安井食品（603345）

疫情下顺势而为，业绩持续超预期

买入（维持）

2020 年 08 月 19 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,267	6,586	7,946	9,431
同比（%）	23.7%	25.1%	20.6%	18.7%
归母净利润（百万元）	373	533	686	863
同比（%）	38.1%	42.7%	28.7%	25.8%
每股收益（元/股）	1.58	2.25	2.90	3.65
P/E（倍）	106.81	74.85	58.14	46.23

事件：

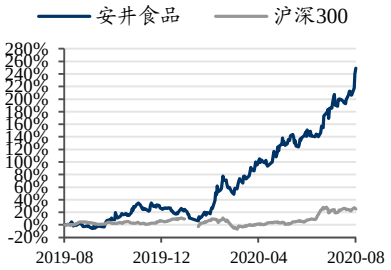
公司发布 2020 年中报，20H1 实现营收 28.53 亿元（+22.14%），归母净利 2.6 亿元（+57.36%），扣非净利 2.32 亿元（+55.31%）。20Q2 实现营收 15.74 亿元（+27.02%），归母净利 1.72 亿元（+71.61%），扣非净利 1.54 亿元（+72.38%）。

投资要点

- **产能落地，收入增长提速。**20H1 实现营收 28.53 亿元（+22.14%），其中 Q2 实现营收 15.74 亿元（+27.02%）。**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”，顺应需求加大各类超市、生鲜门店、社区团购、电商平台的渠道开发，20H1 商超、电商分别同增 61/116%，收入占比提升至 0.7/16.3%；特通渠道主要对接餐饮 20H1 同增 7%，收入占比降至 1.8%；Q1/Q2 经销商分别净增加 52/151 家，20H1 经销商渠道同增 16%，保持稳健增长，预计经销商扩容红利将在 20H2 加速释放。**分区域，**除东北/华东外，其他区域基本实现 30%+增长，其中 2 月河南工厂投产有效缓解华中等地产能紧缺问题。**分产品，**速冻米面/肉/鱼糜/菜肴制品分别实现收入 7.5/7.4/11.4/2.3 亿，分别同增 17/24/30/4%，除菜肴业务因餐饮消费热度降低外，其他产品 Q2 均实现环比提速；鱼糜制品受益于锁鲜装产销两旺实现高增，肉制品在去年低基数背景下亦实现恢复。
- **提价红利+成本控制力持续验证，业绩持续超预期。**20H1 公司实现毛利率 28.51%(+3.03pct)，主要是 1）疫情期间公司自营电商和商超等毛利较高的 C 端渠道合计占比提升，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）20H1 猪、鸡价格不同程度回调降低成本，此外公司 20H1 原材料存货 8.6 亿元，同比+3.8 亿元，环比+0.8 亿元，高原材料库存提高公司成本控制力。20H1 销售费用率 11.33%(-0.69pct)，其中因疫情期间需求旺盛公司广告费用同比降低 12%至 0.4 亿元，商超覆盖数量增加导致进场费促销费同增 66%至 0.6 亿元。20H1 管理费用率（含研发）5.87%(+1.82pct)，其中包含股份支付费用 0.27 亿元。综上 20H1 扣非净利 2.32 亿元(+55.31%)，其中 Q2 扣非净利 1.54 亿元（+72.38%），加回股权激励费用后 Q2 同增约+95%。
- **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 66/79/94 亿元，同比 25/21/19%；归母净利 5.3/6.9/8.6 亿元，同比 43/29/26%。当前股价对应 20-22 年 PE 分别为 75/58/46，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)	168.70
一年最低/最高价	44.39/172.95
市净率(倍)	13.03
流通 A 股市值(百万元)	38812.24

基础数据

每股净资产(元)	12.95
资产负债率(%)	43.33
总股本(百万股)	236.38
流通 A 股(百万股)	230.07

相关研究

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

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

3、《安井食品（603345）：提价推新促业绩超预期，看好疫情加速行业整合》2020-02-23

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**	**3579**	**4531**	**5217**
现金	756	918	1581	1758
应收账款	169	189	241	269
存货	1733	1793	2021	2494
其他流动资产	673	679	688	696
非流动资产	**2353**	**2719**	**3066**	**3429**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1514	1930	2305	2676
在建工程	483	430	396	376
无形资产	150	159	171	183
其他非流动资产	206	200	194	194
资产总计	**5685**	**6298**	**7596**	**8646**
流动负债	**2745**	**2925**	**3609**	**3873**
短期借款	340	340	340	340
应付账款	1029	1172	1473	1659
其他流动负债	1376	1413	1796	1874
非流动负债	**196**	**208**	**219**	**229**
长期借款	0	12	23	33
其他非流动负债	196	196	196	196
负债合计	**2941**	**3133**	**3827**	**4102**
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	2744	3164	3769	4544
负债和股东权益	**5685**	**6298**	**7596**	**8646**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	577	765	1260	803
投资活动现金流	-568	-490	-506	-554
筹资活动现金流	-31	-112	-91	-72
现金净增加额	-22	162	663	177
折旧和摊销	149	134	172	203
资本开支	607	366	347	364
营运资本变动	23	92	391	-250

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5267**	**6586**	**7946**	**9431**
减:营业成本	3910	4760	5720	6772
营业税金及附加	39	55	58	69
营业费用	647	797	969	1132
管理费用	152	290	310	368
财务费用	8	15	23	-0
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**	**677**	**875**	**1102**
加:营业外净收支	16	15	14	14
利润总额	**484**	**691**	**888**	**1116**
减:所得税费用	111	159	202	253
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**373**	**533**	**686**	**863**
EBIT	482	687	872	1087
EBITDA	631	821	1044	1290

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.58	2.25	2.90	3.65
每股净资产(元)	11.61	13.43	15.98	19.27
发行在外股份(百万股)	230	236	236	236
ROIC(%)	11.6%	14.5%	15.7%	16.6%
ROE(%)	13.6%	16.8%	18.2%	18.9%
毛利率(%)	25.8%	27.7%	28.0%	28.2%
销售净利率(%)	7.1%	8.1%	8.6%	9.1%
资产负债率(%)	51.7%	49.7%	50.3%	47.4%
收入增长率(%)	23.7%	25.1%	20.6%	18.7%
净利润增长率(%)	38.1%	42.7%	28.8%	25.8%
P/E	106.81	74.84	58.12	46.21
P/B	14.53	12.56	10.55	8.76
EV/EBITDA	61.85	47.35	36.63	29.50

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