

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

安井食品(603345.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

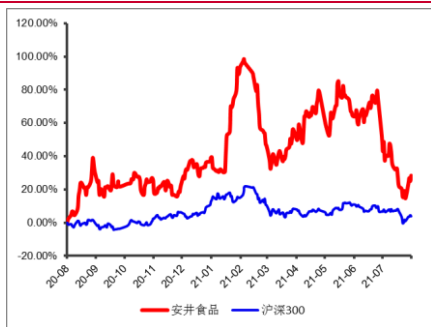
利润短期承压，静待环比改善

买入

2021年8月6日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年8月5日

收盘价(元)：180.97

年内最高/最低(元)：283.14/157.46

流通A股/总股本(亿)：2.40/2.44

流通A股市值(亿)：400

总市值(亿)：406

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益：2.61

每股净资产(元)：14.87

净资产收益率：19.52%

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

8月5日晚间披露半年报，公司2021年上半年营业收入38.94亿元，同比增长36.49%；净利润3.48亿元，同比增长33.83%。基本每股收益1.45元。

事件点评

收入稳健增长，菜肴制品表现亮眼。公司2021上半年实现营业收入18.84亿元，同比增加47.35%；归母净利润1.74亿元，同比增加97.83%，其中Q2单季度实现营收/归母净利润20.10/1.74亿元，同比分别+27.68%/+1.19%，主要在于报告期内销售促销增加，公司毛利率下滑较为明显，拖累净利润增速。1)分产品，2021上半年面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营业收入为9.26/9.69/14.99/4.87亿元，同比分别+24.29%/+31.75%/+31.64%/+110.29%，总的来说，米面制品、肉制品、鱼糜制品增长主要系公司不断开拓市场，产品销售增量所致；菜肴制品增长较高主要系虾滑系列及公司子品牌“冻品先生”产品增量所致。3)分渠道来看，商超渠道下滑明显，主要在于除消费者向线上渠道分流因素外，还受去年同期疫情催化下商超渠道基数较高，今年同期C端消费需求回落的影响。2021上半年经销商/商超/特通/电商渠道分别实现营业收入为32.99/4.57/0.84/0.53亿元，同比分别+42.46%/-1.43%/+62.31%/+151.91%；2)分地区来看，多个区域增速超过30%，主要系公司加强产品销售推广，加大渠道开发，新品和次新品增量所致。2021上半年东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区分别实现营业收入为3.65/4.59/20.06/3.13/3.97/1.25/2.29亿元，同比分别+32.72%/+32.42%/+34.08%/+35.97%/+47.16%/+52.19%/+49.68%。

高基数下利润承压。公司2021H1销售净利率为8.93%，同比减少0.18pct，具体来看：1)2021H1毛利率为24.05%，同比减少4.46pct，主要在于去年疫情导致了销售的高增长，高基数，今年市场逐步恢复常态，公司通过开抽奖订货会、加大促销力度、增加广宣投放等措施实现销售增长，导致毛利率下滑。2021H1销售期间费用率13.24%，同比减少4.16pct，其中销售费用率为9.13%，同比减少2.2pct，主要是规模效应凸显；管理费用率4.17%，同比减少1.7pct，主要系分摊股权激励股份支付费用影响所致；财务费用率为-0.06%，同比减少

0.26pct，主要系分摊股权激励股份支付费用影响所致；研发费用率为 0.97%，同比减少 0.2pct。

- **公司战略清晰，未来有望持续增长。**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

- Q2 业绩短期承压，当前经营逐步回归正常，考虑旺季到来，预计将环比改善。中长期来看，我们认为公司作为速冻龙头，战略清晰，B 端和 C 端渠道同步发力，助力公司份额有望持续提升。预计 2021-2023 年公司归母净利润为 8.41 亿、11.08 亿、14.27 亿，EPS 分别为 3.44 元、4.53 元、5.84 元，对应当前股价，PE 分别为 52 倍、40 倍、31 倍。维持“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

利润表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4,159	5,105	6,579	8,077	<b>营业收入</b>	6,965	8,776	10,865	13,364
现金	832	878	2,032	2,839	营业成本	5,176	6,407	7,910	9,675
应收账款	359	371	461	607	营业税金及附加	45	74	91	112
其他应收款	10	10	14	17	销售费用	644	904	1,086	1,336
预付账款	83	108	150	209	管理费用	296	320	375	434
存货	1,692	2,668	3,294	4,029	财务费用	4	(1)	(9)	(24)
其他流动资产	1,183	1,071	629	376	资产减值损失	(0)	5	(2)	1
<b>非流动资产</b>	2,938	2,854	2,824	2,772	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	18	12	12	12
固定资产	2,035	1,906	1,777	1,648	<b>营业利润</b>	775	1,080	1,426	1,840
无形资产	202	189	176	164	营业外收入	10	15	15	15
其他非流动资产	700	760	871	959	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	7,096	7,960	9,403	10,849	<b>利润总额</b>	781	1,091	1,437	1,851
<b>流动负债</b>	2,509	3,065	3,598	3,793	所得税	178	250	329	423
短期借款	208	265	261	254	<b>净利润</b>	604	841	1,108	1,427
应付账款	1,069	1,535	1,870	2,201	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,232	1,266	1,468	1,339	<b>归属母公司净利润</b>	604	841	1,108	1,427
<b>非流动负债</b>	903	518	552	665	EBITDA	997	1,221	1,559	1,957
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.47	3.44	4.53	5.84
其他非流动负债	903	518	552	665					
<b>负债合计</b>	3,413	3,584	4,151	4,458	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	237	244	244	244	<b>成长能力</b>				
资本公积	1,456	1,456	1,456	1,456	营业收入	32.25%	26.00%	23.80%	23.00%
留存收益	2,014	2,676	3,552	4,691	营业利润	65.53%	39.39%	32.02%	29.04%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	61.73%	39.35%	31.70%	28.82%
益	3,684	4,376	5,253	6,391	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	7,096	7,960	9,403	10,849	毛利率(%)	25.68%	27.00%	27.20%	27.60%
					净利率(%)	8.67%	9.59%	10.20%	10.68%
					ROE(%)	16.39%	19.23%	21.10%	22.34%
					ROIC(%)	37.71%	33.24%	30.53%	40.93%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	48.09%	45.02%	44.14%	41.09%
					净负债比率(%)	48.01%	36.35%	17.57%	10.71%
					流动比率	1.66	1.67	1.83	2.13
					速动比率	0.98	0.80	0.91	1.07
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.09	1.17	1.25	1.32
					应收账款周转率	26.84	24.71	26.90	25.77
					应付账款周转率	6.64	6.74	6.38	6.57
					<b>每股指标 (元)</b>				

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	665	616	1,367	945
净利润	604	841	1,108	1,427
折旧摊销	181	142	141	141
财务费用	16	(1)	(9)	(24)
投资损失	(18)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	161	(360)	141	(589)
其他经营现金流	(279)	5	(2)	1
<b>投资活动现金流</b>	(1,220)	(39)	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	(1,220)	(39)	12	12



<b>筹资活动现金流</b>	644	(486)	(224)	(150)	每股收益(最新摊薄)	2.47	3.44	4.53	5.84
短期借款	(132)	57	(4)	(7)	每股经营现金流(最新摊薄)	2.72	2.52	5.59	3.86
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.07	17.90	21.49	26.15
普通股增加	0	8	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	188	0	0	0	P/E	73.3	52.6	39.9	31.0
其他筹资现金流	588	(551)	(220)	(143)	P/B	12.0	10.1	8.4	6.9
<b>现金净增加额</b>	89	91	1,155	806	EV/EBITDA	44.62	35.59	27.22	21.42

### 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、地位或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 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，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，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公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》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公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》规定特此告知公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

