安井食品（603345）

公司研究/点评报告

2020H1 业绩表现靓丽，景气度维持高位

——安井食品（603345）2020 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 20 日

一、事件概述

8 月 19 日，安井食品发布 2020 年半年报，公司实现营业收入 28.53 亿元，同比+22.14%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比+57.36%，基本 EPS 为 1.12 元。

二、分析与判断

➢ 20Q2 加速释放利润，面米及菜肴制品平稳增长，鱼糜及肉制品增速环比走高

2020H1 公司实现营收/归母净利润 28.53/2.60 亿元，同比分别+22.14%/+57.36%。合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 15.74/1.72 亿元，同比分别+27.02%/+71.61%。总体看，上半年收入端增速略高于去年同期水平，募投工厂产能释放、锁鲜装等新品推出、B/C 端渠道同时发力是收入端保持稳健增长的主要原因。毛利率同比大幅上升是利润端增速大幅高于营收端增速的主要原因。

分产品看，20H1 面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 7.45/7.35/11.39/2.32 亿元，同比分别+16.69%/+23.68%/+30.31%/+4.04%。合 20Q2 单季度面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 4.09/3.97/6.42/1.25 亿元，同比分别+21.54%/+30.51%/+38.50%/-5.05%。总体看，20H1 公司面米制品保持平稳增长，肉制品及鱼糜制品保持高速增长，其中面米制品、肉制品、鱼糜制品的 Q2 单季度收入增速出现明显环比加速，显示主要产品景气度保持高位。鱼糜制品的高增速除自然增长外，新品锁鲜装系列带来的增量是保持高速增长的核心原因。20H1 菜肴制品收入增速较低，20Q2 菜肴制品收入同比下滑，成为收入端增速的主要拖累因素。

➢ 毛利率上行及销售费用率下降是利润端增速高于收入端的核心原因

毛利率方面，20H1 毛利率为 28.51%，同比+3.03ppt（Q2 为 28.40%，同比+3.70ppt），主要原因是渠道改善，B/C 端同时发力；锁鲜装等新产品持续放量。**费用率方面，**20H1 **期间费用率** 17.40%，同比小幅+0.96ppt。具体看，**20H1 销售费用率** 11.33%，同比-0.69ppt（Q2 为 9.40%，同比-0.83ppt），原因是规模效应显现，营收扩大导致销售费用得到有效摊薄；**管理费用率** 4.71%，同比+2.04ppt（Q2 为 4.11%，同比+1.44ppt），原因是本期分摊股份支付费用；**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。

➢ 经销商队伍快速扩张，C 端渠道占比上升

截止上半年末，公司共有经销商 885 家，同比+33.69%。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 77/115/357/95/103/46/92 家，同比分别+14.93%/+61.97%/+20.20%/+55.74%/+33.77%/+70.37%/+48.39%。公司经销商数量仍处于快速扩张中，其中华北、华南、西北、西南等重点地区经销商同比增速较高。

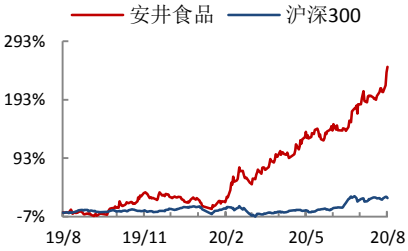
2020H1，经销商/商超/特通/电商渠道分别实现营收 23.16/4.64/0.52/0.21 亿元；同比分别+16.44%/+60.70%/+7.50%/+115.74%；占销售比重分别为 81.17%/16.27%/1.82%/0.74%，同比分别-3.98ppt/+3.90ppt/-0.25ppt/+0.32ppt。总体看，经销商道占比超过 8 成，仍为主要销售渠道；商超、电商渠道收入增速大幅高于整体收入增速，占比明显提升。由商超、电商组成的 C 端渠道发力明显。

推荐　维持评级

当前价格：　168.70

交易数据	2020-8-19
近 12 个月最高/最低	168.7/46.25
总股本（百万股）	236.38
流通股本（百万股）	230.07
流通股比例（%）	97%
总市值（亿元）	398.77
流通市值（亿元）	388.12

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

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 63.31/76.76/90.96 亿元，同比+20.2/+21.3/+18.5%；实现归母净利润 5.23/6.25/7.57 亿元，同比+40.1%/+19.4%/+21.3%，对应 EPS 为 2.21/2.64/3.20 元，目前股价对应 PE 为 76/64/53 倍。目前公司估值与速冻食品 75 倍的整体估值相当，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	6,331	7,676	9,096
增长率（%）	23.7%	20.2%	21.3%	18.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	373	523	625	757
增长率（%）	38.1%	40.1%	19.4%	21.3%
每股收益（元）	1.67	2.21	2.64	3.20
PE（现价）	101.0	76.3	63.8	52.6
PB	14.5	12.2	10.6	9.1

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	6,331	7,676	9,096
营业成本	3,910	4,545	5,534	6,567
营业税金及附加	39	50	58	70
销售费用	647	817	979	1,119
管理费用	152	180	220	259
研发费用	75	96	112	135
EBIT	445	644	773	945
财务费用	8	7	6	6
资产减值损失	0	1	1	1
投资收益	12	12	12	12
营业利润	468	661	793	964
营业外收支	16	14	15	14
利润总额	484	675	808	979
所得税	111	152	183	221
净利润	373	523	625	757
归属于母公司净利润	373	523	625	757
EBITDA	594	796	944	1,131

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	756	1420	1085	2486
应收账款及票据	169	189	238	276
预付款项	34	38	48	56
存货	1733	1380	2568	2026
其他流动资产	72	72	72	72
流动资产合计	3331	3662	4577	5480
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	6401	7604	8761
短期借款	340	340	340	340
应付账款及票据	1230	1406	1727	2040
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2745	2941	3642	4172
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	3137	3838	4368
股本	236	236	236	236
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2744	3264	3765	4393
负债和股东权益合计	5685	6401	7604	8761

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	23.7%	20.2%	21.3%	18.5%
EBIT 增长率	33.1%	44.7%	20.1%	22.3%
净利润增长率	38.1%	40.1%	19.4%	21.3%
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%	8.2%	8.2%	8.6%
净资产收益率 ROE	13.6%	16.0%	16.6%	17.2%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.8	0.6	0.8
现金比率	0.5	0.7	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	1.0	1.1	1.1
每股指标（元）				
每股收益	1.7	2.2	2.6	3.2
每股净资产	11.6	13.8	15.9	18.6
每股经营现金流	2.4	5.0	1.0	8.3
每股股利	0.5	0.5	0.5	0.5
估值分析				
PE	101.0	76.3	63.8	52.6
PB	14.5	12.2	10.6	9.1
EV/EBITDA	59.0	43.5	37.0	29.8
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	523	625	757
折旧和摊销	145	153	173	187
营运资金变动	38	528	(550)	1,027
经营活动现金流	568	1,185	226	1,951
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)	664	(335)	1,401

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。