

2021年06月16日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

产品/渠道/产能齐发力，布局长远增长(勘误版)

买入（维持）

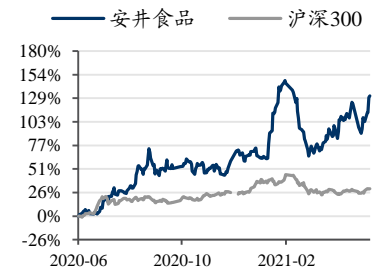
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,965	9,005	11,275	14,060
同比（%）	32.2%	29.3%	25.2%	24.7%
归母净利润（百万元）	604	862	1,124	1,462
同比（%）	61.7%	42.8%	30.3%	30.1%
每股收益（元/股）	2.47	3.53	4.60	5.98
P/E（倍）	96.43	67.52	51.82	39.83

事件：6月11日，公司举行2020年年度股东大会，会上公司管理层对定增方案、产能投放、竞争态势、渠道策略、产品策略、预制菜发展等方面进行了详细探讨。

投资要点

- **产能布局、数字化提效、渠道拓展并举，进一步巩固竞争优势。**我国速冻食品处于快速发展阶段，行业不断扩容，当前行业集中度仍较低，随食品安全要求不断提升，头部企业集中效应将愈发明显。公司2017年上市至今产能已达57.8W吨，定增用于新基地建设、老基地技改等以支撑中长期扩张，其中新产能建设进一步完善全国布局，老基地技改提升产能利用率亦是人工成本提升下的当务之急。因每年有新产能投入和释放，产能仍处于爬坡期，预计在不再加大资本支出时，规模效益会呈现最大化。此外，定增中1个亿用于信息化建设，3个亿进行营销渠道建设，21年将是安井全面数字化转型的第一年，内部已有基础的信息化建设，接下来还会再上线信息化系统，提升供应链信息化能力。
- **产品策略：继续巩固优势产品，布局第二增长曲线。**公司提出双剑合璧，三路并进（火锅丸、米面、预制菜）的指导思想，产品上提出主食发力，主菜（预制菜肴）上市，积极布局第二增长曲线。其中针对高端产品锁鲜装，将BC端兼顾，进一步加大品牌宣传，终端推广及订货会宣导力度。菜肴制品计划通过爆品思维推动发展，比如当前推广调理肉片、接下来计划推广蒜香骨、佛跳墙等，公司有独到的选品策略，眼光精准，新品上市后反馈优秀，预制菜渠道上优先做B端，C端积极跟进。
- **渠道策略：餐饮仍是重点，加快填补空白区域，积极拥抱渠道变革。**今年将继续夯实优势餐饮渠道，加大经销商数量扩充，尤其是空白区域，餐饮客户和BC经销商仍有较大开发空间，通过与经销商形成利益共同体，有节奏的渠道下沉带来销量增长，比如在空白领域自己培育高忠诚度经销商，并主动介绍组合产品，帮助经销商提升盈利。面对当前渠道的变革，公司全渠道发力，如与超市合作品牌馆，当做专卖店打造，积极与每日优鲜、叮咚买菜等新零售渠道进行全方位合作，并形成长期战略合作伙伴。
- **盈利预测与投资评级：定增布局长远，支撑中长期高增，维持“买入”评级。**当下行业快速发展，公司定增进一步巩固核心竞争力，推动增长加速，稳步迈向世界一流速冻食品商。我们给予21-23年EPS预测为3.53/4.60/5.98元，当前股价对应PE分别为68/52/40倍，考虑公司具备强竞争优势，业绩确定性较高，且定增加速增长，给予目标价276元，对应22年60倍PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格上行，定增进度不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	238.20
一年最低/最高价	110.00/283.99
市净率(倍)	12.42

基础数据

每股净资产(元)	19.18
资产负债率(%)	35.61
总股本(百万股)	244.42
流通A股(百万股)	240.34

相关研究 225.00

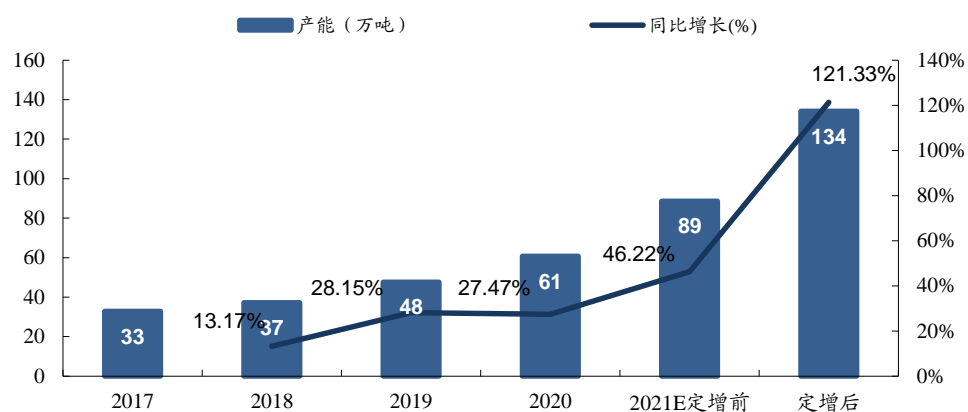
- 1、《安井食品（603345）：2020年年报点评：BC渠道双轮驱动，业绩高增超预期》2021-04-17

表 1: 募集资金金额及投产项目情况

序号	项目名称	原产能 (万吨)	20 年产量 (万吨)	21 年在建 投产(万吨)	募资新增产 能(万吨)	定增后产能 (万吨)	项目投资总 额 (亿元)	使用募集资 金额(亿元)
1	新基地建设及老基地 扩建类项目						37.5	36.9
1.1	广东安井速冻食品新 建项目				13.3		7.2	6.6
1.2	山东安井速冻食品新 建项目				20.0		10.5	10.5
1.3	河南三期速冻食品扩 建项目				14.0		7.3	7.3
1.4	泰州三期速冻食品扩 建项目				10.0		5.2	5.2
1.5	辽宁三期速冻食品扩 建项目				14.0		7.3	7.3
2	老基地技术升级改造 类项目						5.1	5.1
2.1	四川安井技术升级改 造项目				2.5		2.5	2.5
2.2	辽宁安井技术升级改 造项目				2.0		1.8	1.8
2.3	泰州安井技术升级改 造项目				0.5		0.8	0.8
3	信息化建设项目						1.0	1.0
4	品牌形象及配套营销 服务体系建设项目						3.0	3.0
5	补充流动资金						11.4	11.4
	合计	57.8	60.6	28.0	76.3	134.1	58.0	57.4

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 1: 2017-2021E 公司综合年产能 (万吨) 及同比增长 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

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
流动资产	4,159	5,446	6,650	8,669	营业收入	6,965	9,005	11,275	14,060
现金	832	1,550	2,131	3,238	减:营业成本	5,176	6,637	8,253	10,249
应收账款	350	216	553	367	营业税金及附加	45	62	75	95
存货	1,691	2,780	2,917	4,001	营业费用	644	810	1,002	1,245
其他流动资产	1,286	900	1,050	1,062	管理费用	296	297	361	412
非流动资产	2,938	3,539	4,170	4,731	研发费用	74	117	169	207
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	4	4	4	4
固定资产	2,035	2,597	3,177	3,686	资产减值损失	-0	0	0	0
在建工程	379	405	441	471	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
资产总计	7,096	8,985	10,820	13,400	营业利润	775	1,109	1,446	1,885
流动负债	2,509	4,100	4,918	6,753	加:营业外净收支	7	7	7	7
短期借款	208	208	208	608	利润总额	781	1,116	1,452	1,892
应付账款	1,284	1,963	2,435	3,228	减:所得税费用	178	254	328	430
其他流动负债	1,018	1,929	2,275	2,917	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	903	958	1,027	1,102	归属母公司净利润	604	862	1,124	1,462
长期借款	735	790	859	933	EBIT	818	1,118	1,437	1,866
其他非流动负债	168	168	168	168	EBITDA	998	1,306	1,683	2,166
负债合计	3,413	5,058	5,945	7,854	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	2.47	3.53	4.60	5.98
归属母公司股东权益	3,684	3,927	4,875	5,546	每股净资产(元)	14.40	16.39	19.29	22.30
负债和股东权益	7,096	8,985	10,820	13,400	发行在外股份(百万股)	237	244	244	244
					ROIC(%)	24.2%	30.7%	38.1%	48.0%
					ROE(%)	16.4%	20.7%	23.0%	26.0%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	25.7%	26.3%	26.8%	27.1%
经营活动现金流	665	1,490	1,498	2,291	销售净利率(%)	8.7%	9.6%	10.0%	10.4%
投资活动现金流	-1,220	-656	-648	-803	资产负债率(%)	48.1%	56.3%	54.9%	58.6%
筹资活动现金流	644	-117	-269	-380	收入增长率(%)	32.2%	29.3%	25.2%	24.7%
现金净增加额	89	718	581	1,107	净利润增长率(%)	61.7%	42.8%	30.3%	30.1%
折旧和摊销	181	188	246	300	P/E	96.43	67.52	51.82	39.83
资本开支	696	601	631	561	P/B	16.54	14.53	12.35	10.68
营运资本变动	-115	448	138	539	EV/EBITDA	57.39	43.64	33.51	25.73

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>