

完善区域布局，巩固行业地位

2021年05月23日

事件: 公司发布定增预案, 拟向不超过 35 名特定对象, 募集资金不超过 57.4 亿元, 扣除发行后的募集资金净额拟用于新基地建设及老基地扩建类项目、老基地技术升级改造类项目、信息化建设项目、品牌形象及配套营销服务体系建设项目和补充流动资金。发行的定价基准日为非公开发行股票发行期的首日, 定价原则是: 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价。非公开发行的股票数量最终以非公开发行募集资金总额除以发行价格确定, 且不超过发行前公司总股本的 20%。

点评:

- **持续推进“销地产”策略, 进一步增强“产地研”优势。**公司目前以华东大区为根据地市场, 东北和华北大区为重点市场, 进一步快速发展华南、华中、西南等其他区域市场。新基地建设包括广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目、山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目, 合计新增 33.3 万吨速冻食品产能。**增加现有基地产能, 有效缓解产能不足的问题。**老基地扩建包括河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目、泰州三期年产 10 万吨速冻食品扩建项目、辽宁三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目, 合计新增 38 万吨速冻食品产能。定增项目合计新增产能 76.25 万吨, 能有效保障公司未来 5 年的发展。
- **积极新增速冻菜肴产能, 布局蓝海市场。**新基地建设和老基地扩建合计增加产能 71.3 万吨, 其中速冻菜肴 10.5 万吨、速冻鱼糜制品 33.1 万吨、速冻肉制品 19.2 万吨以及速冻米面制品 8.5 万吨。速冻菜肴产品近两年来发展尤其迅猛, 而市场还处于蓝海阶段。**技术升级改造释放产能 4.95 万吨。**公司拟对四川安井、辽宁安井、泰州安井等老基地进行技术升级改造。一方面, 通过技术升级提升老工厂自动化水平, 缓解招工用工压力, 降低人工成本。另一方面, 加大安全、环保等方面投入, 改善厂房环境。
- **加强品牌的宣传与推广。**公司拟投入品牌形象及配套营销服务体系建设项目 3 亿元。公司将通过多渠道、多维度、矩阵式的广告投入, 全面提升公司品牌在全国范围内的知名度和影响力。
- **盈利预测与投资评级:** 基于 C 端家庭消费提升、B 端餐饮强劲需求, 速冻食品的消费场景趋于多样化、市场覆盖面更为广泛。安井食品作为速冻食品行业龙头, 市场占有率和品牌影响力在持续扩大, 头部效应愈加显现。不考虑定增影响, 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.6/4.6/5.73 元, 对应 PE 分别为 70/54.7/43.98 倍, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格上涨超预期; 产能扩张不及预期; 食品安全事故。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,267	6,965	8,920	10,981	13,390
增长率 YoY %	23.7%	32.2%	28.1%	23.1%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	373	604	880	1,126	1,400
增长率 YoY%	38.1%	61.7%	45.7%	28.0%	24.4%
毛利率%	25.8%	25.7%	25.6%	25.9%	26.1%
净资产收益率ROE%	13.6%	16.4%	17.2%	18.7%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.53	2.47	3.60	4.60	5.73
市盈率 P/E(倍)	38.90	78.08	70.00	54.70	43.98
市净率 P/B(倍)	5.29	12.80	12.03	10.24	8.64

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 05 月 21 日收盘价 注: 盈利预测不考虑定增影响

1 填补经济大省空白，完善全国性战略布局

公司此次定增拟募集资金不超过 57.4 亿元，募集资金净额主要用于广东和山东等新基地建设，河南、泰州和辽宁等老基地扩建，以及补充流动资金。截止 2020 年末，公司设计产能为 57.83 万吨，假设未来 5 年公司产能需求复合增长率为 20%，2025 年末公司的产能需求为 143.9 万吨。定增项目合计新增产能 76.25 万吨，奠定公司未来 5 年的发展基础。按目前公司的产能规划，2025 年公司产能将达到 186.25 万吨。

表 1: 募集资金使用项目

品类	新增产能 (万吨)	项目总投资 (亿元)	使用募集资金 (亿元)
广东安井项目	13.3	7.16	6.56
山东安井项目	20	10.54	10.54
河南三期项目	14	7.30	7.30
泰州三期项目	10	5.20	5.20
辽宁三期项目	14	7.28	7.28
四川技改项目	2.5	2.50	2.50
辽宁技改项目	2	1.80	1.80
泰州技改项目	0.45	0.81	0.81
信息化建设项目		1.00	1.00
品牌形象及配套营销服务体系建设项目		3.00	3.00
补充流动资金		11.41	11.41
合计	76.25	58.00	57.40

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

持续推进“销地产”策略，进一步增强“产地研”优势。公司目前以华东大区为根据地市场，东北和华北大区为重点市场，进一步快速发展华南、华中、西南等其他区域市场。新基地建设包括广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目、山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目，合计新增 33.3 万吨速冻食品产能。公司在广东佛山、山东乐陵两地新建生产基地，开拓华南市场，深度发展华东市场。

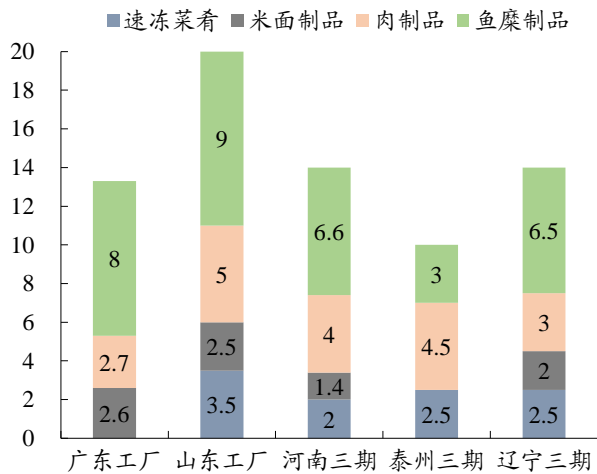
增加现有基地产能，缓解产能不足。老基地扩建包括河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目、泰州三期年产 10 万吨速冻食品扩建项目、辽宁三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目，合计新增 38 万吨速冻食品产能。由于市场需求旺盛，老基地产能供给紧张。以河南工厂为例，河南一期项目于 2020 年 2 月投产，2020 年及 2021 年 1-3 月实际产能利用率达到 79%和 100.5%。

积极新增速冻菜肴产能，布局蓝海市场。新基地建设和老基地扩建合计增加产能 71.3 万吨，其中速冻菜肴 10.5 万吨、速冻鱼糜制品 33.1 万吨、速冻肉制品 19.2 万吨以及速冻米面制品 8.5 万吨。速冻菜肴产品近两年来发展尤其迅猛，而市场还处于蓝海阶段。

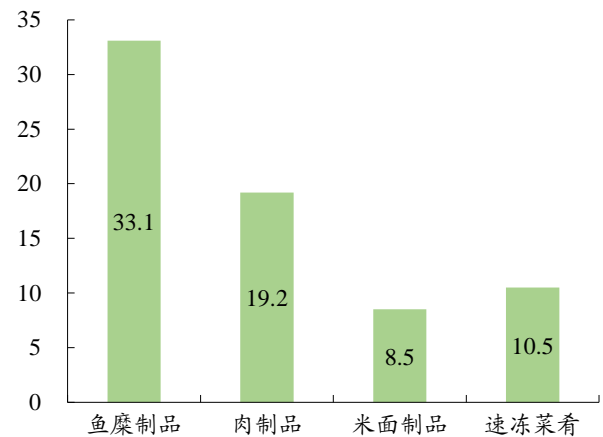
技术升级改造释放产能 4.95 万吨。公司拟对四川安井、辽宁安井、泰州安井等老基地进行技术升级改造。一方面，通过技术升级提升老工厂自动化水平，缓解招工用工压力，降低人工成本。另一方面，加大安全、环保等方面投入，改善厂房环境。

图 1: 新增和扩建基地进一步发展区域市场

图 2: 新建产能仍以火锅料产能为主



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2 加强品牌建设，转变营销新思路

坚持数字化转型，夯实信息化基础。公司拟投入1亿元，主要用于生产数字化、营销数字化、财务数字化、HR数字化、开发服务云、基础服务网络等投入。公司构建数字化经营分析体系，发挥支持战略管理决策的作用，有利于提升公司管理能力。

加强品牌的宣传与推广。公司拟投入品牌形象及配套营销服务体系建设项目3亿元。公司将通过多渠道、多维度、矩阵式的广告投入，全面提升公司品牌在全国范围内的知名度和影响力，并将公司营销工作从现有的“渠道推动为主”向“渠道推动和品牌拉动并重”的新格局转变。以往公司以“视觉营销”为主要手段的渠道品牌建设思路，按照“卖场内外、菜场内外”的广告发布地点、“终端布置+户外广告”的广告发布方式。品牌形象及配套营销服务体系建设项目的实施，将极大的提升公司的营销能力，有利于消化新增产能。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	3,331	4,159	4,862	5,978	7,510	
货币资金	756	832	932	1,383	2,146	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	169	350	367	451	550	
预付账款	34	83	80	98	119	
存货	1,733	1,691	2,182	2,741	3,388	
其他	639	1,202	1,302	1,305	1,307	
非流动资产	2,353	2,938	3,502	3,866	4,273	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	1,514	2,035	2,354	2,591	2,847	
无形资产	150	202	220	244	272	
其他	689	700	927	1,030	1,154	
资产总计	5,685	7,096	8,364	9,843	11,783	
流动负债	2,745	2,509	3,078	3,662	4,492	
短期借款	340	208	138	100	200	
应付票据	201	215	273	334	407	
应付账款	1,029	1,069	1,454	1,783	2,168	
其他	1,175	1,018	1,214	1,445	1,717	
非流动负债	196	903	168	168	168	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	196	903	168	168	168	
负债合计	2,941	3,413	3,247	3,831	4,660	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司所有者权益	2,744	3,684	5,117	6,013	7,123	
负债和股东权益	5,685	7,096	8,364	9,843	11,783	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	5,267	6,965	8,920	10,981	13,390	
同比 (%)	23.7%	32.2%	28.1%	23.1%	21.9%	
归属母公司净利润	373	604	880	1,126	1,400	
同比 (%)	38.1%	61.7%	45.7%	28.0%	24.4%	
毛利率 (%)	25.8%	25.7%	25.6%	25.9%	26.1%	
ROE%	13.6%	16.4%	17.2%	18.7%	19.7%	
EPS (摊薄)(元)	1.53	2.47	3.60	4.60	5.73	
P/E	38.90	78.08	70.00	54.70	43.98	
P/B	5.29	12.80	12.03	10.24	8.64	
EV/EBITDA	22.95	50.25	48.01	37.51	30.09	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	5,267	6,965	8,920	10,981	13,390	
营业成本	3,910	5,176	6,636	8,134	9,892	
营业税金及附加	39	45	62	77	94	
销售费用	647	644	785	955	1,152	
管理费用	152	296	268	318	388	
研发费用	75	74	89	110	134	
财务费用	8	4	-1	-8	-13	
减值损失	0	0	0	0	0	
投资净收益	12	18	18	20	23	
其他	19	32	27	29	31	
营业利润	468	775	1,125	1,443	1,798	
营业外收支	16	7	13	14	14	
利润总额	484	781	1,138	1,457	1,812	
所得税	111	178	259	331	412	
净利润	373	604	880	1,126	1,400	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	373	604	880	1,126	1,400	
EBITDA	594	911	1,266	1,607	1,982	
EPS (当)	1.53	2.47	3.60	4.60	5.73	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	577	665	1,180	1,275	1,581	
净利润	373	604	880	1,126	1,400	
折旧摊销	149	181	186	220	251	
财务费用	16	16	9	5	7	
投资损失	-12	-18	-18	-20	-23	
营运资金变	38	1	136	-43	-40	
其它	12	-119	-13	-14	-15	
投资活动现金流	-568	-1,220	-819	-551	-621	
资本支出	-606	-692	-525	-573	-647	
长期投资	12	-552	-212	0	0	
其他	26	24	-82	22	26	
筹资活动现金流	-31	644	-260	-273	-197	
吸收投资	170	20	8	0	0	
借款	-100	769	-70	-38	100	
支付利息或股息	-100	-129	-190	-235	-297	
现金流净增加额	-22	89	100	451	763	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。