

短期业绩承压，提价对冲成本压力

——安井食品 2021 年三季度报点评

事件：公司公布三季度报，21Q3 实现营收 22.03 亿元/+34.9% yoy，归母净利润 1.46 亿元/+22.4% yoy，扣非归母净利润 0.77 亿元/-28.4% yoy。

核心观点

- **B 端稳健 C 端回暖，收入保持较快增长，并表增厚整体业绩，扣非略低于预期。** 21Q3 营收 22.03 亿元/+34.9% yoy，剔除新宏业和 Oriental Food 并表影响，同比增长约 23%。分渠道看，经销商收入 18.42 亿元/+30% yoy（含新宏业并表）；商超收入 1.87 亿元/+24% yoy；特通/电商收入分别为 0.80/0.94 亿元，继续保持 +93%/258% yoy 的高增长。利润端，新宏业并表增厚整体业绩，21Q3 归母净利润 1.46 亿元/+22.4% yoy，扣非归母净利润 0.77 亿元/-28.4% 不及预期。
- **菜肴制品持续高增长，肉制品增速受猪价扰动。** 21Q3 鱼糜/肉制品/米面/菜肴制品收入分别为 8.15/4.53/4.81/4.31 亿元，同比增长 23%/11%/25%/147%。菜肴制品保持高增，主要由蛋饺、虾滑和并表后的冻品先生增长驱动；肉制品增速放缓主要由于猪价维持低位，鲜肉对终端肉制品消费造成一定替代。
- **原材料上涨和促销力度加大致毛利率下降，盈利能力短期承压。** 21Q3 毛利率 18.3%/-8.1pcts yoy，剔除运费后同口径同降约 4pct，主要系：1）原料成本压力：今年以来油脂涨幅较大，蛋白、鱼糜和人工成本亦有一定程度上涨；2）打折促销力度加大；3）限电影响旺季生产：河南、辽宁等多地工厂收到限电限产要求，影响开工率导致规模效应受到限制；4）菜肴以代工模式生产为主，毛利率较低。21Q3 销售费用率 9.0%/-3.1pcts yoy，同口径亦有下降，主要得益于控费力度加强。综合看 21Q3 扣非净利率 3.5%/-3.1pcts yoy，盈利能力承压。由于前期原材料库存成本仍处于高位+双限影响，预计 Q4 毛利率净利率仍将承压。
- **新一轮减促有望传导成本压力，产能投放稳步推进。** 公司 9 月初已进行旺季前例行减少促销，11 月 1 日再次发布提价通知，对部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销政策进行缩减或对经销价进行上调，调价幅度为 3%-10% 不等，自即日起投具体通知执行。未来若成本上涨持续，亦会考虑直接提高出厂价缓解压力。产能投放有序进行，定增已获批准，后续完成后有望加快全国化产能建设。

财务预测与投资建议

- 考虑到原材料上涨压力，我们调整 2021-23 年 EPS 预测为 2.93/3.77/4.87 元（调整前 3.23/4.54/5.80），FCFE 模型对应目标价 208.91 元，维持“增持”评级。

风险提示

- 原材料涨价风险，食品安全风险，产能扩张不及预期风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,267	6,965	9,274	12,266	15,045
同比增长(%)	23.7%	32.2%	33.1%	32.3%	22.7%
营业利润(百万元)	468	775	917	1,182	1,530
同比增长(%)	39.6%	65.5%	18.3%	28.9%	29.5%
归属母公司净利润(百万元)	373	604	716	921	1,190
同比增长(%)	38.1%	61.7%	18.6%	28.6%	29.3%
每股收益(元)	1.53	2.47	2.93	3.77	4.87
毛利率(%)	25.8%	25.7%	22.4%	22.8%	23.1%
净利率(%)	7.1%	8.7%	7.7%	7.5%	7.9%
净资产收益率(%)	15.6%	18.8%	17.0%	17.7%	19.1%
市盈率	119.4	73.8	62.3	48.4	37.5
市净率	16.2	12.1	9.4	7.9	6.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

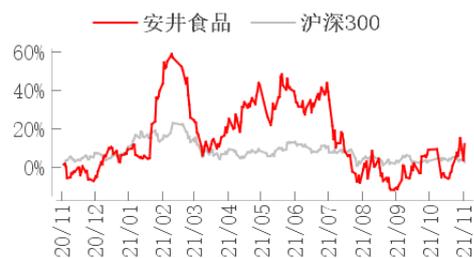


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月02日)	197.2元
目标价格	208.91元
52周最高价/最低价	283.13/147.36元
总股本/流通A股(万股)	24,442/24,049
A股市值(百万元)	48,200
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年11月02日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.17	2.71	13.33	12.05
相对表现	7.77	0.58	17.66	9.43
沪深300	-3.6	2.13	-4.33	2.62



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

高基数之下短期利润承压，预制菜提供增长 2021-08-14

新动能：——安井食品 2021 半年报点评

20 年业绩高增，持续看好优质赛道中龙头 2021-04-16

公司高成长：——安井食品年报点评

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

投资建议

考虑到原材料上涨压力，我们小幅下调毛利率假设，调整 2021-23 年 EPS 预测为 2.93/3.77/4.87 元（调整前 3.23/4.54/5.80 元）。公司产能渠道布局清晰，现金流可预测性较强，继续采取 FCFE 模型进行公司权益价值评估，假设长期增长率 3%，显性期间 2021-2030 年，WACC 7.3%，FCFE 模型下对应目标价目标价 208.91 元，维持“增持”评级。

表 1: 估值模型假设

估值假设	假设值
所得税税率	25%
永续增长率	3%
无风险利率	2.88%
考虑杠杆因素的 β 系数	0.68
市场收益率	9.57%
规模风险因子	0
股权投资成本 (K_e)	7.46%
债务比率	5%
债务利率	6.31%
WACC	7.32%

数据来源：东方证券研究所

表 2: K_e 和永续增长对每股价值的敏感性分析

每股价值(元)	永续增长率				
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
208.91					
5.46%	238.43	294.43	396.04	637.25	1937.16
5.96%	211.77	254.19	325.32	469.18	914.11
6.46%	190.09	223.08	275.18	369.70	594.09
6.96%	172.12	198.34	237.81	304.00	437.87
K_e 7.46%	157.00	178.20	208.91	257.41	345.39
7.96%	144.11	161.50	185.92	222.68	284.31
8.46%	133.00	147.45	167.20	195.81	240.98
8.96%	123.34	135.48	151.68	174.43	208.68
9.46%	114.87	125.15	138.62	157.03	183.70

资料来源：东方证券研究所

风险提示

原材料涨价风险，食品安全风险，产能扩张不及预期风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	756	832	742	1,109	1,695	营业收入	5,267	6,965	9,274	12,266	15,045
应收票据及应收账款	169	350	466	616	755	营业成本	3,910	5,176	7,197	9,471	11,575
预付账款	34	83	111	147	180	营业税金及附加	39	45	83	110	135
存货	1,733	1,691	3,152	3,046	3,881	销售费用	647	644	786	1,035	1,274
其他	639	1,202	1,206	1,210	1,214	管理费用及研发费用	226	370	376	482	575
流动资产合计	3,331	4,159	5,676	6,128	7,725	财务费用	8	4	56	29	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	2	0	(0)	0
固定资产	1,514	2,035	2,377	2,564	2,778	公允价值变动收益	5	3	3	3	3
在建工程	483	379	196	325	343	投资净收益	12	18	100	20	20
无形资产	150	202	196	189	183	其他	18	31	40	20	20
其他	206	321	202	195	195	营业利润	468	775	917	1,182	1,530
非流动资产合计	2,353	2,938	2,971	3,274	3,498	营业外收入	20	10	10	10	10
资产总计	5,685	7,096	8,647	9,401	11,223	营业外支出	4	4	1	1	1
短期借款	340	208	1,019	170	170	利润总额	484	781	927	1,192	1,540
应付票据及应付账款	1,230	1,284	1,785	2,348	2,870	所得税	111	178	211	271	350
其他	1,175	1,018	1,109	1,227	1,337	净利润	373	604	716	921	1,190
流动负债合计	2,745	2,509	3,913	3,746	4,377	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	373	604	716	921	1,190
应付债券	0	735	5	5	5	每股收益(元)	1.53	2.47	2.93	3.77	4.87
其他	196	168	0	0	0						
非流动负债合计	196	903	5	5	5	主要财务比率					
负债合计	2,941	3,413	3,918	3,751	4,382		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	236	237	244	244	244	营业收入	23.7%	32.2%	33.1%	32.3%	22.7%
资本公积	1,097	1,269	1,931	1,931	1,931	营业利润	39.6%	65.5%	18.3%	28.9%	29.5%
留存收益	1,410	2,014	2,554	3,475	4,665	归属于母公司净利润	38.1%	61.7%	18.6%	28.6%	29.3%
其他	0	164	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,744	3,684	4,730	5,651	6,841	毛利率	25.8%	25.7%	22.4%	22.8%	23.1%
负债和股东权益总计	5,685	7,096	8,647	9,401	11,223	净利率	7.1%	8.7%	7.7%	7.5%	7.9%
						ROE	15.6%	18.8%	17.0%	17.7%	19.1%
						ROIC	12.4%	15.6%	14.5%	16.2%	18.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	51.7%	48.1%	45.3%	39.9%	39.0%
净利润	373	604	716	921	1,190	净负债率	0.0%	3.0%	6.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	133	160	206	245	276	流动比率	1.21	1.66	1.45	1.64	1.76
财务费用	8	4	56	29	(3)	速动比率	0.58	0.98	0.65	0.82	0.88
投资损失	(12)	(18)	(100)	(20)	(20)	营运能力					
营运资金变动	709	(297)	(1,015)	598	(380)	应收账款周转率	36.8	26.8	22.7	22.7	21.9
其它	(635)	212	(59)	(3)	(2)	存货周转率	2.7	3.0	3.0	3.1	3.3
经营活动现金流	577	665	(196)	1,770	1,060	总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.4	1.5
资本支出	(602)	(608)	(351)	(548)	(500)	每股指标(元)					
长期投资	80	0	0	0	0	每股收益	1.53	2.47	2.93	3.77	4.87
其他	(45)	(611)	(62)	23	23	每股经营现金流	2.44	2.81	-0.80	7.24	4.34
投资活动现金流	(568)	(1,220)	(413)	(525)	(477)	每股净资产	11.22	15.07	19.35	23.12	27.99
债权融资	(355)	736	(730)	0	0	估值比率					
股权融资	523	172	670	0	0	市盈率	119.4	73.8	62.3	48.4	37.5
其他	(198)	(264)	580	(878)	3	市净率	16.2	12.1	9.4	7.9	6.5
筹资活动现金流	(31)	644	519	(878)	3	EV/EBITDA	70.9	46.0	36.6	29.6	23.9
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	90.7	55.4	44.3	35.6	28.2
现金净增加额	(22)	89	(90)	368	586						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn