

安井食品 (603345)

公司研究/点评报告

2020 年收入高速增长，核心产品量价齐升

——安井食品 (603345) 2020 年年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 13 日

一、事件概述

4 月 12 日公司发布 2020 年年报，报告期内公司实现营收 69.65 亿元，同比+32.25%；实现归母净利润 6.04 亿元，同比+61.73%；实现基本 EPS 为 2.61 元。公司拟每股派发现金红利 0.74 元（含税）。

二、分析与判断

业绩保持高速增长，产品结构持续改善，核心产品量价齐升

2020 年公司实现营收/归母净利润 69.65/6.04 亿元，同比分别+32.25%/+61.73%；合 20Q4 单季度实现营收/归母净利润 24.80/2.25 亿元，同比分别+39.85%/+66.24%。总体看，公司按照“全渠道、全区域、大单品”的经营策略和“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道策略，B 端和 C 端渠道同步发力，全面提升全渠道大单品竞争力。同时，公司不断优化商业模式，提升公司管理水平，降低生产成本、期间费用比。

分产品看，2020 年面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 16.62/17.98/28.26/6.73 亿元，同比分别+19.72%/+36.16%/+40.98%/+23.26%；合 20Q4 实现营收分别为 5.31/6.56/10.24/2.67 亿元，同比分别+24.89%/+42.66%/+46.02%/+43.46%。总体看，公司各主要产品营收均保持高速增长。

分销量及单价看，2020 年面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别销售 16.04/13.49/21.73/7.09 万吨，同比分别+11.72%/+23.98%/+25.31%/+11.53%；分别实现销售均价 10356/13324/13004/9491（元/吨），同比分别+7.17%/+9.83%/+12.51%/+10.51%。公司核心产品实现量价齐升，主业经营稳健。

分地区看，2020 年东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区分别实现营收 6.52/8.34/35.45/5.80/6.72/2.15/4.67 亿元，同比+32.04%/+37.11%/+26.54%/+34.64%/+39.67%/+54.87%/+49.56%。合 20Q4 单季度分别实现营收 2.40/2.80/12.32/2.06/2.56/0.83/1.83 亿元，同比分别+38.81%/+38.60%/+33.43%/+34.51%/+50.32%/+71.12%/+77.41%。公司各大区域均保持收入端高速增长。

分渠道看，2020 年公司经销商/商超/特通/电商渠道分别实现收入 58.70/8.42/1.63/0.90 亿元，同比分别+29.60%/+43.83%/+34.78%/+188.61%；合 Q4 单季度分别实现收入 21.40/2.28/0.69/0.43 亿元，同比分别+40.49%/+18.59%/+51.48%/+244.98%。经销商渠道仍然是公司的核心销售渠道，但占比略有下滑。特通、电商渠道实现高速增长。

各主要产品毛利率保持稳定，新收入准则影响销售费用率及毛利率

2020 年公司毛利率为 25.68%，同比-0.08ppt（20Q4 为 21.91%，同比-5.45ppt），主要原因是执行新收入准则，物流费用计入营业成本拉低毛利率。其中面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品毛利率分别为 27.8%/24.75%/25.87%/21.97%，同比分别-0.97/+1.96/+1.02/-6.85ppt。

2020 年公司期间费用率为 14.61%，同比-2.12ppt（20Q4 为 9.61%，同比-7.96ppt）。其中销售费用率为 9.25%，同比-3.04ppt（Q4 为 4.99%，同比-7.90ppt），原因是执行新收入准则导致物流费用计入营业成本；管理费用率（含研发费用）为 5.31%，同比+1.01ppt（Q4 为 4.64%，同比+0.08ppt），原因是本期分摊股份支付费用；财务费用率 0.06%，同比-0.09ppt（Q4 为-0.02%，同比-0.13ppt），原因是利息支出减少、利息收入增加所致。

推荐

维持评级

当前价格：

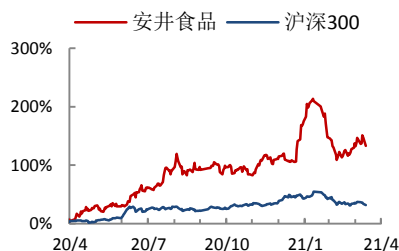
209.06 元

交易数据

2021-4-12

近 12 个月最高/最低	269.13/91.98
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）	510.99
流通市值（亿元）	502.46

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

- 安井食品 (603345) 2020 年三季度报点评：20Q3 景气度维持高位，全年业绩高增可期
- 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

► 对外收购叠加产能增长，中长期成长后劲充足

2021年3月公司公告对外投资，计划收购 Oriental Food Express Limited 公司股权。收购完成后公司将成为标的企业实际控制人。标的企业主要业务为生产、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。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需求，进而拓展在英国乃至欧洲市场业务，进一步提升品牌认知度，提升国际化水平。

同时，公司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，泰州安井三期项目包括年产10万吨速冻调制食品生产车间；山东德州生产基地项目达产后预计年产速冻食品20万吨。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。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。

2020年末公司拥有1033家经销商，同比+51.47%，公司销售渠道仍处于快速扩张中。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，公司中长期成长动能充足。

三、盈利预测与投资建议

预计21-23年公司实现营业收入84.47/99.38/114.52亿元，同比+21.3%/+17.7%/+15.2%；实现归母净利润7.57/9.05/10.50亿元，同比+25.4%/+19.6%/+16.1%，对应EPS为3.10/3.70/4.30元，目前股价对应PE为68/57/49倍。目前公司估值高于速冻食品行业2021年43倍的整体估值（Wind一致预期，算术平均法），考虑到公司主业景气度高企，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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,965	8,447	9,938	11,452
增长率（%）	32.2%	21.3%	17.7%	15.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	604	757	905	1,050
增长率（%）	61.7%	25.4%	19.6%	16.1%
每股收益（元）	2.61	3.10	3.70	4.30
PE（现价）	80.1	67.5	56.5	48.7
PB	13.4	11.7	10.1	8.7

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,965	8,447	9,938	11,452
营业成本	5,176	6,234	7,305	8,394
营业税金及附加	45	58	66	78
销售费用	644	815	944	1,101
管理费用	296	301	389	428
研发费用	74	104	114	136
EBIT	730	934	1,121	1,315
财务费用	4	4	4	4
资产减值损失	(0)	3	(0)	5
投资收益	18	18	18	18
营业利润	775	969	1,163	1,350
营业外收支	7	11	9	10
利润总额	781	980	1,172	1,360
所得税	178	224	267	310
净利润	604	757	905	1,050
归属于母公司净利润	604	757	905	1,050
EBITDA	911	1,149	1,372	1,605
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	832	1326	2084	2201
应收账款及票据	350	348	454	497
预付款项	83	78	104	112
存货	1691	2682	2300	3512
其他流动资产	74	74	74	74
流动资产合计	4159	5632	6147	7519
长期股权投资	0	18	35	53
固定资产	2035	2360	2784	3158
无形资产	202	244	286	326
非流动资产合计	2938	3331	3568	3770
资产合计	7096	8963	9714	11289
短期借款	208	208	208	208
应付账款及票据	1284	1754	1933	2291
其他流动负债	189	189	189	189
流动负债合计	2509	3697	3744	4478
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	901	901	901	901
非流动负债合计	903	903	903	903
负债合计	3413	4600	4647	5382
股本	237	244	244	244
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3684	4362	5067	5907
负债和股东权益合计	7096	8963	9714	11289

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	32.2%	21.3%	17.7%	15.2%
EBIT 增长率	64.2%	27.9%	20.0%	17.3%
净利润增长率	61.7%	25.4%	19.6%	16.1%
盈利能力				
毛利率	25.7%	26.2%	26.5%	26.7%
净利润率	8.7%	9.0%	9.1%	9.2%
总资产收益率 ROA	8.5%	8.4%	9.3%	9.3%
净资产收益率 ROE	16.4%	17.4%	17.9%	17.8%
偿债能力				
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.0	0.8	1.0	0.9
现金比率	0.8	0.7	0.9	0.7
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	13.4	11.6	12.5	12.1
存货周转天数	119.1	126.2	122.6	124.4
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	2.6	3.1	3.7	4.3
每股净资产	15.6	17.8	20.7	24.2
每股经营现金流	2.3	4.7	5.8	3.3
每股股利	0.7	0.8	0.8	0.9
估值分析				
PE	80.1	67.5	56.5	48.7
PB	13.4	11.7	10.1	8.7
EV/EBITDA	52.0	40.5	33.6	28.6
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	604	757	905	1,050
折旧和摊销	179	218	251	295
营运资金变动	(115)	206	291	(526)
经营活动现金流	546	1,156	1,424	795
资本开支	692	467	462	465
投资	(552)	0	0	0
投资活动现金流	(1,220)	(467)	(462)	(465)
股权募资	20	0	0	0
债务募资	769	0	0	0
筹资活动现金流	644	(195)	(204)	(214)
现金净流量	(30)	494	758	117

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。