食品饮料 安井食品（603345.SH） 维持评级

报告原因：三季报点评 **业绩再超预期，产品渠道齐发力** **买入**

2020 年 10 月 27 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 26 日

收盘价(元)：165

年内最高/最低（元）：200.03/48.26

流通 A 股/总股本（亿）： 2.30/2.37

流通 A 股市值（亿）：380

总市值（亿）：391

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.67

每股净资产(元)：11.61

净资产收益率：15.44%

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

- 10 月 26 日晚发布三季报，公司前三季度实现营业收入 44.85 亿元，同比增长 28.39%；归属于上市公司股东的净利润 3.79 亿元，同比增长 59.17%；基本每股收益 1.63 元。

事件点评

- **Q3 收入环比加速增长，公司业绩再超预期。**公司 2020 前三季度实现营业收入 44.85 亿元，同比增加 28.39%；归母净利润 3.79 亿元，同比增加 59.17%，其中单 Q3 实现营业收入 16.33 亿元，同比增加 40.99%，归母净利润 1.19 亿元，同比增加 63.26%，Q3 收入环比加速增长。1）分产品来看，鱼糜制品增速最快，主要系除自然增长外，新品锁鲜装系列增量所致。公司 2020 年前三季度公司面米制品实现营收 11.31 亿元，同比+17.44%，肉制品营收 11.42 亿元，同比+32.69%，鱼糜制品营收 18.02 亿元，同比+38.27%，菜肴制品 4.06 亿元，同比+12.82%。2)分渠道来看，公司 2020 年前三季度经销商模式实现收入 37.29 亿元，同比+24.08%，商超实现收入 6.15 亿元，同比+56.13%，特通实现收入 0.94 亿元，同比 24.63%，电商实现收入 0.47 亿元，同比+151.36%。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，公司 2020 年前三季度多个区域营业收入增速均超 30%，主要系公司募投工厂投产后产能稳步提升，各销售大区通过渠道铺设、精耕市场带动销量增加。其中东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南区收入分别为 4.12/5.54/23.13/3.74/4.16/1.31/2.84 亿元，同比分别+28.38%/+36.38%/+23.15%/+34.71%/+33.83%/46.06%/35.86%。
- **毛利提升贡献业绩弹性。**公司 2020 年前三季度销售净利率 8.45%，同比增加 1.63pct，具体来看：1）2020 前三季度销售毛利率为 27.76%，同比增加 2.81pct，主要系 B/C 端同时发力、去年下半年提价、锁鲜装等高毛利新产品持续放量；2）2020 前三季度销售期间费用率 17.38 %，同比增加 1.08pct，其中销售费用率为 11.60%，同比减少 0.38pct，主要是公司加大费用投放；管理费用率 5.67%，同比增加 1.51pct，主要系本期分摊股份支付费用所致；财务费用率为 0.1%，同比减少 0.06pct，主要系本期利息支出减少所致，主要系上年同期有可转换公司债券利

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"。

息影响所致；研发费用率为 1.15%，同比减少 0.27pct。

- **公司战略清晰，未来有望持续增长**。速冻行业市场空间广阔，我们认为后续 C 端消费的增速有所放缓，但本次疫情使消费者对于速冻食品的便利性和食品本身的营养价值有了一个新的认识，且未来随着餐饮企业的恢复以及冷链技术的发展，速冻食品行业有望持续增长。而公司战略清晰，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

- 短期来看，三季报业绩再超预期，同时 Q4 本身也是火锅料旺季，预计锁鲜装进一步发力。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 2020-2022 年公司归母净利润为 5.31 亿、6.92 亿、9.08 亿，EPS 分别为 2.25 元、2.93 元、3.84 元，对应当前股价，PE 分别为 73 倍、56 倍、43 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	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,331	4,356	5,664	7,162
现金	756	644	1,568	2,731
应收账款	176	271	271	345
其他应收款	6	6	8	10
预付账款	34	34	38	45
存货	1,733	1,958	2,378	2,838
其他流动资产	625	1,442	1,400	1,192
非流动资产	2,353	2,349	2,328	2,326
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,514	1,418	1,322	1,227
无形资产	150	140	130	122
其他非流动资产	689	791	875	978
资产总计	5,685	6,706	7,991	9,488
流动负债	2,745	3,075	3,731	4,535
短期借款	340	395	392	384
应付账款	1,029	1,167	1,447	1,737
其他流动负债	1,376	1,513	1,892	2,413
非流动负债	196	312	410	407
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	196	312	410	407
负债合计	2,941	3,387	4,141	4,942
少数股东权益	0	0	0	0
股本	236	236	236	236
资本公积	1,268	1,268	1,268	1,268
留存收益	1,410	1,814	2,346	3,043
归属母公司股东权益	2,744	3,318	3,850	4,547
负债和股东权益	5,685	6,706	7,991	9,488

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	577	345	1,039	1,423
净利润	373	531	692	908
折旧摊销	149	106	105	105
财务费用	16	8	3	(13)
投资损失	(12)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	538	(291)	249	437
其他经营现金流	(488)	3	2	(1)
投资活动现金流	(568)	(598)	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	(568)	(598)	12	12

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,267	6,441	7,845	9,414
营业成本	3,910	4,702	5,711	6,816
营业税金及附加	39	54	66	79
销售费用	647	773	918	1,073
管理费用	152	235	271	306
财务费用	8	8	3	(13)
资产减值损失	0	3	2	(1)
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资净收益	12	12	12	12
营业利润	468	678	886	1,166
营业外收入	20	15	15	15
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	484	689	897	1,177
所得税	111	158	205	269
净利润	373	531	692	908
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	373	531	692	908
EBITDA	677	792	995	1,258
EPS（元）	1.58	2.25	2.93	3.84

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	23.66%	22.30%	21.80%	20.00%
营业利润	39.58%	44.82%	30.76%	31.60%
归属于母公司净利润	38.14%	42.29%	30.26%	31.21%
获利能力				
毛利率(%)	25.76%	27.00%	27.20%	27.60%
净利率(%)	7.09%	8.25%	8.82%	9.65%
ROE(%)	13.61%	16.01%	17.97%	19.97%
ROIC(%)	20.01%	33.33%	28.28%	41.56%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.73%	50.52%	51.82%	52.08%
净负债比率(%)	35.40%	58.97%	33.92%	18.93%
流动比率	1.21	1.42	1.52	1.58
速动比率	0.58	0.78	0.88	0.95
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.04	1.07	1.08
应收账款周转率	36.79	29.68	29.71	31.45
应付账款周转率	5.83	5.87	6.00	5.91
每股指标（元）				

筹资活动现金流	(31)	38	(127)	(272)	每股收益(最新摊薄)	1.58	2.25	2.93	3.84
短期借款	(94)	55	(4)	(8)	每股经营现金流(最新摊薄)	2.44	1.46	4.39	6.01
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.59	14.02	16.27	19.21
普通股增加	20	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	673	0	0	0	P/E	104.6	73.4	56.4	43.0
其他筹资现金流	(630)	(17)	(124)	(264)	P/B	14.2	11.8	10.1	8.6
现金净增加额	(22)	(214)	924	1,163	EV/EBITDA	19.06	48.18	37.51	28.72

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而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、地位和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 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——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“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本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，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我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》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我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》规定特此告知我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