

# 安井食品 (603345.SH)

凝聚核心团队利益，考核目标 19-21 年收入 CAGR14%

## 核心观点:

### ● 凝聚核心团队利益，考核目标 19-21 年收入 CAGR14%

公司公布限制性股票激励方案公告，向激励对象定向增发限制性股票 633 万股，占总股本比例 2.88%，授予价格 26.97 元/股。公司本次激励对象为张清苗、梁晨、唐奕等公司高级管理人员、核心技术（业务）骨干共计 233 人，授予的限制性股票分 3 期解除限售，业绩考核要求为：2019 年营业收入值不低于 50.26 亿元，2019-2020 年两年累计营业收入值不低于 107.75 亿元，2019-2021 年三年累计营业收入值不低于 170.785 亿元，即 2019-2021 年收入复合增速为 14%。我们认为本次激励凝聚核心团队利益，有望推动公司收入未来 3 年收入增速 20% 左右：（1）公司管理层是职业经理人团队，持股数量较少，本次激励计划有望进一步提升公司高管和核心骨干积极性；（2）公司未来 3 年华中、华北和四川工厂将相继投产，产能释放将推动收入增长。

### ● 考虑股份支付费用和成本压力，公司利润短期承压

公司首次授予的限制性股票的股份支付费用共 9029 万元，2019-2022 年分别摊销 536、6066、1866、560 万元，考虑到明年鸡肉、猪肉等原材料价格大概率处于较高位置，明年公司报表端净利润增速将承压。公司近期已经两度提价，根据速冻食品网，公司 9 月 1 日已经对含肉产品（收入占比 70%+）通过减促销的方式提价 3-5%，10 月 26 日起再度对含肉产品提价幅度 5-7%，未来原材料价格若继续上涨，公司大概率将继续提价，一定程度上缓解今年四季度和明年成本压力。

● **盈利预测** 我们预计 19-21 年公司归母净利润分别为 3.22/3.59/4.64 亿元，同比增长 19.24%/11.33%/29.24%，EPS 分别为 1.40/1.56/2.02 元/股。剔除股份支付费用影响后，公司 20 年 EPS 为 1.76 元/股，对应 20 年 PE 为 31 倍，和商业模式类似的调味品行业相比，公司估值水平依然不高，我们给予公司 20 年 35 倍 PE，合理价值 61.6 元/股，维持买入评级。

● **风险提示** 产能释放低于预期；成本上涨超预期，食品安全风险。

## 盈利预测:

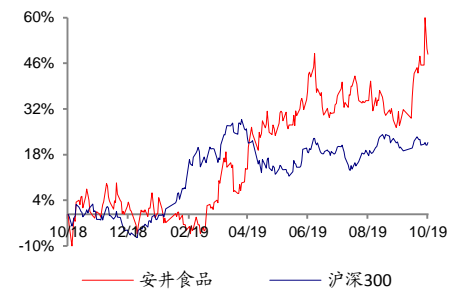
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484	4,259	5,121	6,163	7,368
增长率(%)	16.3	22.2	20.2	20.4	19.5
EBITDA(百万元)	336	456	535	582	737
净利润(百万元)	202	270	322	359	464
增长率(%)	14.1	33.5	19.2	11.3	29.2
EPS(元/股)	0.94	1.25	1.40	1.56	2.02
市盈率(P/E)	25.93	29.42	38.49	34.57	26.75
市净率(P/B)	3.10	3.88	4.65	4.26	3.83
EV/EBITDA	14.58	17.43	21.93	19.48	14.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

当前价格	53.91 元
合理价值	61.6 元
前次评级	买入
报告日期	2019-10-27

## 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):预 2019-10-22

收账款高增长，净利润维持较快增长

安井食品(603345.SH):收 2019-08-06

入超预期，发行可转债提升长期产能

安井食品(603345.SH):成 2019-04-26

本和费用控制良好，净利润超预期

联系人: 陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

公司公布限制性股票激励方案公告，向激励对象定向增发限制性股票633万股，占总股本比例2.88%，授予价格26.97元/股，激励范围233人。点评如下：

## 一、凝聚核心团队利益，考核目标 19-21 年收入 CAGR14%

公司本次激励对象为张清苗、梁晨、唐奕等公司高级管理人员、核心技术（业务）骨干共计233人，授予的限制性股票分3期解除限售，业绩考核要求为：2019年营业收入值不低于50.26亿元，2019-2020年两年累计营业收入值不低于107.75亿元，2019-2021年三年累计营业收入值不低于170.785亿元，即2019-2021年收入复合增速为14%。我们认为本次激励凝聚核心团队利益，有望推动公司收入未来3年收入增速20%左右：（1）公司管理层是职业经理人团队，持股数量较少，本次激励计划有望进一步提升公司高管和核心骨干积极性；（2）公司未来3年华中、华北和四川工厂将相继投产，产能释放将推动收入增长。

## 二、考虑股份支付费用和成本压力，公司利润短期承压

公司首次授予的限制性股票的股份支付费用共9029万元，2019-2022年分别摊销536、6066、1866、560万元，考虑到明年鸡肉、猪肉等原材料价格大概率处于较高位置，明年公司报表端净利润增速将承压。公司近期已经两度提价，根据速冻食品网，公司9月1日已经对含肉产品（收入占比70%+）通过减促销的方式提价3-5%，10月26日起再度对含肉产品提价幅度5-7%，未来原材料价格若继续上涨，公司大概率将继续提价，一定程度上缓解今年四季度和明年成本压力。

## 三、盈利预测和投资建议

我们预计19-21年公司归母净利润分别为3.22/3.59/4.64亿元，同比增长19.24%/11.33%/29.24%，EPS分别为1.40/1.56/2.02元/股。剔除股份支付费用后，公司20年EPS为1.76元/股，对应20年PE为31倍，和商业模式类似的调味品行业相比，公司估值水平依然不高，我们给予公司20年35倍PE，对应剔除股份支付费用后的EPS，可得公司合理价值61.6元/股，维持买入评级。

## 风险提示

产能释放低于预期，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；行业竞争加剧，费用投放超预期；食品安全风险。

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>3,008</b>	<b>3,699</b>	<b>4,483</b>
货币资金	520	792	1,025	1,418	1,879
应收及预付	140	142	178	215	257
存货	804	1,163	1,178	1,438	1,718
其他流动资产	406	626	627	628	629
<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>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,150	1,384	1,461	1,478	1,436
在建工程	87	178	278	178	228
无形资产	88	103	104	104	105
其他长期资产	56	174	126	131	125
<b>资产总计</b>	<b>3,251</b>	<b>4,563</b>	<b>4,977</b>	<b>5,590</b>	<b>6,376</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,495</b>	<b>2,053</b>	<b>1,893</b>	<b>2,260</b>	<b>2,723</b>
短期借款	170	434	0	0	0
应付及预收	1,188	1,455	1,695	2,020	2,435
其他流动负债	137	163	198	241	288
<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>2,311</b>	<b>2,678</b>	<b>3,140</b>
股本	216	216	230	230	230
资本公积	595	595	965	965	965
留存收益	882	1,092	1,324	1,573	1,896
归属母公司股东权益	1,693	2,048	2,667	2,912	3,236
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>4,977</b>	<b>5,590</b>	<b>6,376</b>

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>5,121</b>	<b>6,163</b>	<b>7,368</b>
营业成本	2,569	3,130	3,805	4,624	5,532
营业税金及附加	33	36	46	53	65
销售费用	490	572	637	734	878
管理费用	96	119	136	202	176
研发费用	56	68	87	105	125
财务费用	3	16	27	17	19
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	20	20
<b>营业利润</b>	<b>252</b>	<b>335</b>	<b>401</b>	<b>447</b>	<b>588</b>
营业外收支	11	12	13	14	14
<b>利润总额</b>	<b>263</b>	<b>347</b>	<b>414</b>	<b>461</b>	<b>602</b>
所得税	61	77	92	102	139
<b>净利润</b>	<b>202</b>	<b>270</b>	<b>322</b>	<b>359</b>	<b>464</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>322</b>	<b>359</b>	<b>464</b>
EBITDA	336	456	535	582	737
EPS (元)	0.94	1.25	1.40	1.56	2.02

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>355</b>	<b>296</b>	<b>660</b>	<b>532</b>	<b>728</b>
净利润	202	270	322	359	464
折旧摊销	96	122	126	137	146
营运资金变动	59	-129	222	60	138
其它	-3	32	-10	-24	-19
<b>投资活动现金流</b>	<b>-681</b>	<b>-700</b>	<b>-266</b>	<b>-28</b>	<b>-126</b>
资本支出	-297	-455	-293	-43	-142
投资变动	-390	-260	-3	0	0
其他	7	15	30	15	16
<b>筹资活动现金流</b>	<b>480</b>	<b>656</b>	<b>-162</b>	<b>-112</b>	<b>-141</b>
银行借款	-2	264	-434	0	0
股权融资	601	0	383	0	0
其他	-119	392	-111	-112	-141
<b>现金净增加额</b>	<b>154</b>	<b>252</b>	<b>232</b>	<b>393</b>	<b>461</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>307</b>	<b>461</b>	<b>792</b>	<b>1,025</b>	<b>1,418</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>461</b>	<b>713</b>	<b>1,025</b>	<b>1,418</b>	<b>1,879</b>

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%	20.2%	20.4%	19.5%
营业利润增长	20.5%	33.1%	19.6%	11.5%	31.6%
归母净利润增长	14.1%	33.5%	19.2%	11.3%	29.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.3%	26.5%	25.7%	25.0%	24.9%
净利率	5.8%	6.3%	6.3%	5.8%	6.3%
ROE	12.0%	13.2%	12.1%	12.3%	14.3%
ROIC	13.7%	13.2%	16.7%	19.6%	28.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	47.9%	55.1%	46.4%	47.9%	49.2%
净负债比率	5.2%	17.3%	7.1%	6.3%	5.6%
流动比率	1.25	1.33	1.59	1.64	1.65
速动比率	0.70	0.75	0.95	0.98	1.00
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.22	1.09	1.07	1.17	1.23
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	1.40	1.56	2.02
每股经营现金流	1.64	1.37	2.87	2.31	3.16
每股净资产	7.84	9.48	11.59	12.66	14.07
<b>估值比率</b>					
P/E	25.93	29.42	38.49	34.57	26.75
P/B	3.10	3.88	4.65	4.26	3.83
EV/EBITDA	14.58	17.43	21.93	19.48	14.76

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3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。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3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。
- 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。

## 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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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。