

日期: 2021年01月26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 (2021.1.25)

报告日股价 (元)	218.70
12mth A 股价格区间 (元)	51.47-218.70
总股本 (百万股)	236.67
无限售 A 股/总股本	98.27%
流通市值 (亿元)	508.68
每股净资产 (元)	13.57
PBR (X)	16.12

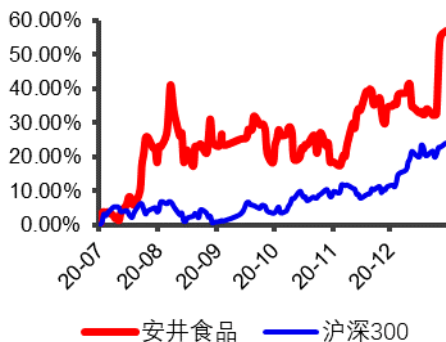
## 主要股东 (2020.12.11)

新疆国力民投	39.37%
刘鸣鸣	6.54%
张清苗	3.67%
黄建松	1.64%

## 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



## 相关报告:

《安井食品 (603345) 2020 年三季报点评: Q3 业绩高速增长, 龙头地位加固》

# 业绩超预期, Q4 收入延续高增, 锁鲜装带动盈利水平提升

## ■ 公司动态事项

公司发布2020年业绩预告, 预计全年实现营收约69.65亿元, 同增约32.24%, 归属净利润约为6亿元, 同增约60.86%, 扣非归属净利润约为5.5亿元, 同增约64.18%。

## ■ 事项点评

### 业绩超预期, Q4 收入延续高增, 盈利水平稳步提升

根据公告, 我们估算 20Q4 公司实现营收约 24.8 亿元, 同增约 39.9%, 延续了 Q3 的高增长态势, 我们认为一是冻品传统消费旺季来临, 公司产品热销、销量快速增长, 同时锁鲜装放量, 产品结构升级推升吨价, 量价齐升下促使 Q4 收入保持高增; 二是从 Q3 开始 B 端餐饮需求逐步企稳恢复, 预计 B 端收入贡献有所好转。估算 20Q4 公司归属净利润约为 2.21 亿元, 同增约 63.7%, 季度净利率约 8.9%、全年净利率约 8.6%, 分别较去年同期提高 1.3 和 1.5 个百分点, 盈利水平稳步提升。我们认为主要系高毛利的锁鲜装产品占比不断上升, 带动毛利率持续提升。展望 21 年, 随着锁鲜装或其他新品等产品占比进一步提高及公司加强对上游原料的掌控, 综合毛利率仍有上升空间; 费用精细化管控、有侧重, 渠道下沉等开支预计增加, 而股权激励费用将减少, 预计在规模效应下, 费用率保持平稳或小幅下降。

### 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) 产能领先且仍较快扩张。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。目前公司在建的产能包括河南二期、湖北一期、四川二期、辽宁二期, 佛山工厂即将开工建设, 基本实现了全国化布局 1.0 版。根据公司公告, 我们测算 20-23 年仍是公司产能快速扩张期, 预计产能复合增速约为 15-20%。(2) 奉行大单品策略, 锁鲜装放量增长。公司目前有多个过亿大单品, 19 年下半年在业内率先推出锁鲜装产品, 顺应 C 端消费升级趋势, 20 年一方面迭代了产品 SKU, 另一方面加快了在 KA、BC 及农贸市场等多渠道的铺货, 产品迎来放量增长阶段, 也推动毛利率上行。同时, 公司发力发面类主食产品, 推出馅饼等新品, 践行差异化发展战略。此外, 公司持有冻品先生 70% 股权, 开展火锅周边产品如水发系列(毛肚、黄喉等)、黑鱼片等预制菜的研产销。(3) 销地产模式降低费率。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。渠道端公司从“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”调整为“BC 兼顾、双轮驱动”, 加大了 BC 类超市经销商的开发力度, 20 年净增了 300 余家的 BC 类经销商, B 端和 C 端渠道同步发力, 全面提升全区域、全渠道大单品竞争力, 从而不断提高市占率。

## ■ 投资建议

由于公司业绩超预期, 我们调整盈利预测, 预计公司 2020-2022 年归属净利润分别为 5.95/8.06/10.41 亿元, 对应 EPS 分别为 2.52/3.40/4.40 元/股 (前次为 2.34/3.22/4.17 元/股), 对应 PE 分别为 87/64/50 倍 (按 2021/1/25

收盘价计算)。维持“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	6962.39	8691.81	10592.68
年增长率		32.20%	24.84%	21.87%
归属于母公司的净利润	373.34	595.44	805.70	1040.80
年增长率		59.49%	35.31%	29.18%
每股收益 (元)	1.58	2.52	3.40	4.40
PER (X)	138.6	86.9	64.2	49.7

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2021/1/25 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	756	1044	1304	1589
应收和预付款项	209	258	326	385
存货	1733	1970	2636	2959
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>6507</b>	<b>7715</b>	<b>8522</b>
短期借款	340	606	542	9
应付和预收款项	2405	2708	3371	3927
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>3315</b>	<b>3914</b>	<b>3935</b>
股本	236	236	236	236
资本公积	1098	1097	1097	1097
留存收益	1320	1859	2467	3253
归属母公司股东权益	2744	3193	3801	4587
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2744</b>	<b>3193</b>	<b>3801</b>	<b>4587</b>
负债和股东权益合计	5685	6508	7715	8522

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	1074	1113	1623
投资活动产生现金流量	-568	-611	-590	-565
融资活动产生现金流量	-31	115	-263	-772
<b>现金流量净额</b>	<b>-22</b>	<b>577</b>	<b>259</b>	<b>285</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>6962</b>	<b>8692</b>	<b>10593</b>
营业成本	3910	5000	6218	7553
营业税金及附加	39	51	64	78
营业费用	647	794	973	1186
管理&研发费用	227	390	435	487
财务费用	8	5	2	-17
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	12	15	15	15
其他收益	19	25	20	20
<b>营业利润</b>	<b>468</b>	<b>762</b>	<b>1035</b>	<b>1340</b>
营业外收支净额	16	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>484</b>	<b>772</b>	<b>1045</b>	<b>1350</b>
所得税	111	177	239	309
净利润	373	595	806	1041
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>595</b>	<b>806</b>	<b>1041</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	25.76%	28.19%	28.46%	28.69%
EBIT/销售收入	8.98%	11.17%	12.04%	12.58%
销售净利率	6.90%	8.55%	9.27%	9.83%
ROE	13.25%	18.65%	21.20%	22.69%
资产负债率	49.72%	51.84%	51.49%	46.80%
流动比率	1.17	1.18	1.25	1.41
速动比率	0.48	0.56	0.56	0.64
总资产周转率	1.01	1.09	1.14	1.26
应收账款周转率	31.09	33.29	33.00	33.90
存货周转率	2.26	2.54	2.36	2.55

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。