.96	2.39	2.87	54	44	37
均值	0.99	1.26	1.55	54	40	32
安井食品	1.58	1.64	2.33	39	36	26

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 注: 上述盈利预测为广发食品饮料团队预测

## 四、风险提示

疫情延续时间超预期, 导致销量增长低于预期; 原材料成本上涨超预期, 导致毛利率低于预期; 食品安全问题。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,870</b>	<b>2,724</b>	<b>3,111</b>	<b>3,845</b>	<b>4,750</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>355</b>	<b>296</b>	<b>727</b>	<b>582</b>	<b>838</b>
货币资金	520	792	1,098	1,529	2,089	净利润	202	270	374	387	551
应收及预付	140	142	183	223	269	折旧摊销	96	122	126	137	146
存货	804	1,163	1,203	1,465	1,763	营运资金变动	59	-129	237	69	150
其他流动资产	406	626	627	628	629	其它	-3	32	-10	-12	-8
<b>非流动资产</b>	<b>1,381</b>	<b>1,839</b>	<b>1,969</b>	<b>1,891</b>	<b>1,893</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-681</b>	<b>-700</b>	<b>-266</b>	<b>-40</b>	<b>-137</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-297	-455	-293	-50	-148
固定资产	1,150	1,384	1,461	1,478	1,436	投资变动	-390	-260	-3	0	0
在建工程	87	178	278	178	228	其他	7	15	30	10	11
无形资产	88	103	104	104	105	<b>筹资活动现金流</b>	<b>480</b>	<b>656</b>	<b>-155</b>	<b>-112</b>	<b>-141</b>
其他长期资产	56	174	126	131	125	银行借款	-2	264	-434	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,251</b>	<b>4,563</b>	<b>5,080</b>	<b>5,736</b>	<b>6,643</b>	股权融资	601	0	390	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,495</b>	<b>2,053</b>	<b>1,939</b>	<b>2,321</b>	<b>2,817</b>	其他	-119	392	-111	-112	-141
短期借款	170	434	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>154</b>	<b>252</b>	<b>305</b>	<b>431</b>	<b>561</b>
应付及预收	1,188	1,455	1,736	2,074	2,520	<b>期初现金余额</b>	<b>307</b>	<b>461</b>	<b>792</b>	<b>1,098</b>	<b>1,529</b>
其他流动负债	137	163	203	247	297	<b>期末现金余额</b>	<b>461</b>	<b>713</b>	<b>1,098</b>	<b>1,529</b>	<b>2,089</b>
<b>非流动负债</b>	<b>63</b>	<b>463</b>	<b>417</b>	<b>417</b>	<b>417</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	354	354	354	354						
其他非流动负债	63	108	63	63	63						
<b>负债合计</b>	<b>1,557</b>	<b>2,515</b>	<b>2,356</b>	<b>2,738</b>	<b>3,234</b>						
股本	216	216	236	236	236						
资本公积	595	595	965	965	965						
留存收益	882	1,092	1,375	1,652	2,063						
归属母公司股东权益	1,693	2,048	2,724	2,998	3,409						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,251</b>	<b>4,563</b>	<b>5,080</b>	<b>5,736</b>	<b>6,643</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,484</b>	<b>4,259</b>	<b>5,267</b>	<b>6,414</b>	<b>7,737</b>
营业成本	2,569	3,130	3,887	4,712	5,677
营业税金及附加	33	36	47	56	68
销售费用	490	572	637	775	930
管理费用	96	119	131	270	224
研发费用	56	68	90	109	132
财务费用	3	16	27	16	18
资产减值损失	3	7	9	9	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	14	20	15	15
<b>营业利润</b>	<b>252</b>	<b>335</b>	<b>467</b>	<b>490</b>	<b>699</b>
营业外收支	11	12	13	7	8
<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>347</b>	<b>480</b>	<b>497</b>	<b>707</b>
所得税	61	77	106	110	157
<b>净利润</b>	<b>202</b>	<b>270</b>	<b>374</b>	<b>387</b>	<b>551</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>202</b>	<b>270</b>	<b>374</b>	<b>387</b>	<b>551</b>
EBITDA	336	456	601	630	852
EPS (元)	0.94	1.25	1.58	1.64	2.33

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	16.3%	22.2%	23.7%	21.8%	20.6%
营业利润增长	20.5%	33.1%	39.3%	5.0%	42.6%
归母净利润增长	14.1%	33.5%	38.3%	3.6%	42.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.3%	26.5%	26.2%	26.5%	26.6%
净利率	5.8%	6.3%	7.1%	6.0%	7.1%
ROE	12.0%	13.2%	13.7%	12.9%	16.2%
ROIC	13.7%	13.2%	19.5%	22.0%	34.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.9%	55.1%	46.4%	47.7%	48.7%
净负债比率	5.2%	17.3%	7.0%	6.2%	5.3%
流动比率	1.25	1.33	1.60	1.66	1.69
速动比率	0.70	0.75	0.96	1.01	1.04
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.22	1.09	1.09	1.19	1.25
应收账款周转率	31.58	36.77	36.50	36.50	36.50
存货周转率	3.33	3.18	3.23	3.22	3.22
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.94	1.25	1.58	1.64	2.33
每股经营现金流	1.64	1.37	3.07	2.46	3.55
每股净资产	7.84	9.48	11.53	12.68	14.42
<b>估值比率</b>					
P/E	25.93	29.42	37.58	36.28	25.51
P/B	3.10	3.88	5.15	4.68	4.12
EV/EBITDA	14.58	17.43	22.15	20.42	14.45

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。2019年食品饮料新财富第2名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。2019年食品饮料新财富第2名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。