

安井食品

603345

审慎增持 (维持)

收入加速增长，业绩弹性可观

2020年02月23日

相关报告

事件

安井食品公布 2019 年度业绩快报，公司 19 年实现营收 52.67 亿元，同比+23.66%，归母净利 3.73 亿元，同比+38.14%，其中，19Q4 营收 17.73 亿元，同比+34.49%，归母净利 1.35 亿元，同比+83.12%。每股收益为 1.67 元。

点评

产能释放、春节错峰及提价多因素助力收入加速增长。公司19年实现营收52.67亿元，同比+23.66%（Q1: +14.61%; Q2: +25.07%; Q3: +16.59%; Q4: +34.49%）。其中，19Q4收入加速增长主要系：1）春节提前，Q4经销商备货积极；2）公司于Q4对主力产品进行两轮提价，幅度平均在8%左右。从全年看，公司产能持续释放，预计产量较18年的43万吨提升至近50万吨左右，为19年持续高速增长提供支持。从后续看，短期事件对公司餐饮渠道产品销售会形成一定影响，但20年公司河南、四川、湖北等工厂产能将逐步投产（预计合计产能增量将达到10万吨左右，释放量为近年高点），区域市场保持扩张，为收入高增蓄力。

规模化效应+提价，贡献显著业绩弹性。公司19年实现归母净利3.73亿元，同比+38.14%（Q1: +19.60%; Q2: +13.85%; Q3: +34.95%; Q4: +83.12%），19年净利率为7.09%，同比+0.74pct。在成本压力下，公司盈利能力保持行业高位，主要系：1）产品渠道结构灵活调整（产品端降低猪肉类产品占比，渠道端降低高费用的商超端占比）；2）持续提价对冲成本压力（公司自18Q4以来持续提价5轮，且频次和幅度不断加大）；3）产能释放，规模化效应持续显现（单位人工及制造成本预计下降，上游溢价能力提升）。

中长期看点：

- **中期-销地产全国化布局即将完成，市占率有望持续提升。**公司目前主要工厂主要集中在东部沿海地区（厦门2个，江苏2个，辽宁1个），计划以“销地产”模式进行扩张，目前公司华北汤阴工厂已开始投产（年设计产值10亿元，年产10万吨的生产规模），2020年公司将形成7个生产基地，9座工厂的全国化布局，待产能完全释放，总产能预计可达60万吨以上。鉴于华中地区火锅需求旺盛，公司渠道拓展一直较为积极，预计产能全国化布局完毕后，市占率有望持续提升。
- **长期-份额稳固后盈利能力或将渐显。**此前公司在扩大市占率过程中，于成本低位时适度降价，于成本高位时对提价亦相对谨慎，以牺牲部分净利率为代价获得份额增量，从而导致业绩存在波动性。随着公司份额扩大，规模化效应显现带来的成本优势将更为突出，在定价较同业低的情况下，公司亦可享受更高的利润，后续面对成本波动时，业绩稳定性预计优于同业，有望实现龙头强者恒强的良性循环。

分析师：

颜言

yan_yan@xyzq.com.cn

S0190519080006



盈利预测及投资建议:公司目前处于产能释放+全国化布局的中期,未来随着品牌分级及渠道下沉,行业渗透率将不断提升,规模化效应亦将持续显现。我们根据公司2019年业绩快报,调整了盈利预测,预计2019年-2020年公司收入分别为52.7亿元(+23.7%)及65.41亿元(+24.2%),净利润分别为3.7亿元(+38.1%)及4.5亿元(+19.7%),对应2020年2月21日收盘价,公司2019年及2020年PE分别为38x及32x。维持“审慎增持”评级。

风险提示:事件影响,行业竞争加剧,原材料价格上涨

附表

资产负债表

会计年度	单位:百万元			
	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2724	3114	3872	4905
货币资金	792	872	1178	1727
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	117	145	180	221
其他应收款	4	5	6	7
存货	1163	1370	1710	2066
非流动资产	1839	1806	1752	1688
可供出售金融资产	80	80	80	80
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1384	1432	1418	1372
在建工程	178	104	62	39
油气资产	0	0	0	0
无形资产	103	115	126	138
资产总计	4563	4920	5624	6593
流动负债	2053	2103	2424	2926
短期借款	434	69	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	952	1185	1452	1766
其他	666	849	972	1160
非流动负债	463	382	429	425
长期借款	0	0	0	0
其他	463	382	429	425
负债合计	2515	2485	2854	3350
股本	216	230	230	230
资本公积	595	595	595	595
未分配利润	1019	1517	1825	2264
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2048	2435	2770	3242
负债及权益合计	4563	4920	5624	6593

现金流量表

会计年度	单位:百万元			
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	270	373	447	607
折旧和摊销	122	127	137	145
资产减值准备	7	3	5	5
无形资产摊销	11	11	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	5	-7	-12
投资损失	-14	-15	-16	-17
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-129	108	-59	18
经营活动产生现金流量	296	533	557	742
投资活动产生现金流量	-700	-97	-77	-71
融资活动产生现金流量	656	-356	-173	-122
现金净变动	252	79	307	549
现金的期初余额	461	792	872	1178
现金的期末余额	713	872	1178	1727

利润表

会计年度	单位:百万元			
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4259	5267	6541	8067
营业成本	3130	3897	4775	5805
营业税金及附加	36	46	35	52
销售费用	572	700	850	1129
管理费用	119	158	340	339
财务费用	16	5	-7	-12
资产减值损失	7	6	3	4
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	14	15	16	17
营业利润	335	469	561	766
营业外收入	15	17	18	20
营业外支出	3	4	4	5
利润总额	347	481	575	782
所得税	77	108	129	175
净利润	270	373	447	607
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	270	373	447	607
EPS(元)	1.18	1.62	1.94	2.64

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	22.3%	23.7%	24.2%	23.3%
营业利润增长率	33.1%	39.8%	19.8%	36.5%
净利润增长率	33.5%	38.1%	19.7%	35.8%
盈利能力				
毛利率	26.5%	26.0%	27.0%	28.0%
净利率	6.3%	7.1%	6.8%	7.5%
ROE	13.2%	15.3%	16.1%	18.7%
偿债能力				
资产负债率	55.1%	50.5%	50.7%	50.8%
流动比率	1.33	1.48	1.60	1.68
速动比率	0.76	0.83	0.89	0.97
营运能力				
资产周转率	109.0%	111.1%	124.1%	132.1%
应收帐款周转率	34.28	37.47	37.54	37.42
每股资料(元)				
每股收益	1.18	1.62	1.94	2.64
每股经营现金	1.29	2.32	2.42	3.23
每股净资产	8.90	10.59	12.04	14.10
估值比率(倍)				
PE	52.1	37.7	31.5	23.2
PB	6.9	5.8	5.1	4.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn