

股权激励草案梳理，进一步绑定核心管理层利益

买入 (维持)

2019年10月27日

证券分析师 杨默曦

执业证号: S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号: S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,259	5,113	6,129	7,347
同比 (%)	22.2%	20.0%	19.9%	19.9%
归母净利润 (百万元)	270	312	374	449
同比 (%)	33.5%	15%	19.9%	20.1%
每股收益 (元/股)	1.17	1.36	1.63	1.95
P/E (倍)	45.89	39.74	33.16	27.61

事件: 安井发布限制性股票激励草案, 激励对象主要为公司高管和骨干, 共 233 人, 股票数量为 663 万股 (占公司总股本 2.88%), 首次授予价格为每股 26.97 元。

投资要点

■ **股权激励受益面广, 激励力度大。** 本次股权激励涉及对象除总经理、董秘、财务总监外, 还包括中层管理人员/生产骨干/技术骨干/营销骨干各 41/58/25/106 人。三位高管获授 84 万股, 获授股份占此次股权激励的 12.66%, 其他激励对象人均获授 2.39 万股, 股权激励对中层及骨干倾斜力度较大。完成考核目标后, 三个解除限售期可解锁比例分别为 40/30/30%。

■ **考核以收入为主, 费用摊销或一定程度影响利润。** 按照股权激励目标公司 19/20/21 年收入分别需达到 50.26/57.49/63.035 亿元, 对应收入增速为 18/14.4/9.6%, 目标稳健积极。我们认为, 公司以收入为考核指标主要是: 1) 考虑到猪肉等成本波动对利润影响的不确定性, 2) 公司速冻鱼糜/肉制品/米面制品市占率约为 7.9/5.2/1.2%, 仍在市场份额抢占期, 占份额的战略意义更高。此外除公司整体业绩考核指标外, 增设个人行权业绩指标, 激励对象个人当年实际解除限售额度=个人层面解除限售比例 (N) × 个人当年计划解除限售额度。考核本次股权激励累计需摊销费用为 0.9 亿元, 对应 19-22 年每年管理费用摊销为 0.05/0.61/0.19/0.06 亿元, 除税后占 18 年净利润比分别为 1.5/16.8/5.2/1.6%, 整体来看激励费用对 2020 年业绩影响高于其他年份。考虑到激励计划对公司发展产生的正向作用, 激励计划带来的公司业绩提升及公司价值增长或将高于因其产生的费用增加。

■ **渠道端再次提价, 成本管控力不断验证。** 根据我们渠道调研反馈, 公司继 9 月提价后, 10 月底再度发文对渠道调价 5-15 元/件, 目前调价已经执行。针对肉丸等猪肉含量较高的产品价格上调幅度达到 15 元/件, 此外鱼糜制品, 米面肉混合制品主要调价幅度为 5-10 元。9 月中旬至今大部分速冻食品商家已经陆续调价, 我们认为在本轮猪肉成本上涨周期中, 公司能通过成本控制保持较晚提价、较少提价来挖掘市场份额, 能通过有效的提价来缓解成本压力, 挑战即是机遇。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司三剑合璧、餐饮发力, 作为速冻火锅料龙头, 扩展菜肴业务, 长期看好公司龙头市占率提升趋势。考虑到股权激励暂未经股东大会审批通过, 暂不调整盈利预测, 预计 19-21 年公司营收 51/61/73 亿元, 同比 20/20/20%; 归母净利润 3.1/3.7/4.5 亿元, 同比 15/20/20%, 对应 EPS 为 1.36/1.63/1.95 元。当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 40/33/28X, 维持“买入”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	53.91
一年最低/最高价	31.55/58.54
市净率(倍)	4.79
流通 A 股市值(百万元)	7378.99

基础数据

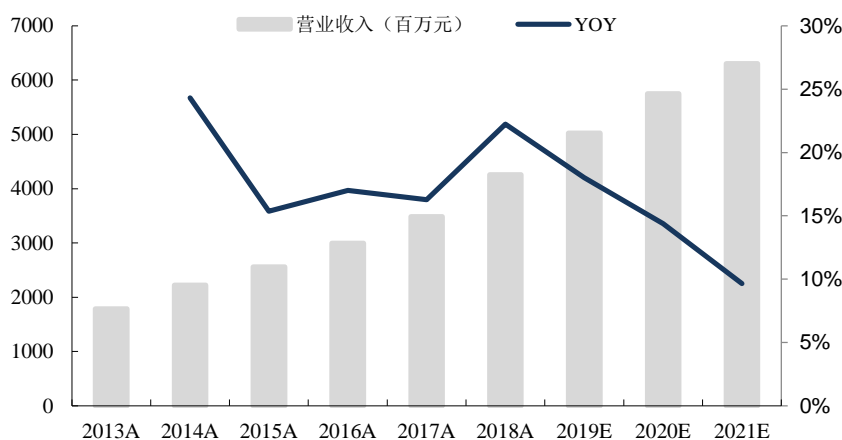
每股净资产(元)	11.25
资产负债率(%)	47.22
总股本(百万股)	230.07
流通 A 股(百万股)	136.88

相关研究

- 1、《安井食品 (603345): 肉制品调整符合预期, Q4 成本压力测试期》2019-10-22
- 2、《安井食品 (603345): 抗波动能力凸显, H2 成本压力有望缓解》2019-08-06
- 3、《安井食品 (603345): 速冻于外, 火热于心》2019-04-29

■ 风险提示：新品推广不佳，食品安全风险，产能投放不及预期。

图 1：股权激励草案对应收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1：各年管理费用分摊

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	合计
需摊销的总费用 (万元)	536.49	6066.35	1865.99	560.26	9029.09
除税后费用/18 年净利润	1.5%	16.8%	5.2%	1.6%	25.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：限制性股票分配比例

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
1	张清苗	董事、总经理	54	8.14%	0.23%
2	梁晨	董事会秘书	15	2.26%	0.07%
3	唐奕	财务总监	15	2.26%	0.07%
中层管理人员及生产、技术、营销骨干 (230 人)			549	82.81%	2.39%
预留部分			30	4.52%	0.13%
合计			663	100.00%	2.88%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3：中层及骨干激励人数 (人)

	中层管理人员	生产骨干	技术骨干	营销骨干	合计
人数	41	58	25	106	230

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

安井食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2724	3105	3454	3947	营业收入	4259	5113	6129	7347
现金	792	1058	963	1232	减:营业成本	3130	3792	4573	5507
应收账款	117	161	172	227	营业税金及附加	36	45	55	64
存货	1163	1220	1654	1806	营业费用	572	670	780	911
其他流动资产	652	666	665	682	管理费用	119	227	268	323
非流动资产	1839	2046	2293	2590	财务费用	16	-3	-10	-17
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	0	0	0
固定资产	1384	1598	1852	2141	加:投资净收益	14	5	7	8
在建工程	178	175	171	174	其他收益	0	0	0	0
无形资产	103	105	108	112	营业利润	335	387	469	567
其他非流动资产	174	168	162	162	加:营业外净收支	12	19	16	14
资产总计	4563	5150	5747	6537	利润总额	347	406	485	582
流动负债	2053	2459	2797	3264	减:所得税费用	77	93	111	133
短期借款	434	434	434	434	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	779	888	1123	1298	归属母公司净利润	270	312	374	449
其他流动负债	840	1137	1240	1532	EBIT	373	415	490	582
非流动负债	463	398	336	275	EBITDA	495	528	627	740
长期借款	354	290	227	166					
其他非流动负债	108	108	108	108	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	2515	2858	3132	3539	每股收益(元)	1.17	1.36	1.63	1.95
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	8.27	9.33	10.73	12.40
					发行在外股份(百万股)	216	230	230	230
归属母公司股东权益	2048	2293	2615	2999	ROIC(%)	10.0%	10.1%	11.0%	11.9%
负债和股东权益	4563	5150	5747	6537	ROE(%)	13.2%	13.6%	14.3%	15.0%
					毛利率(%)	26.5%	25.8%	25.4%	25.0%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	6.3%	6.1%	6.1%	6.1%
经营活动现金流	296	636	386	821	资产负债率(%)	55.1%	55.5%	54.5%	54.1%
投资活动现金流	-700	-314	-378	-447	收入增长率(%)	22.2%	20.0%	19.9%	19.9%
筹资活动现金流	656	-56	-103	-105	净利润增长率(%)	33.5%	15.5%	19.9%	20.1%
现金净增加额	252	265	-94	269	P/E	45.89	39.74	33.16	27.61
折旧和摊销	122	113	137	158	P/B	6.52	5.78	5.02	4.35
资本开支	456	206	247	297	EV/EBITDA	25.21	23.15	19.55	16.12
营运资本变动	-129	218	-109	239					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

