安井食品（603345）

2021Q3 收入稳健，短期盈利承压

买入（维持）

2021 年 11 月 1 日

证券分析师 于芝欢
执业证号：S0600521050002
yuzhihuan@dwzq.com.cn

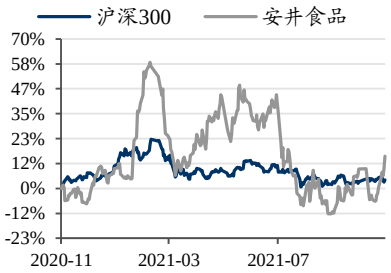
盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6,965	9,403	11,772	14,680
同比（%）	32.2%	35.0%	25.2%	24.7%
归母净利润（百万元）	604	799	1,007	1,327
同比（%）	61.7%	32.3%	26.1%	31.7%
每股收益（元/股）	2.47	3.27	4.12	5.43
P/E（倍）	82.03	61.99	49.17	37.33

事件：公司发布 2021 年三季度报，2021Q1-Q3 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 3.82 亿元，同比+12.25%。其中 2021Q3 实现营收 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 0.77 亿元，同比-28.36%。

投资要点

- **2021Q3 收入稳增，菜肴制品表现亮眼。**剔除并表影响，2021Q3 安井收入同比+23%，实现稳健增长；其中新宏业和英国 ORIENTAL 食品 2021Q3 并表分别贡献收入 1.7 亿元/0.09 亿元。2021Q3 面米/肉品/鱼糜/菜肴实现收入 4.8/4.5/8.2/4.3 亿元，同比+24.9%/+11.4%/+23.0%/+147.2%，其中锁鲜装 2021Q3 收入约 1.4 亿元，同比+25%，玲珑装 2021Q3 陆续投入市场，表现良好。肉制品受猪肉价格下行影响增速放缓，菜肴制品在蛋饺、冻品先生、新宏业小龙虾贡献增量下实现快增。2021Q3 经销/商超/特通/电商营收分别同比+30.2%/+23.9%/+92.9%/+258.4%，扣除并表影响后经销商渠道收入同比+23%，商超个位数增长，环比恢复。2021Q3 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南分别同增 46.1%/49.1%/25.0%/23.5%/63.3%/89.2%/16.6%，区域间增速差异我们预计与促销政策、基数有关。
- **成本高位、促销折扣、双限等致毛利率短期承压。**2021Q3 毛利率同比-8.1pct 至 18.3%，还原运费口径看约同比-4pct，源于成本上涨、促销折扣、双限影响规模效应；2021Q3 销售费用率同比-3.1pct 至 9.0%，费用投放有所缩减；管理费用率 3.7%，同比-0.5pct，综合看，2021Q3 扣非净利率同比 -3.1pct 至 3.5%。
- **Q4 收入端我们预计延续稳增，期待提价消化成本压力。**2021Q4 进入旺季，收入端有望延续稳健增长，高位成本叠加双限对毛利率仍有一定影响，但公司预计将通过缩窄促销、提价等措施对冲成本压力。中长期看，公司积极布局第二增长曲线，渠道端 BC 兼顾，全渠发力，同时积极布局产业链上下游，加速产能建设，当前成本、双限等外部因素实为短期影响因素，成本压力出清中小企业后，公司份额及竞争力将进一步提升。
- **盈利预测与投资评级：Q4 旺季收入端有望稳健增长，我们预计提价将对冲部分成本压力，中长期看，公司具备强竞争力，积极布局产业链上游，加速产能建设，领先优势进一步巩固，维持“买入”评级。**我们略调整 2021-2023 年 EPS 预测为 3.27/4.12/5.43 元（原预测值为 3.30/4.29/5.60 元），当前股价对应 PE 分别为 62/49/37 倍，给予 2022 年 55 倍 PE，目标价 226 元。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格上行等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	202.64
一年最低/最高价	147.36/283.14
市净率(倍)	10.51
流通 A 股市值(百万元)	48732.76

基础数据

每股净资产(元)	19.94
资产负债率(%)	40.13
总股本(百万股)	244.42
流通 A 股(百万股)	240.49

相关研究

1、《安井食品（603345）：2021 年半年报点评：Q2 收入维持快增，看好长期发展》2021-08-06
2、《安井食品（603345）跟踪报告：收购布局上游，加码预制菜肴》2021-07-05
3、《安井食品（603345）跟踪报告：产品/渠道/产能齐发力，布局长远增长(勘误版)》2021-06-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

安井食品三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4,159	5,660	6,219	8,538
现金	832	1,324	1,616	2,674
应收账款	350	241	561	399
存货	1,691	3,186	2,990	4,392
其他流动资产	1,286	908	1,052	1,072
非流动资产	2,938	3,788	4,495	5,065
长期股权投资	0	110	160	180
固定资产	2,035	2,720	3,325	3,822
在建工程	379	421	458	488
无形资产	202	221	240	265
其他非流动资产	321	317	312	310
资产总计	7,096	9,448	10,715	13,602
流动负债	2,509	4,613	4,979	7,256
短期借款	208	208	208	608
应付账款	1,284	2,277	2,470	3,544
其他流动负债	1,018	2,128	2,301	3,104
非流动负债	903	971	1,044	1,116
长期借款	735	803	875	948
其他非流动负债	168	168	168	168
负债合计	3,413	5,584	6,022	8,372
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,684	3,864	4,692	5,230
负债和股东权益	7,096	9,448	10,715	13,602

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	665	1,398	1,246	2,241
投资活动现金流	-1,220	-802	-686	-804
筹资活动现金流	644	-103	-269	-380
现金净增加额	89	492	292	1,058
折旧和摊销	181	193	257	312
资本开支	696	741	657	549
营运资本变动	-115	522	41	632

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,965	9,403	11,772	14,680
减:营业成本	5,176	7,240	8,947	10,937
营业税金及附加	45	65	78	100
营业费用	644	827	1,060	1,352
管理费用	296	339	412	514
研发费用	74	75	94	117
财务费用	4	4	4	4
资产减值损失	0	0	0	0
加:投资净收益	18	120	63	33
其他收益	33	45	45	20
资产处置收益	-3	-2	-3	-2
营业利润	775	1,017	1,285	1,711
加:营业外净收支	7	17	17	7
利润总额	781	1,034	1,302	1,717
减:所得税费用	178	235	295	390
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	604	799	1,007	1,327
EBIT	818	1,040	1,298	1,708
EBITDA	998	1,232	1,555	2,020

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	2.47	3.27	4.12	5.43
每股净资产(元)	14.40	16.13	18.56	21.01
发行在外股份(百万股)	237	244	244	244
ROIC(%)	24.2%	27.9%	32.3%	42.8%
ROE(%)	16.4%	19.5%	21.4%	25.0%
毛利率(%)	25.7%	23.0%	24.0%	25.5%
销售净利率(%)	8.7%	8.5%	8.6%	9.0%
资产负债率(%)	48.1%	59.1%	56.2%	61.6%
收入增长率(%)	32.2%	35.0%	25.2%	24.7%
净利润增长率(%)	61.7%	32.3%	26.1%	31.7%
P/E	82.03	61.99	49.17	37.33
P/B	14.07	12.56	10.92	9.64
EV/EBITDA	48.68	39.39	31.02	23.58

数据来源：wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn