

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

安井食品 (603345)

买入

食品

重大事件快评

(维持评级)

2021年06月29日

## 收购完善上游产业链布局，协同效应明显、战略意义重大

证券分析师：陈青青

0755-22940855

chenqingq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001

## 事项：

6月19日，安井食品发布关于对外投资暨以7.17亿元受让洪湖市新宏业食品有限公司71%股权的公告，本次交易完成后，安井食品持有新宏业食品股权从19%增加到90%。

**国信食品饮料观点：**1) 安井食品以13.8倍PE现金收购上游优质水产加工企业新宏业，新宏业盈利能力稳定，收购价格合理，产业链布局进一步完善。2) 收购条款设计完善，超额赔偿对赌条款保障承诺业绩的完成，超额现金奖励和强制股票购买条款充分绑定被收购方高管利益，为业绩超预期可能打下基础。3) 收购新宏业有助于安井食品完善上游产业链布局，降低原材料价格波动风险、提升盈利能力和增强盈利稳定性，协同效应明显。我们认为速冻食品行业是长坡厚雪的好赛道，空间大，集中度低。公司作为速冻食品行业龙头，综合竞争优势显著。本次收购是公司上游产业链布局的重要一步，对公司战略意义重大，为增强公司长期盈利能力和维持业绩稳定性提供保障，进一步增强公司核心竞争力。按照本次收购业绩承诺测算，新宏业并表对公司净利润影响较小（5%左右），因此我们暂不调整盈利预测，维持此前测算，预计公司21-23年归母净利润7.60/9.63/12.14亿，对应EPS为3.21/4.07/5.13元，对应当前股价PE为74.4/58.7/46.6X，维持“买入”评级。

## 评论：

## ■ 13.8倍PE现金收购上游优质水产加工企业新宏业，新宏业盈利能力稳定，收购价格合理，产业链布局进一步完善

新宏业食品成立于2005年，依托洪湖丰富优质的水产品资源，经过多年的发展，是全国水产品加工行业的核心企业之一。公司拥有鱼糜自动生产线3条，年加工能力2万吨，淡水小龙虾系列产品生产线30多条，年加工能力3万吨。2018-2020年公司营业收入分别为6.49亿元、9.24亿元、9.37亿元，净利润分别为7969万元、8483万元、6934万元。安井食品以7.17亿受让新宏业71%的股权，按照对赌业绩承诺，2021-2023年新宏业食品净利润分别不得低于7300万元、8000万元、9000万元，对应收购市盈率分别为13.8x/12.6x/11.2x。我们认为历史来看新宏业盈利能力稳定，且对公司战略意义重大，收购价格合理。

## ■ 收购条款设计完善，为实现业绩承诺甚至超预期提供制度保障

**超额赔偿对赌条款保障承诺业绩的完成：**①按照业绩承诺，2021-2023年新宏业食品净利润分别不得低于7300万元、8000万元、9000万元；若某年度净利润低于业绩承诺的80%，则补偿金额为业绩承诺与该年实际净利润差额的2倍（否则当年无需补偿），若三年累计净利润低于业绩承诺，则补偿金额为累计业绩承诺利润与三年实际净利润差额的2倍。②此次交易产生5亿左右商誉，业绩承诺期满后，若新宏业发生商誉减值，出让人将进行赔偿，赔偿金额等于商誉减值金额减去已支付的业绩补偿款金额。

**超额现金奖励和强制股票购买条款充分绑定被收购方高管利益，为业绩超预期可能打下基础：**①若承诺业绩超额完成，新宏业食品管理团队将获得一定的现金超额奖励；②出让人之一肖华兵（新鸿业执行董事兼总经理）需要以不低于人民币 3.5 亿元的股权转让款购买安井食品股票，且股票将自购入之日起锁定，并根据业绩承诺达成情况，分三期逐步解锁。

### ■ 完善上游产业链布局，降低原材料价格波动风险、提升盈利能力和增强盈利稳定性，协同效应明显

新宏业为安井食品原材料的主要供应商之一，2020 年安井向新宏业采购金额为 1.52 亿元，占新宏业当年营收的 16.22%，占安井鱼糜和菜肴制品原材料采购金额的 8% 左右（占总采购成本约 4%）。虽然目前新宏业占安井原材料采购金额占比较低，但我们认为：①收购新宏业有利于进一步加强安井和新宏业的业务合作，按照新宏业 10 亿收入简单估算占安井 2020 年鱼糜制品直接采购金额（16 亿）的 60%，有望为公司鱼糜制品的采购提供稳定来源和重要保障；②历史上来看，上游鱼糜制品价格具有一定的周期性，其价格波动是影响公司盈利稳定性的重要风险因素，收购新宏业将有助于公司增厚利润、保持盈利能力和业绩增长的稳定性。因此，我们认为收购新宏业对公司协同效应明显、战略意义重大，有助于公司长远发展。

### ■ 投资建议：收购完善上游产业链布局，进一步增强公司核心竞争力，战略意义重大，维持“买入”评级

我们认为速冻食品行业是长坡厚雪的好赛道，空间大，集中度低。公司作为速冻食品行业龙头，综合竞争优势显著：①产品方面，公司推出大单品成功率高，产品品类多、性价比高，优势明显。②渠道方面，公司 BC 兼顾，经销商忠诚度高且质量行业领先。③产能方面，公司全国化产能布局遥遥领先，且定增募资新建 70 多万吨产能，预计未来 5 年产能 CAGR 约 20%，保障营收增速。而本次收购是公司上游产业链布局的重要一步，对公司战略意义重大，为增强公司长期盈利能力和维持业绩稳定性提供保障，进一步增强公司核心竞争力。按照本次收购业绩承诺测算，新宏业并表对公司净利润影响较小（5% 左右），因此我们暂不调整盈利预测，维持此前测算，预计公司 21-23 年归母净利润 7.60/9.63/12.14 亿，对应 EPS 为 3.21/4.07/5.13 元，对应当前股价 PE 为 74.4/58.7/46.6X，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

新宏业业绩不达预期；大额投资后安井食品面临一定资金压力；原料成本价格波动；食品安全风险。

表 1：可比公司估值表（2021 年 6 月 28 日更新）

股票代码	公司简称	股价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002216.SZ	三全食品	16.78	148	0.96	0.81	0.94	27.01	20.41	17.65
300973.SZ	立高食品	144.99	246	1.83	2.31	3.04	88.3	69.9	53.1
	平均	80.89	197	1.40	1.56	1.99	57.66	45.16	35.38
603345.SH	安井食品	243.45	595	2.55	3.87	4.71	93.7	61.8	50.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	832	1511	1645	1975
应收款项	359	472	643	869
存货净额	1691	2050	2550	3173
其他流动资产	157	172	214	264
<b>流动资产合计</b>	<b>4159</b>	<b>5325</b>	<b>6671</b>	<b>8401</b>
固定资产	2414	2606	2784	2953
无形资产及其他	202	197	192	187
投资性房地产	321	321	321	321
长期股权投资	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7096</b>	<b>8450</b>	<b>9969</b>	<b>11862</b>
短期借款及交易性金融负债	209	209	209	209
应付款项	1284	1537	1913	2380
其他流动负债	1016	1488	1846	2290
<b>流动负债合计</b>	<b>2509</b>	<b>3235</b>	<b>3967</b>	<b>4878</b>
长期借款及应付债券	735	735	735	735
其他长期负债	168	204	239	274
<b>长期负债合计</b>	<b>903</b>	<b>939</b>	<b>974</b>	<b>1009</b>
负债合计	3413	4173	4941	5888
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3684	4277	5028	5975
负债和股东权益总计	7096	8450	9969	11862

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	2.55	3.21	4.07	5.13
每股红利	0.55	0.71	0.90	1.13
每股净资产	15.56	18.07	21.24	25.24
ROIC	21%	22%	27%	33%
ROE	16%	18%	19%	20%
毛利率	26%	26%	26%	26%
EBIT Margin	12%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	14%	14%	14%	13%
收入增长	32%	24%	24%	24%
净利润增长率	62%	26%	27%	26%
资产负债率	48%	49%	50%	50%
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%
P/E	93.7	74.4	58.7	46.6
P/B	15.4	13.2	11.3	9.5
EV/EBITDA	61.4	51.5	42.5	35.2

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>6965</b>	<b>8622</b>	<b>10675</b>	<b>13223</b>
营业成本	5176	6380	7900	9785
营业税金及附加	45	65	80	99
销售费用	644	948	1153	1402
管理费用	296	264	325	402
财务费用	4	6	(4)	(10)
投资收益	18	15	15	15
资产减值及公允价值变动	3	2	2	2
其他收入	(45)	0	0	0
营业利润	775	976	1238	1562
营业外净收支	7	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>781</b>	<b>982</b>	<b>1244</b>	<b>1568</b>
所得税费用	178	222	281	354
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>604</b>	<b>760</b>	<b>963</b>	<b>1214</b>

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	604	760	963	1214
资产减值准备	1	(0)	0	0
折旧摊销	173	215	229	239
公允价值变动损失	(3)	(2)	(2)	(2)
财务费用	4	6	(4)	(10)
营运资本变动	(439)	274	56	47
其它	(1)	0	0	0
经营活动现金流	335	1247	1245	1497
资本开支	(587)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	(559)	0	(500)	(500)
投资活动现金流	(1147)	(400)	(900)	(900)
权益性融资	20	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(129)	(167)	(212)	(267)
其它融资现金流	1126	(0)	0	0
融资活动现金流	888	(167)	(212)	(267)
现金净变动	76	679	134	330
货币资金的期初余额	756	832	1511	1645
货币资金的期末余额	832	1511	1645	1975
企业自由现金流	(232)	836	827	1074
权益自由现金流	900	831	830	1082

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

《安井食品-603345-2020 年一季报点评：业绩超预期，各品类均衡发展》 ——2020-04-22
《安井食品-603345-2019 年年报点评：业绩靓丽收官，均衡发展提升盈利》 ——2020-04-15
《安井食品-603345-2019 年三季报点评：利润超预期，控费减压产能稳定》 ——2019-10-23
《安井食品-603345-2019 年中报点评：销售回暖超预期，产能建设获支撑》 ——2019-08-06
《安井食品-603345-2019 年一季报点评：积极控费稳增长，事件后逐渐恢复》 ——2019-04-26

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032