

2021年07月05日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

收购布局上游，加码预制菜肴 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）	96.22	67.37	51.71	39.74

事件：6月19日，安井食品发布公告，拟以7.17亿元受让洪湖市新宏业食品有限公司71%股权。其中：1）受让肖华兵持有的40.50%的股权，对价4.09亿元；2）受让卢德俊持有的30.50%的股权，对价3.08亿元。本次受让完成后，安井食品将持有新宏业90%的股份。

投资要点

- **收购延伸产业链上游，加速布局预制菜业务。**新宏业主营涵盖鱼糜、淡水小龙虾等产品，为国内水产品加工行业核心企业之一。据新宏业官网，其小龙虾年加工能力3万吨，鱼糜加工能力2万吨，居全国前列。新宏业是公司鱼糜原料核心供应商，2020年公司向其采购1.52亿元，为公司第三大供应商。本次收购有利于公司延伸产业链上游，稳定原料供应，平滑成本波动，推动小龙虾预制菜肴产品布局。
- **收购价格合理，对赌降低风险。**2018-2020年新宏业实现营业收入6.49/9.24/9.37亿元，净利润0.80/0.85/0.69亿元，净利润率12.3%/9.2%/7.4%。根据业绩目标，安井支付对价PE分别为13.8/12.6/11.2X，收购价格较为合理。同时，公司拟通过对赌协议降低收购风险。1）出让方承诺2021-2023年规范净利润不低于0.73/0.80/0.90亿元，承诺期内若任一年份未达承诺业绩的80%，需双倍补偿差额；业绩承诺期满时，若未达累计净利润总和目标，同样需双倍补偿差额；2）本次交易将形成约5亿元商誉，若业绩承诺期满后发生商誉减值，公司将获赔偿，赔偿金额=商誉减值金额-出让方已支付业绩补偿款。同时，公司推出激励机制绑定新宏业管理层利益：1）若业绩超额完成则以现金形式给予薪资奖励。2）出让人肖华兵以不低于3.5亿元购买安井股票，据业绩承诺达成情况，分三期逐步解锁。此外，收购完成后安井有权委派新宏业董事及监事、提名或推荐高级管理人员，有利于加速整合。
- **定增扩产，护航增长。**此前安井发布定增预案，拟募集资金不超过57.4亿元用于新基地建设、老基地扩建与技改等项目，改善产能不足，完善渠道布局。产品端，提出双剑合璧，火锅丸、米面、预制菜三路并进，巩固主菜优势，积极布局第二增长曲线。渠道端，采取“开餐饮，推BC，扫盲区”策略，全渠道发力，积极应对渠道变革。本次收购亦为公司加速发展提供重要支撑。
- **盈利预测与投资评级：公司布局产业链上游，加速产能建设，中长期核心竞争力进一步巩固，维持“买入”评级。**我们维持21-23年EPS预测为3.53/4.60/5.98元，当前股价对应PE分别为67/52/40倍，考虑公司具备强竞争优势，定增加速扩张，维持目标价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)	237.69
一年最低/最高价	115.00/283.99
市净率(倍)	12.39
流通A股市值(百万元)	57126.50

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

- 1、《安井食品（603345）跟踪报告：产品/渠道/产能齐发力，布局长远增长（勘误版）》2021-06-16
- 2、《安井食品（603345）跟踪报告：产品/渠道/产能齐发力，布局长远增长》2021-06-14
- 3、《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

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	96.22	67.37	51.71	39.74
资本开支	696	601	631	561	P/B	16.51	14.50	12.32	10.66
营运资本变动	-115	448	138	539	EV/EBITDA	57.27	43.54	33.44	25.68

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>