

### 中信证券研究部



**薛缘**  
 首席食品饮料分析师  
 S1010514080007



**顾训丁**  
 食品饮料分析师  
 S1010519110002

### 核心观点

**2019年业绩预告超预期，其中2019Q4受益提价&春节提前&规模效应，净利润同增83%。展望2020年，我们认为疫情对全年业绩影响有限，同时公司有望加速C端市场布局、B端份额攫取。我们认为，业绩超预期仅是开始，在餐饮标准化趋势下（B&C端），坚定看好公司作为速冻龙头的广阔发展空间，维持“买入”评级，上调目标价至75元。**

**2019年：有效对应猪瘟&成本压力，超预期增长凸显实力。**根据业绩快报，2019年公司实现收入52.67亿元、同增23.66%，归母净利润3.73亿元、同增38.14%，扣非净利润3.35亿元、同增38.10%。2019年初，猪瘟导致速冻行业需求承压，猪肉成本不断提升、并带动鸡肉等成本提升；在此背景下，安井管理层表现出优秀的经营战略思路和极强的落地执行能力，实现了超预期增长。①公司果断应对猪肉安全和成本上涨压力，包括：生产工艺微调、减少猪肉使用量，基于对猪价&鸡价判断、准确操作采购和消耗库存时点，进口猪肉替代国产猪肉，基于规模采购优势有空控制鱼浆成本等。②积极推动产品结构升级，加速发展面点、菜肴制品、锁鲜装等产品，给予渠道得当的激励和管理、实现新品和次新品加速放量。③平衡抢份额和提价、实现量价齐升，四川/辽宁/河南等新产能投产和利用率快速提升、有效支撑市场开发和抢夺，2019年9/10/11月连续三次提价化解成本压力、彰显龙头定价能力。

**2019Q4：受益提价&春节提前，业绩表现出众。**2019Q4公司收入同增38.14%，拆分来看：①提价带动吨价提升，在原材料价格持续提升背景下，公司于9/10/11月连续提价三次，提价幅度分别约3%-5%/7%-8%/4%-5%，涵盖多数含肉产品。②受益于春节较早，Q4销量加速增长，新品锁鲜装表现出色。2019Q4净利润同增83.12%，净利润同比提升2.02PCTs至7.62%。盈利能力提升拆分：①受益于提价和产品结构提升，预计吨价提升快于成本上涨压力，毛利率同比略有提升。②销售高增、规模效应持续体现，预计销售费用率&研发费用率同比下降，管理费用率因计提股权激励费用（超1000万元）略有提升，财务费用亦有改善（2018Q4有转债利息、现已转股），综合判断费用率改善较为明显。

**2020年展望：加速C端布局，整体延续稳健增长。**综合餐饮&家庭渠道销售判断，我们预测疫情对公司全年增长影响2%-3%，相对有限。同时，疫情望加速公司市场份额攫取：①近几年来公司持续布局面点/锁鲜装/丸之尊等C端产品，疫情背景下加速公司C端市场开拓；同时，无锡新厂面点产能预计2020年上半年陆续投产，将为面点持续扩张提供支持。②疫情后，公司望凭借餐饮渠道领先优势，加速餐饮渠道份额抢占。从盈利角度看，目前公司鱼糜原料储备充足，同时鸡肉等原料价格压力减小，叠加2019年底连续提价以及C端高增，预计2020年公司毛利率同比提升；加之规模效应下的费用率改善，预计业绩具备弹性（不考虑股权激励费用）。

**绑定核心高管，长期空间广阔。**长期看，预计到2025年国内速冻食品行业规模将超2000亿元。安井食品作为国内速冻食品行业龙头企业，渠道精细化管理能力突出，叠加全国化产能布局及大单品打造能力，望充分受益行业红利、市占率有望提升至10%，长远看收入规模或能突破200亿元。2019年，公司推出限制性股票激励计划，授予229名高管骨干631万股限制性股票（占总股本2.75%），进一步绑定核心骨干，为长期持续发展夯实基础，开启新的奋斗征程。

**风险因素：**疫情影响超预期；原材料价格大幅上涨；食品安全问题。

**投资建议：**短期疫情对公司影响有限，长期仍可实现稳健持续成长。综合考虑公司提价及股权激励费用，调整2019/2020/2021年EPS预测至1.58/1.67/2.49元（原预测为1.40/1.69/2.25元）。坚定看好公司作为速冻龙头的广阔发展空间，上调目标价至75元，对应2021年PE 30倍，维持“买入”评级。

<b>安井食品</b>	<b>603345</b>
评级	买入（维持）
当前价	61.17元
目标价	75元
总股本	236百万股
流通股本	137百万股
近12月绝对涨幅	77.91%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484	4,259	5,267	6,128	7,283
营业收入增长率	16%	22%	24%	16%	19%
净利润(百万元)	202	270	373	394	589
净利润增长率	14%	34%	38%	6%	49%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.98	1.25	1.58	1.67	2.49
毛利率%	26%	27%	26%	27%	27%
PE	62	49	39	37	25
PB	8	7	5	4	4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2020年2月21日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,484	4,259	5,267	6,128	7,283	货币资金	520	792	2,107	2,145	2,549
营业成本	2,569	3,130	3,897	4,496	5,292	存货	804	1,163	1,328	1,539	1,863
毛利率	26.27%	26.51%	26.01%	26.64%	27.33%	应收账款	115	117	168	189	219
营业税金及附加	33	36	46	55	63	其他流动资产	432	652	671	672	680
销售费用	490	572	653	748	874	流动资产	1,870	2,724	4,273	4,544	5,311
营业费用率	14.07%	13.43%	12.40%	12.20%	12.00%	固定资产	1,150	1,384	1,630	1,846	2,033
管理费用	152	119	164	284	247	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	4.36%	2.79%	3.11%	4.63%	3.39%	无形资产	88	103	103	103	103
财务费用	3	16	2	1	1	其他长期资产	143	352	308	263	218
财务费用率	0.08%	0.38%	0.04%	0.02%	0.02%	非流动资产	1,381	1,839	2,041	2,212	2,354
投资收益	7	14	15	16	19	资产总计	3,251	4,563	6,314	6,757	7,665
营业利润	252	335	463	489	740	短期借款	170	434	1,337	1,176	1,227
营业利润率	7.23%	7.87%	8.79%	7.98%	10.16%	应付账款	752	952	1,218	1,363	1,623
营业外收入	12	15	20	20	20	其他流动负债	573	666	814	981	1,106
营业外支出	0	3	3	3	3	流动负债	1,495	2,053	3,368	3,520	3,955
利润总额	263	347	480	506	757	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	61	77	107	112	168	其他长期负债	63	463	108	108	108
所得税率	23.14%	22.16%	22.20%	22.20%	22.20%	非流动性负债	63	463	108	108	108
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	1,557	2,515	3,477	3,628	4,063
归属于母公司股东的净利润	202	270	373	394	589	股本	216	216	230	236	236
净利率	5.81%	6.35%	7.09%	6.43%	8.09%	资本公积	595	595	1,078	1,072	1,072
						归属于母公司所有者权益合计	1,693	2,048	2,837	3,128	3,602
						少数股东权益	0	0	0	0	0
						股东权益合计	1,693	2,048	2,837	3,128	3,602
						负债股东权益总计	3,251	4,563	6,314	6,757	7,665

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	263	347	480	506	757
所得税支出	-61	-77	-107	-112	-168
折旧和摊销	96	122	168	198	228
营运资金的变化	59	-129	182	80	21
其他经营现金流	-3	32	3	5	2
经营现金流合计	355	296	727	677	840
资本支出	-298	-456	-390	-390	-390
投资收益	7	14	15	16	19
其他投资现金流	-390	-258	0	0	0
投资现金流合计	-681	-700	-375	-374	-371
发行股票	601	0	497	0	0
负债变化	1,051	1,400	549	-161	51
股息支出	-61	-81	-81	-103	-115
其他融资现金流	-1,110	-663	-2	-1	-1
融资现金流合计	480	656	963	-265	-65
现金及现金等价物净增加额	154	252	1,314	38	404

**主要财务指标**

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	16.27%	22.25%	23.66%	16.36%	18.83%
营业利润增长率	19.70%	33.11%	38.00%	5.75%	51.18%
净利润增长率	14.11%	33.50%	38.11%	5.54%	49.47%
毛利率	26.27%	26.51%	26.01%	26.64%	27.33%
EBITDA Margin	10.39%	11.37%	12.34%	11.52%	13.54%
净利率	5.81%	6.35%	7.09%	6.43%	8.09%
净资产收益率	11.95%	13.20%	13.15%	12.59%	16.35%
总资产收益率	6.23%	5.92%	5.91%	5.83%	7.68%
资产负债率	47.91%	55.12%	55.06%	53.70%	53.01%
所得税率	23.14%	22.16%	22.20%	22.20%	22.20%
股利支付率	30.10%	30.06%	27.57%	29.24%	28.96%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。