

安井食品 (603345.SH)

稳健增长可期, 22Q1 主业盈利超预期

核心观点:

- **餐饮恢复不达预期, 22Q1 主业收入短期承压。**公司发布 21 年报及 22 年一季报, 21 年/22Q1 实现收入 92.72/23.39 亿元, 分别同比增长 33.12%/24.16%; 21 年/22Q1 归母净利润 6.82/2.04 亿元, 同比增长 13.00%/17.65%。22Q1 公司收入略超市场预期, 主要系冻品先生及新宏业并表贡献收入。主业方面, 22Q1 收入短期承压, 主要系: (1) 21Q1 经销商积极备货, 报表基数高; (2) 1-2 月份餐饮恢复不达预期, 终端需求较疲软。现金流层面, 21 年/22Q1 公司销售商品、提供劳务收到现金 103.78/33.55 亿元, 22Q1 合同负债 6.43 亿元, 经销商回款积极。
- **成本可控费用缩减, 22Q1 主业净利率超预期。**22Q1 毛利率/净利率同比减少 2.29/0.26pct 至 24.20%/8.96%, 主要系新并表冻品先生及新宏业毛利率较低。若剔除并表和理财收益贡献, 我们预计 22Q1 主业净利率约 8%, 略超市场预期, 主要系: (1) 提价覆盖成本压力; (2) 广告宣传、促销人员等费用投放缩减。我们认为提价红利释放、成本相对可控、费用有望收窄, 全年利润弹性有望释放。
- **预计未来 3 年主业收入有望维持 18%+复合增长。**(1) 餐饮供应链长期发展趋势不改, 速冻行业尚处成长期, 预期行业营收 10%+增长, 公司通过抢份额有望超行业平均增速水平; (2) 公司已建立较强品牌和渠道优势, 每年新品有望贡献 5%+收入增长, 并加速布局预制菜行业。未来随餐饮需求修复、规模化效应提升, 公司净利率有望继续走高。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 22-24 年公司营业收入分别为 113.05/134.34/159.40 亿元, 同比增长 21.93%/18.83%/18.66%; 归母净利润 10.25/12.16/14.80 亿元, 同比增长 50.26%/18.66%/21.64%; 对应 PE 估值 36/31/25 倍。参考行业可比公司, 我们给予公司 22 年 45 倍 PE 估值, 合理价值 157.29 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情持续反复; 渠道去库存不及预期; 原材料成本上升。

盈利预测:

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,965 | 9,272 | 11,305 | 13,434 | 15,940 |
| 增长率(%) | 32.25 | 33.12 | 21.93 | 18.83 | 18.66 |
| EBITDA(百万元) | 911 | 987 | 1,250 | 1,474 | 1,828 |
| 归母净利润(百万元) | 604 | 682 | 1,025 | 1,216 | 1,480 |
| 增长率(%) | 61.73 | 13.00 | 50.26 | 18.66 | 21.64 |
| EPS(元/股) | 2.55 | 2.79 | 3.50 | 4.15 | 5.04 |
| 市盈率(P/E) | 75.60 | 61.18 | 36.47 | 30.74 | 25.27 |
| ROE(%) | 16.39 | 13.45 | 17.12 | 17.79 | 18.79 |
| EV/EBITDA | 50.25 | 41.56 | 28.75 | 23.91 | 18.79 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 127.47 元 |
| 合理价值 | 157.29 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2022-04-27 |

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001



021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn

分析师:

方一苇



SAC 执证号: S0260522030001



fangyiwei@gf.com.cn

请注意, 刘景瑜, 方一苇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

| | |
|---|------------|
| 安井食品 (603345.SH): 短期业绩承压, 看好公司长期稳健发展 | 2021-08-06 |
| 安井食品 (603345.SH): 前瞻布局上游鱼糜产业, 加码小龙虾菜肴制品 | 2021-06-21 |
| 安井食品 (603345.SH): 定增完善产能布局, 看好公司长期可持续发展 | 2021-05-25 |

请务必阅读末页的免责声明

公司发布21年年报及22年一季报, 21年公司收入92.72亿元, 同比增长33.12%; 22Q1收入23.39亿元, 同比增长24.16%。公司21年归母净利润6.82亿元, 同比增长13.00%; 22Q1归母净利润2.04亿元, 同比增长17.65%。22Q1公司收入及主业净利率略超预期, 点评如下:

一、餐饮恢复不达预期, 22Q1 主业收入短期承压

据公司财报披露, 21年公司收入92.72亿元, 同比增长33.12%; 22Q1收入23.39亿元, 同比增长24.16%。22Q1公司收入略超市场预期, 主要系冻品先生及新宏业并表贡献收入所致(菜肴制品增量、冻品先生菜肴及新宏业小龙虾制品等增量带动22Q1菜肴制品同比高增129.88%至5.16亿元)。拆分主业来看, 预计22Q1主业收入约20亿元, 同比增长8.50%。主业营收短期承压, 我们认为主要源于以下两方面:

(1) 21Q1经销商积极备货, 报表基数高; (2) 1-2月份餐饮恢复不达预期, 终端需求较疲软。但3月份疫情暴发后C端速冻面点囤货(22Q1米面制品收入同比提升16.59%至5.11亿元), 整体利略大于弊。现金流层面, 21年/22Q1公司销售商品及提供劳务收到的现金分别为103.78/33.55亿元, 分别同比增长27.29%/30.57%, 回款良好。21年/22Q1经营性净现金流分别为5.38/4.61亿元。

二、成本可控费用缩减, 22Q1 主业净利率超预期

21年公司归母净利润6.82亿元, 同比增长13.00%; 22Q1归母净利润2.04亿元, 同比增长17.65%, 22Q1业绩超市场预期。22Q1毛利率24.20%, 同比减少2.29pct, 主要系新并表冻品先生及新宏业毛利率较低所致。同时22Q1公司净利率8.96%, 同比减少0.26pct, 降幅窄于毛利率, 主要系公司广告宣传及促销人员费用投放力度缩减, 销售费用率同比减少0.68pct至10.31%。

若剔除并表和理财收益贡献, 我们预计22Q1主业净利率约8%, 略超市场预期。我们认为主要系: (1) 成本可控, 面粉油脂上涨, 但鱼糜猪肉等成本下降, 提价覆盖成本压力; (2) 广告宣传、促销人员等费用投放缩减。据我们测算, 22Q1冻品先生净利率明显提升至9%左右, 主要源于一季度C端高净利率产品增速较快; 新宏业净利率10%+, 主要源于Q1龙虾季节净利率较高(季度正常波动)。我们认为在提价红利释放、成本相对可控、费用有望收窄的背景下, 全年利润弹性有望释放。

三、预计未来 3 年主业收入有望维持 18%+复合增长

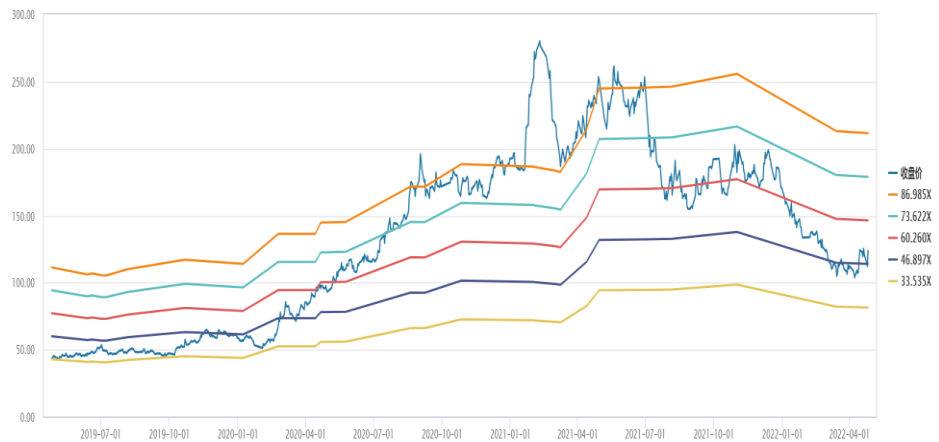
展望未来: 我们预计未来3年公司主业收入有望维持18%+复合增长: (1) 餐饮供应链长期发展趋势不改, 速冻行业尚处成长期, 预期行业营收10%+增长, 公司老品通过抢份额增速有望超行业平均增速水平; (2) 公司已经建立较强的品牌和渠道优势, 每年新品有望贡献5%+收入增长。伴随餐饮需求逐步修复、公司规模效应提升, 我们预计公司净利率有望进一步提升。且公司目前正在积极把握预制菜风口,

我们认为公司有望凭借供应链效率优势成为预制菜行业领军企业。展望22年，考虑疫情影响后估计22Q2-Q4主业收入增速接近15%；预计公司22年以维持利润率为主，主业利润增速有望明显赶超收入增速。

四、盈利预测

我们预计22-24年公司营业收入分别为113.05/134.34/159.40亿元，同比增长21.93%/18.83%/18.66%；归母净利润10.25/12.16/14.80亿元，同比增长50.26%/18.66%/21.64%；对应PE估值36/31/25倍。参考行业可比公司，我们给予公司22年45倍PE估值，合理价值157.29元/股，维持“买入”评级。

图 1：上市以来安井食品PE（TTM）平均估值约51倍（收盘价单位：元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 1：可比公司估值对比（截止2022年4月26日收盘价）

| 证券简称 | 证券代码 | 收盘价 (元) | EPS (元/股) | | | PE | | |
|------|-----------|------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 三全食品 | 002216.SZ | 20.76 | 0.85 | 0.95 | 1.08 | 24 | 22 | 19 |
| 海欣食品 | 002702.SZ | 5.29 | 0.17 | 0.27 | - | 31 | 20 | - |
| 海天味业 | 603288.SH | 92.17 | 1.80 | 2.13 | 2.45 | 51 | 43 | 38 |
| 涪陵榨菜 | 002507.SZ | 36.64 | 1.12 | 1.32 | 1.54 | 33 | 28 | 24 |
| 平均值 | / | / | - | - | - | 35 | 28 | 27 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：盈利预测为 Wind 一致预测

五、风险提示

疫情持续反复。若22年疫情反复，消费经济能力受限，将较大影响收入、业绩增长。

渠道去库存不及预期。若渠道去库存不及预期，将影响收入、业绩增长。

原材料成本上升。若等原材料成本上升，将影响收入、业绩增长。

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 4,159 | 4,361 | 6,006 | 7,155 | 8,893 | 经营活动现金流 | 665 | 538 | 1,146 | 1,289 | 1,597 |
| 货币资金 | 832 | 1,145 | 2,000 | 2,500 | 3,500 | 净利润 | 604 | 687 | 1,025 | 1,216 | 1,480 |
| 应收及预付 | 433 | 635 | 695 | 859 | 1,016 | 折旧摊销 | 181 | 251 | 102 | 91 | 122 |
| 存货 | 1,691 | 2,414 | 3,153 | 3,637 | 4,214 | 营运资金变动 | 1 | -407 | 38 | 34 | 53 |
| 其他流动资产 | 1,202 | 167 | 158 | 160 | 163 | 其它 | -120 | 8 | -20 | -52 | -57 |
| 非流动资产 | 2,938 | 4,411 | 4,640 | 4,839 | 5,023 | 投资活动现金流 | -1,220 | -216 | -295 | -222 | -235 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资本支出 | -692 | -908 | -334 | -269 | -290 |
| 固定资产 | 2,035 | 2,899 | 3,072 | 3,272 | 3,476 | 投资变动 | -552 | 662 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 379 | 316 | 330 | 298 | 277 | 其他 | 24 | 30 | 40 | 47 | 56 |
| 无形资产 | 202 | 500 | 543 | 573 | 574 | 筹资活动现金流 | 644 | -76 | 4 | -568 | -363 |
| 其他长期资产 | 321 | 696 | 696 | 696 | 696 | 银行借款 | 605 | 579 | 130 | -187 | 96 |
| 资产总计 | 7,096 | 8,771 | 10,646 | 11,994 | 13,916 | 股权融资 | 20 | 0 | 49 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 2,509 | 3,150 | 4,112 | 4,608 | 5,494 | 其他 | 19 | -655 | -176 | -381 | -458 |
| 短期借款 | 208 | 256 | 387 | 200 | 296 | 现金净增加额 | 89 | 244 | 855 | 500 | 1,000 |
| 应付及预收 | 1,284 | 1,652 | 2,175 | 2,513 | 2,959 | 期初现金余额 | 691 | 780 | 1,145 | 2,000 | 2,500 |
| 其他流动负债 | 1,018 | 1,243 | 1,550 | 1,896 | 2,239 | 期末现金余额 | 780 | 1,025 | 2,000 | 2,500 | 3,500 |
| 非流动负债 | 903 | 477 | 477 | 477 | 477 | | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 141 | 141 | 141 | 141 | | | | | | |
| 应付债券 | 735 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 其他非流动负债 | 168 | 336 | 336 | 336 | 336 | | | | | | |
| 负债合计 | 3,413 | 3,628 | 4,589 | 5,085 | 5,971 | | | | | | |
| 股本 | 237 | 244 | 293 | 293 | 293 | | | | | | |
| 资本公积 | 1,456 | 2,420 | 2,567 | 2,567 | 2,567 | | | | | | |
| 留存收益 | 2,014 | 2,515 | 3,232 | 4,084 | 5,120 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3,684 | 5,073 | 5,987 | 6,838 | 7,874 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 70 | 70 | 70 | 70 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 7,096 | 8,771 | 10,646 | 11,994 | 13,916 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 6,965 | 9,272 | 11,305 | 13,434 | 15,940 |
| 营业成本 | 5,176 | 7,221 | 8,720 | 10,370 | 12,208 |
| 营业税金及附加 | 45 | 59 | 73 | 87 | 104 |
| 销售费用 | 644 | 849 | 904 | 1,115 | 1,355 |
| 管理费用 | 296 | 320 | 339 | 336 | 399 |
| 研发费用 | 74 | 88 | 120 | 142 | 169 |
| 财务费用 | 4 | 1 | 1 | -7 | -16 |
| 资产减值损失 | 0 | -11 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 18 | 99 | 40 | 47 | 56 |
| 营业利润 | 775 | 860 | 1,319 | 1,541 | 1,884 |
| 营业外收支 | 7 | 19 | 0 | 25 | 20 |
| 利润总额 | 781 | 879 | 1,319 | 1,566 | 1,904 |
| 所得税 | 178 | 193 | 294 | 349 | 425 |
| 净利润 | 604 | 687 | 1,025 | 1,216 | 1,480 |
| 少数股东损益 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 604 | 682 | 1,025 | 1,216 | 1,480 |
| EBITDA | 911 | 987 | 1,250 | 1,474 | 1,828 |
| EPS (元) | 2.55 | 2.79 | 3.50 | 4.15 | 5.04 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 32.2% | 33.1% | 21.9% | 18.8% | 18.7% |
| 营业利润增长 | 65.5% | 11.0% | 53.4% | 16.8% | 22.3% |
| 归母净利润增长 | 61.7% | 13.0% | 50.3% | 18.7% | 21.6% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 25.7% | 22.1% | 22.9% | 22.8% | 23.4% |
| 净利率 | 8.7% | 7.4% | 9.1% | 9.1% | 9.3% |
| ROE | 16.4% | 13.4% | 17.1% | 17.8% | 18.8% |
| ROIC | 12.2% | 10.3% | 13.5% | 14.8% | 15.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 48.1% | 41.4% | 43.1% | 42.4% | 42.9% |
| 净负债比率 | 92.6% | 70.5% | 75.8% | 73.6% | 75.2% |
| 流动比率 | 1.66 | 1.38 | 1.46 | 1.55 | 1.62 |
| 速动比率 | 0.95 | 0.59 | 0.67 | 0.73 | 0.82 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.98 | 1.06 | 1.06 | 1.12 | 1.15 |
| 应收账款周转率 | 19.92 | 17.14 | 19.51 | 18.71 | 18.68 |
| 存货周转率 | 4.12 | 3.84 | 3.58 | 3.69 | 3.78 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.55 | 2.79 | 3.50 | 4.15 | 5.04 |
| 每股经营现金流 | 2.81 | 2.20 | 3.91 | 4.40 | 5.45 |
| 每股净资产 | 15.56 | 20.76 | 20.41 | 23.31 | 26.85 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 75.60 | 61.18 | 36.47 | 30.74 | 25.27 |
| P/B | 12.39 | 8.23 | 6.25 | 5.47 | 4.75 |
| EV/EBITDA | 50.25 | 41.56 | 28.75 | 23.91 | 18.79 |

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼 | 香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。