

日期: 2020年10月27日

行业: 食品饮料



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

## 基本数据 (2020.10.26)

报告日股价 (元)	165.00
12mth A 股价格区间 (元)	51.47-196.56
总股本 (百万股)	236.67
无限售 A 股/总股本	97.21%
流通市值 (亿元)	379.61
每股净资产 (元)	13.57
PBR (X)	12.16

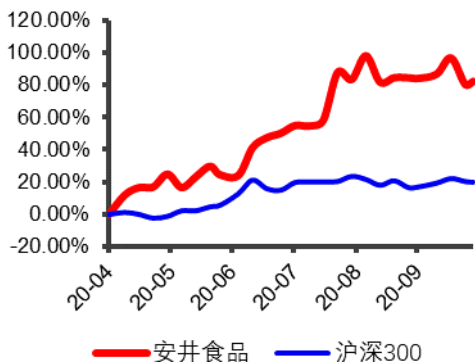
## 主要股东 (2020Q3)

新疆国力民投	39.37%
刘鸣鸣	7.02%
张清苗	3.84%
黄建松	1.68%
黄建联	1.59%

## 收入结构 (2020Q3)

速冻鱼糜制品	40.17%
速冻肉制品	25.46%
速冻面米制品	25.21%
速冻菜肴	9.05%
其他	0.11%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## Q3 业绩高速增长, 龙头地位加固

## ■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报, 前三季度实现营收44.85亿元/+28.39%, 归属净利润为3.79亿元/+59.17%, 扣非归属净利润为3.40亿元/+59.40%。其中Q3营收16.33亿元/+40.99%, 归属净利润1.19亿元/+63.26%, 扣非归属净利润1.08亿元/+68.92%。

## ■ 事项点评

## Q3 速冻火锅料高速增长, 渠道策略效果颇佳

分产品看, 前三季度公司速冻鱼糜、速冻肉制品收入 18.02/11.42 亿元, 同增 38.27%/32.69%, 其中 Q3 同增 54.51%/52.81%, 速冻火锅料加速增长, 我们认为一是疫情催化了速冻食品消费, C 端家庭食用习惯延续, 行业景气度高; 二是去年 9 月推出的面向家庭消费的锁鲜装系列新品匹配中高端消费需求, 加快放量; 三是餐饮业经营恢复常态, 公司 B 端业务逐渐修复; 四是 Q3 促销力度减弱。前三季度速冻面米制品收入 11.31 亿元, 同增 17.44%, 其中 Q3 同增 18.91%, 保持稳健增长。前三季度速冻菜肴收入 4.06 亿元, 同增 12.82%, 其中 Q3 同增 27.06%, 仍处于培育期。分渠道看, 公司今年实施“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道策略, 前三季度商超/电商收入 6.15/0.47 亿元, 同增 56.13%/151.36%, 其中 Q3 同增 43.55%/189.94%, 主要系疫情加快消费者教育, 公司顺应趋势调整渠道策略, 加强了商超 (尤其是 BC 类超市)、电商渠道建设; 前三季度经销商收入 37.29 亿元/+24.08%, 其中 Q3 同增 39.02%, 期末全国经销商数量达 956 家, 全年/Q3 分别新增 274/71 家, 增量主要分布在华东、华南、华北、西南等区域, 加大全国化开发的同时对华东根据地市场也持续深耕, Q3 全国多个区域营收增速达 30-40% 以上。

## 提价+产品结构优化助推毛利率上升, 盈利弹性持续显现

前三季度公司毛利率为 27.8%/+2.9pct, 其中 Q3 毛利率为 26.5%/+2.6pct, 我们认为一是去年的提价效应延续, 二是高毛利的锁鲜装产品占比提升带来的产品结构优化助推了毛利率上升。前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.59%/4.53%/1.16%/0.11%, 同比-0.37/+1.78/-0.27/-0.06pct, 管理费用率上升主要系股权激励费用摊销。受益于毛利率提升, 公司盈利水平大幅提升, 前三季度净利率同比提高 1.64pct 至 8.45%, Q3 净利率同比提高 0.98pct 至 7.29%。

## 安井是速冻火锅料行业龙头

安井是速冻火锅料行业龙头: (1) 产能领先。公司在全国拥有 8 个生产基地、10 个工厂, 20 年规划产能约达 56 万吨, 远超同行, 且率先实现了全国化的生产布局。根据我们测算, 20-23 年仍是公司产能快速扩张期, 产能复合增速约为 15-20%; 24-26 年公司前期投入产能逐渐达产, 产能呈低个位数增长。(2) 产品采用高质中高价定价策略+大单品的推广策略, 突出性价比。公司目前有多个过亿大单品, 去年在业内率先推出锁鲜装新品, 成功卡位中高端价格带, 销售额迅速攀升。(3) 销地产模式降低费用率。速冻食品货值低、冷链运输费用高, 公司采取销地产模式, 有效降低了运输费率, 从而在终端积累价

格优势。今年公司在 B 端和 C 端同步发力，加大了各类超市、生鲜门店、社区团购、电商平台的渠道开发，并在去年重点开发 BC 超市经销商的基础上，继续加大此类渠道的开发力度，B 端和 C 端的渠道结构日趋完善。

### ■ 投资建议

我们预计公司2020-2022年归属净利润为5.53/7.61/9.88亿元，对应EPS分别为2.34/3.22/4.17元/股，对应PE分别为71/51/40倍（按2020/10/26收盘价计算）。疫情加速了家庭端速冻食品消费的习惯培养，参考日本速冻食品行业发展历史，餐饮业连锁化发展也将驱动速冻食品消费，我们认为B端和C端的速冻食品需求有望保持景气。安井作为速冻火锅料行业龙头，业绩持续高于行业增长，市场份额不断提升；速冻面米制品差异化发展，未来随着投建产能逐步释放，有望保持较快增长。我们看好公司的成长前景，首次覆盖，给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

疫情反复风险、原材料成本上涨风险、新品销售不及预期、市场竞争加剧风险、食品安全风险等。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5266.66	6648.74	8191.67	9942.49
年增长率		26.24%	23.21%	21.37%
归属于母公司的净利润	373.34	552.54	761.24	987.88
年增长率		48.00%	37.77%	29.77%
每股收益 (元)	1.58	2.33	3.22	4.17
PER (X)	104.6	70.7	51.3	39.5

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2020/10/26收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	756	997	1229	1491
应收和预付款项	209	237	314	354
存货	1733	1811	2529	2713
其他流动资产	633	632	632	632
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	1997	2327	2569	2726
无形资产和开发支出	150	133	115	98
其他非流动资产	206	143	132	132
<b>资产总计</b>	<b>5685</b>	<b>6281</b>	<b>7520</b>	<b>8147</b>
短期借款	340	610	541	41
应付和预收款项	2405	2511	3244	3626
长期借款	0	0	0	0
其他负债	196	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>2941</b>	<b>3120</b>	<b>3785</b>	<b>3667</b>
股本	236	236	236	236
资本公积	1098	1097	1097	1097
留存收益	1320	1827	2401	3147
归属母公司股东权益	2744	3161	3735	4481
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2744</b>	<b>3161</b>	<b>3735</b>	<b>4481</b>
负债和股东权益合计	5685	6281	7520	8147

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	577	1017	1080	1556
投资活动产生现金流量	-568	-615	-590	-565
融资活动产生现金流量	-31	128	-258	-728
<b>现金流量净额</b>	<b>-22</b>	<b>530</b>	<b>231</b>	<b>263</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5267</b>	<b>6649</b>	<b>8192</b>	<b>9942</b>
营业成本	3910	4785	5859	7077
营业税金及附加	39	49	60	73
营业费用	647	765	917	1114
管理&研发费用	227	372	410	457
财务费用	8	6	3	-15
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	12	15	15	15
其他收益	19	20	20	20
<b>营业利润</b>	<b>468</b>	<b>707</b>	<b>978</b>	<b>1271</b>
营业外收支净额	16	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>484</b>	<b>717</b>	<b>988</b>	<b>1281</b>
所得税	111	164	226	293
净利润	373	553	761	988
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>373</b>	<b>553</b>	<b>761</b>	<b>988</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.76%	28.03%	28.47%	28.82%
EBIT/销售收入	8.98%	10.87%	12.09%	12.74%
销售净利率	6.90%	8.31%	9.29%	9.94%
ROE	13.25%	17.48%	20.38%	22.05%
资产负债率	49.72%	50.59%	51.10%	45.64%
流动比率	1.17	1.18	1.24	1.42
速动比率	0.48	0.58	0.56	0.66
总资产周转率	1.01	1.08	1.11	1.24
应收账款周转率	31.09	34.62	32.34	34.61
存货周转率	2.26	2.64	2.32	2.61

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。