太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-04-13

公司点评报告

买入/维持

安井食品(603345)

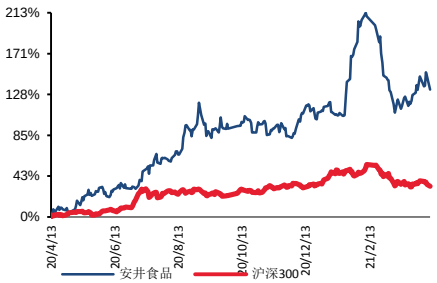
目标价：268.4

昨收盘：209.06

日常消费 食品、饮料与烟草

安井食品：全年表现亮眼，竞争优势持续强化

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	244/240
总市值/流通(百万元)	51,099/50,246
12 个月最高/最低(元)	280.80/90.02

相关研究报告：

安井食品（603345）《安井食品：疫情影响背景下收入获稳健增长，提价+促销减少带动业绩大增》--2020/04/21

安井食品（603345）《安井食品：疫情影响背景下收入获稳健增长，提价+促销减少带动业绩大增》--2020/04/21

安井食品（603345）《安井食品：产能建设加速，竞争优势持续强化》--2021/03/30

证券分析师：黄付生
电话：010-88695133
E-MAIL：huangfs@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517030002
证券分析师：蔡雪昱
电话：010-88695135
E-MAIL：caixy@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190517050002

事件：公司发布 2020 年年报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 69.65 亿元、6.04 亿元、 5.57 亿元，同比+32%、+62%、+66%。Q4 营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 24.80 亿元、2.25 亿元、2.17 亿元，同比+40%、+66%、+78%。

全年经营表现亮眼，量价齐升。公司全年实现营收 69.95 亿元，同比+32%（Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为 17%/+27%/+41%/+40%）。2020 年全年销售量 58.35 万吨同增 19.23%，吨价 11935 元/吨同增 10.92%。价格方面，速冻鱼糜/肉制品/面米制品/菜肴制品吨价分别提升 12.5%/9.9%/7.2%/10.5%，销售量分别提升 25%/24%/12%/12%。主要系 1）产品结构提升，锁鲜装产品推进。2）疫情影响取消促销政策。3）商超渠道增速超预期。2021Q1 受益于春节较晚及疫情影响下的低基数，我们预计公司将实现快于全年的收入增长。

BC 类经销商持续开拓，商超电商快速增长。分品类来看，公司面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 16.62 亿元/17.98 亿元/28.26 亿元/6.73 亿元，同比+20%/+36%/+41%/+23%。分渠道来看，经销商/商超/特通/电商分别实现营收 58.70 亿元/8.42 亿元/1.63 亿元/0.90 亿元，同比+30%/+44%/+35%/+189%，电商和商超渠道表现亮眼，主因疫情影响，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。截至 2020 年末公司经销商 1033 家，净增 351 家，同比+51%，2020Q1-4，公司净增经销商 14/203/71/77 家，主要系公司 BC 超市经销商为主，2021 年公司预计持续增加小几百家经销商。分区域来看，公司重点销售区域华东实现营收 35.45 亿元，同比+27%，维持良好增速，其余大区增速均超 30%，主要系河南，四川，湖北等地工厂产能建设为销售提供保障。2020 年，公司销售商品收到的现金为 81.53 亿，同比+31%，经营活动产生的现金流净额 6.65 亿元，同比+15%。

锁鲜装放量以及促销力度减小助力盈利能力提升。公司全年实现归母净利润 6.04 亿元，同比+66%（Q1/Q2/Q3/Q4 增速分别为+35%/+72%/+63%/+66%）。还原股权激励费用，2020 年利润增速 78.9%，2019 年利润增速 42.2%，2020 年净利率 9.86%，同比提升 2.57pct，2020Q4 净利润 2.46 亿，同比+68.6%，2020Q4 净利率 9.9%，同比+1.7pct。

还原物流费用因素后，2020 年毛利率 28.0%，同比+2.35pct，2020Q4 毛利率 28.5%，同比+1.14pct，主要系减少促销以及锁鲜装放量。成本端，公司 2020 年鱼糜，猪肉类原材料采购单价分别+11.4%，+65%，鸡肉类采购单价下降 22%，因鸡肉占比较大，整体肉类采购单价同比-11.7%，2021 年我们预计鱼浆稳中有升、鸡肉成本下行、大豆蛋白和包材呈上涨趋势，整体成本公司将通过各种积极手段控制，我们预估整体对毛利率的影响可控。2020 年销售费用率 11.6%（还原物流费用）、9.25%（物流费用调到成本端），考虑到 21 年 BC 类商超渠道开发幅度较 20 年增幅正常回落、预计 21 年同口径下销售费用率继续受益于规模效应、平稳可控。管理费用率 5.31%，同比+1pct，主要系股权激励费用比去年同期增加 1 亿元左右。

锁鲜装抢占 C 端，冻品先生布局速冻菜肴蓝海。公司 2019 年推出锁鲜装，上市后获得非常好的表现，获得 C 端消费者的认可，2020 年表现超此前销售目标，未来定位为利润大单品，同时也承载着代表品牌直接和消费者沟通的大单品。2021 年锁鲜装将围绕上量产品聚焦以及进一步升级推出新品的思路来开展市场动作，我们预计其销售将进一步提速。2020 年公司成立冻品先生供应链全资子公司，以独立团队运营、充分激励，抢先布局菜肴制品，精准定位中央厨房概念，切入餐饮供应链。冻品先生以加盟店的形式逐步推广，专卖店直面 C 端，促进了安井线下品牌宣传及在 C 端消费人群的渗透力。

产能稳步扩张，渠道优势明显。产能方面，公司 2020 年设计产 57.8 万吨，产能利用率 104.75%，连续第六年超过 100%，反映行业需求旺盛。公司实行“销地产”模式以来，布局全国，截至日前已经形成厦门、江苏（泰州&无锡）、辽宁、四川、广东、河南、湖北、山东 9 大生产基地布局。预计未来五年内，计划及建设中的华南基地、河南二期三期项目、湖北基地、厦门三厂、泰州三期工厂、山东基地将全部达产，释放 75.5 万吨产能，测算产能复合增速超 20%，将为收入增长提供支持。“销地产”模式带来物流成本下降，市场反应速度提高，预计费用率进一步下降，结合公司产品结构升级，公司利润率有望提高。

BC 端速冻市场前景广阔，龙头持续享受红利。C 端，城镇化率提高、家庭小型化、女性劳动参与率上升等因素催生居民对便捷化饮食的需求，同时疫情影响下，居民对速冻食品的品类认知提升,C 端速冻食品需求持续提高。B 端，餐饮行业快速发展，团餐，火锅等业态红火，叠加餐饮连锁化的趋势，餐饮企业对速冻食材需求提升。公司一向坚持餐饮渠道的发展，有较多优质的餐饮经销商，在餐饮渠道的经营优势较为显著。2020 年面对疫情，公司 BC 端同步发力、渠道策略由“餐饮流通渠道为主，商超电商渠道为辅”调整为“BC 兼顾，双轮驱动”。

加大 BC 类超市经销商开发力度，积极布局线上商城，并开启“冻品先生”的加盟店。我们认为在餐饮连锁化以及速冻食品消费者认知度提升的背景下，公司 BC 端均有望快速增长。

产能渠道持续推进，期待 2021 再创佳绩。展望 2021 年，公司提出加快产能建设的持续推进，品牌推广坚持以往视觉营销为主要手段，同时加大对消费者端的品牌建设工作。产品端，公司拟推出锁鲜装 3.0，提高锁鲜装和三大丸等中高端次新品销量，对于速冻菜肴将推出较多预制菜肴以及火锅食材新品。渠道端，公司将加大对西南、西北等外围市场的开发。我们期待公司在产品渠道产能方面的布局助力公司在 2021 再创佳绩。

短期来看，春节就地过年叠加去年低基数将助力 21 年 Q1 高增长。随餐饮受疫情影响逐渐减弱，强劲需求拉动产能释放节奏加快。假设后续不再有提价动作，则 21 年收入增速预计将会去到 25%左右。BC 类渠道开发对于费用的影响我们预计 21 年将边际放缓，叠加结构提升，净利率具备进一步提升的空间。中长期来看，速冻行业景气度高，公司作为龙头企业，产能、渠道优势明显，未来成长路径清晰，将持续享受行业红利。疫情以来公司拓渠道，出新品，扩产能等动作频频，公司拥有卓越的管理能力，渠道忠诚度，执行力强的销售团队，有望持续拉大和竞争对手的差距，龙头地位愈发稳固。预计公司 2021~2023 年收入增速分别为 25.64%、20%、20%，净利润增速分别为 48.95%、33.44%、30%，扣除股权激励费用后同口径增速为 35%、30%、29%。考虑到公司的高成长性及利润的高弹性，给予明年 55 倍 PE，目标价 268.4 元，维持买入评级。

风险提示

销量不及预期，成本下行低于预期，竞争加剧。

■ 主要财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万	6965	8751	10501	12601
同比增长	32.25%	25.64%	20.00%	20.00%
净利润(百万元)	600	894	1193	1551
同比增长	60.71%	48.95%	33.44%	30.00%
摊薄每股收益	2.46	3.66	4.88	6.36
PE	84.96	57.10	42.83	32.88

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。