

2021年4月13日

安井食品(603345)：速冻食品龙头，未来高增长可期

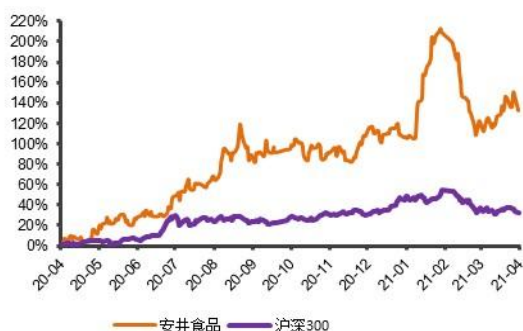
食品饮料

推荐(上调) 当前股价：209.06元
主要财务指标(单位：百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,965	8,928	11,083	13,361
(+/-)	32.2%	28.2%	24.1%	20.6%
营业利润	775	1,091	1,421	1,749
(+/-)	65.5%	40.8%	30.2%	23.1%
归属母公司净利润	604	849	1,104	1,358
(+/-)	61.7%	40.6%	30.1%	23.0%
EPS(元)	2.55	3.59	4.67	5.74
市盈率	81.9	58.3	44.8	36.4

公司基本情况(最新)

总股本/已流通股(亿股)	2.44/ 2.40
流通市值(亿元)	502
每股净资产(元)	16.81
资产负债率(%)	48.1

股价表现(最近一年)

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

 邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

● 公司于4月13日晚间发布2020年报。报告期内，公司实现营业收入69.65亿元，同比增32.25%；实现归属公司普通股股东净利润6.04亿元，同比增长61.73%；扣非后净利润5.57亿元，同比增长66.1%；每股收益2.61元。其中Q4单季实现营业收入24.8亿元，同比增39.85%，归母净利润2.25亿元，同比增66.24%；每股收益0.95元。拟每10股派发现金红利7.42元(含税)。

● 速冻食品龙头，收入/净利润快速增长。2020全年公司收入/净利润双双保持了快速增长。分品类看，速冻鱼糜制品实现营收28.26亿元，同比+40.98%，收入与销量保持同步增长，毛利率25.87%，同比+1.02pct；速冻肉制品收入17.98亿元，同比+36.16%，毛利率24.75%，同比+1.96pct，鱼糜制品和肉制品收入和毛利率增幅较大主要是新品锁鲜装产品收入增加所致；速冻面米制品实现营收16.62亿元，同比+19.72%，毛利率27.8%，同比-0.97pct；菜肴制品实现营收6.7亿元，同比+23.26%，毛利率21.97%，同比-6.85pct，主要是千夜豆腐加大促销和外购产品所致。分地区看，公司已形成了以华东地区为中心并辐射全国的营销网络，华东地区营收35.45亿元，同比+26.54%，占总收入比重50.89%，华北(+37.11%)、华中(+39.67%)、东北(+32.04%)、华南(+34.64%)、西南(+49.56%)和西北(+54.87%)均实现了快速增长。渠道方面，经销商实现营收58.7亿元，同比+29.6%；商超实现营收8.42亿元，同比+43.83%；特通实现营收1.63亿元，同比+34.78%；电商实现营收0.9亿元，同比+188.61%，主要受疫情影响，公司加强商超、电商渠道建设所致。

● 期间费用率控制有效，净利率稳中有升。2020全年期间费用率14.61%，同比-2.12pct。其中销售费用率9.25%，同比-3.03pct，主要是受到新收入准则的影响；管理费用率



5.31%，同比+1.01pct，主要是股份费用增加所致；财务费用率 0.06%，同比-0.08pct，主要是利息收入增加所致；研发费用基本保持稳定。整体净利率 8.67%，同比提高了 1.58pct，为近十年来新高。

● **公司未来看点。**（1）继续加大生产基地的产能改造，扩大产能。湖北安井一期 10 万吨项目和河南安井二期 5 万吨项目在建，预计 2021 上半年开始陆续投产；辽宁安井二期 4 万吨项目和四川安井二期 9 万吨项目在建，预计 2021 年下半年开始陆续投产；广东安井 13.3 万吨项目准备启动施工建设，多地生产基地将陆续开工，规模效应有利于公司有效控制成本；（2）渠道迅速扩张，实施“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道策略，不断提高市场占有率。一方面，定位 B 端中高档的“三大丸”等新品次新品；另一方面，推出面向 C 端全渠道销售的高端产品“锁鲜装”；（3）拟以总计约 523 万英镑收购位于英国的功夫食品并对进行增资，有望快速进入海外市场，抢占先机；（4）公司作为行业绝对龙头，品牌价值巨大，随着消费者的品牌意识增强，渠道不断开发，未来还有很大的提升空间。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 89.28、110.83 和 133.61 亿元，EPS 分别为 3.59、4.67 和 5.74 元，当前股价对应 PE 分别为 58.3、44.8 和 36.4 倍，估值不具备明显优势，但考虑到公司在行业的龙头地位以及未来持续高增长的可能性，给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料价格波动的风险；食品安全问题。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	6,965	8,928	11,083	13,361
货币资金	832	986	1,123	1,443	营业成本	5,176	6,634	8,184	9,847
应收款	359	322	400	482	营业税金及附加	45	45	45	45
存货	1,691	2,396	2,955	3,556	销售费用	644	830	1,020	1,216
其他流动资产	1,276	1,340	1,407	1,477	管理费用	296	259	321	387
流动资产合计	4,159	5,044	5,886	6,958	财务费用	4	2	1	-1
非流动资产:					研发费用	74	116	144	174
金融类资产	112	123	135	149	费用合计	1,018	1,207	1,486	1,776
固定资产+在建工程	2,414	2,933	3,442	3,940	资产减值损失	-2	-1	-1	-1
无形资产+商誉	203	224	246	271	公允价值变动	3	0	0	0
其他非流动资产	209	229	252	278	投资收益	18	18	19	20
非流动资产合计	2,938	3,509	4,076	4,637	营业利润	775	1,091	1,421	1,749
资产总计	7,096	8,553	9,961	11,595	加: 营业外收入	10	12	13	14
流动负债:					减: 营业外支出	4	4	5	5
短期借款	208	218	229	241	利润总额	781	1,099	1,429	1,757
应付账款、票据	1,284	1,990	2,455	2,954	所得税费用	178	250	325	399
其他流动负债	1,018	1,118	1,230	1,353	净利润	604	849	1,104	1,358
流动负债合计	2,509	3,327	3,914	4,548	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债:					归母净利润	604	849	1,104	1,358
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	903	949	996	1,046	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	903	949	996	1,046	成长性				
负债合计	3,413	4,275	4,910	5,593	营业收入增长率	32.2%	28.2%	24.1%	20.6%
所有者权益					营业利润增长率	65.5%	40.8%	30.2%	23.1%
股本	237	237	237	237	归母净利润增长率	61.7%	40.6%	30.1%	23.0%
资本公积金	1,456	1,456	1,456	1,456	总资产增长率	24.8%	20.5%	16.5%	16.4%
未分配利润	1,906	2,415	3,078	3,893	盈利能力				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	25.7%	25.7%	26.2%	26.3%
所有者权益合计	3,684	4,278	5,051	6,002	营业利润率	11.1%	12.2%	12.8%	13.1%
负债和所有者权益	7,096	8,553	9,961	11,595	三项费用/营收	14.6%	13.5%	13.4%	13.3%
					EBIT/销售收入	11.4%	12.4%	13.0%	13.2%
					净利润率	8.7%	9.5%	10.0%	10.2%
					ROE	16.4%	19.8%	21.9%	22.6%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	营运能力				
净利润	604	849	1104	1358	总资产周转率	98.1%	104.4%	111.3%	115.2%
折旧与摊销	181	212	259	308	资产结构				
财务费用	16	2	1	-1	资产负债率	48.1%	50.0%	49.3%	48.2%
存货的减少	-507	-704	-560	-601	现金流质量				
营运资本变化	392	744	387	417	经营净现金流/净利润	1.10	1.35	1.12	1.13
其他非现金部分	-22	42	47	53	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	665	1144	1238	1534	每股收益	2.55	3.59	4.67	5.74
投资活动现金净流量	-1220	-742	-780	-820	每股净资产	15.57	18.08	21.34	25.36
筹资活动现金净流量	644	-247	-321	-395					
现金流量净额	89	154	137	319					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>