太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-27

公司点评报告

买入/维持

安井食品(603345)

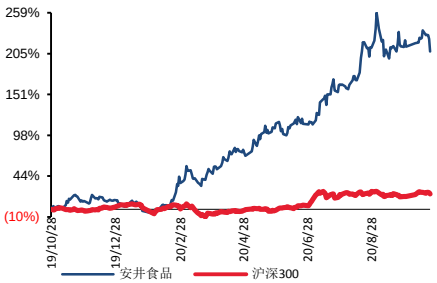
目标价：206.26

昨收盘：168.73

日常消费 食品、饮料与烟草

安井食品三季报：业绩表现持续超预期，销量提速验证强劲需求

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	237/230
总市值/流通(百万元)	39,934/38,819
12 个月最高/最低(元)	196.56/51.69

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： 业绩表现靓丽，应对市场变化、BC 兼顾发力》--2020/04/14

安井食品（603345）《安井食品：业绩大超预期，疫情影响短期，不改长期看好》--2020/02/24

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

证券分析师：郑汉镇
电话：13028853033
E-MAIL：zhenghz@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518010003

事件：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 44.85、3.79、3.40 亿元，分别同比增长 28.39%、59.17%、59.40%，单三季度收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 16.33、1.19、1.08 亿元，分别同比增长 40.99%、63.26%、68.92%，单三季度还原回股权激励费用后利润同增 90.41%。Q3 收入大超预期，利润符合此前我们的预期、超市场预期。

火锅料快速放量、经销商渠道收入提速：分产品看 Q3 面米制品同增 18.91%表现稳健，火锅料产能快速释放、锁鲜装各产品系列放量、餐饮消费需求恢复助力肉制品/鱼糜制品/菜肴制品收入增速分别达成 52.81%、54.50%、27.06%，环比均大幅提速。分渠道看 Q3 经销商渠道同增 39.02%环比上半年 16.44%的增速提速，直营商超同增 43.56%环比上半年 60.7%的增速放缓，特通随着餐饮恢复 Q3 同增 55.49%较上半年的 7.5%增速大幅提升，电商同增 190%、继续保持高速增长。前三季度经销商收入占比 83.1%下降 2.9 个点、直营商超占比 13.7%增加 2.4 个点。公司三季度继续重点开发 BC 超市经销商渠道，季度末经销商数量 956 家、单三季度净增 71 家，净增数量放缓、符合中期传递出来的公司下半年渠道拓展上更加注重质量的经营思路。

销量呈逐季加速态势，疫情后消费需求强劲：单三季度量价拆分上，估计价格和量增贡献大概各一半，销量增速今年以来逐季呈现放量态势，显示疫情影响结束后公司产品的强劲需求。价格贡献高于一二季度，一个是本身去年 9 月提价由于二次对账作用于四季度，提价效应仍延续上半年趋势，另外公司今年 BC 兼顾策略下、直营商超占比提升带动整体产品价格提升。

毛利率提升抵消期间费用率的影响、三季度净利润延续二季度高增：Q3 成本端鸡价下行、猪价同增放缓综合下来仍对毛利率负向贡献，但提价及高毛利产品占比提升很好的抵消成本影响、并带动毛利率同增 2.5 个点至 26.5%，税金比例 0.73%同降 0.1 个点，销售费用率由于直营商超渠道的季度性费用投放导致提升 0.1 个点至 12.06%，管理费用率（含研发）由于股权激励费用摊销抵扣了规模效应增加了 1 个点至 5.33%。所得税率 20.7%减少 0.8 个点。Q3 净利率 7.29%、还原股权激励费用净利率 8.5%、同增 2.2 个点。单三季度同口径下净利润增速延

续二季度的高增长，体现非常好的利润弹性。

盈利预测与评级：

三季度验证了疫情期间培养起来的速冻产品消费习惯在延续，在解决消费者对于口感品质的要求后、本质上越来越快的生活节奏将催生更多的消费需求。公司产品也受益于餐饮中火锅业态的快速发展趋势。强劲需求背景下，公司高品质产品策略叠加针对疫情背景调整的 BC 兼顾、双轮驱动的策略，将助力公司未来继续保持良好销售势头。

我们预计公司四季度销量增长势头仍然较好，明年春节大旺季+今年 Q1 疫情影响收入低基数，以及全年的成本下行、高毛利产品继续放量等各种因素叠加下，将会呈现较好的利润弹性。我们上调盈利预测，预计公司 2020~2022 年收入增速分别为 27.24%、22.00%、20%，净利润增速分别为 53.76%、49.00%、33.59%，扣除股权激励费用后同口径增速为 71.34%、35.00%、30%。配合产能投放，预计公司 2022 年收入将接近百亿、还原后净利润 11.6 亿。考虑到公司的高成长性及利润的高弹性，给予明年 57 倍 PE，目标价 206.26 元，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

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5266.66	6701.25	8175.53	9810.63
同比增长	23.66%	27.24%	22.00%	20%
净利润(百万元)	373.34	574.06	855.36	1142.70
同比增长	38.14%	53.76%	49.00%	33.59%
摊薄每股收益(元)	1.58	2.43	3.62	4.83
PE	107	69	47	35

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
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@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。