

安井食品（603345）

公司研究/点评报告

境外收购及境内新建产能，进一步打开成长空间

——安井食品（603345）对外收购及投建生产基地点评

点评报告/食品饮料行业

2021年3月30日

一、事件概述

3月29日，公司发布公告将收购 Oriental Food Express Limited 部分股份并投建山东、泰安生产基地项目。

二、分析与判断

➤ 收购 Oriental Food Express Limited 控制权，实现境外扩张

根据收购协议，公司计划以 273.15 万英镑购买 Oriental Food Express Limited 公司（下称“标的企业”）57.5%的股份，并同步向标的企业增资 250 万英镑。交易完成后公司将持有标的企业 69.9859%股份。收购完成后公司有权提名总董事人数的 2/3，将成为标的企业实际控制人。标的企业注册地为英国什罗普郡，主要业务为生产、采购及销售冷冻火锅肉卷、冷冻水饺、冷冻小笼包等速冻食品，主要市场为英国及欧洲。标的企业 2019 全年/2020 前三季度总资产分别为 226.18/359.75 万英镑，净资产分别为 89.65/164.56 万英镑；实现营业收入 551.31/528.02 万英镑；实现净利润 41.15/60.32 万英镑。按照公司支付 523 万英镑整体对价获得 68.9859%股份计算，基于 2019/2020 年财务数据（假设 2020 年营收、净利润为前三季度数据*4/3）的收购 PS 分别为 1.36/1.06 倍；PE 分别为 18.16/9.29 倍。公司支付对价所对应的估值水平显著低于国内速冻食品企业整体 53 倍的 PE 水平（基于 2020 年 Wind 一致预测数据计算）。公司本次收购标的的体量不大，目的是试水速冻主业境外扩张，并尝试国际化战略。本次收购可以贴近英国市场与华人客户，并了解当地华人对速冻食品的需求，进而拓展在英国乃至欧洲市场的业务，进一步提升品牌认知度，提升国际化水平。

➤ 拟投建山东、泰安生产基地，新产能供应当地及周边市场

公司近期公布了江苏泰州三期和山东德州两个生产基地的建设项目规划。其中，泰州安井三期项目，总投资规模约 7 亿元，项目包括年产 10 万吨速冻调制食品生产车间、总库容达 3.5 万吨的物流中心（配套冷库和干库）及研发中心综合大楼；山东德州生产基地项目，总投资规模约 13.6 亿元人民币。项目达产后预计年产速冻食品 20 万吨，主要生产火锅料制品、面米制品、菜肴制品等速冻调制食品，未来产品将主要供应山东及周边市场。上述两个项目符合公司“销地产”战略布局，项目建设有利于提升公司产品在当地市场占有率，提高规模效应和市场反应速度。根据 2019 年报，公司共生产各类产品 51.34 万吨，上述两个项目达产后，有望在 2019 年基础上提升 60%左右产量，公司产能将得到大幅扩张。

➤ 产能增长叠加渠道优化，中长期成长后劲充足

除泰州及山东基地建设外，目前公司前期发行两期可转债，投向是四川、湖北等新工厂建设。未来公司年均新增产能有望高于行业整体增速，叠加产品结构持续优化，公司收入端仍有望保持较高增速。渠道端，目前公司在全国共划分 8 个大区，拥有 36 个联络处。2020 年预计将增加 200 家左右的经销商，经销商数量将超过 900 家。总体看，公司销售渠道已完成全国性覆盖，伴随新产能投产，产能调配有望进一步优化，从生产端到销售端的时间及运输成本有望持续下降。

推荐

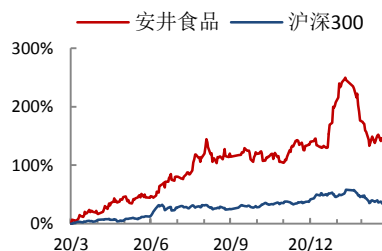
维持评级

当前价格：205.86 元

交易数据 2021-3-29

近 12 个月最高/最低	269.13/80.31
总股本（百万股）	244.42
流通股本（百万股）	240.34
流通股比例（%）	98%
总市值（亿元）	503.17
流通市值（亿元）	494.76

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003
电话：0755-22662016
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 安井食品（603345）2020 年三季报点评：20Q3 景气度维持高位，全年业绩高增可期
2. 安井食品（603345）2020 年半年报点评：2020H1 业绩表现靓丽，景气度维持高位

三、盈利预测与投资建议

考虑到公司营销、产能两端发力，我们上调此前盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 69.65/84.47/99.38 亿元，同比+32.2%/+21.3%/+17.7%；实现归母净利润 6.00/7.57/9.05 亿元，同比+60.8%/+26.1%/+19.7%，对应 EPS 为 2.54/3.20/3.83 元，目前股价对应 PE 为 81/64/54 倍。目前公司估值高于速冻食品行业 21 年 43 倍的整体估值，考虑到公司主业景气度高企，业绩增速保持高位，未来成长性较好，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

业务扩张速度不及预期，消费者消费意愿下降，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,267	6,965	8,447	9,938
增长率（%）	23.7%	32.2%	21.3%	17.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	373	600	757	905
增长率（%）	38.1%	60.8%	26.1%	19.7%
每股收益（元）	1.67	2.54	3.20	3.83
PE（现价）	123.3	81.1	64.3	53.7
PB	17.7	14.6	12.2	10.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,267	6,965	8,447	9,938
营业成本	3,910	5,001	6,039	7,085
营业税金及附加	39	55	64	77
销售费用	647	863	1,035	1,207
管理费用	152	198	242	283
研发费用	75	105	124	148
EBIT	445	744	943	1,137
财务费用	8	7	6	6
资产减值损失	0	2	1	2
投资收益	12	12	12	12
营业利润	468	761	964	1,155
营业外收支	16	14	15	14
利润总额	484	775	979	1,170
所得税	111	174	222	264
净利润	373	600	757	905
归属于母公司净利润	373	600	757	905
EBITDA	594	896	1,115	1,323
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	756	1421	1528	2819
应收账款及票据	169	208	262	302
预付款项	34	42	52	61
存货	1733	1692	2616	2341
其他流动资产	72	72	72	72
流动资产合计	3331	3998	5098	6158
长期股权投资	0	12	24	36
固定资产	1514	1697	1853	2022
无形资产	150	174	205	232
非流动资产合计	2353	2740	3026	3281
资产合计	5685	6738	8124	9439
短期借款	340	340	340	340
应付账款及票据	1230	1547	1884	2201
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2745	3200	3953	4493
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	194	194	194	194
非流动负债合计	196	196	196	196
负债合计	2941	3396	4149	4689
股本	236	236	236	236
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2744	3341	3974	4750
负债和股东权益合计	5685	6738	8124	9439

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	23.7%	32.2%	21.3%	17.7%
EBIT 增长率	33.1%	67.2%	26.8%	20.5%
净利润增长率	38.1%	60.8%	26.1%	19.7%
盈利能力				
毛利率	25.8%	28.2%	28.5%	28.7%
净利率	7.1%	8.6%	9.0%	9.1%
总资产收益率 ROA	6.6%	8.9%	9.3%	9.6%
净资产收益率 ROE	13.6%	18.0%	19.0%	19.1%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.9
现金比率	0.5	0.6	0.5	0.8
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	9.8	9.8	9.8	9.8
存货周转天数	133.3	123.2	128.3	125.7
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	1.7	2.5	3.2	3.8
每股净资产	11.6	14.1	16.8	20.1
每股经营现金流	2.4	5.0	2.8	7.8
每股股利	0.5	0.5	0.5	0.5
估值分析				
PE	123.3	81.1	64.3	53.7
PB	17.7	14.6	12.2	10.2
EV/EBITDA	74.7	49.2	39.7	32.5
股息收益率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	373	600	757	905
折旧和摊销	145	154	172	188
营运资金变动	38	452	(240)	768
经营活动现金流	568	1,186	669	1,841
资本开支	606	397	431	414
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	(568)	(397)	(431)	(414)
股权募资	170	0	0	0
债务募资	(100)	0	0	0
筹资活动现金流	(31)	(124)	(130)	(136)
现金净流量	(30)	665	108	1,291

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。