安井食品（603345）

锁鲜称王，业绩靓眼

买入（维持）

2020 年 10 月 26 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,267	6,817	8,228	9,905
同比（%）	23.7%	29.4%	20.7%	20.4%
归母净利润（百万元）	373	569	749	943
同比（%）	38.1%	52.5%	31.5%	25.9%
每股收益（元/股）	1.58	2.41	3.17	3.99
P/E（倍）	104.47	68.49	52.07	41.35

事件：

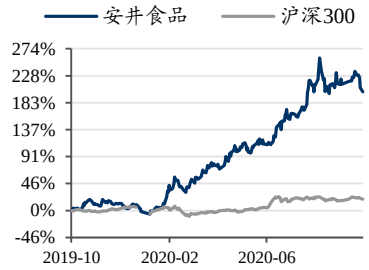
公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 44.85 亿元（+28.39%），归母净利 3.79 亿元（+59.17%），扣非净利 3.4 亿元（+59.4%）。20Q3 实现营收 16.33 亿元（+40.99%），归母净利 1.19 亿元（+63.26%），扣非净利 1.08 亿元（+68.92%）。

投资要点

- **锁鲜发力，收入维持高增。**20Q1-Q3 实现营收 44.85 亿元（+28.39%），其中 Q3 实现营收 16.33 亿元（+40.99%）。**分渠道，**疫情催化渠道变革，公司渠道策略由“餐饮流通为主、商超电商为辅”转变为“BC 兼顾、双轮驱动”，预计 B/C 端占比由往年约 6:4 调整为 5:5。20Q3 商超、电商分别同增 44/190%，特通渠道主要对接餐饮 20Q3 同增 55%，餐饮渠道强势复苏；Q1-3 经销商分别净增加 52/151/71 家，20Q3 经销商渠道收入 39%，环比 20H1 增长提速 23pct，前期 BC 类经销商扩容贡献产出。**分区域，**各区域增速均超过 35%，产能逐步落地为增收打基础。**分产品，**速冻米面/肉/鱼糜/菜肴制品分别实现收入 3.85/4.07/6.63/1.74 亿，分别同增 19/53/55/27%，环比 20H1 均实现提速，Q3 公司提出馅饼启航、锁鲜称王的口号，今年锁鲜装增加 10 个品相至约 20 款产品，上新速度加快，对应鱼糜、肉制品均有优异，其中肉制品在去年低基数背景下持续恢复。调研了解到，Q3 部分产品出现断货现象，实际终端需求好于报表，预计 Q4 旺季下仍将保持较高销售水平。
- **盈利水平维持高位，渠道费用投放加码。**20Q1-Q3 毛利率 27.76%(+2.81pct)，其中 20Q3 毛利率 26.46%(同比+2.56pct)，主要是 1）商超等毛利较高的 C 端渠道占比提升，公司“锁鲜装”等商超高端产品热卖，产品结构优化；2）公司于 19Q4 多次提价，提价红利持续释放；3）高原材料库存提高公司成本控制力。考虑到公司 9 月初对部分产品减少促销（变相提价）约 3%，预计 Q4 毛利仍将同比保持稳中有升。20Q3 销售费用率 12.09%(+0.2pct)，旺季来临营销活动配合加码。20Q3 管理费用率（含研发费用）5.32%(+0.94pct)，主要为股权激励费用约 0.3 亿元。综上 20Q1-3 归母净利 3.79 亿元（+59.17%），其中 Q3 归母净利 1.19 亿元（+63.26%），加回股权激励费用后 Q3 同增约+91%。
- **盈利预测与投资评级：**销售能力筑行业壁垒，疫情催化食材工业化需求，长期看好龙头市占率提升。预计 20-22 年公司营收 68/82/99 亿元，同比 29/21/20%；归母净利 5.7/7.5/9.4 亿元，同比 52/32/26%。当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 69/52/41 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品竞争趋于激烈，原材料成本波动，食品安全风险。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn
研究助理 宗旭豪
zongxh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	165.00
一年最低/最高价	48.26/200.03
市净率(倍)	11.57
流通 A 股市值(百万元)	37961.00

基础数据

每股净资产(元)	13.57
资产负债率(%)	48.59
总股本(百万股)	236.67
流通 A 股(百万股)	230.07

相关研究

1、《安井食品（603345）：疫情下顺势而为，业绩持续超预期》2020-08-19

2、《安井食品（603345）：抗压展现亮眼业绩，C 端潜能值得期待》2020-04-21

3、《安井食品（603345）：19 年靓丽收官，20 年蓄势待发》2020-04-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

安井食品三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**3331**	**4368**	**5378**	**6260**
现金	756	1589	2417	2586
应收账款	169	201	244	292
存货	1733	1897	2028	2681
其他流动资产	673	682	689	701
非流动资产	**2353**	**2812**	**3195**	**3641**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1514	2006	2400	2835
在建工程	483	447	430	428
无形资产	150	159	171	183
其他非流动资产	206	200	194	194
资产总计	**5685**	**7181**	**8573**	**9901**
流动负债	**2745**	**3048**	**3801**	**4308**
短期借款	340	340	340	340
应付账款	1029	1237	1486	1781
其他流动负债	1376	1470	1975	2187
非流动负债	**196**	**923**	**893**	**859**
长期借款	0	727	697	663
其他非流动负债	196	196	196	196
负债合计	**2941**	**3970**	**4695**	**5167**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2744	3211	3878	4734
负债和股东权益	**5685**	**7181**	**8573**	**9901**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	577	813	1338	900
投资活动现金流	-568	-586	-548	-645
筹资活动现金流	-31	606	39	-85
现金净增加额	-22	833	828	169
折旧和摊销	149	137	178	213
资本开支	607	459	382	446
营运资本变动	23	99	398	-241

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5267**	**6817**	**8228**	**9905**
减:营业成本	3910	4901	5888	7065
营业税金及附加	39	57	61	73
营业费用	647	825	987	1189
管理费用	152	300	321	386
财务费用	8	18	25	-2
资产减值损失	0	1	2	2
加:投资净收益	12	8	10	11
其他收益	5	1	2	2
营业利润	**468**	**724**	**956**	**1206**
加:营业外净收支	16	15	14	14
利润总额	**484**	**739**	**970**	**1220**
减:所得税费用	111	170	221	277
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**373**	**569**	**749**	**943**
EBIT	482	736	954	1188
EBITDA	631	873	1132	1401

重要财务与估值指标				
每股收益(元)	1.58	2.41	3.17	3.99
每股净资产(元)	11.61	13.58	16.41	20.03
发行在外股份(百万股)	230	237	237	237
ROIC(%)	11.6%	12.9%	14.1%	15.1%
ROE(%)	13.6%	17.7%	19.3%	19.9%
毛利率(%)	25.8%	28.1%	28.4%	28.7%
销售净利率(%)	7.1%	8.4%	9.1%	9.5%
资产负债率(%)	51.7%	55.3%	54.8%	52.2%
收入增长率(%)	23.7%	29.4%	20.7%	20.4%
净利润增长率(%)	38.1%	52.5%	31.5%	25.9%
P/E	104.47	68.49	52.07	41.35
P/B	14.22	12.15	10.06	8.24
EV/EBITDA	60.54	43.64	33.06	26.59

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn