

## 2020 年年报点评：BC 渠道双轮驱动，业绩高增超预期

买入（维持）

2021 年 04 月 17 日

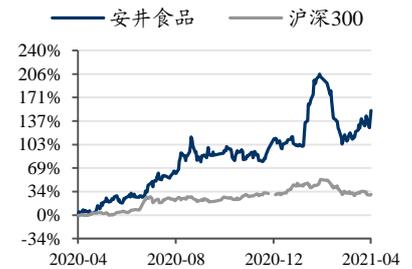
证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,965	9,733	13,145	17,577
同比（%）	32.2%	39.7%	35.1%	33.7%
归母净利润（百万元）	604	920	1,365	1,927
同比（%）	61.7%	52.4%	48.4%	41.2%
每股收益（元/股）	2.47	3.76	5.58	7.88
P/E（倍）	95.68	62.80	42.33	29.98

### 股价走势



**事件：**公司发布 2020 年年度报告，全年营收 69.65 亿（+32.2%）；归母净利润 6.04 亿（+61.7%）。Q4 营收 24.80 亿（同比+39.9%），归母净利润 2.25 亿（同比+66.2%）。

### 投资要点

- **BC 端双轮驱动，收入增速超市场预期。分渠道看，**B 端持续深化覆盖，尽管餐饮受疫情冲击严重，20 年特通渠道依然实现营收 1.62 亿元（+34.8%）；疫情催化速冻火锅料 C 端市场增长，商超/电商分别实现营收 8.42/0.90 亿元，同增 43.8%/188.6%；重点开发 BC 超市经销商，经销商渠道 2020 年营收 58.70 亿元（+29.6%），截至年底共有 1033 家经销商，全年净增加 351 家经销商（Q4 净增加 77 家）。**分产品来看，**20 年面米/肉/鱼糜/菜肴制品收入 16.62/17.98/28.26/6.73 亿，同增 19.7/36.2/41.0/23.3%，**分区域来看，**工厂产能释放奠定销售基础，精耕市场增量显著，西北/西南/华中等多个区域营收增速超过 30%。
- **产品结构升级优化盈利水平，费用效率提升显著。**20 年毛利率 25.7%，剔除物流费用调整影响较 2019 年+2.27pct，其中面米/肉/鱼糜/菜肴毛利率为 27.80/24.75/25.87/21.97%，剔除物流费用影响同增 1.75/4.07/3.18/-3.89pct，高利润锁鲜装带动火锅料结构升级，优化盈利能力。2020 年公司销售费用率 9.25%，剔除物流费用影响同比-0.67pct，管理费用率 4.25%，剔除股份支付费用影响同比-0.09pct，费控能力持续增强。全年实现归母净利率 8.67%，不考虑股份支付因素同比+3.03pct。
- **产能落地、新品研发激活市场，增长势能强劲。**“产地销”模式成熟，湖北一期/河南二期/辽宁二期/四川二期有望今年投产，分别新增 10/5/4/9 万吨产能，广东 13.3 万吨项目即将动工，泰州三期建设提上日程，提高未来 3-5 年产能储备，节约运费。新品方面，全国性新品与区域性新品齐头并进，各生产基地每年推出区域新品 1-3 个，微波馅饼、烧麦面米新品即将上市，锁鲜装 3.0 增强中高端影响力，激发品牌力。
- **盈利预测与投资评级：**随着渠道开发加快，产品结构优化和产能落地，我们预计 21-23 年公司营收增速 40/35/34%；归母净利增速 52/48/41%，将 21/22 年 EPS 自 3.17/3.99 元上调至 3.76/5.58 元，预计 23 年 EPS 为 7.88 元，对应 PE 为 63/42/30X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

### 市场数据

收盘价(元)	236.36
一年最低/最高价	91.65/283.99
市净率(倍)	15.68
流通 A 股市值(百万元)	56806.85

### 基础数据

每股净资产(元)	15.07
资产负债率(%)	48.09
总股本(百万股)	244.42
流通 A 股(百万股)	240.34

### 相关研究

- 1、《安井食品（603345）：锁鲜称王，业绩靛眼》2020-10-27
- 2、《安井食品（603345）：疫情下顺势而为，业绩持续超预期》2020-08-19
- 3、《安井食品（603345）：抗压展现亮眼业绩，C 端潜能值得期待》2020-04-21

安井食品三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,159</b>	<b>6,616</b>	<b>6,162</b>	<b>10,019</b>	<b>营业收入</b>	<b>6,965</b>	<b>9,733</b>	<b>13,145</b>	<b>17,577</b>
现金	832	1,222	1,643	2,291	减:营业成本	5,176	7,242	9,725	12,940
应收账款	350	232	580	558	营业税金及附加	45	60	80	107
存货	1,691	3,879	2,395	5,821	营业费用	644	825	1,075	1,400
其他流动资产	1,286	1,283	1,544	1,349	管理费用	370	498	610	795
<b>非流动资产</b>	<b>2,938</b>	<b>3,791</b>	<b>4,693</b>	<b>5,882</b>	研发费用	74	103	145	211
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	4	-40	-71	-109
固定资产	2,035	2,822	3,643	4,690	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	379	432	498	617	加:投资净收益	18	13	14	14
无形资产	202	221	240	265	其他收益	33	20	21	23
其他非流动资产	321	317	312	310	资产处置收益	-3	-2	-3	-2
<b>资产总计</b>	<b>7,096</b>	<b>10,408</b>	<b>10,855</b>	<b>15,901</b>	<b>营业利润</b>	<b>775</b>	<b>1,180</b>	<b>1,761</b>	<b>2,484</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,509</b>	<b>5,151</b>	<b>4,429</b>	<b>7,729</b>	加:营业外净收支	7	11	5	10
短期借款	208	208	208	208	<b>利润总额</b>	<b>781</b>	<b>1,190</b>	<b>1,766</b>	<b>2,494</b>
应付账款	1,284	2,477	2,403	4,201	减:所得税费用	178	271	401	567
其他流动负债	1,018	2,466	1,818	3,319	少数股东损益	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>903</b>	<b>821</b>	<b>739</b>	<b>685</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>920</b>	<b>1,365</b>	<b>1,927</b>
长期借款	735	652	571	516	EBIT	818	1,195	1,756	2,465
其他非流动负债	168	168	168	168	EBITDA	998	1,392	2,029	2,824
<b>负债合计</b>	<b>3,413</b>	<b>5,972</b>	<b>5,169</b>	<b>8,413</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.47	3.76	5.58	7.88
归属母公司股东权益	3,684	4,436	5,686	7,487	每股净资产(元)	14.40	17.44	22.56	29.93
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,096</b>	<b>10,408</b>	<b>10,855</b>	<b>15,901</b>	发行在外股份(百万股)	237	244	244	244
					ROIC(%)	24.2%	30.3%	35.6%	38.5%
					ROE(%)	16.4%	20.8%	24.0%	25.8%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	25.7%	25.6%	26.0%	26.4%
经营活动现金流	665	1,477	1,686	2,219	销售净利率(%)	8.7%	9.5%	10.4%	11.0%
投资活动现金流	-1,220	-1,038	-1,161	-1,532	资产负债率(%)	48.1%	57.4%	47.6%	52.9%
筹资活动现金流	644	-49	-105	-39	收入增长率(%)	32.2%	39.7%	35.1%	33.7%
现金净增加额	89	390	421	648	净利润增长率(%)	61.7%	52.4%	48.4%	41.2%
折旧和摊销	181	197	273	359	P/E	95.68	62.80	42.33	29.98
资本开支	696	854	902	1,188	P/B	16.42	13.55	10.48	7.90
营运资本变动	-115	413	133	58	EV/EBITDA	56.94	40.61	27.62	19.61

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>