

# 安井食品 (603345)

证券研究报告

2021年11月02日

## 收入增长稳健，菜肴制品表现亮眼

**事件：**公司披露三季报，公司前三季度实现收入 60.96 亿元，同比增长 35.92%，实现归母净利润 4.94 亿元，同比增长 30.25%，实现扣非归母净利润 3.82 亿元，同比增长 12.25%。其中，三季度公司实现营业收入 22.03 亿元，同比增长 34.92%，实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 22.44%，实现扣非归母净利润 7748 万元，同比下降 28.36%。

**公司收入增长稳健，菜肴制品增速较快。**公司前三季度实现营收 60.96 亿元，同比增长 35.92%，其中，三季度公司实现营业收入 22.03 亿元，同比增长 34.92%，持续保持较快增长。其中，单三季度公司米面制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 4.8/4.5/8.2/4.3 亿元，同比增长 25%/11%/23%/147%，菜肴制品保持较快增长，前三季度整体保持 126% 的同比增速，主要系蛋饺系列、虾滑系列、“冻品先生”产品增量及控股子公司新宏业食品纳入合并财务报表范围增量所致。分渠道来看，三季度经销商/商超/特通/电商渠道收入同比增长 30%/24%/93%/258%，经销商环比增加 834 家至 2057 家。

公司前三季度实现归母净利润 4.94 亿元，yoy+30.25%，实现扣非归母净利润 3.82 亿元，yoy+12.25%。公司 Q3 实现归母净利 1.46 亿元，yoy+22.44%，实现扣非归母净利 7748 万元，yoy-28.36%。从毛利率来看，公司 Q3 实现毛利率 18.32%，同比减少 8pcts，我们认为原因可能主要系 1) 会计准则变更；2) 促销力度增加；3) 原材料成本端压力（大豆蛋白、油脂类价格上涨）；4) 新宏业并表影响；5) 限电影响。公司 Q3 实现净利率 6.73%，同比减少 0.57pct，实现扣非净利率 3.5%，同比减少 3pcts，利润端有所承压。为缓解成本压力，公司九月初已收窄促销力度，展望四季度，鉴于上游原材料、人工、运输、能源等成本持续上涨，公司将收窄部分速冻鱼糜制品、速冻菜肴及速冻米面制品的促销力度或上调经销价格以抵御整体通胀，具体调价幅度为 3%-10% 不等。

**菜肴板块逻辑不断演绎，看好预制菜板块未来发展。**公司于 2018 年下半年推出定位餐饮食材类的子品牌“冻品先生”，并加大菜肴制品的推广，冻品先生品类及虾滑带动菜肴制品板块持续高速发展，21 年前三季度同比去年达 126%。此外，公司收购上游企业新宏业食品的部分股权，对上游原料淡水鱼糜产业及速冻调味小龙虾菜肴制品积极布局，菜肴制品板块有望承载公司二次发展曲线。

**盈利预测：**预计公司 2021-2023 年实现营收 88.69/109.24/133.06 亿元，同比+27.33%/23.17%/21.81%，实现归母净利润 8.19/11.32/15.46 亿元，同比+35.60%/38.23%/36.61%，EPS 分别为 3.35/4.63/6.33 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**食品安全风险、原材料价格波动风险、产能扩张不及预期风险。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,266.66	6,965.11	8,868.97	10,923.85	13,305.97
增长率(%)	23.66	32.25	27.33	23.17	21.81
EBITDA(百万元)	677.31	997.12	1,147.86	1,565.25	2,104.07
净利润(百万元)	373.34	603.80	818.75	1,131.73	1,546.03
增长率(%)	38.14	61.73	35.60	38.23	36.61
EPS(元/股)	1.53	2.47	3.35	4.63	6.33
市盈率(P/E)	119.40	73.83	54.45	39.39	28.83
市净率(P/B)	16.25	12.10	8.51	7.40	6.27
市销率(P/S)	8.46	6.40	5.03	4.08	3.35
EV/EBITDA	18.99	44.45	35.36	26.39	18.14

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	182.38 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	244.42
流通 A 股股本(百万股)	240.49
A 股总市值(百万元)	44,578.11
流通 A 股市值(百万元)	43,860.45
每股净资产(元)	19.94
资产负债率(%)	40.13
一年内最高/最低(元)	283.99/147.36

### 作者

刘畅	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001	
liuc@tfzq.com	
薛涵	联系人
xuehana@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《安井食品-半年报点评:收入增长稳健,下半年有望逐季改善》2021-08-10
- 2 《安井食品-季报点评:Q1 业绩表现亮眼,“冻品先生”承载公司二次曲线》2021-04-30
- 3 《安井食品-年报点评报告:B+C 双轮驱动,盈利能力持续提升》2021-04-13

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	755.84	832.08	3,335.65	2,538.73	5,791.50	营业收入	5,266.66	6,965.11	8,868.97	10,923.85	13,305.97
应收票据及应收账款	169.38	349.69	192.14	499.64	382.75	营业成本	3,909.79	5,176.47	6,476.63	7,777.46	9,164.39
预付账款	34.48	83.34	33.99	111.65	70.43	营业税金及附加	38.74	44.80	65.47	77.08	92.57
存货	1,733.13	1,691.41	2,692.47	2,697.68	3,535.12	营业费用	646.97	644.18	913.55	1,228.93	1,596.72
其他	638.56	1,202.39	1,382.92	1,268.03	1,286.85	管理费用	151.92	296.08	227.10	200.13	239.51
<b>流动资产合计</b>	<b>3,331.40</b>	<b>4,158.91</b>	<b>7,637.17</b>	<b>7,115.73</b>	<b>11,066.65</b>	研发费用	74.52	73.52	141.90	185.71	226.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	7.62	4.07	7.65	8.84	7.04
固定资产	1,514.25	2,034.85	2,125.94	2,171.93	2,177.86	资产减值损失	0.38	(0.40)	2.21	2.00	1.27
在建工程	483.00	378.94	263.37	206.02	153.61	公允价值变动收益	4.95	2.52	0.00	0.00	0.00
无形资产	149.52	202.25	195.60	188.95	182.30	投资净收益	11.95	17.56	14.61	14.71	15.63
其他	206.37	321.49	196.83	229.03	240.49	其他	(48.22)	(68.47)	(29.22)	(29.42)	(31.26)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,353.15</b>	<b>2,937.54</b>	<b>2,781.74</b>	<b>2,795.93</b>	<b>2,754.25</b>	<b>营业利润</b>	<b>468.05</b>	<b>774.78</b>	<b>1,049.06</b>	<b>1,458.40</b>	<b>1,993.90</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,684.55</b>	<b>7,096.46</b>	<b>10,418.91</b>	<b>9,911.65</b>	<b>13,820.91</b>	营业外收入	19.74	10.49	15.14	15.13	13.59
短期借款	340.09	207.86	300.00	253.93	253.93	营业外支出	3.69	3.90	3.65	3.75	3.76
应付票据及应付账款	1,230.03	1,283.61	2,144.66	1,933.40	2,768.74	<b>利润总额</b>	<b>484.10</b>	<b>781.38</b>	<b>1,060.56</b>	<b>1,469.78</b>	<b>2,003.72</b>
其他	1,174.77	1,017.65	2,217.28	1,157.95	3,038.89	所得税	110.76	177.57	241.81	338.05	457.69
<b>流动负债合计</b>	<b>2,744.89</b>	<b>2,509.13</b>	<b>4,661.94</b>	<b>3,345.28</b>	<b>6,061.56</b>	<b>净利润</b>	<b>373.34</b>	<b>603.80</b>	<b>818.75</b>	<b>1,131.73</b>	<b>1,546.03</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	735.06	363.06	366.04	488.06	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>373.34</b>	<b>603.80</b>	<b>818.75</b>	<b>1,131.73</b>	<b>1,546.03</b>
其他	196.01	168.39	157.60	174.00	166.66	每股收益(元)	1.53	2.47	3.35	4.63	6.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>196.01</b>	<b>903.45</b>	<b>520.67</b>	<b>540.04</b>	<b>654.72</b>						
<b>负债合计</b>	<b>2,940.89</b>	<b>3,412.58</b>	<b>5,182.60</b>	<b>3,885.32</b>	<b>6,716.28</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0.00	0.07	0.07	0.07	0.07	<b>成长能力</b>					
股本	236.38	236.67	244.42	244.42	244.42	营业收入	23.66%	32.25%	27.33%	23.17%	21.81%
资本公积	1,267.66	1,455.71	2,409.16	2,409.16	2,409.16	营业利润	39.58%	65.53%	35.40%	39.02%	36.72%
留存收益	2,677.46	3,469.58	4,991.81	5,781.83	6,860.13	归属于母公司净利润	38.14%	61.73%	35.60%	38.23%	36.61%
其他	(1,437.84)	(1,478.16)	(2,409.16)	(2,409.16)	(2,409.16)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,743.66</b>	<b>3,683.88</b>	<b>5,236.31</b>	<b>6,026.33</b>	<b>7,104.63</b>	毛利率	25.76%	25.68%	26.97%	28.80%	31.13%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,684.55</b>	<b>7,096.46</b>	<b>10,418.91</b>	<b>9,911.65</b>	<b>13,820.91</b>	净利率	7.09%	8.67%	9.23%	10.36%	11.62%
						ROE	13.61%	16.39%	15.64%	18.78%	21.76%
						ROIC	19.61%	38.52%	34.62%	90.44%	55.92%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>偿债能力</b>					
净利润	373.34	603.80	818.75	1,131.73	1,546.03	资产负债率	51.73%	48.09%	49.74%	39.20%	48.60%
折旧摊销	149.11	180.63	91.14	98.01	103.13	净负债率	-15.15%	3.04%	-51.03%	-31.83%	-71.06%
财务费用	15.94	15.78	7.65	8.84	7.04	流动比率	1.21	1.66	1.64	2.13	1.83
投资损失	(11.95)	(17.56)	(14.61)	(14.71)	(15.63)	速动比率	0.58	0.98	1.06	1.32	1.24
营运资金变动	575.73	347.90	1,200.72	(1,562.01)	1,999.14	<b>营运能力</b>					
其它	(525.59)	(465.66)	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	36.79	26.84	32.74	31.58	30.16
<b>经营活动现金流</b>	<b>576.57</b>	<b>664.89</b>	<b>2,103.66</b>	<b>(338.13)</b>	<b>3,639.72</b>	存货周转率	3.64	4.07	4.05	4.05	4.27
资本支出	535.51	669.94	70.79	63.60	57.34	总资产周转率	1.03	1.09	1.01	1.07	1.12
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
其他	(1,103.24)	(1,889.50)	(116.17)	(128.89)	(91.71)	每股收益	1.53	2.47	3.35	4.63	6.33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(567.73)</b>	<b>(1,219.57)</b>	<b>(45.39)</b>	<b>(65.29)</b>	<b>(34.37)</b>	每股经营现金流	2.36	2.72	8.61	-1.38	14.89
债权融资	340.09	944.22	663.50	620.55	742.75	每股净资产	11.22	15.07	21.42	24.65	29.07
股权融资	369.89	332.01	976.00	(8.84)	(7.04)	<b>估值比率</b>					
其他	(740.86)	(632.25)	(1,194.20)	(1,005.20)	(1,088.29)	市盈率	119.40	73.83	54.45	39.39	28.83
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(30.89)</b>	<b>643.98</b>	<b>445.30</b>	<b>(393.49)</b>	<b>(352.58)</b>	市净率	16.25	12.10	8.51	7.40	6.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	18.99	44.45	35.36	26.39	18.14
<b>现金净增加额</b>	<b>(22.04)</b>	<b>89.30</b>	<b>2,503.57</b>	<b>(796.92)</b>	<b>3,252.77</b>	EV/EBIT	24.01	53.78	38.41	28.16	19.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com