

# 安井食品 (603345.SH)

## BC 兼顾双轮驱动，锁鲜放量结构提升

**事件：公司发布年报。**2020 年公司实现营业总收入 69.65 亿元，同增 32.2%，实现归母净利润 6.04 亿元，同增 61.7%。单季度来看，2020Q4 实现收入 24.80 亿元，同增 39.8%，归母净利润 2.25 亿元，同增 66.2%。业绩符合预期。

**量价齐升，2020 年圆满收官。**公司 2020 年继续保持满产满销状态，实现销量 58.4 万吨，同增 19.2%，吨价 1.19 万元/吨，同增 10.9%。**分产品来看**，公司米面和菜肴类产品保持稳健增长，2020 年面食产品和菜肴制品收入分别同增 19.7%/23.3%，肉制品和鱼糜制品保持较快增速，分别同增 36.2%/41.0%，主要系锁鲜装大单品放量带动，公司锁鲜装产品 2020 年预计超额完成全年目标。**分渠道来看**，公司传统流通渠道稳扎稳打收入同增 29.6%，商超渠道/电商渠道收入同增 43.83%/188.61%，主要系因疫情影响下公司顺应市场趋势调整经营策略，加强商超、电商渠道建设所致；特通渠道收入同增 34.78%，主要系锅圈等新零售客户增量所致。**分地区来看**，公司重点华东市场保持稳健增长，其他多个区域营业收入增速超过 30%，主要系各工厂建设投产地为产品销售提供有效保障，各大区通过精耕市场增量显著。此外，截至 2020 年底，公司经销商数量 1033 家，净增加 251 家。

**多因素共振，盈利能力再上新台阶。**毛利率方面，公司 2020 年毛利率 25.7%，同比基本持平，主要系公司执行新收入准则，2020 年度 1.64 亿元物流费用计入营业成本，还原其影响后，公司实际毛利率为 28.0%，同比提升 2.3pcts，预计为成本端稳中有降、提价效应和产品结构优化等多因素影响。**分产品来看**，公司面食制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品毛利率同比分别-1.0/2.0/1.0/6.9pcts，其中肉制品、鱼糜制品毛利率提升主要系新品锁鲜装产品占比提升；菜肴制品毛利率同比下滑主要系千豆腐加大促销及外购产品影响。**费用率来看**，2020 年公司销售费用率 9.2%，同比下降 3.0pcts，剔除会计准则影响仍呈现稳步下降的趋势，管理费用率因股权激励费用影响，同比提升 1.4pcts。整体来看，2020 年公司净利率 8.7%，同比提升 1.6pcts，盈利能力再上新台阶。

**来年规划思路清晰，中长期竞争优势明显。**公司 2020 年在疫情的影响下充分应对风险，及时做出调整，积极抓紧机遇，凭借较强的产品和渠道的竞争优势，市占率持续提升。展望未来，公司思路同样清晰，围绕“全渠道、全区域、大单品”的总体经营策略持续发力。今年除了遵循“销地产”模式产能加速落地外。公司产品策略有所更新，面食制品有望推出馅饼、烧麦等主食产品，提升次新品销量，火锅料推出“锁鲜装 3.0”系列新品，菜肴类制品较去年加大推广力度，推出酥肉、梅菜扣肉等家喻户晓的预制菜肴以及牛羊肉卷等火锅周边食材产品，或将贡献新的收入增量。我们坚定认为公司中长期成长路径清晰，产能全国化布局加速推进，市占率持续提升，同时规模优势持续显现，盈利能力持续提升。

**盈利预测及投资建议：**我们略调整公司 2021-2022 年归母净利润至 8.63/11.43 亿元（原预测值为 8.53/11.11 亿元），引入 2023 年归母净利润预测为 14.71 亿元，同比+43.0%/32.4%/28.6%，对应 EPS 3.53/4.68/6.02 元，对应 PE 为 63/47/37 倍，维持目标价至 245 元，对应 21 年约 70 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格上涨风险；新品推广不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,267	6,965	8,943	11,151	13,737
增长率 yoy (%)	23.7	32.2	28.4	24.7	23.2
归母净利润 (百万元)	373	604	863	1,143	1,471
增长率 yoy (%)	38.1	61.7	43.0	32.4	28.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.53	2.47	3.53	4.68	6.02
净资产收益率 (%)	13.6	16.4	19.0	20.5	21.2
P/E (倍)	145.2	89.8	62.8	47.4	36.9
P/B (倍)	19.8	15.4	12.4	10.0	8.0

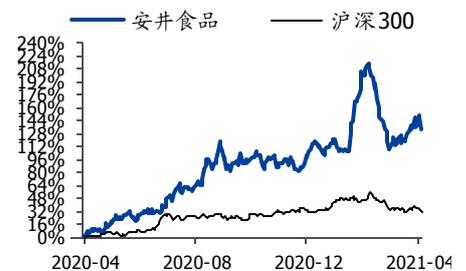
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
04 月 12 日收盘价	209.06
总市值(百万元)	51,099.36
总股本(百万股)	244.42
其中自由流通股(%)	98.33
30 日日均成交量(百万股)	1.01

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

##### 分析师 杨传忻

执业证书编号：S0680520080003

邮箱：yangchuanxin@gszq.com

#### 相关研究

- 《安井食品 (603345.SH)：从全国化布局到国际化试水，顺次打开成长空间》2021-03-30
- 《安井食品 (603345.SH)：业绩持续超预期，锁鲜装超额完成目标》2021-01-25
- 《安井食品 (603345.SH)：锁鲜装放量增长，业绩再超预期》2020-10-26



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3331	4159	5211	5810	7180
现金	756	832	973	1213	1494
应收票据及应收账款	169	350	317	514	510
其他应收款	6	10	11	15	17
预付账款	34	83	68	121	112
存货	1733	1691	2650	2755	3855
其他流动资产	632	1193	1193	1193	1193
<b>非流动资产</b>	2353	2938	3516	4120	4809
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1514	2035	2578	3140	3759
无形资产	150	202	221	240	265
其他非流动资产	689	700	717	740	786
<b>资产总计</b>	5685	7096	8726	9931	11989
<b>流动负债</b>	2745	2509	3371	3649	4458
短期借款	340	208	366	512	567
应付票据及应付账款	1230	1284	1903	2064	2787
其他流动负债	1175	1018	1103	1073	1104
<b>非流动负债</b>	196	903	800	697	600
长期借款	0	735	632	528	432
其他非流动负债	196	168	168	168	168
<b>负债合计</b>	2941	3413	4171	4346	5058
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	236	237	244	244	244
资本公积	1268	1456	1456	1456	1456
留存收益	1410	2014	2632	3451	4504
归属母公司股东权益	2744	3684	4555	5585	6931
<b>负债和股东权益</b>	5685	7096	8726	9931	11989

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	577	665	683	1136	1395
净利润	373	604	863	1143	1471
折旧摊销	149	181	186	242	299
财务费用	8	4	12	7	-8
投资损失	-12	-18	-15	-15	-15
营运资金变动	23	-115	-364	-241	-352
其他经营现金流	35	9	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-568	-1220	-749	-832	-973
资本支出	607	696	578	605	689
长期投资	12	-552	0	0	0
其他投资现金流	52	-1075	-171	-227	-284
<b>筹资活动现金流</b>	-31	644	49	-210	-195
短期借款	-94	-132	0	0	0
长期借款	-354	735	-103	-103	-97
普通股增加	20	0	8	0	0
资本公积增加	673	188	0	0	0
其他筹资现金流	-276	-147	144	-106	-98
<b>现金净增加额</b>	-22	89	-18	94	227

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5267	6965	8943	11151	13737
营业成本	3910	5176	6562	8169	9991
营业税金及附加	39	45	71	84	100
营业费用	647	644	827	1004	1236
管理费用	152	296	298	330	406
研发费用	75	74	94	118	145
财务费用	8	4	12	7	-8
资产减值损失	0	-0	-1	-1	-1
其他收益	19	33	15	15	15
公允价值变动收益	5	3	0	0	0
投资净收益	12	18	15	15	15
资产处置收益	-1	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	468	775	1110	1470	1896
营业外收入	20	10	10	10	10
营业外支出	4	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	484	781	1117	1477	1903
所得税	111	178	254	334	433
<b>净利润</b>	373	604	863	1143	1471
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	373	604	863	1143	1471
EBITDA	631	998	1316	1732	2210
EPS (元)	1.53	2.47	3.53	4.68	6.02

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.7	32.2	28.4	24.7	23.2
营业利润(%)	39.6	65.5	43.2	32.5	29.0
归属于母公司净利润(%)	38.1	61.7	43.0	32.4	28.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.8	25.7	26.6	26.7	27.3
净利率(%)	7.1	8.7	9.7	10.3	10.7
ROE(%)	13.6	16.4	19.0	20.5	21.2
ROIC(%)	11.6	13.4	15.1	16.8	18.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.7	48.1	47.8	43.8	42.2
净负债比率(%)	-10.3	4.9	5.6	1.2	-3.4
流动比率	1.2	1.7	1.5	1.6	1.6
速动比率	0.5	0.9	0.7	0.8	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	36.8	26.8	26.8	26.8	26.8
应付账款周转率	3.6	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.53	2.47	3.53	4.68	6.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.36	2.72	2.79	4.65	5.71
每股净资产(最新摊薄)	11.22	14.40	17.93	22.14	27.65
<b>估值比率</b>					
P/E	145.2	89.8	62.8	47.4	36.9
P/B	19.8	15.4	12.4	10.0	8.0
EV/EBITDA	84.6	53.4	40.5	30.7	23.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月12日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com