

2021 年 08 月 06 日

H1 收入高增，经营有望持续向好

安井食品(603345)

事件概述

公司发布半年报，H1 实现营收 38.94 亿元，同比+36.49%；归母净利润 3.48 亿元，同比+33.83%；EPS 1.45 元。单 Q2 实现营收 20.1 亿元，同比+27.68%；归母净利润 1.74 亿元，同比+1.19%。

分析判断：

► BC 兼顾，收入持续高增

面临上半年行业的持续变化和需求的多元化，公司积极调整产品和渠道结构，最终实现 BC 兼顾，带动整体收入高增 36.5%。

分产品来看，公司上半年面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品收入分别同比+24.29%/+31.75%/+31.64%/+110.29%，实现均衡发展，其中菜肴制品高增长主因并入了冻品先生的收入。分渠道来看，上半年经销商/商超/特通/电商收入分别同比+42.46%/-1.43%/+62.31%/+151.91%，其中商超表现较弱主因渠道整体流量有所下降。分地区来看，公司东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南收入增速分别为+32.72%/+32.42%/+34.08%/+35.97%/+47.16%/+52.19%/+49.68%，各区域均衡发展且持较高增速，推动安井市占率持续提升。

单二季度来看，面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品收入分别同比+19.2%/+23.3%/+18.4%/+109.7%，肉制品和菜肴制品增长更为亮眼。

► 毛利率和费用率齐降，净利率短期承压

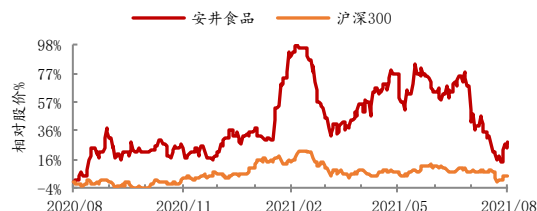
公司上半年毛利率和净利率分别为 24.05%和 8.93%，分别较去年同期下降 4.46 和 0.18pct，其中二季度下降幅度更大，会计准则变更和产品结构调整使得净利率短期承压。

公司会计调整使得毛利率下降较多，可比口径下上半年整体毛利率 26.2%左右，同比下降 2 个 pct 左右，主因鱼糜类产品商超占比下降以及冻品先生并表影响毛利率。费用端来看，上半年销售费用率同比下降 2.2pct，主因会计准则调整；管理费用率同比下降 1.5pct，主因管理效率提升以及股权激励摊销费用下降较多。综合来看，虽然短期需求和产品结构调整使得公司毛利率下降较多，但销售和经营管理效率提升一定程度缓解了影响，使得公司上半年净利率基本与去年同期持平。

单二季度来看，公司毛利率和净利率分别为 21.68%和 8.67%，分别较去年同期下降 6.72 和 2.26pct；而 Q2 销售费用率和管理费用率分别为 7.38%和 3.05%，分别较去年同期下降 2.02 和 1.06pct。综合来看，Q2 产品结构影响毛利率，进而使

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	180.97
股票代码：	603345
52 周最高价/最低价：	283.99/139.5
总市值(亿)	442.33
自由流通市值(亿)	434.94
自由流通股数(百万)	240.34



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

相关研究

1. 【华西食品】安井食品点评报告：发力速冻菜肴，打造全产业链优势
2021.06.15
2. 【华西食品】安井食品点评报告：Q1 业绩超预期，定增加速发展
2021.04.30
3. 【华西食品】安井食品点评报告：20 年业绩高增，持续强化全产业链优势
2021.04.13

得净利率阶段性下降。

► 下半年旺季来临+产能投产，经营有望持续向好

公司下半年将持续在渠道、产能和产品端优化布局，经营有望持续向好。渠道端继续加大 BC 类经销商开发力度，推动各区域均衡发展；产能端湖北一期已建成投产，四川二期、辽宁基地和河南二期将在下半年投产，完善产能布局，支撑收入增长；产品端推出微波馅饼、烧麦等主食类产品，加码速冻菜肴制品丰富产品种类。我们认为在行业红利+公司战略方向的双重保驾护航下，公司有望延续竞争优势，实现规模和利润携手增长。

投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司 21-23 年收入分别同比 +26.0%/+24.0%/+22.0%；归母净利润分别同比 +33.6%/+32.2%/+28.1%；EPS 分别为 3.30/4.36/5.59 元，当前股价对应估值分别为 55/42/32 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品推广不达预期、行业竞争加剧、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,267	6,965	8,776	10,882	13,276
YoY (%)	23.7%	32.2%	26.0%	24.0%	22.0%
归母净利润(百万元)	373	604	807	1,066	1,365
YoY (%)	38.1%	61.7%	33.6%	32.2%	28.1%
毛利率 (%)	25.8%	25.7%	26.0%	26.4%	26.6%
每股收益 (元)	1.53	2.47	3.30	4.36	5.59
ROE	13.6%	16.4%	17.9%	19.2%	19.7%
市盈率	118.48	73.26	54.83	41.49	32.39

资料来源：wind、华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,965	8,776	10,882	13,276	净利润	604	807	1,066	1,365
YoY (%)	32.2%	26.0%	24.0%	22.0%	折旧和摊销	181	125	134	137
营业成本	5,176	6,494	8,009	9,745	营运资金变动	1	461	28	-88
营业税金及附加	45	55	69	84	经营活动现金流	665	1,378	1,199	1,373
销售费用	644	807	990	1,195	资本开支	-692	-561	-587	-646
管理费用	296	325	381	398	投资	-552	-200	-200	-200
财务费用	4	8	3	1	投资活动现金流	-1,220	-740	-761	-814
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	20	8	0	0
投资收益	18	22	27	33	债务募资	605	0	0	0
营业利润	775	1,037	1,369	1,752	筹资活动现金流	644	-308	-413	-46
营业外收支	7	11	16	21	现金净流量	89	330	26	513
利润总额	781	1,048	1,385	1,773	主要财务指标				
所得税	178	241	318	408	成长能力				
净利润	604	807	1,066	1,365	营业收入增长率	32.2%	26.0%	24.0%	22.0%
归属于母公司净利润	604	807	1,066	1,365	净利润增长率	61.7%	33.6%	32.2%	28.1%
YoY (%)	61.7%	33.6%	32.2%	28.1%	盈利能力				
每股收益	2.47	3.30	4.36	5.59	毛利率	25.7%	26.0%	26.4%	26.6%
资产负债表 (百万元)					净利率	8.7%	9.2%	9.8%	10.3%
货币资金	832	1,162	1,188	1,701	总资产收益率 ROA	8.5%	9.1%	10.4%	11.2%
预付款项	83	71	96	127	净资产收益率 ROE	16.4%	17.9%	19.2%	19.7%
存货	1,691	2,471	3,072	3,543	偿债能力				
其他流动资产	1,552	1,745	2,068	2,410	流动比率	1.66	1.46	1.43	1.54
流动资产合计	4,159	5,449	6,424	7,781	速动比率	0.95	0.78	0.72	0.81
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.33	0.31	0.26	0.34
固定资产	2,035	2,330	2,645	3,022	资产负债率	48.1%	49.1%	45.8%	43.0%
无形资产	202	252	304	355	经营效率				
非流动资产合计	2,938	3,384	3,852	4,380	总资产周转率	0.98	0.99	1.06	1.09
资产合计	7,096	8,833	10,275	12,161	每股指标 (元)				
短期借款	208	208	208	208	每股收益	2.47	3.30	4.36	5.59
应付账款及票据	1,284	1,876	2,273	2,666	每股净资产	15.07	18.40	22.77	28.35
其他流动负债	1,018	1,647	2,026	2,189	每股经营现金流	2.72	5.64	4.91	5.62
流动负债合计	2,509	3,731	4,507	5,063	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	903	603	203	168	PE	73.26	54.83	41.49	32.39
非流动负债合计	903	603	203	168	PB	12.80	9.83	7.95	6.38
负债合计	3,413	4,335	4,711	5,231					
股本	237	244	244	244					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	3,684	4,498	5,564	6,930					
负债和股东权益合计	7,096	8,833	10,275	12,161					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，3 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

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 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。