安井食品（603345）

公司研究/点评报告

20Q3 景气度维持高位，全年业绩高增可期

——安井食品（603345）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 27 日

一、事件概述

10 月 26 日安井食品发布 2020 年三季报，报告期内公司实现营业收入 44.85 亿元，同比+28.39%；实现归母净利润 3.79 亿元，同比+59.17%，基本 EPS 为 1.63 元。折合 Q3 单季度实现营收/归母净利润 16.33/1.19 亿元，同比分别+40.99%/+63.26%。

二、分析与判断

➢ 20Q3 继续保持高景气，肉制品及鱼糜制品收入保持高增长

公司 Q3 单季度实现营收/归母净利润 16.33/1.19 亿元，同比分别+40.99%/+63.26%。收入端，1~9 月公司收入继续保持高增长，前三季度营收增速逐季提高，主要原因是主力产品自然增长叠加新品锁鲜装系列增量所致。利润端，受产品毛利率同比上行幅度大于费用率上行幅度影响，公司净利润增速高于收入增速。

分产品看，前三季度面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 11.31/11.42/18.02/4.06 亿元，同比分别+17.44%/+32.69%/+38.27%/+12.82%；合 Q3 分别实现营收 3.85/4.07/6.63/1.74 亿元，同比分别+18.91%/+52.81%/+54.50%/+27.06%。总体看肉制品、鱼糜制品增速较高，主要原因是锁鲜装系列推出导致销量有所增加；米面制品、菜肴制品保持平稳增长。

分地区看，前三季度东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区分别实现营收 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%，合 Q3 单季度实现营收 1.37/2.08/8.17/1.44/1.46/0.49/1.31 亿元，同比分别+66.30%/+46.06%/+36.12%/+43.53%/+34.56%/+57.71%/+41.48%。前三季度除东北、华东外各区域收入同比增速均在 30%以上；单 Q3 各主要区域收入增速均超过 30%，主要原因是募投工厂投产后产能稳步提升，各销售大区加强渠道建设，并进一步精耕市场，从而带动整体销量的不断提升。

➢ 规模效应及产品结构优化提升毛利率，产品放量压降销售费用率

毛利率方面，前三季度整体毛利率为 27.76%，同比+2.81ppt（Q3 为 26.46%，同比+2.56ppt），主要原因是产能充分释放，规模效应逐步显现，同时锁鲜装推广后进一步优化产品结构。**费用率方面，**前三季度**期间费用率**为 17.38%，同比+1.08ppt（Q3 为 17.35%，同比+1.32ppt）。其中**销售费用率**为 11.60%，同比-0.37ppt（Q3 为 12.09%，同比+0.20ppt），原因是产品放量，规模效应显现导致销售费用得到有效摊薄；**管理费用率** 4.52%，同比+1.78ppt（Q3 为 4.20%，同比+1.31ppt），原因是本期分摊股份支付费用；**研发费用率** 1.15%，同比-0.27ppt（Q3 为 1.12%，同比-0.37ppt）；**财务费用率** 0.20%，同比-0.17ppt（Q2 为 0.26%，同比-0.06ppt），原因是上年同期可转债发行造成的高基数效应，今年财务费用支出有所下滑。

➢ 经销商仍为核心渠道，经销商队伍快速扩张

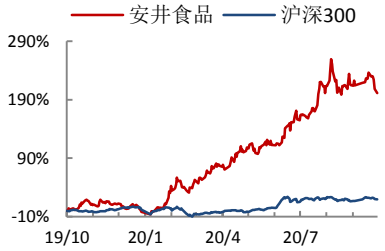
前三季度公司经销商/商超/特通/电商渠道分别实现营收 37.29/6.15/0.94/0.47 亿元，同比分别+24.08%/+56.13%/+24.63%/+151.36%，合 Q3 分别实现营收 14.14/1.51/0.42/0.26 亿元，同比分别+39.02%/+43.56%/+55.49%/+189.97%。经销商渠道销售占比仍然超过 80%，是公司最重要的销售渠道，商超、电商渠道增速高于整体增速，显示直接面对消费者的 C 端渠道仍维持高速增长。

推荐　　维持评级

当前价格：　　165.00 元

交易数据	2020-10-26
近 12 个月最高/最低	191.9/51.47
总股本（百万股）	236.67
流通股本（百万股）	230.07
流通股比例（%）	97%
总市值（亿元）	390.51
流通市值（亿元）	379.61

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 安井食品（603345）2020 年半年报点评：2020H1 业绩表现靓丽，景气度维持高位

截至三季度末公司共有经销商 956 家，同比+43.11%，经销商渠道扩张速度略高于收入增速，显示渠道得到进一步深耕。其中东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区分别拥有经销商 78/116/372/115/111/48/116 家，同比分别+13.04%/+61.11%/+29.17%/+74.24%/+40.51%/+84.62%/+70.59%。华北、华南、西北、西南地区经销商数量增速超过 50%，为公司重点扩张方向。

三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况，我们上调公司盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 66.99/80.29/94.46 亿元，同比+27.2%/+19.9%/+17.7%；实现归母净利润 5.54/6.52/7.85 亿元，同比+48.5%/+17.6%/+20.4%，对应 EPS 为 2.35/2.76/3.32 元，目前股价对应 PE 为 70/60/50 倍。目前公司估值高于速冻食品 56 倍的整体估值，考虑到公司主业景气度高企，业绩增速保持高位，未来成长性较好，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

业务扩张速度不及预期，消费者消费意愿下降，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,267	6,699	8,029	9,446
增长率（%）	23.7%	27.2%	19.9%	17.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	373	554	652	785
增长率（%）	38.1%	48.5%	17.6%	20.4%
每股收益（元）	1.67	2.35	2.76	3.32
PE（现价）	98.8	70.3	59.8	49.7
PB	14.2	11.8	10.2	8.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,267	6,699	8,029	9,446
营业成本	3,910	4,810	5,789	6,820
营业税金及附加	39	53	61	73
销售费用	647	861	1,024	1,162
管理费用	152	190	230	269
研发费用	75	101	117	140
EBIT	445	684	808	981
财务费用	8	7	6	6
资产减值损失	0	2	1	2
投资收益	12	12	12	12
营业利润	468	702	829	1,000
营业外收支	16	14	15	14
利润总额	484	716	844	1,015
所得税	111	161	192	229
净利润	373	554	652	785
归属于母公司净利润	373	554	652	785
EBITDA	594	836	980	1,167

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	756	1407	1283	2531
应收账款及票据	169	200	249	287
预付款项	34	41	50	58
存货	1733	1561	2568	2203
其他流动资产	72	72	72	72
流动资产合计	3331	3845	4789	5714
长期股权投资	0	12	24	36
固定资产	1514	1697	1853	2022
无形资产	150	174	205	232
非流动资产合计	2353	2740	3026	3281
资产合计	5685	6584	7815	8996
短期借款	340	340	340	340
应付账款及票据	1230	1488	1806	2119
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2745	3092	3794	4319
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	194	194	194	194
非流动负债合计	196	196	196	196
负债合计	2941	3288	3990	4515
股本	236	236	236	236
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2744	3295	3824	4480
负债和股东权益合计	5685	6584	7815	8996

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	23.7%	27.2%	19.9%	17.7%
EBIT 增长率	33.1%	53.9%	18.1%	21.4%
净利润增长率	38.1%	48.5%	17.6%	20.4%
盈利能力				
毛利率	25.8%	28.2%	27.9%	27.8%
净利润率	7.1%	8.3%	8.1%	8.3%
总资产收益率 ROA	6.6%	8.4%	8.3%	8.7%
净资产收益率 ROE	13.6%	16.8%	17.1%	17.5%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.8
现金比率	0.5	0.6	0.5	0.7
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	9.8	9.8	9.8	9.8
存货周转天数	133.3	123.2	128.3	125.7
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
每股指标（元）				
每股收益	1.7	2.3	2.8	3.3
每股净资产	11.6	13.9	16.2	19.0
每股经营现金流	2.4	5.0	1.8	7.6
每股股利	0.5	0.5	0.5	0.5
估值分析				
PE	98.8	70.3	59.8	49.7
PB	14.2	11.8	10.2	8.7
EV/EBITDA	57.8	40.5	34.7	28.2
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	373	554	652	785
折旧和摊销	145	154	172	188
营运资金变动	38	484	(368)	846
经营活动现金流	568	1,173	436	1,798
资本开支	606	397	431	414
投资	12	0	0	0
投资活动现金流	(568)	(397)	(431)	(414)
股权募资	170	0	0	0
债务募资	(100)	0	0	0
筹资活动现金流	(31)	(124)	(130)	(136)
现金净流量	(30)	651	(125)	1,248

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。