# 食品饮料 安井食品（603345.SH） 首次评级

**报告原因：中报点评** **BC 端双轮驱动，公司业绩超预期** **买入**

**2020 年 8 月 20 日** **公司研究/点评报告**

**公司近一年市场表现**




**市场数据：2020 年 8 月 19 日**

收盘价(元)：168.70

年内最高/最低（元）：172.95/48.26

流通 A 股/总股本（亿）： 2.30/2.36

流通 A 股市值（亿）：388

总市值（亿）：399

**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

- 公司 2020 年 8 月 19 日晚间发布半年报称，上半年归属于母公司所有者的净利润 2.6 亿元，同比增长 57.36%；营业收入 28.53 亿元，同比增长 22.14%；基本每股收益 1.12 元，同比增长 47.37%。

## 事件点评

- **Q2 环比加速增长，商超、电商渠道增速最快。**公司 2020H1 实现营业收入 28.53 亿元，同比+22.14%；归母净利润 2.6 亿元，同比+57.36%，主要系公司加强新品、次新品的销售推广，加强生产技术改造，扩大产能。Q2 实现营收 15.74 亿元，同比+27.02%，归母净利润 1.72 亿元，同比+71.61%，Q2 业绩环比加速增长。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。2020H1 公司面米制品实现营收 7.45 亿元，同比+16.69%，肉制品营收 7.35 亿元，同比+23.68%，鱼糜制品营收 11.39 亿元，同比+30.31%，菜肴制品 2.32 亿元，同比+4.04%。2)分区域来看，2020H1 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 2.75/3.47/14.96/2.30/2.70/0.82/1.53 亿元，同比分别+15.31%/+31.17%/+17.06%/+29.71%/+33.43%/39.85%/31.37%。3)分渠道来看，2020H1 经销商模式实现收入 23.15 亿元，同比+16.44%，商超实现收入 4.64 亿元，同比+60.70%，特通实现收入 0.52 亿元，同比 7.50%，电商实现收入 0.21 亿元，同比+115.74%。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。
- **规模效应凸显，盈利能力不断提高。**公司 2020H1 年销售净利率 9.11%，同比增加 2.04pct，具体来看：1）2020H1 年度销售毛利率为 28.51%，同比增加 3.03pct，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）2020H1 年度销售期间费用率 17.40%，同比增加 0.96pct，其中销售费用率为 11.33%，同比减少 0.69pct，主要是规模效应使销售费用增长低于营业收入增长；管理费用率 5.87%，同比增加 1.81pct，主要系本期分摊股份支付费用所致；财务费用率为 0.2%，同比减少 0.16pct，主要系本期利息支出减少所致，主要系上年

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"。

同期有可转换公司债券利息影响所致。另外，公司 2020H1 经营活动产生的现金流量净额 1.43 亿元，同比增长 60.45%，主要系报告期内销售增长，回款增加所致。

- **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

- 我们认为公司针对疫情冲击采取措施积极应对，主动调整渠道和产品策略，有效化危为机，同时逆势加速扩产，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 75 倍、57 倍、44 倍。首次 “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 | 4.40 | 6.02 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 11.61 | 14.04 | 16.29 | 19.24 |
| 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 | 106.8 | 75.1 | 57.6 | 43.9 |
| 其他筹资现金流 | (630) | (17) | (124) | (264) | P/B | 14.5 | 12.0 | 10.4 | 8.8 |
| **现金净增加额** | (22) | (214) | 924 | 1,163 | EV/EBITDA | 19.06 | 49.28 | 38.39 | 29.41 |

## 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