



2021-10-31

公司点评报告

买入/维持

安井食品(603345)

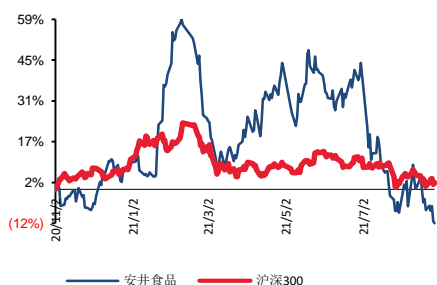
目标价: 204.75

昨收盘: 202.64

食品饮料 食品加工

安井食品：成本端上涨影响短期盈利，放眼长远依然乐观

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	244/244
总市值/流通(百万元)	49,530/49,530
12个月最高/最低(元)	280.80/154.99

相关研究报告：

安井食品(603345)：《基数效应影响短期，看好公司长期发展空间》——2021/08/06

安井食品(603345)：《预制菜未来可期，控股新宏业加强产业链布局》——2021/06/22

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

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：公司发布2021年三季报，2021前三季度实现营收60.96亿元(+35.9%)、归母净利润4.94亿元(+30.3%)，扣非归母净利润3.82亿元(+12.2%)。其中，2021Q3营业收入22.03亿元(+34.9%)，归母净利润1.46亿元(+22.4%)，扣非归母净利润0.77亿元(-28.4%)，非经常损益主要系并表新宏业、原有19%股份所产生的投资收益0.8亿。

菜肴表现亮眼，商超渠道恢复两位数增长。2021Q3营业收入22.03亿元(+34.9%)，扣除并表(新宏业+功夫食品)影响后，Q3收入增速23%+，净利润扣除非经常性损益以及并表因素后下滑幅度较大。分品类看，2021Q3鱼糜制品/肉制品/米面制品/菜肴/其他制品分别实现收入8.15亿元，4.5亿元、4.81亿元，4.31亿元，617.78万元，同比增长23%、11%、25%、147%，73%。菜肴制品表现亮眼，主要系1)预制菜推出酸菜鱼、扇子骨、黑椒牛柳三大新品，销售势头较好。2)新宏业并表、贡献小龙虾收入。3)传统的菜肴类大单品保持较快增速，如蛋饺实现50%+增长。肉制品Q3放缓，我们推测或与猪肉短期价格下行太快、需求部分替代有关。

经测算，2021Q3经销商收入18.42亿元，同比+30%；商超渠道营收1.87亿元，同比+24%，特通渠道收入8037.85万元，同比+93%，电商渠道收入9403.47万元，同比+258%。尽管基数较高，商超渠道由Q2的-32%转为Q3的两位数增长，改善非常明显，也符合前期Q2商超是最坏时点的判断。现金流方面，销售收现增速低于收入，2021Q3公司销售收现26.13亿元(+18.3%)，主要系应收账款环比增加0.7亿。

成本及促销影响Q3毛利率、盈利能力承压，未来或间接直接提价多项举措应对成本压力，限电对Q4利润端有一定影响。2021Q3，公司毛利率为18.3%(-8.1pct)，扣除会计准则调整影响，Q3毛利率下降约4pct。主要系1)原料成本上涨。其中油脂涨幅最大、大豆蛋白持续增长(油脂、大豆蛋白各自在原料成本的占比，我们估计超过单一牛肉、猪肉、鸭肉的用量)、鱼糜和肉类小幅增长，在今年猪肉价格下行的大背景下、成本压力传导到涨价的动作有滞后性。2)菜肴占比提升，菜肴制品采用OEM，毛利率较低，3)促销加大，4)人工成本增

执业资格证书编码：S1190517050002

研究助理：李梦鹏

电话：15216670756

研究助理：limx@tpyzq.com

登记编号：S1190121050001

加。2021Q3 销售费用率 9.0%(-3.1pct)，相比上半年稍有压缩，销售费用率环比如期改善。

公司 9 月针对较大范围的产品进行缩减促销费用的间接提价方式、以覆盖部分成本压力、Q4 将会体现的更完整。三季度末存货 23 亿、相对高位，四季度成本仍存在一定压力，公司目前已着手多时、11 月酝酿再次减促，未来不排除直接提高出厂价等措施应对成本上涨。由于双控减排的外部环境影响，公司小部分工厂预计 Q4 将受限电影响，临时性停产导致固定成本摊销增加、影响规模效应发挥，对利润端造成一定影响。

盈利预测：展望明年，公司河南二期和四川二期工厂将陆续投产，明年预计 20%以上的产能扩张速度，收入增长有保障。中长期看，主业方面公司龙头地位持续强化，成本上行背景下、滞后提价，有望收割市场份额，而明年成本压力边际趋缓、部分或将同比下降的趋势下，将释放利润弹性。此外，今年以来公司试水预制菜赛道，成立冻品先生事业部等新型激励模式，以 OEM 形式进行尝试，不断丰富产品 SKU 满足 B/C 端需求，先期试水中，在五大选品策略体系下推出的酸菜鱼、扇子骨、黑椒牛柳三大单品脱颖而出、后续将继续聚焦，在高产品品质，强渠道能力以及供应链的协同效应下有望取得较好的表现。预计 2021~2023 年收入增速为 35.90%、30.12%、23.55%，归母净利润增速为 27.40%、37.32%、29.97%，EPS 为 3.15、4.32、5.62 元/股，短期承压不改长期看好，维持前期目标价 204.75 元、买入评级。

风险提示：渠道开拓不及预期风险，新品表现不及预期。

■ 主要财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	6965	9466	12317	15217
yoy	32.25%	35.90%	30.12%	23.55%
归母净利润(百万)	604	769	1056	1373
yoy	61.73%	27.40%	37.32%	29.97%
摊薄每股收益	2.47	3.15	4.32	5.62
PE	82	64	47	36
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	zhafll@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。