

公司研究

疫情下高增长，BC 兼顾带动盈利持续释放

——安井食品（603345.SH）2020 年年报点评

要点

BC端渠道增速明显，整体业绩保持高增速：2020年实现营收69.65亿/同比+32.25%，实现归母净利润6.04亿/同比+61.73%，扣非后净利润5.6亿/同比+66.10%，EPS2.61元/股，毛利率25.68%/同比-0.08pct。盈利实现高增长主因1) 渠道结构优化：落实“BC兼顾，双轮驱动”战略，加大BC类商超经销商的开发力度。截至2020年期末，公司共拥有经销商1033家，新增399家，未来将继续在B端和C端同步发力，加大多渠道开发。2) 产品结构持续优化，高端品类销量增长可观。

销售费用率9.25%/同比-3.03pct，主要因为物流费用计入营业成本使得销售费率下降所致；管理费用率5.31%/同比+1.01pct，主要系股份支付费用增加所致；财务费用率0.06%/-0.08pct，主要系利息支出减少、利息收入增加所致。其中2020Q4营收24.80亿/同比+28.49%，归母净利润2.25亿/同比+39.85%，扣非归母净利润2.17亿/同比+43.76%。

提升全渠道竞争力，高端新品形成先发优势：分渠道来看2020全年 1) 经销商收入58.70亿元/+29.60%；2) 商超收入8.42亿元/+43.83%；3) 特通渠道收入1.63亿元/+34.78%；4) 电商渠道收入9039万元/+188.61%。主要系疫情影响，消费者消费习惯和消费行为有所改变，同时公司加强商超、电商渠道建设所致。

分产品来看，2020全年面米制品收入16.62亿元/+19.72%，毛利率27.8%/同比-0.96pct；肉制品收入为17.98亿元/+36.16%，毛利率24.75%/+1.96pct；鱼糜制品营收28.26亿元/+40.98%，毛利率25.87%/+1.02pct，主要系除自然增长外，新品“锁鲜装”系列产品销售增量所致；菜肴制品收入为6.73亿元/+23.26%，毛利率同比减少6.85pct，系千叶豆腐加大促销及外购产品影响所致；其他产品营收712万元/-13.53%。

产能顺势扩张应对未来需求增长，看好“销地产”战略下的规模提升：公司继续落实产能扩张计划，遵循“销地产”战略布局，预计湖北一期、河南二期、辽宁二期及四川二期于2021年陆续投产，并同时加快广东安井和泰州三期等项目的建设投产。产能红利释放的同时，公司在各区域经营也持续向好，2020年多区域营收同比增速超30%，主要系各工厂建设投产后为产品销售提供有效保障，各大区通过精耕市场增量显著，规模优势不断强化，生产成本逐年下降，优秀商业模式下看好公司未来盈利和市占率进一步提升。未来各系列新品将持续推出，同时提前布局同为上游的预制菜赛道，在餐饮供应链标准趋势化下，看好公司在新赛道上的潜在成长能力。

盈利预测、估值与评级：因BC渠道扩张及新品表现优异，我们上调21-22年EPS分别为8%，16%至3.48/4.71元（原为3.21/4.05元），新增23年EPS为5.96元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全，原材料上涨，产能投放延期风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,267	6,965	9,131	11,705	14,869
营业收入增长率	23.66%	32.25%	31.10%	28.19%	27.03%
净利润（百万元）	373	604	824	1,115	1,410
净利润增长率	38.14%	61.73%	36.46%	35.28%	26.51%
EPS（元）	1.58	2.61	3.48	4.71	5.96
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.61%	16.39%	19.02%	21.44%	22.47%
P/E	138	85	63	46	37
P/B	18.8	14.0	11.9	9.9	8.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-14

买入（维持）

当前价：218.07元

作者

分析师：唐佳睿 CFA CPA(Aust.) CAIA

FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

分析师：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

021-52523875

lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.44
总市值(亿元)	533.01
一年最低/最高(元)	87.62/283.99
近3月换手率	54.06%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	22.61	33.08	110.09
绝对	21.52	24.12	140.28

资料来源：Wind

相关研报

Q4 高增长完美收官，未来长期值得期待——安井食品（603345.SH）2020 年业绩预增公告点评（2021-01-26）

三季度保持高增长，渠道优势尽显——安井食品（603345.SH）2020 年三季度报点评（2020-10-27）

业绩超预期，商超渠道收入发力——安井食品（603345.SH）2020 年中报点评（2020-08-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,267	6,965	9,131	11,705	14,869
营业成本	3,910	5,176	6,717	8,595	10,885
折旧和摊销	142	173	140	151	162
税金及附加	39	45	64	82	104
销售费用	647	644	822	1,053	1,338
管理费用	152	296	365	410	520
研发费用	75	74	155	199	253
财务费用	8	4	2	-8	1
投资收益	12	18	0	0	0
营业利润	468	775	1,018	1,418	1,822
利润总额	484	781	1,030	1,429	1,831
所得税	111	178	206	314	421
净利润	373	604	824	1,115	1,410
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	373	604	824	1,115	1,410
EPS(按最新股本计)	1.58	2.55	3.48	4.71	5.96

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	577	665	1,829	1,464	2,318
净利润	373	604	824	1,115	1,410
折旧摊销	142	173	140	151	162
净营运资金增加	-501	637	-521	309	-112
其他	562	-749	1,385	-111	858
投资活动产生现金流	-568	-1,220	-88	-225	-200
净资本支出	-606	-692	-200	-200	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	38	-527	112	-25	0
融资活动现金流	-31	644	-386	-241	-335
股本变化	20	0	0	0	0
债务净变化	-448	604	-208	-1	0
无息负债变化	874	-132	1,451	1,020	1,193
净现金流	-22	89	1,355	998	1,782

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	25.8%	25.7%	26.4%	26.6%	26.8%
EBITDA 率	11.6%	13.6%	13.1%	13.4%	13.4%
EBIT 率	8.8%	11.0%	11.5%	12.1%	12.3%
税前净利润率	9.2%	11.2%	11.3%	12.2%	12.3%
归母净利润率	7.1%	8.7%	9.0%	9.5%	9.5%
ROA	6.6%	8.5%	9.2%	10.3%	10.7%
ROE (摊薄)	13.6%	16.4%	19.0%	21.4%	22.5%
经营性 ROIC	13.2%	14.9%	23.4%	27.9%	36.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	48%	52%	52%	52%
流动比率	1.21	1.66	1.59	1.63	1.67
速动比率	0.58	0.98	0.98	1.01	1.14
归母权益/有息债务	8.07	3.90	5.88	7.07	8.54
有形资产/有息债务	16.06	7.10	11.69	14.28	17.37

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,685	7,096	8,988	10,874	13,143
货币资金	756	832	2,187	3,185	4,968
交易性金融资产	560	1,119	1,119	1,119	1,119
应收帐款	169	350	257	330	419
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	10	0	0	0
存货	1,733	1,691	2,349	3,008	3,265
其他流动资产	72	74	128	192	271
流动资产合计	3,331	4,159	6,107	7,920	10,151
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,514	2,035	2,068	2,093	2,109
在建工程	483	379	389	397	403
无形资产	150	202	193	189	186
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	19	21	21	21	21
非流动资产合计	2,353	2,938	2,880	2,954	2,992
总负债	2,941	3,413	4,655	5,674	6,867
短期借款	340	208	0	0	0
应付账款	1,029	1,069	1,679	2,149	2,721
应付票据	201	215	403	516	653
预收账款	808	0	1,096	1,405	1,784
其他流动负债	0	189	189	189	189
流动负债合计	2,745	2,509	3,849	4,868	6,061
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	735	735	735	735
其他非流动负债	134	69	69	69	69
非流动负债合计	196	903	806	806	806
股东权益	2,744	3,684	4,332	5,200	6,275
股本	236	237	237	237	237
公积金	1,356	1,564	1,574	1,574	1,574
未分配利润	1,321	1,906	2,544	3,411	4,487
归属母公司权益	2,744	3,684	4,332	5,200	6,275
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.28%	9.25%	9.00%	9.00%	9.00%
管理费用率	2.88%	4.25%	4.00%	3.50%	3.50%
财务费用率	0.14%	0.06%	0.02%	-0.07%	0.01%
研发费用率	1.41%	1.06%	1.70%	1.70%	1.70%
所得税率	23%	23%	20%	22%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.47	0.74	1.04	1.41	1.79
每股经营现金流	2.44	2.81	7.73	6.18	9.79
每股净资产	11.61	15.56	18.30	21.97	26.51
每股销售收入	22.28	29.43	38.58	49.46	62.83

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	138	85	63	46	37
PB	18.8	14.0	11.9	9.9	8.2
EV/EBITDA	85.3	55.5	42.7	32.2	24.7
股息率	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE