

并表贡献增量，经营有望环比改善

安井食品(603345)

事件概述

公司前三季度实现营收 60.96 亿元，同比+35.92%，归母净利润 4.94 亿元，同比+30.25%，扣非归母净利润 3.82 亿元，同比+12.25%；单三季度实现营业收入 22.03 亿元，同比+34.92%，归母净利润 1.46 亿元，同比+22.44%，扣非归母净利润 0.77 亿元，同比-28.36%。

分析判断：

► 主业持续高增，并表贡献新增量

公司三季度收入继续维持高增长，同比+35.92%，主因公司加强产品销售推广，加大渠道开发，新品和次新品增量，同时新并表的控股子公司新宏业食品合并报表后开始贡献收入增量。分品类来看，公司 Q3 面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品收入分别同比 +24.85%/+11.36%/+23.01%/+147.22%/+73.1%，其中米面制品、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，菜肴制品高增除自身的蛋饺、虾滑等产品表现较好外，子品牌“冻品先生”和新并入的新宏业亦有贡献增量。分渠道来看，Q3 经销商/商超/特通/电商营收分别同比+30.26%/+23.75%/+92.93%/+258.44%，商超增速环比改善较多，也使得公司商超渠道前三季度累计实现 4.74%的正增长，同时公司多方面积极拓展线上业务，低基数下实现高成长。分地区来看，Q3 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南收入增速分别为 +46.12%/+49.13%/+24.99%/+23.52%/+63.32%/+89.20%/+16.59%，各区域均衡发展且维持较高增速，推动安井市占率持续提升。

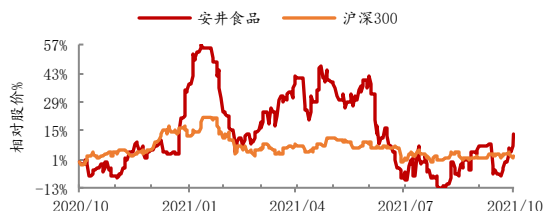
► 毛利率和费用率齐降，净利率短期承压

公司 Q3 毛利率和净利率分别为 18.32%和 6.73%，分别较去年同期下降 8.14 和 0.57pct，主业盈利能力短期承压。公司单季度毛利率下降较多受到油脂、大豆蛋白原材料价格上涨+毛利率更低的菜肴制品占比提升等多重因素影响。费用端来看，公司 Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.09%/3.38%/1.00%/-0.02%，分别较去年同期-2.51/-1.14/-0.15/-0.12pct，各项费用率均同比下降，一方面公司经营效率稳步提升，另一方面受并表影响。同时因并表影响增加 0.88 亿元的投资净收益对利润亦有所贡献。综合来看，虽然短期原材料成本压力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上缓解了影响，叠加投资收益贡献，使得公司 Q3 净利率仅下降 0.57pct 至 6.73%，对应归母净利润 1.46 亿元，同比+22.44%。

累计前三季度来看，公司毛利率和净利率分别为 21.98%和 8.14%，分别较去年同期-5.78 和-0.31pct，对应归母净利润

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：	202.64
股票代码：	603345
52 周最高价/最低价：	283.99/147.36
总市值(亿)	495.30
自由流通市值(亿)	487.33
自由流通股数(百万)	240.49



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

相关研究

- 【华西食品】安井食品点评报告：H1 收入高增，经营有望持续向好
2021.08.06
- 【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
- 【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

4.94 亿元，同比+30.25%。

► **Q4 旺季来临，经营有望持续向好**

虽然公司短期面临一定的成本压力，但公司仍积极通过集中采购+调整产品结构+提价等多重举措应对。公司 Q4 将持续在渠道、产能和产品端优化布局，经营有望环比改善。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；产品端加码速冻菜肴制品丰富产品种类。我们认为在行业红利+公司战略方向的共同保驾护航下，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

参考最新财务报告，我们维持公司 21-23 年营收 87.76/108.82/132.76 亿元，下调 21-23 年 EPS 3.30/4.36/5.59 元的预测至 3.26/4.46/5.71 元，对应 2021 年 10 月 29 日 202.64 元/股收盘价，PE 分别为 62/45/35 倍，维持公司“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	797	1,091	1,396
YoY (%)	38.1%	61.7%	31.9%	37.0%	27.9%
毛利率 (%)	25.8%	25.7%	24.8%	26.4%	26.6%
每股收益 (元)	1.53	2.47	3.26	4.46	5.71
ROE	13.6%	16.4%	17.7%	19.6%	20.0%
市盈率	132.67	82.03	62.18	45.39	35.48

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,965	8,776	10,882	13,276	净利润	604	797	1,091	1,396
YoY (%)	32.2%	26.0%	24.0%	22.0%	折旧和摊销	181	125	134	137
营业成本	5,176	6,600	8,009	9,745	营运资金变动	1	459	30	-88
营业税金及附加	45	55	69	84	经营活动现金流	665	1,274	1,226	1,403
销售费用	644	807	958	1,155	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	-648	-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	114	27	33	债务募资	605	0	0	0
营业利润	775	1,023	1,401	1,792	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	317	53	544
利润总额	781	1,034	1,417	1,813					
所得税	178	238	326	417	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	604	797	1,091	1,396	成长能力				
归属于母公司净利润	604	797	1,091	1,396	营业收入增长率	32.2%	26.0%	24.0%	22.0%
YoY (%)	61.7%	31.9%	37.0%	27.9%	净利润增长率	61.7%	31.9%	37.0%	27.9%
每股收益	2.47	3.26	4.46	5.71	盈利能力				
					毛利率	25.7%	24.8%	26.4%	26.6%
					净利率	8.7%	9.1%	10.0%	10.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	8.5%	9.0%	10.6%	11.4%
货币资金	832	1,150	1,203	1,747	净资产收益率 ROE	16.4%	17.7%	19.6%	20.0%
预付款项	83	73	96	127	偿债能力				
存货	1,691	2,511	3,072	3,543	流动比率	1.66	1.45	1.43	1.55
其他流动资产	1,552	1,745	2,068	2,410	速动比率	0.95	0.77	0.73	0.82
流动资产合计	4,159	5,478	6,438	7,826	现金比率	0.33	0.30	0.27	0.34
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	48.1%	49.4%	45.8%	42.9%
固定资产	2,035	2,330	2,645	3,022	经营效率				
无形资产	202	252	304	355	总资产周转率	0.98	0.99	1.06	1.09
非流动资产合计	2,938	3,384	3,852	4,380	每股指标 (元)				
资产合计	7,096	8,862	10,290	12,207	每股收益	2.47	3.26	4.46	5.71
短期借款	208	208	208	208	每股净资产	15.07	18.36	22.83	28.54
应付账款及票据	1,284	1,907	2,273	2,666	每股经营现金流	2.72	5.21	5.02	5.74
其他流动负债	1,018	1,656	2,026	2,189	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,509	3,770	4,507	5,063	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	82.03	62.18	45.39	35.48
其他长期负债	903	603	203	168	PB	12.80	11.04	8.88	7.10
非流动负债合计	903	603	203	168					
负债合计	3,413	4,374	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	4,488	5,579	6,976					
负债和股东权益合计	7,096	8,862	10,290	12,207					

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。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

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研究员，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。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年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。