

2021年06月19日

安井食品 (603345.SH)

收购新宏业延伸产业链，助力长期发展

■事件：公司披露《关于对外投资暨受让洪湖市新宏业食品有限公司部分股权的公告》，公司拟以7.17亿元对价受让新宏业食品71%的股权，交易完成后，公司将持有新宏业食品90%的股份。

■收购资产优质、价格合理，通过对赌降低风险。新宏业食品主要产品为冷冻鱼糜、调味小龙虾等，2018-2020年营业收入为6.49、9.24、9.37亿元，净利润7969、8483、6934万元，净利率12.28%、9.18%、7.40%，按照新宏业2021-2023年的业绩承诺，此次收购的市盈率为13.8x/12.6x/11.2x，收购价格合理（2018年1月公司以7980万元受让新宏业19%的股权，当时对应2018E PE为12x）。同时公司拟通过业绩对赌将收购风险降至最低：1) 出让方承诺新宏业2021-2023年净利润不低于7300、8000、9000万元，业绩承诺期满时，若新宏业累计实现净利润总和未达到承诺，出让方应向安井支付（差额×2）作为业绩补偿款；2) 此次交易将形成约5亿元左右商誉，若新宏业在业绩承诺期满后发生商誉减值，出让人将支付赔偿，赔偿金额=商誉减值金额-出让方已支付业绩补偿款。

另外，安井也建立了相对有效的激励机制，使得新宏业管理层与安井利益达成一致：1) 若业绩超额完成，则新宏业将给予管理团队一定的现金超额奖励；2) 出让人之一将以不低于3.5亿元购买安井食品股票，分三期解锁。

■延伸上游产业链，稳定原材料供应，同时助力小龙虾速冻菜肴业务发展。新宏业位于湖北荆州市洪湖市，洪湖市盛产淡水鱼糜与小龙虾，新宏业淡水鱼糜产量位居全国前列，同时是安井鱼糜第一大供应商（根据招股说明书），并于2017年进军调味小龙虾业务，2020年安井向新宏业采购金额1.52亿元，占安井同类业务的13.18%。通过此次收购，安井将掌握一定的上游原材料供应，并且推动安井在速冻调味小龙虾菜肴制品的布局。我们认为随着安井规模扩大，速冻火锅料/速冻菜肴制品加工链条相对较短，总成本受到原材料价格波动大，因此对上游实现一定掌控力有利于公司稳健发展、平滑原材料价格波动对公司业绩的影响，特别是小龙虾原料供应量以及价格波动大，公司对其有一定控制力具有必要性。

■投资建议：我们前篇报告所述，安井长期战略清晰，团队执行到位，为产品、渠道、品牌、文化、战略、信息化全面驱动，有望穿越周期实现较好业绩增长，助力长期战略达成，短期定增项目保障未来3-5年产能释放，并助力第二成长曲线预制菜肴业务发展。我们预计公司2021-2023年收入89、111、138亿元，增速27.4%、25.3%、23.8%，净利润8.6、10.9、13.9亿元，增速42.9%、25.8%、28.5%，维持6个月目标价264.16元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：成本上行超预期影响公司盈利能力；行业竞争加剧；预制菜肴品类分散、工业化程度低，公司存在预制菜肴发展不及预期的可能性。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	5,266.7	6,965.1	8,872.5	11,116.8	13,765.7
净利润	373.3	603.8	863.0	1,085.3	1,394.6
每股收益(元)	1.53	2.47	3.75	4.59	5.90
每股净资产(元)	11.22	15.07	18.71	21.45	25.58

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利和估值					
市盈率(倍)	152.3	94.2	62.0	50.7	39.4
市净率(倍)	20.7	15.4	12.4	10.8	9.1
净利润率	7.1%	8.7%	9.7%	9.8%	10.1%
净资产收益率	13.6%	16.4%	20.1%	21.4%	23.1%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%
ROIC	19.6%	38.5%	36.7%	37.4%	35.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

肉制品

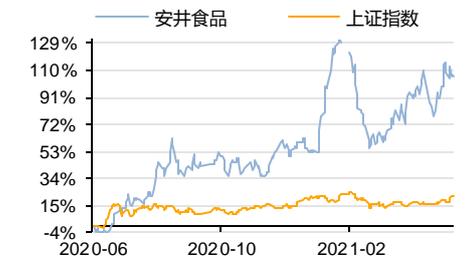
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**264.16元**
股价(2021-05-28) **248.45元**

交易数据

总市值(百万元)	60,727.23
流通市值(百万元)	59,712.56
总股本(百万股)	244.42
流通股本(百万股)	240.34
12个月价格区间	115.96/280.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.32	7.9	96.68
绝对收益	0.72	11.88	119.19

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

徐哲琪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100001
xuzq1@essence.com.cn

相关报告

安井食品：六重驱动全方位护航，速冻龙头长期增长乐观/苏斌	2021-06-14
安井食品：Q1 业绩超预期，拟定增助力发展/苏斌	2021-04-30
安井食品：产品渠道齐发力，持续高增可期/苏斌	2021-04-13
安井食品：海外收购、山东建厂，速冻龙头布局长远/苏斌	2021-03-30
安井食品：速冻龙头连续超预期，2021 年亦乐观/苏斌	2021-01-25

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏毓、徐哲琪声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034