

# 安井食品 (603345.SH)

## 业绩有所承压，积极应对短期困境

**事件: 公司发布 2021 年三季报。**公司 2021Q1-3 实现收入 60.96 亿元, 同增 35.9%; 归母净利润 4.94 亿元, 同增 30.3%; 扣非净利润 3.82 亿元, 同增 12.3%。其中 2021Q3 实现收入 22.03 亿元, 同增 34.9%, 归母净利润 1.46 亿元, 同增 22.4%, 扣非净利润 0.77 亿元, 同降 28.4%, 扣非净利润低于市场预期。此外, 根据测算, 剔除并表影响, 预计公司 Q3 实现收入同增 20% 左右。

**单季度仍保持稳健增速, 肉制品业务有所承压。**分产品来看, 公司 Q3 鱼糜制品/速冻米面/肉制品收入分别为 8.2/4.5/4.5 亿元, 分别同增 23.0%/24.9%/11.4%, 肉制品环比降速预计系鲜肉价格下行, 速冻肉制品需求有所承压。Q3 公司菜肴类制品实现收入 4.3 亿元, 同增 147.2%, 主要系蛋饺系列、虾滑系列、公司子品牌“冻品先生”产品增量及控股子公司新宏业食品并表所致。分渠道来看, 公司 Q3 经销商渠道、特通渠道、电商渠道营业收入同比分别增长 37.8%/76.0%/210.9%。另控股子公司新宏业食品 2021 年 8 月起纳入合并财务报表范围, 增厚收入。此外, 剔除新宏业和 ORIENTAL FOOD 影响, 公司 Q3 末经销商数量 1313 家, 环比 Q2 末净增加 90 家。

**成本压力叠加促销加大, 盈利能力有所下降。**公司 2021Q3 毛利率 18.3%, 同比下降 8.1pcts(剔除会计准则调整, 预计毛利率同比下降 4pcts 左右), 销售费用率 9.0%, 同比下降 3.1pcts, 毛销差同比下降 5.1pcts, 毛销差下滑主要系: 1) 原材料成本价格上涨上行。受上游限电限产影响, 预计公司原材料和人工成本上涨影响 2.5pcts; 2) 促销折扣加大。疫情后行业进入扩产新周期, 竞争格局有所恶化; 3) 高基数影响。去年同期疫情影响减弱, 餐饮复苏势头良好, 毛利率基数较高。同时, 2021Q3 公司管理费用率 3.7%, 同比下降 0.5pct。整体来看, 2021Q1-3 公司净利率 8.1%, 同比下降 0.3pct, 其中 Q3 公司净利率 6.7%, 同比下降 0.6pct。

**积极应对短期困境, 中线价值仍旧突出。**诚然, 短期来看公司面临很多困境, 在去年高基数的前提下, 四季度旺季遭遇限电限产, 同时上游供应链也因此有所扰动, 原材料和包材成本上行。此外, 猪肉价格下行背景下, 肉制品业务的需求也受到影响到。但我们认为, 公司管理层在近 3 年的危机应对中已经证明了自身的卓越调整能力, 无论是 19 年猪瘟事件和猪肉成本上行, 还是 20 年疫情的影响, 公司都能迅速调整平稳度过。当前, 公司也在积极应对面临的问题, 优化费用投放的效率, 锁鲜装之后积极发力玲珑装产品, 冻品先生等预制菜聚焦大单品也在积极培育等。展望明年, 我们预计基数问题造成的业绩压力有望得到缓解, 全国化产能布局下, 规模效应持续显现, 净利率有望恢复, 中线维度配置价值仍旧突出。

**盈利预测及投资建议:**暂不考虑定增对股本的摊薄, 我们略调整此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润 7.85/10.87/13.72 亿元, 同比 +30.1%/38.4%/26.2%, 对应 EPS 3.21/4.45/5.61 元, 对应 PE 为 63/46/36 倍, 调整目标价至 245 元, 对应 22 年约 55 倍 PE, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 原材料价格上涨过快风险; 新品推广不及预期; 限电政策影响产能释放。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,267	6,965	8,926	11,088	13,473
增长率 yoy (%)	23.7	32.2	28.2	24.2	21.5
归母净利润(百万元)	373	604	785	1,087	1,372
增长率 yoy (%)	38.1	61.7	30.1	38.4	26.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.53	2.47	3.21	4.45	5.61
净资产收益率(%)	13.6	16.4	15.1	17.6	18.5
P/E(倍)	132.7	82.0	63.1	45.6	36.1
P/B(倍)	18.1	14.1	9.9	8.3	6.8

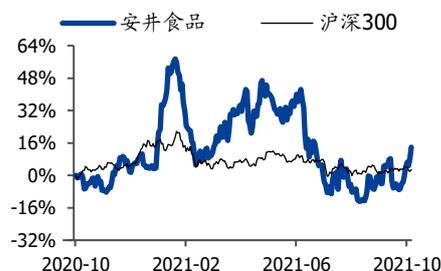
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
10月29日收盘价(元)	202.64
总市值(百万元)	49,530.15
总股本(百万股)	244.42
其中自由流通股(%)	98.39
30日日均成交量(百万股)	1.92

### 股价走势



### 作者

#### 分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

#### 分析师 杨传忻

执业证书编号: S0680520080003

邮箱: yangchuanxin@gszq.com

### 相关研究

- 《安井食品(603345.SH): 收入延续高增, 业绩短期承压》2021-08-06
- 《安井食品(603345.SH): 定增加速产能布局, 回报规划保障股东利益》2021-05-24
- 《安井食品(603345.SH): 业绩再超预期, 加速产能布局》2021-04-29

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3331	4159	6542	6262	8201
现金	756	832	1937	1688	2192
应收票据及应收账款	169	350	543	566	781
其他应收款	6	10	11	15	17
预付账款	34	83	68	120	108
存货	1733	1691	2791	2681	3911
其他流动资产	632	1193	1193	1193	1193
<b>非流动资产</b>	2353	2938	3510	4099	4718
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1514	2035	2573	3121	3680
无形资产	150	202	221	240	265
其他非流动资产	689	700	716	737	774
<b>资产总计</b>	5685	7096	10052	10361	12919
<b>流动负债</b>	2745	2509	4061	3500	4915
短期借款	340	208	350	300	250
应付票据及应付账款	1230	1284	2588	2138	3555
其他流动负债	1175	1018	1122	1062	1110
<b>非流动负债</b>	196	903	800	695	591
长期借款	0	735	631	527	423
其他非流动负债	196	168	168	168	168
<b>负债合计</b>	2941	3413	4860	4195	5506
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	236	237	244	244	244
资本公积	1268	1456	2346	2346	2346
留存收益	1410	2014	2576	3355	4338
归属母公司股东权益	2744	3684	5192	6166	7413
<b>负债和股东权益</b>	5685	7096	10052	10361	12919

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	577	665	841	776	1595
净利润	373	604	785	1087	1372
折旧摊销	149	181	186	241	295
财务费用	8	4	-3	-22	-41
投资损失	-12	-18	-100	-36	-41
营运资金变动	23	-115	-26	-492	13
其他经营现金流	35	9	-3	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-568	-1220	-656	-791	-871
资本支出	607	696	572	589	620
长期投资	12	-552	0	0	0
其他投资现金流	52	-1075	-83	-203	-251
<b>筹资活动现金流</b>	-31	644	920	-233	-220
短期借款	-94	-132	142	-50	-50
长期借款	-354	735	-104	-105	-104
普通股增加	20	0	8	0	0
资本公积增加	673	188	890	0	0
其他筹资现金流	-276	-147	-16	-78	-66
<b>现金净增加额</b>	-22	89	1105	-249	504

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5267	6965	8926	11088	13473
营业成本	3910	5176	6776	8271	9963
营业税金及附加	39	45	71	83	98
营业费用	647	644	803	976	1213
管理费用	152	296	303	328	399
研发费用	75	74	94	117	142
财务费用	8	4	-3	-22	-41
资产减值损失	0	-0	-1	-1	-1
其他收益	19	33	15	15	15
公允价值变动收益	5	3	3	3	3
投资净收益	12	18	100	36	41
资产处置收益	-1	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	468	775	999	1388	1759
营业外收入	20	10	20	20	20
营业外支出	4	4	3	3	3
<b>利润总额</b>	484	781	1016	1405	1776
所得税	111	178	231	318	404
<b>净利润</b>	373	604	785	1087	1372
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	373	604	785	1087	1372
EBITDA	631	998	1200	1630	2045
EPS (元)	1.53	2.47	3.21	4.45	5.61

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.7	32.2	28.2	24.2	21.5
营业利润(%)	39.6	65.5	28.9	39.0	26.7
归属于母公司净利润(%)	38.1	61.7	30.1	38.4	26.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.8	25.7	24.1	25.4	26.1
净利率(%)	7.1	8.7	8.8	9.8	10.2
ROE(%)	13.6	16.4	15.1	17.6	18.5
ROIC(%)	11.6	13.4	12.2	14.9	16.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.7	48.1	48.4	40.5	42.6
净负债比率(%)	-10.3	4.9	-14.0	-10.1	-17.0
流动比率	1.2	1.7	1.6	1.8	1.7
速动比率	0.5	0.9	0.9	1.0	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	36.8	26.8	20.0	20.0	20.0
应付账款周转率	3.6	4.1	3.5	3.5	3.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.53	2.47	3.21	4.45	5.61
每股经营现金流(最新摊薄)	2.36	2.72	3.44	3.17	6.53
每股净资产(最新摊薄)	11.22	14.40	20.57	24.55	29.66
<b>估值比率</b>					
P/E	132.7	82.0	63.1	45.6	36.1
P/B	18.1	14.1	9.9	8.3	6.8
EV/EBITDA	77.1	48.7	39.7	29.3	23.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com