

# 安井食品 (603345)

证券研究报告

2021年04月13日

## B+C 双轮驱动，盈利能力持续提升

**事件：** 2020年公司实现营业收入69.65亿，同比增长32.25%；实现归母净利润6.04亿元，同比增长61.73%。其中，Q4公司实现营业收入24.80亿元，同比增加39.85%；实现归母净利润2.25亿元，同比增加66.24%。

**中高端产品持续放量，带动公司盈利能力改善。** 2020年，公司实现营业收入69.65亿，同比增长32.25%。其中，面食制品/肉制品/鱼糜制品/鱼糜制品实现收入16.62/17.98/28.26/6.73亿元，同比增长19.72%/36.16%/40.98%/23.26%。2020年公司实现毛利率25.68%（剔除执行新收入准则影响，毛利率为28%，同比增加2pcts）。其中肉制品、鱼糜制品毛利率同比分别增加1.96、1.02pct，主要系新品锁鲜装产品收入增加所致。2021年，公司将持续推出中高端产品，产品结构持续升级，预计小包装和锁鲜装渗透率将进一步提升。

2020年，公司期间费用率为14.6%，同比减少2.1pct。其中，因执行新收入准则，销售费用率同比下降3pct（如剔除上述影响，销售费用率同比下降0.7pct）；管理费用率同比增长1pct，主要系报告期内股份支付费用比去年同期增加了1.01亿元。报告期内，公司实现净利率8.67%，同比提升1.58pct，盈利能力持续提升。

**产能利用率维持较高水平，“销地产”的生产基地布局策略加速推进。** 2020年，公司各产品产销量保持同步增长。公司各工厂合计设计产能57.83万吨，实际产量60.58万吨，其中河南安井一期及四川安井一期达产后产能增长较快。公司2020年产能利用率为104.75%，去年同期产能利用率为108.03%，产能利用率维持在较高水平。根据目前在建项目的产能投放计划，公司通过签约泰州三期等扩产项目以及广东、山东等新建项目进一步提高未来3-5年的产能储备，2021年预计增加产能20万吨左右。

**B+C 双轮驱动，商超渠道增速较快。** 公司实施“BC兼顾、双轮驱动”的渠道策略，BC端实现同步发力。公司经销商/商超/特通/电商渠道实现营收58.70/8.42/1.63/0.9亿元，同比增加29.6%/43.8%/34.8%/188.6%，毛利率分别为22.6%/45.4%/21.1%/49.1%，其中商超渠道毛利率同比提升2.97pcts。2020年，受疫情影响消费者消费习惯，商超和电商渠道营收实现快速增长；特通渠道增长主要系锅圈等新零售客户增量。截止2020年底，公司经销商数量1033家，新增399家，减少48家，BC端实现同步增长。

**盈利预测：** 预计公司2021-2023年实现营收88.69/109.24/133.06亿元，同比+27.33%/23.17%/21.81%，实现归母净利润7.80/10.54/13.88亿元，同比+29.1%/35.22%/31.64%，EPS分别为3.19/4.31/5.68元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：** 食品安全风险、原材料价格波动风险、产能扩张不及预期风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,266.66	6,965.11	8,868.97	10,923.85	13,305.97
增长率(%)	23.66	32.25	27.33	23.17	21.81
EBITDA(百万元)	677.31	997.12	1,097.02	1,464.41	1,898.79
净利润(百万元)	373.34	603.80	779.51	1,054.09	1,387.64
增长率(%)	38.14	61.73	29.10	35.22	31.64
EPS(元/股)	1.53	2.47	3.19	4.31	5.68
市盈率(P/E)	136.87	84.63	65.55	48.48	36.82
市净率(P/B)	18.62	13.87	11.79	9.81	7.95
市销率(P/S)	9.70	7.34	5.76	4.68	3.84
EV/EBITDA	18.99	44.45	43.76	33.22	23.89

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	209.06元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	244.42
流通A股股本(百万股)	240.34
A股总市值(百万元)	51,099.36
流通A股市值(百万元)	50,245.56
每股净资产(元)	13.57
资产负债率(%)	48.59
一年内最高/最低(元)	283.99/88.00

### 作者

刘畅	分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《安井食品-公司点评:产能再扩张，海外收购欲布局全球市场》 2021-03-30
- 《安井食品-首次覆盖报告:日新月异，速冻龙头的无疆域扩张》 2021-03-20

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	755.84	832.08	2,443.20	1,727.69	5,117.86	营业收入	5,266.66	6,965.11	8,868.97	10,923.85	13,305.97
应收票据及应收账款	169.38	349.69	192.14	499.64	382.75	营业成本	3,909.79	5,176.47	6,377.64	7,641.48	9,063.63
预付账款	34.48	83.34	32.20	110.90	69.18	营业税金及附加	38.74	44.80	65.47	77.08	92.57
存货	1,733.13	1,691.41	2,625.46	2,670.45	3,493.83	营业费用	646.97	644.18	913.55	1,228.93	1,596.72
其他	638.56	1,202.39	1,382.92	1,268.03	1,286.85	管理费用	151.92	296.08	376.93	436.95	532.24
<b>流动资产合计</b>	<b>3,331.40</b>	<b>4,158.91</b>	<b>6,675.92</b>	<b>6,276.70</b>	<b>10,350.47</b>	研发费用	74.52	73.52	141.90	185.71	239.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.62	4.07	7.65	8.84	7.04
固定资产	1,514.25	2,034.85	2,125.94	2,171.93	2,177.86	资产减值损失	0.38	(0.40)	2.21	2.00	1.27
在建工程	483.00	378.94	263.37	206.02	153.61	公允价值变动收益	4.95	2.52	0.00	0.00	0.00
无形资产	149.52	202.25	195.60	188.95	182.30	投资净收益	11.95	17.56	14.61	14.71	15.63
其他	206.37	321.49	196.83	229.03	240.49	其他	(48.22)	(68.47)	(29.22)	(29.42)	(31.26)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,353.15</b>	<b>2,937.54</b>	<b>2,781.74</b>	<b>2,795.93</b>	<b>2,754.25</b>	<b>营业利润</b>	<b>468.05</b>	<b>774.78</b>	<b>998.23</b>	<b>1,357.56</b>	<b>1,788.62</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,684.55</b>	<b>7,096.46</b>	<b>9,457.66</b>	<b>9,072.62</b>	<b>13,104.72</b>	营业外收入	19.74	10.49	15.14	15.13	13.59
短期借款	340.09	207.86	300.00	253.93	253.93	营业外支出	3.69	3.90	3.65	3.75	3.76
应付票据及应付账款	1,230.03	1,283.61	2,092.26	1,914.50	2,735.94	<b>利润总额</b>	<b>484.10</b>	<b>781.38</b>	<b>1,009.72</b>	<b>1,368.94</b>	<b>1,798.44</b>
其他	1,174.77	1,017.65	2,211.10	1,153.97	3,035.14	所得税	110.76	177.57	230.22	314.86	410.80
<b>流动负债合计</b>	<b>2,744.89</b>	<b>2,509.13</b>	<b>4,603.35</b>	<b>3,322.40</b>	<b>6,025.00</b>	<b>净利润</b>	<b>373.34</b>	<b>603.80</b>	<b>779.51</b>	<b>1,054.09</b>	<b>1,387.64</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	735.06	363.06	366.04	488.06	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>373.34</b>	<b>603.80</b>	<b>779.51</b>	<b>1,054.09</b>	<b>1,387.64</b>
其他	196.01	168.39	157.60	174.00	166.66	每股收益(元)	1.53	2.47	3.19	4.31	5.68
<b>非流动负债合计</b>	<b>196.01</b>	<b>903.45</b>	<b>520.67</b>	<b>540.04</b>	<b>654.72</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,940.89</b>	<b>3,412.58</b>	<b>5,124.02</b>	<b>3,862.45</b>	<b>6,679.73</b>						
少数股东权益	0.00	0.07	0.07	0.07	0.07	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	236.38	236.67	244.42	244.42	244.42	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,267.66	1,455.71	1,455.71	1,455.71	1,455.71	营业收入	23.66%	32.25%	27.33%	23.17%	21.81%
留存收益	2,677.46	3,469.58	4,089.14	4,965.68	6,180.50	营业利润	39.58%	65.53%	28.84%	36.00%	31.75%
其他	(1,437.84)	(1,478.16)	(1,455.71)	(1,455.71)	(1,455.71)	归属于母公司净利润	38.14%	61.73%	29.10%	35.22%	31.64%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,743.66</b>	<b>3,683.88</b>	<b>4,333.64</b>	<b>5,210.18</b>	<b>6,425.00</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,684.55</b>	<b>7,096.46</b>	<b>9,457.66</b>	<b>9,072.62</b>	<b>13,104.72</b>	毛利率	25.76%	25.68%	28.09%	30.05%	31.88%
						净利率	7.09%	8.67%	8.79%	9.65%	10.43%
						ROE	13.61%	16.39%	17.99%	20.23%	21.60%
						ROIC	19.61%	38.52%	32.95%	84.92%	50.27%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	51.73%	48.09%	54.18%	42.57%	50.97%
						净负债率	-15.15%	3.04%	-41.07%	-21.25%	-68.10%
						流动比率	1.21	1.66	1.45	1.89	1.72
						速动比率	0.58	0.98	0.88	1.09	1.14
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	36.79	26.84	32.74	31.58	30.16
						存货周转率	3.64	4.07	4.11	4.13	4.32
						总资产周转率	1.03	1.09	1.07	1.18	1.20
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.53	2.47	3.19	4.31	5.68
						每股经营现金流	2.36	2.72	8.49	-1.72	14.25
						每股净资产	11.22	15.07	17.73	21.32	26.29
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	136.87	84.63	65.55	48.48	36.82
						市净率	18.62	13.87	11.79	9.81	7.95
						EV/EBITDA	18.99	44.45	43.76	33.22	23.89
						EV/EBIT	24.01	53.78	47.72	35.60	25.26

  

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	373.34	603.80	779.51	1,054.09	1,387.64
折旧摊销	149.11	180.63	91.14	98.01	103.13
财务费用	15.94	15.78	7.65	8.84	7.04
投资损失	(11.95)	(17.56)	(14.61)	(14.71)	(15.63)
营运资金变动	575.73	347.90	1,210.94	(1,567.12)	2,000.02
其它	(525.59)	(465.66)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>576.57</b>	<b>664.89</b>	<b>2,074.64</b>	<b>(420.89)</b>	<b>3,482.21</b>
资本支出	535.51	669.94	70.79	63.60	57.34
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,103.24)	(1,889.50)	(116.17)	(128.89)	(91.71)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(567.73)</b>	<b>(1,219.57)</b>	<b>(45.39)</b>	<b>(65.29)</b>	<b>(34.37)</b>
债权融资	340.09	944.22	663.50	620.55	742.75
股权融资	369.89	332.01	22.55	(8.84)	(7.04)
其他	(740.86)	(632.25)	(1,104.17)	(841.04)	(793.37)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(30.89)</b>	<b>643.98</b>	<b>(418.13)</b>	<b>(229.33)</b>	<b>(57.66)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(22.04)</b>	<b>89.30</b>	<b>1,611.12</b>	<b>(715.51)</b>	<b>3,390.17</b>

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com