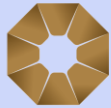


日期: 2021年04月13日

行业: 食品饮料


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2021.4.12)

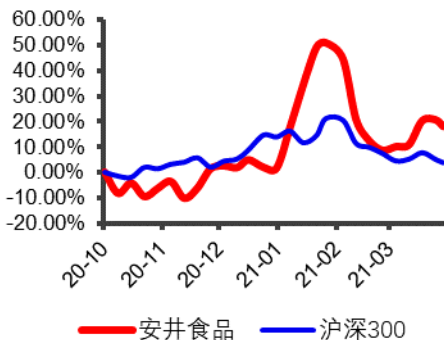
报告日股价 (元)	209.06
12mth A 股价格区间 (元)	89.63-280.80
总股本 (百万股)	244.42
无限售 A 股/总股本	98.33%
流通市值 (亿元)	502.46
每股净资产 (元)	14.87
PBR (X)	14.06

主要股东 (2020.12.31)

新疆国力民投	39.37%
刘鸣鸣	6.54%
张清苗	3.67%
香港中央结算有限公司	2.94%
黄青松	1.64%

收入结构 (2020)

速冻鱼糜制品	40.6%
速冻肉制品	25.8%
速冻面米制品	23.9%
速冻菜肴	9.7%
其他	0.1%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较**相关报告:**

《安井食品 (603345) 2020 年业绩预告点评: 业绩超预期, Q4 收入延续高增, 锁鲜装带动盈利水平提升》

《安井食品 (603345) 2020 年三季报点评: Q3 业绩高速增长, 龙头地位加固》

渠道和产品发力, 长期成长可期**■ 公司动态事项**

公司发布2020年年报, 全年实现营收69.65亿元/+32.3%, 归属净利润6.04亿元/+61.7%, 扣非归属净利润5.57亿元/+66.1%。单Q4收入24.8亿元/+39.9%, 归属净利润为2.25亿元/+66.2%。

■ 事项点评**各品类保持快增, 多区域均衡发展**

分品类看, 公司速冻鱼糜/速冻肉制品/速冻面米/速冻菜肴全年收入分别为 28.3/18.0/16.6/6.7 亿元, 同比+41.0%/+36.2%/+19.7%/+23.3%, 单 Q4 来看速冻鱼糜、速冻肉制品和速冻菜肴收入增速超 40%、速冻面米制品增速回升至 25%, 各品类均保持快速增长态势。分地区看, 随着全国化产能布局初步到位, 华北、华中、东北、华南等多个区域销售增量明显、收入增速超 30%, 华东营收 35.4 亿元/+26.5%, 保持良好增速, 占比 50.9%, 仍是公司重点销售区域。分渠道看, 公司经销商收入 58.7 亿元/+29.6%, 经销商净增 351 家至 1033 家, 其中新增经销商贡献收入 3.6 亿元, 约占 6%; 商超收入 8.4 亿元/+43.8%、电商收入 0.9 亿元/+188.6%, 公司加大商超和电商渠道建设; 特通收入 1.6 亿元/+34.8%, 主要系锅圈等新零售客户增加。

毛销差扩大, 盈利水平稳步提升

公司毛利率为 25.7%, 同比基本持平, 剔除物流费进成本的影响后毛利率为 28.0%/+2.2pct, 主要系产品结构优化 (高毛利的锁鲜装占比提升) 和提价效应, 速冻鱼糜/速冻肉制品/速冻面米/速冻菜肴均价同比 +12.5%/+9.8%/+7.2%/+10.6%, 相应毛利率同比 +1.0pct、+2.0pct、-1.0pct、-6.8pct, 菜肴制品毛利率下降主要系千页豆腐加大促销及外购产品增加。销售费用率为 9.3%/-3.0pct, 还原后为 11.6%/-0.7pct, 其中广告宣传、销售促销及进场费率合计为 3.8%/-0.5pct, 综合看毛销差为 16.4%/+2.9pct。管理费用率为 4.3%/+1.4pct, 剔除新增 1.01 亿元股权支付费用后为 2.8%, 同比基本持平。公司全年净利率为 8.7%/+1.6pct、Q4 净利率为 9.1%/+1.5pct, 盈利水平稳步提升。

龙头优势稳固, 长期成长可期

公司是速冻火锅料行业龙头, 持续扩产能、拓渠道、推新品。去年底公司设计产能达 57.83 万吨/+21.7%, 产能利用率达 104.75%, 今年湖北一期 10 万吨 (2021H1)、河南二期 5 万吨 (2021 年初)、辽宁二期 4 万吨 (2021H2)、四川二期 9 万吨 (2021H2) 将陆续投产, 且广东 13.3 万吨已启动施工建设, 产能规模领先基础上不断强化优势。公司仍将借力经销商资源进行渠道开拓与深耕, 重点拓展 BC 类经销商, 去年新增经销商今年有望提供较大增量。公司今年将推出锁鲜装 3.0 新品, 持续提高锁鲜装和三大丸等中高端次新品的销量, 且速冻菜肴拟推出酥肉、梅菜扣肉、佛跳墙、蒜香骨等预制菜肴及牛羊肉卷等火锅周边食材产品, 通过冻品先生模式孵化预制菜肴这一新的成长曲线。

■ 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司归属净利润为 8.04/10.80/13.62 亿元，对应 EPS 为 3.29/4.42/5.57 元/股，对应 PE 为 64/47/38 倍（按 2021/4/12 收盘价计算）。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品质量安全风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、产品销售增速下滑风险、全国渠道拓展不及预期等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6965.11	8887.35	11034.69	13361.57
年增长率		27.60%	24.16%	21.09%
归属于母公司的净利润	603.80	804.28	1080.35	1361.77
年增长率		33.20%	34.32%	26.05%
每股收益 (元)	2.47	3.29	4.42	5.57
PER (X)	84.6	63.5	47.3	37.5

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2021/4/12 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	832	1278	2088	3248
交易性金融资产	1119	1119	1119	1119
应收账款及应收票据	350	325	438	563
存货	1691	2521	3145	3599
预付账款	83	73	98	129
其他流动资产	83	84	87	90
流动资产合计	4159	5400	6975	8749
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2035	2588	3010	3279
无形资产	202	239	262	274
商誉	1	1	1	1
递延所得税资产	172	172	172	172
其他非流动资产	527	524	446	345
资产总计	7096	8925	10866	12821
短期借款	208	304	350	400
应付票据及应付账款	1284	1914	2327	2708
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	120	161	197	236
应交税费	173	128	178	246
其他流动负债	725	757	987	1146
流动负债合计	2509	3265	4039	4737
长期借款	0	0	0	0
应付债券	735	735	735	735
递延所得税负债	99	99	99	99
其他非流动负债	69	69	69	69
负债合计	3413	4168	4943	5640
归属于母公司所有者权益	3684	4757	5924	7181
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	3684	4757	5924	7181
负债及股东权益	7096	8925	10866	12821

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	2.47	3.29	4.42	5.57
BVPS	15.07	19.46	24.24	29.38
PE	78.08	63.53	47.30	37.52
PEG	1.26	1.91	1.38	1.44

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6965	8887	11035	13362
营业成本	5176	6626	8199	9899
毛利	1789	2261	2835	3462
税金及附加	45	57	71	86
销售费用	644	800	971	1162
管理费用	296	284	320	374
研发费用	74	110	126	159
财务费用	4	32	27	14
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-2	0	0	0
其他收益	33	34	45	57
投资收益	18	24	28	34
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
资产处置收益	-3	0	0	0
营业利润	775	1036	1393	1758
营业外收支	7	6	6	6
利润总额	781	1042	1399	1764
所得税费用	178	238	319	402
净利润	604	804	1080	1362
归属于母公司的净利润	604	804	1080	1362
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	665	907	1200	1474
投资	-552	0	0	0
资本性支出	-692	-354	-144	-7
其他	24	24	28	34
投资活动现金流净额	-1220	-330	-116	27
债权融资	0	0	0	0
股权融资	20	0	0	0
银行贷款增加(减少)	605	96	46	50
筹资成本	-129	-227	-319	-392
其他	148	0	0	0
筹资活动现金流净额	644	-131	-273	-342
现金净流量	89	446	811	1160

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
PB	12.80	10.74	8.63	7.12
EV/EBITDA	50.25	39.95	32.60	27.09
ROE	16%	17%	18%	19%
ROIC	12%	13%	15%	16%

数据来源: wind, 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。