

安井食品 (603345.SH)

新品表现亮眼，提价效应显著

事件：2月22日公司发布2019年业绩快报。2019年公司实现营业收入52.67亿元，同比增加23.66%；实现归母净利润3.73亿元，同比增加38.14%；其中Q4营收17.74亿元，同比增加34.50%；Q4归母净利润为1.35亿元，同比增加82.90%，业绩表现超预期。

Q4收入增长环比加速，主要系新品表现亮眼及提价贡献。Q4公司营收17.75亿，同比增长34.5%，其中价增8-10%，量增15%-17%，环比三季度提速（Q3收入增速16.6%）。我们认为主要系：**1) 新品放量：**公司新品表现亮眼，全年来看蛋饺、手撕红糖馒头、发糕等次新品均有50%以上增长。锁鲜装于8-9月推向市场，作为公司主推产品，锁鲜装全渠道投放，较丸之尊性价比突出，Q4顺利放量。**2) 提价贡献：**受去年以来鱼糜、鸡肉、猪肉等原材料价格持续增长的影响，公司于9月，10月，11月进行三次提价，基本覆盖所有产品，三次综合提价幅度8-10%。提价后渠道和终端接受良好，未影响动销。**3) 春节提前：**2020年春节时间较早，经销商提前备货，部分春节销量在12月反映。

产品提价叠加费用率下降，公司Q4业绩增速远高于收入。公司Q4实现归母净利润1.35亿，若考虑1600万的股权激励费用，净利润约1.5亿，同比增长103%，远高于收入35%的增长。单季度净利率为8.5%，同比提升3pct。**从毛利率来看，**预计公司2019年毛利率同比提升，主要系**1) 新品表现亮眼：**新品利润率通常较高，随着新品占比提升，对毛利率有提高作用。**2) 提价：**公司Q4整体提价幅度8-10%左右，得益于公司前期冻肉，转变原材料结构等前瞻性措施，预计提价在覆盖成本上涨后仍有剩余，对公司利润起到增厚作用。**从费用率来看，**公司全年期间费用率同比下降。随着公司四川，泰州，辽宁等工厂产能的持续提升，虽然销量增长，但是公司平均单箱运输距离下降，物流成本得到节约，整体运费增长幅度不大，促进净利率提升。广告费用方面，由于锁鲜装以及面点新品推广的需要，公司加强在消费者品牌方面的投入，例如12月赞助央视《你好生活》，预计广告费用同比有所增加。综合来看全年期间费用率同比下降。

龙头抗风险能力较强，疫情加速行业集中度提升。疫情对餐饮端影响较大，公司餐饮端占比60%-70%，受影响较大，同时C端销售显著提升，商超渠道出现断货情况。原材料方面公司于2019年四季度采购了淡水鱼浆采购全年的一半用量，原材料供应可以得到保障。目前公司积极调整渠道以及产品结构，优先生产C端产品，尽量提高面点，锁鲜装等断货较多产品产能。渠道方面，优先供应商超，商超经销商。长期来看，公司在规模效应下的成本优势，强渠道优势下持续收割小企业份额，疫情影响下，小企业平稳过度能力较差，行业有望加速洗牌，市占率向品牌企业集中。

盈利预测：受益提价以及新品放量，我们上调公司盈利预测，预计2019-2021年归母净利润分别为3.73/4.07/5.55亿元（若扣除股权激励影响，归母净利润同比增长42.5%，28.5%，19.6%），对应EPS分别为1.62/1.77/2.41元/股，对应2019-2021年市盈率37.8/34.6/25.3倍。上调目标价至75元，对应2020年35倍PE。

风险提示：疫情影响时间有不确定性，原材料价格上涨风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,484	4,259	5,267	6,496	7,904
增长率 yoy (%)	16.3	22.2	23.7	23.3	21.7
归母净利润(百万元)	202	270	373	407	555
增长率 yoy (%)	14.1	33.5	37.8	9.3	36.5
EPS最新摊薄(元/股)	0.88	1.17	1.62	1.77	2.41
净资产收益率(%)	12.0	13.2	15.8	15.0	17.4
P/E(倍)	69.5	52.1	37.8	34.6	25.3
P/B(倍)	8.3	7.4	6.4	5.5	4.6

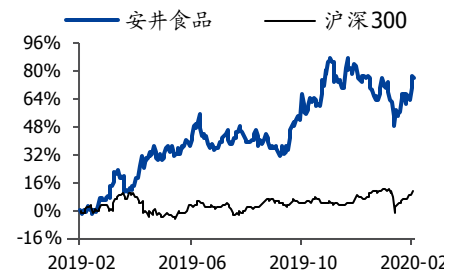
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
最新收盘价	61.17
总市值(百万元)	14,459.16
总股本(百万股)	236.38
其中自由流通股(%)	57.91
30日日均成交量(百万股)	1.19

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 李梦鹏

邮箱：limengxian@gszq.com

相关研究

1、《安井食品(603345.SH)：规模效应强化下的速冻火锅料龙头》2019-10-05

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,870	2,724	3,123	3,485	4,081
现金	520	792	1,055	940	1,265
应收账款	115	117	170	184	246
其他应收款	3	0	4	1	5
预付账款	26	25	38	40	55
存货	804	1,163	1,230	1,694	1,883
其他流动资产	403	626	626	626	626
非流动资产	1,381	1,839	2,104	2,415	2,769
长期投资	0	0	0	0	0
固定投资	1,150	1,384	1,652	1,966	2,308
无形资产	88	103	105	108	112
其他非流动资产	143	352	347	341	349
资产总计	3,251	4,563	5,227	5,900	6,849
流动负债	1,495	2,053	2,474	2,853	3,371
短期借款	170	434	434	434	434
应付账款	597	779	895	1,151	1,352
其他流动负债	728	840	1,145	1,268	1,585
非流动负债	63	463	400	340	280
长期借款	0	354	292	231	172
其他非流动负债	63	108	108	108	108
负债合计	1,557	2,515	2,874	3,192	3,651
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	216	216	230	230	230
资本公积	595	595	595	595	595
留存收益	882	1,092	1,387	1,689	2,096
归属母公司股东收益	1,693	2,048	2,353	2,708	3,198
负债和股东权益	3,251	4,563	5,227	5,900	6,849

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	355	296	717	462	979
净利润	202	270	372	407	555
折旧摊销	96	122	115	143	168
财务费用	3	16	22	21	19
投资损失	-7	-14	-4	-6	-8
营运资金变动	59	-129	212	-102	244
其他经营现金流	1	31	0	0	0
投资活动现金流	-681	-700	-376	-447	-514
资本支出	298	456	265	310	354
长期投资	-390	-260	0	0	0
其他投资现金流	-773	-504	-111	-137	-161
筹资活动现金流	480	656	-78	-130	-139
短期借款	-2	264	0	0	0
长期借款	0	354	-62	-61	-59
普通股增加	54	0	14	0	0
资本公积增加	486	0	0	0	0
其他筹资现金流	-58	38	-30	-70	-80
现金净增加额	154	252	263	-115	325

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,484	4,259	5,267	6,496	7,904
营业成本	2,569	3,130	3,808	4,654	5,694
营业税金及附加	33	36	45	57	70
营业费用	490	572	705	877	1,059
管理费用	152	119	223	384	364
财务费用	3	16	22	21	19
资产减值损失	3	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	7	14	4	6	8
营业利润	252	335	468	510	706
营业外收入	12	15	18	20	15
营业外支出	0	3	2	2	2
利润总额	263	347	484	528	719
所得税	61	77	111	121	164
净利润	202	270	372	407	555
少数股东收益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	202	270	372	407	555
EBITDA	354	495	608	676	888
EPS (元/股)	0.88	1.17	1.62	1.77	2.41

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	16.3	22.2	23.7	23.3	21.7
营业利润 (%)	19.7	33.1	39.5	9.0	38.6
归属母公司净利润 (%)	14.1	33.5	37.8	9.3	36.5
盈利能力					
毛利率 (%)	26.3	26.5	27.7	28.4	28.0
净利率 (%)	5.8	6.3	7.1	6.3	7.0
ROE (%)	12.0	13.2	15.8	15.0	17.4
ROIC	10.3	10.0	11.7	11.6	14.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.9	55.1	55.0	54.1	53.3
净负债比率 (%)	-20.7	-0.2	-10.9	-7.3	-18.1
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.22	1.09	1.08	1.17	1.24
应收账款周转率	31.6	36.8	36.8	36.8	36.8
应付账款周转率	4.4	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.17	1.62	1.77	2.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.38	0.52	3.12	2.01	4.25
每股净资产 (最新摊薄)	7.36	8.27	9.60	11.14	13.27
估值指标 (倍)					
P/E	69.5	52.1	37.8	34.6	25.3
P/B	8.3	7.4	6.4	5.5	4.6
EV/EBITDA	38.9	28.6	22.9	20.7	15.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com