2021 年 04 月 13 日

证券研究报告•2020 年年报点评

安井食品（603345）食品饮料

买入（维持）

当前价：209.06 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

BC 双轮驱动，盈利能力再创新高

投资要点

- **事件：**公司发布 2020 年报，全年实现营收 69.7 亿元(+32.2%)，实现归母净利润 6.0 亿元(+61.7%)，扣非后归母净利润 5.6 亿元（+66.1%）；其中 20Q4 单季度实现营收 24.8 亿元(+39.8%)，实现归母净利润 2.2 亿元(+66.2%)，符合业绩预增公告披露。同时，拟每 10 股派发现金红利 7.42 元（含税）。

- **BC 端双轮驱动，商超、电商表现优异。**1、分品类看，面米制品、肉制品、鱼糜制品、菜肴制品分别实现营业收入 16.6 亿元(+19.7%)、18 亿元(+36.2%)、28.3 亿元(+41%)、6.7 亿元(+23.3%)；肉制品、鱼糜制品增速领跑，主要由锁鲜装新品带动，受益于大力开拓 C 端渠道，锁鲜装全年估计翻倍以上增长；菜肴制品随餐饮恢复实现正增长。2、分渠道看，经销商、商超、特通、电商分别实现营业收入 58.7 亿元(+29.6%)、8.4 亿元(+43.8%)、1.6 亿元(+34.8%)、9039 万元(+188.6%)。20 年公司实施“BC 兼顾、双轮驱动”渠道战略，叠加疫情改变消费习惯，商超、电商渠道表现优异；锅圈等新零售客户增量带动特通渠道增长。3、分区域看，东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南营收增速分别为 32%、37.1%、26.5%、34.6%、39.7%、54.9%、49.6%；华东地区贡献收入 51%，保持良好增长态势；西北、西南增速亮眼。经销商开拓方面，截至 2020 年末，公司共有经销商 1033 家，净增加 351 家，继续加大 BC 超市经销商开发力度。

- **产品结构优化，盈利能力再创新高。**1、公司整体毛利率 25.7%，同比下降 0.1pp，主要由于执行新会计准则，将原计入销售费用的物流费用计入营业成本，同时带动销售费用率下降 3pp 至 9.2%；剔除会计准则调整影响，2020 年公司毛利率 28%，同比提升 2.3 个百分点，主要受益于：1）产品结构调整，锁鲜装等新品、次新品放量，带动毛利率提升；2）受原材料影响，部分产品相继提价；2、费用率方面，管理用费率 4.3%，同比提升 1.4pp，主要由于股份支付费用增加；研发用费率 1.1%，同比下降 0.4pp；财务用费率 0.1%，基本保持稳定。整体净利率 8.7%，同比提升 1.6pp，盈利能力再创新高。

- **境外收购+产能扩建，成长空间广阔。**1、尝试国际化战略，以 523 万英镑收购英国速冻食品公司 Oriental Food Express Limited 70%股份，利于快速响应海外华人对速冻食品的需求，进一步提升品牌知名度。2、“销地产”生产基地布局策略，湖北、河南、辽宁、四川基地预计于 21 年投产，设计产能共 28 万吨；此外公司投资建设广东安井 13.3 万吨、山东基地 20 万吨项目，为公司快速发展提供产能支撑。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年归母净利润分别为 8.2 亿元、10.6 亿元、14.0 亿元，EPS 分别为 3.34 元、4.34 元、5.72 元，对应动态 PE 分别为 63 倍、48 倍、37 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动；市场开拓不达预期风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6965.11	8406.73	10131.80	12120.60
增长率	32.25%	20.70%	20.52%	19.63%
归属母公司净利润（百万元）	603.80	815.24	1060.86	1398.12
增长率	61.73%	35.02%	30.13%	31.79%
每股收益 EPS（元）	2.47	3.34	4.34	5.72
净资产收益率 ROE	16.39%	18.86%	20.64%	22.48%
PE	85	63	48	37
PB	13.87	11.82	9.94	8.22

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

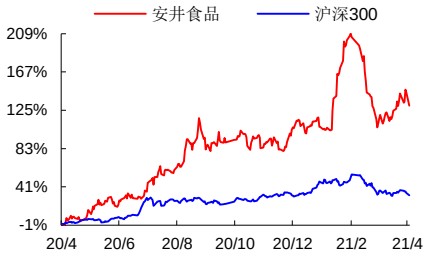
分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.44
流通 A 股(亿股)	2.40
52 周内股价区间(元)	90.02-280.8
总市值(亿元)	510.99
总资产(亿元)	70.96
每股净资产(元)	14.87

相关研究

1. 安井食品(603345)：锁鲜装延续高增长，业绩持续超预期 (2021-01-26)
2. 安井食品（603345）：商超高增长延续，Q3 业绩超预期 (2020-10-26)
3. 安井食品（603345）：全渠道发力，带动业绩高增长 (2020-08-20)
4. 安井食品（603345）：收入平稳，利润超预期高增长 (2020-04-21)
5. 安井食品(603345)：全年业绩快速增长，19Q4 受益于提价和产品升级加速态势明显 (2020-04-14)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6965.11	8406.73	10131.80	12120.60
营业成本	5176.47	6199.93	7435.31	8819.44
营业税金及附加	44.80	54.08	65.17	77.97
销售费用	644.18	739.79	861.20	969.65
管理费用	296.08	361.49	405.27	448.46
财务费用	4.07	25.22	20.26	24.24
资产减值损失	-0.40	1.00	1.00	1.00
投资收益	17.56	15.00	15.00	15.00
公允价值变动损益	2.52	2.91	3.12	2.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	774.78	1043.14	1361.69	1797.79
其他非经营损益	6.59	11.26	11.21	11.21
利润总额	781.38	1054.40	1372.91	1809.00
所得税	177.57	239.16	312.05	410.88
净利润	603.80	815.24	1060.86	1398.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	603.80	815.24	1060.86	1398.12

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	603.80	815.24	1060.86	1398.12
折旧与摊销	180.63	178.48	208.64	239.11
财务费用	4.07	25.22	20.26	24.24
资产减值损失	-0.40	1.00	1.00	1.00
经营营运资本变动	-290.08	-953.41	-196.41	-180.46
其他	166.87	-17.83	-19.61	-18.89
经营活动现金流净额	664.89	48.71	1074.74	1463.12
资本支出	-467.95	-420.00	-420.00	-420.00
其他	-751.62	17.91	18.12	17.95
投资活动现金流净额	-1219.57	-402.09	-401.88	-402.05
短期借款	-132.22	-37.86	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	188.35	170.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-181.14	-244.57	-318.26
其他	587.85	-191.01	-20.26	-24.24
筹资活动现金流净额	643.98	-240.01	-264.84	-342.50
现金流量净额	89.16	-593.39	408.02	718.58

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	832.08	238.69	646.71	1365.29
应收和预付款项	442.73	434.85	549.27	661.96
存货	1691.41	2313.96	2746.82	3206.79
其他流动资产	1192.70	1791.72	1929.73	2088.83
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2413.80	2642.29	2840.62	3008.49
无形资产和开发支出	203.31	217.82	232.33	246.84
其他非流动资产	320.43	318.95	317.46	315.98
资产总计	7096.46	7958.28	9262.95	10894.18
短期借款	207.86	170.00	170.00	170.00
应付和预收款项	1576.70	2024.71	2406.17	2837.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1628.01	1440.08	1547.01	1666.81
负债合计	3412.58	3634.80	4123.18	4674.54
股本	236.67	244.42	244.42	244.42
资本公积	1455.71	1617.96	1617.96	1617.96
留存收益	2013.87	2647.98	3464.26	4544.13
归属母公司股东权益	3683.81	4323.41	5139.69	6219.56
少数股东权益	0.07	0.07	0.07	0.07
股东权益合计	3683.88	4323.49	5139.77	6219.63
负债和股东权益合计	7096.46	7958.28	9262.95	10894.18

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	32.25%	20.70%	20.52%	19.63%
营业利润增长率	65.53%	34.64%	30.54%	32.03%
净利润增长率	61.73%	35.02%	30.13%	31.79%
EBITDA 增长率	53.57%	29.95%	27.57%	29.58%
获利能力				
毛利率	25.68%	26.25%	26.61%	27.24%
三费率	13.56%	13.40%	12.70%	11.90%
净利率	8.67%	9.70%	10.47%	11.54%
ROE	16.39%	18.86%	20.64%	22.48%
ROA	8.51%	10.24%	11.45%	12.83%
ROIC	30.43%	27.82%	28.31%	33.87%
EBITDA/销售收入	13.78%	14.83%	15.70%	17.01%
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.12	1.18	1.20
固定资产周转率	3.92	3.92	4.31	4.79
应收账款周转率	26.84	24.39	26.38	25.53
存货周转率	3.02	3.09	2.94	2.96
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.05%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	48.09%	45.67%	44.51%	42.91%
带息债务/总负债	27.63%	24.90%	21.95%	19.36%
流动比率	1.66	1.75	1.82	1.94
速动比率	0.98	0.90	0.97	1.09
股利支付率	0.00%	22.22%	23.05%	22.76%
每股指标				
每股收益	2.47	3.34	4.34	5.72
每股净资产	15.07	17.69	21.03	25.45
每股经营现金	2.72	0.20	4.40	5.99
每股股利	0.00	0.74	1.00	1.30

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	959.48	1246.84	1590.60	2061.14
PE	84.63	62.68	48.17	36.55
PB	13.87	11.82	9.94	8.22
PS	7.34	6.08	5.04	4.22
EV/EBITDA	50.20	40.37	31.39	23.88
股息率	0.00%	0.35%	0.48%	0.62%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn