



2021-08-08

公司点评报告

买入/维持

安井食品(603345)

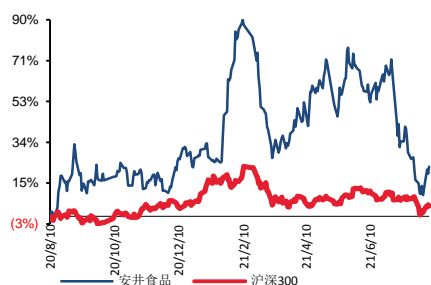
目标价: 204.75

昨收盘: 180.97

日常消费 食品、饮料与烟草

## 安井食品：基数效应影响短期，看好公司长期发展空间

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	244/240
总市值/流通(百万元)	44,233/43,494
12个月最高/最低(元)	280.80/147.85

### 相关研究报告：

安井食品(603345)《安井食品：疫情影响背景下收入获稳健增长，提价+促销减少带动业绩大增》  
--2020/04/21

安井食品(603345)《安井食品：疫情影响背景下收入获稳健增长，提价+促销减少带动业绩大增》  
--2020/04/21

安井食品(603345)《安井食品：产能建设加速，竞争优势持续强化》  
--2021/03/30

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

**事件：**公司发布2021年中报，2021H1实现营收38.94亿元(+36.5%)、归母净利润3.48亿元(+33.8%)、扣非归母净利润3.04亿元(+31.2%)，扣除股权激励费用后的净利润+23.5%，扣除股权激励费用及疫情补贴减免后的净利润+31.4%。其中Q2营业收入20.10亿元(+27.7%)，归母净利润1.74亿元(+1.2%)、扣非归母净利润1.48亿元(-4.0%)，扣除股权激励费用后的净利润增速-3.4%。收入略超预期，利润符合预期。

**BC类经销商持续开拓，商超渠道承压。**2021H1公司营收38.94亿元(+36.5%)，其中Q2营业收入20.10亿元(+27.7%)。分产品看，单季度，2021Q2鱼糜制品/肉制品/米面制品/菜肴/其他制品分别实现收入7.6亿元，4.9亿元、4.9亿元，2.6亿元，1056万元。同比增长18%、23%、19%、110%、884%。锁鲜装上半年高速增长达预期，其中Q2维持稳定，主要系锁鲜装较大占比在商超渠道、整体商超去年基数较高、今年客流下滑等原因，下半年预计将恢复较好增长，今年业务年度目标维持不变。

分渠道看，2021Q2经销商收入18.2亿元，同比+35%；商超渠道营收1.3亿元，同比-32%，主要系去年疫情影响下Q2基数较高，特通渠道收入3724万元，同比+65%，电商渠道收入2224万元，同比+103%。分地区看，2021Q2东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南收入增速40%、15%、26%、15%、34%、49%、43%。上半年公司持续推进渠道下沉，开拓BC类经销商，2021H1经销商数量共1223个，东北、华北、华东、华南、华中、西北、西南经销商分别为113，137，457，157，141，67，151个，同比增加46.7%、19.1%、28.0%、65.3%、36.9%、45.7%、64.1%。2021Q2，公司销售收现18.64亿元，同比+8.8%。经营净现金流-0.31亿元，去年同期1.13亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金及支付的各项税费增长较多。

**渠道及产品结构、促销导致Q2利润承压，最差时点已过。**2021H1，公司毛利率为24.1%(-4.5pct)，还原物流费用后毛利率下降2-3个点，其中单二季度毛利率公司毛利率为21.8%(-6.6pct)，估计还原物流费用后Q2毛利率下降4-5个点，毛利率下降主要系1)商超渠道去年Q2基数较高，今年占比下降，商超渠道高毛利产品占比大，且渠

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李梦鹏

电话：15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码：

道呈现高毛利率，高费用率特征。2) 菜肴制品之前自产为主，今年冻品先生产品采取代工方式。3) 促销费用增加。单二季度，净利率 8.7% (-2.3pct)，销售费用率 9.3% (-0.1pct)，还原后销售费用率为 9.3%，基本与去年同期持平。管理费用率 3.0% (-1.1pct)，主要系分摊股权激励股份支付费用，财务费用率 -0.1% (-0.4pct)。

**盈利预测与估值：**中长期来看，速冻行业景气度高，公司作为龙头企业，产能、渠道优势明显，未来成长路径清晰，将持续享受行业红利。产能方面，预计未来五年内，计划及建设中的广州佛山、河南二期三期项目、湖北基地、厦门三厂、泰州三期工厂、山东基地将全部达产，释放 75.5 万吨产能，测算产能复合增速超 20%，将为收入增长提供支持。此外，公司于此前提出年度口号“双剑合璧”（安井+冻品先生），“三路并进”（火锅料，米面制品，菜肴制品），“主食发力，主菜上市”，积极介入预制菜行业。我们认为公司在产品研发，渠道能力，产能布局，产业理解上均有较大优势，预制菜品类发展势头可期。

我们预计 2021-2023 年收入增速 29.22%，24%，23%，表观归母净利润增速 35.94%、35.63%、31.47%。扣除股权激励费用影响后同口径归母净利润增速分别为 25.35%，30%，30%。我们认为 Q2 作为渠道结构、产品结构、促销费用等基数效应最为特殊的一个季度已经过去，业绩压力最大时点已过。随着商超渠道的恢复，预期下半年费用投放合理收缩，产品结构基数相对正常，成本端锁定部分原料以及上半年涨幅较大的原料下半年同比压力减小、禽类猪肉价格中期下行趋势不改，预计下半年业绩将回归较为正常的增速。近期股价回调较多，中长期布局时点显现，给予明年 45 倍 PE，目标价 204.75 元，维持买入评级。

风险提示：新品推广不及预期，渠道开拓不及预期。

■ 主要财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	6965	9000	11160	13727
yoy	32.25%	29.22%	24.00%	23.00%
归母净利润(百)	604	821	1113	1464
yoy	61.73%	35.94%	35.63%	31.47%
摊薄每股收益	2.47	3.36	4.55	5.99
PE	67	49	36	28

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。