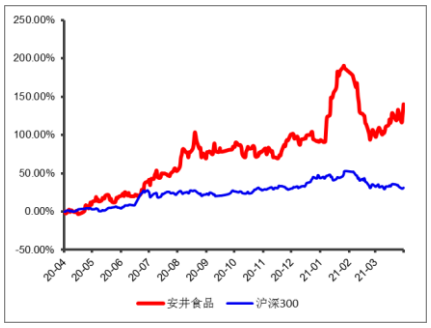
食品饮料 安井食品（603345.SH） 维持评级

报告原因：年报点评 **产品渠道齐发力，盈利能力不断提高** **买入**

2021 年 4 月 15 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 14 日

收盘价(元)：232.09

年内最高/最低（元）：283.99/179.62

流通 A 股/总股本（亿）： 2.40/2.44

流通 A 股市值（亿）：550

总市值（亿）：559

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益：2.61

每股净资产(元)：14.87

净资产收益率：19.52%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 公司晚间发布 2020 年报称，2020 年归属于母公司所有者的净利润 6.04 亿元，同比增长 61.73%；营业收入 69.65 亿元，同比增长 32.25%；基本每股收益 2.61 元，同比增长 56.29%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 7.42 元（含税）。

事件点评

- **BC 兼顾、双轮驱动，公司业绩符合预期。**公司 2020 年实现营业收入 69.65 亿元，同比增加 32.25%；归母净利润 6.04 亿元，同比增加 61.73%，其中单 Q4 实现营业收入 24.80 亿元，同比增加 39.85%，归母净利润 2.25 亿元，同比增加 66.24%。为顺应内外部环境变化，公司适时将渠道策略调整为“BC 兼顾，双轮驱动”，2020 年业绩圆满收官。 1）分产品来看，公司肉制品、鱼糜制品营业收入增速较快，除自然增长外，主要系新品锁鲜装产品收入增加所致；公司 2020 年公司面米制品实现营收 16.62 亿元，同比+19.72%，肉制品营收 17.98 亿元，同比+36.16%，鱼糜制品营收 28.26 亿元，同比+40.98%，菜肴制品 6.73 亿元，同比+23.26%。2）分渠道来看，公司 2020 年经销商模式实现收入 58.70 亿元，同比+29.60%，商超实现收入 8.42 亿元，同比+43.83%，特通实现收入 1.63 亿元，同比 34.78%，主要系锅圈等新零售客户增量所致；电商实现收入 0.90 亿元，同比+188.61%，主要系因疫情影响，消费者消费习惯和消费行为有所改变，同时公司顺应市场趋势调整经营策略，加强商超、电商渠道建设所致。3)分区域来看，2020 年多个区域营业收入增速超过 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。华东地区营业收入 35.45 亿元，占总收入的比重为 50.89%，仍是公司重点销售区域，保持良好的增速。
- **毛利提升及期间费用下降贡献业绩弹性。**公司坚持“高质中高价”的销售定价策略、“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道策略。传统产品的市场占有率逐年扩大，规模效应使生产成本、期间费用比逐年下降，净利润水平稳步提升。公司 2020 年销售净利率为 8.67%，同比增加 1.58pct，具体来看：1）2020 年毛利率为 25.68%，同比减少 0.08pct，因执行新收入准则，2020 年度公司将 1.64 亿元物流费用计入营业成本，剔除该因素，总体毛利率同比+2.3pct 至 28%。2）2020 年度销售期间费用

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

率 14.61 %，同比减少 2.12pct，其中销售费用率为 9.25%，同比减少 3.03pct，主要是执行新收入准则；管理费用率 5.31%，同比增加 1.01pct，主要系报告期内股份支付费用比去年同期增加了 1.01 亿元所致；财务费用率为 0.06%，同比减少 0.08pct，，主要系利息支出减少、利息收入增加所致。

- **产能扩建，未来有望持续增长**。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。根据在建项目的产能投放计划，随着湖北、河南、辽宁、四川等新增产能下半年陆续投产，支撑公司持续增长。此外，公司战略清晰，公司按照“全渠道、全区域、大单品”的经营策略和“BC 兼顾、双轮驱动”的渠道策略组合模式，B 端和 C 端渠道同步发力，全面提升全渠道大单品竞争力，不断提高速冻食品市场占有率。与此同时，公司不断优化商业模式，通过“主食发力、均衡发展”的产品策略、视觉营销的品牌宣传模式、高质中高价的产品定价模式、“销地产”的工厂基地建设模式以及“销地研”的销售研发策略，并坚持贯彻“马上去做、用心去做”的企业执行文化，公司经营管理水平不断提升，生产成本、期间费用比逐年下降，未来经营业绩有望持续增长。

投资建议

- 2020 年公司业绩圆满收官。中长期来看，我们认为公司战略清晰， B 端和 C 端渠道同步发力，助力公司份额有望持续提升。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 7.96 亿、10.50 亿、13.87 亿，EPS 分别为 3.36 元、4.44 元、5.86 元，对应当前股价，PE 分别为 69 倍、52 倍、39 倍。维持 “买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险、宏观经济下行风险、产品竞争趋于激烈

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,159	5,063	6,485	7,983
现金	832	866	1,973	2,762
应收账款	359	366	455	604
其他应收款	10	10	13	17
预付账款	83	108	149	208
存货	1,691	2,632	3,249	4,007
其他流动资产	1,183	1,081	645	386
非流动资产	2,938	2,850	2,818	2,767
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2,035	1,906	1,777	1,648
无形资产	202	189	176	164
其他非流动资产	700	755	865	955
资产总计	7,096	7,912	9,303	10,751
流动负债	2,509	3,062	3,589	3,818
短期借款	208	300	296	289
应付账款	1,069	1,514	1,845	2,189
其他流动负债	1,232	1,249	1,448	1,340
非流动负债	903	517	550	663
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	903	517	550	663
负债合计	3,413	3,579	4,139	4,481
少数股东权益	0	0	0	0
股本	237	237	237	237
资本公积	1,456	1,456	1,456	1,456
留存收益	2,014	2,640	3,471	4,577
归属母公司股东权益	3,684	4,333	5,164	6,270
负债和股东权益	7,096	7,912	9,303	10,751

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	665	568	1,310	921
净利润	604	796	1,050	1,387
折旧摊销	181	142	141	141
财务费用	16	(0)	(6)	(21)
投资损失	(18)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	161	(363)	139	(575)
其他经营现金流	(279)	5	(3)	1
投资活动现金流	(1,220)	(39)	12	12
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(1,220)	(39)	12	12

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,965	8,658	10,718	13,291
营业成本	5,176	6,320	7,803	9,622
营业税金及附加	45	73	90	112
销售费用	644	935	1,125	1,369
管理费用	296	316	370	432
财务费用	4	(0)	(6)	(21)
资产减值损失	(0)	5	(3)	1
公允价值变动收益	3	0	0	0
投资净收益	18	12	12	12
营业利润	775	1,021	1,351	1,787
营业外收入	10	15	15	15
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	781	1,032	1,362	1,798
所得税	178	236	312	411
净利润	604	796	1,050	1,387
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	604	796	1,050	1,387
EBITDA	997	1,164	1,486	1,907
EPS（元）	2.47	3.36	4.44	5.86

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	32.25%	24.30%	23.80%	24.00%
营业利润	65.53%	31.81%	32.29%	32.30%
归属于母公司净利润	61.73%	31.85%	31.95%	32.04%
获利能力				
毛利率(%)	25.68%	27.00%	27.20%	27.60%
净利率(%)	8.67%	9.20%	9.80%	10.44%
ROE(%)	16.39%	18.37%	20.34%	22.12%
ROIC(%)	37.71%	31.48%	29.01%	39.86%
偿债能力				
资产负债率(%)	48.09%	45.24%	44.49%	41.68%
净负债比率(%)	48.01%	36.99%	18.25%	11.41%
流动比率	1.66	1.65	1.81	2.09
速动比率	0.98	0.79	0.90	1.04
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.15	1.25	1.33
应收账款周转率	26.84	24.54	26.90	25.86
应付账款周转率	6.64	6.70	6.38	6.59
每股指标（元）				

筹资活动现金流	644	(450)	(214)	(145)	每股收益(最新摊薄)	2.47	3.36	4.44	5.86
短期借款	(132)	92	(4)	(7)	每股经营现金流(最新摊薄)	2.72	2.32	5.36	3.77
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.07	17.73	21.13	25.65
普通股增加	0	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	188	0	0	0	P/E	94.0	69.0	52.3	39.6
其他筹资现金流	588	(542)	(210)	(138)	P/B	15.4	13.1	11.0	9.0
现金净增加额	89	79	1,108	788	EV/EBITDA	44.62	46.58	35.80	27.64

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336