安井食品（603345）

提价推新促业绩超预期，看好疫情加速行业整合

买入（维持）

2020 年 02 月 23 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	5,267	6,314	7,555
同比（%）	22.2%	23.7%	19.9%	19.7%
归母净利润（百万元）	270	373	456	543
同比（%）	33.5%	37.9%	22.3%	19.1%
每股收益（元/股）	1.14	1.58	1.93	2.30
P/E（倍）	53.50	38.79	31.71	26.63

事件：公司发布 19 年业绩预告，19 年实现营业收入 52.67 亿元，同比增长 23.66%，归母净利 3.73 亿元，同比增长 38.14%；其中，19Q4 实现营业收入 17.73 亿元，同比增长 34.49%，归母净利 1.35 亿元，同比增长 83%。

投资要点

- **收入增长环比加速，业绩再超预期。**19 年公司实现营收 52.67 亿元，同增 23.66%；其中 19Q4 营收 17.73 亿元，同增 34.49%。渠道调研了解到，因原材料成本上涨，公司 9 月通过减少促销力度变相提价 2-5%，10 月直接提价 7-8%，11 月直接提价 4-5%，考虑到每次提价产品覆盖面约为 70%以及提价时点，预计提价对 Q4 收入增速贡献约 10%+，提价利好将进一步在 20 年释放。公司于 19 年 9 月推出真空锁鲜装新品，通过全国 14 家电台+央视+终端活动等综合立体宣传，认可度高，部分地区出现断货，预计 19 年销售约 5000 万，20 年将贡献增长动力。预计提价基本覆盖成本，毛利率下滑将得到控制，销售费用率预计下降约 1-3pct，此外，因可转债于 19 年中摘牌，预计 Q4 财务费用同比有所下降。19Q4 归母净利 1.35 亿元，同增 83.12%；归母净利率 7.62%，同增 2pct。

- **疫情影响有限，利好 C 端扩张、驱动 B 端变革。生产端，**我们草根调研了解到，公司各地工厂陆续复工，2.20 日河南工厂也正式投产运营，由于生产人员陆续返工中，目前工厂产能利用率 60-70%左右。**消费端，疫情期间出现 C 端速冻食品抢购潮，**作为火锅料龙头，品牌效应加持下预计增速领跑行业，草根调研亦显示 KA 渠道公司产品供不应求，疫情将加速消费者对安井 C 端产品认可度，市占率有望在疫情催化下加速提升。**B 端危中生机，餐饮工业化趋势或将加速。**此次疫情中，餐饮行业受挫最严重。中国烹饪协会数据显示，受访餐饮企业 20Q1 成本中人工占比达到 59%，构成主要成本负担。我们认为伴随餐饮供应链的逐步完善，疫情后半成品菜在餐饮业中的运用比率或将提升。疫情期间尤其是春节期间，烹饪协会调研企业中 93%关闭门店，其中 73%关闭所有门店，行业冲击大。而我国餐饮业连锁化率不足 1%，抗风险能力差的中小企业占主体，面对人工、房租、货款、原材料过期等压力，面临现金流断裂风险。预计此次疫情将加速中小餐饮门店出清，带动餐饮连锁化率提高，而下游的集中将进一步推动上游餐饮半成品集中。

- **盈利预测与投资评级：**公司三剑合璧、餐饮发力，长期看好龙头市占率提升。管理上领先行业，公司股权激励方案对中层及骨干倾斜力度较大，进一步激发动力。预计 19-21 年公司营收 53/63/76 亿元，同比 24/20/20%；归母净利 3.7/4.6/5.4 亿元，同比 38/22/19%。当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 39/32/27，维持“买入”评级。

- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	61.17
一年最低/最高价	33.61/66.66
市净率(倍)	5.59
流通 A 股市值(百万元)	8372.71

基础数据

每股净资产(元)	10.95
资产负债率(%)	47.22
总股本(百万股)	236.38
流通 A 股(百万股)	136.88

相关研究

1、《安井食品（603345）：股权激励草案梳理，进一步绑定核心管理层利益》2019-10-28
2、《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
3、《安井食品（603345）：抗波动能力凸显，H2 成本压力有望缓解》2019-08-06

安井食品三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**2724**	**3142**	**3494**	**4164**
现金	792	1064	866	1372
应收账款	117	170	172	237
存货	1163	1240	1791	1870
其他流动资产	652	668	665	684
非流动资产	**1839**	**2099**	**2347**	**2648**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1384	1647	1908	2202
在建工程	178	179	175	178
无形资产	103	105	108	112
其他非流动资产	174	168	156	156
资产总计	**4563**	**5240**	**5841**	**6812**
流动负债	**2053**	**2487**	**2746**	**3302**
短期借款	434	434	434	434
应付账款	779	902	1096	1317
其他流动负债	840	1151	1216	1551
非流动负债	**463**	**400**	**337**	**276**
长期借款	354	292	229	168
其他非流动负债	108	108	108	108
负债合计	**2515**	**2887**	**3083**	**3578**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2048	2353	2757	3233
负债和股东权益	**4563**	**5240**	**5841**	**6812**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	296	694	315	1068
投资活动现金流	-700	-369	-389	-456
筹资活动现金流	656	-53	-125	-106
现金净增加额	252	272	-198	506
折旧和摊销	122	115	141	163
资本开支	456	259	254	301
营运资本变动	-129	215	-293	389

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**4259**	**5267**	**6314**	**7555**
减:营业成本	3130	3823	4545	5492
营业税金及附加	36	46	56	67
营业费用	572	706	846	1005
管理费用	119	232	278	328
财务费用	16	-3	19	-18
资产减值损失	7	0	0	0
加:投资净收益	14	5	7	8
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**335**	**468**	**576**	**690**
加:营业外净收支	12	15	15	13
利润总额	**347**	**484**	**591**	**703**
减:所得税费用	77	111	135	160
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**270**	**373**	**456**	**543**
EBIT	373	493	597	702
EBITDA	495	608	738	865

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	1.14	1.58	1.93	2.30
每股净资产(元)	8.05	9.34	11.05	13.07
发行在外股份(百万股)	216	230	236	236
ROIC(%)	10.0%	11.7%	12.9%	13.6%
ROE(%)	13.2%	15.8%	16.5%	16.8%
毛利率(%)	26.5%	27.4%	28.0%	27.3%
销售净利率(%)	6.3%	7.1%	7.2%	7.2%
资产负债率(%)	55.1%	55.1%	52.7%	52.5%
收入增长率(%)	22.2%	23.7%	19.9%	19.7%
净利润增长率(%)	33.5%	37.9%	22.3%	19.1%
P/E	53.50	38.79	31.71	26.63
P/B	7.60	6.55	5.54	4.68
EV/EBITDA	28.59	22.85	19.01	15.56

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