

安井食品 (603345.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营韧性与弹性兼具，控费释放利润

事件

4月24日公司发布22年年报和23年一季报。22年公司实现营业收入121.83亿元，同比+31.39%；归母净利润11.01亿元，同比+61.37%。23Q1公司实现营业收入31.91亿元，同比+36.43%；归母净利润3.62亿元，同比+76.94%。22年归母利润位于预告中枢上沿，23Q1利润超预期。

点评内容

22年锁鲜装和虾滑放量，23Q1主业回暖，预制菜持续高增。分品类看，22年面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别同比+17.6%/+11.3%/+13.4%/+111.6%，在餐饮疲软背景下，传统主业速冻火锅料表现偏弱，而面米制品因2C逻辑具备韧性，预制菜增长亮眼。22年锁鲜装实现收入11亿，同比增长40%，虾滑系列同比近翻倍。23Q1面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别同比19.6%/28.3%/29.2%/64.7%，传统主业速冻火锅料受益餐饮复苏，弹性显著，面米制品保持良性增长，预制菜存在新柳伍并表拉动。**降本增效控费见效，盈利能力显著改善。**22年毛利率22.0%，同比-0.2pct，结构改善对冲成本压力，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.0/-0.6/-0.2/-0.6pct，公司主动控费见效，带动全年净利率达9.2%，同比+1.8pct。23Q1毛利率24.7%，同比+0.5pct，系成本可控下结构优化（23Q1锁鲜装增长50%+），以销售费用率的节省为核心（同比-2.9pct，主因销售景气度高出现较大面积缺货而收紧促销+尚未投入广告费+22年缩减促销人员等因素共振），释放净利率达到单季11.6%，同比+2.7pct，环比+1.2pct。**年内主业回暖+结构优化延续，预制菜后劲足。**23Q1公司传统火锅料主业表现亮眼，夯实龙头地位。米面良性增长，预制菜持续发力高增，年内安井小厨+冻品先生目标近翻倍；同时预计虾滑和锁鲜装年内仍保持高速增长，新增团餐客户有望带来收入增量。23年重点打造爆品集群，冻品先生烤鱼+火锅料火山石烤肠+速冻面点蒸煎饺+安井小厨小酥肉。22年显经营韧性，23年显经营弹性，看好公司BC兼顾、多点布局后的优秀成长性。

盈利预测、估值与评级

战略清晰，多元增长。根据Q1控费带来利润超预期，上调预测，23/24年利润分别上调7.7%/9.1%。预计公司23-25年营业收入同比+27%/+22%/+18%，归母净利润分别14.9/18.5/22.2亿元，同比+35%/+24%/+20%，对应PE分别为30/24/20x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全问题；新品表现不及预期；原材料价格上涨。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

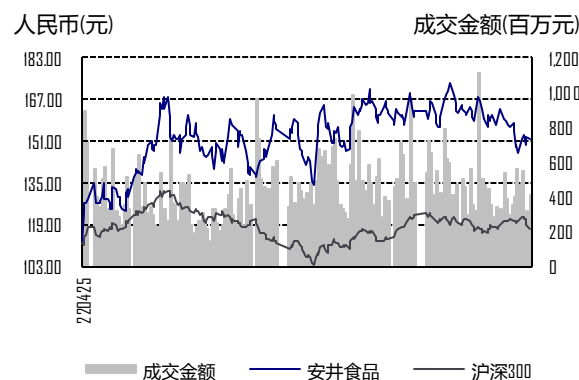
联系人：林晨星

linchenxing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：151.44元

相关报告：

- 《安井食品23年1-2月经营数据公告点评》，2023.3.13
- 《安井食品22年业绩预告点评》，2023.1.31
- 《业务多点开花，盈利能力改善-安井食品22Q3业绩点评》，2022.10.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,272	12,183	15,471	18,872	22,283
营业收入增长率	33.12%	31.39%	26.99%	21.98%	18.08%
归母净利润(百万元)	682	1,101	1,485	1,846	2,219
归母净利润增长率	13.00%	61.37%	34.92%	24.28%	20.18%
摊薄每股收益(元)	2.791	3.754	5.065	6.295	7.565
每股经营性现金流净额	2.20	4.80	5.97	6.83	9.46
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.45%	9.43%	11.77%	13.45%	14.74%
P/E	61.18	43.12	29.90	24.06	20.02
P/B	8.23	4.07	3.52	3.24	2.95

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,965	9,272	12,183	15,471	18,872	22,283	货币资金	832	1,145	5,504	5,117	5,209	5,935
增长率		33.1%	31.4%	27.0%	22.0%	18.1%	应收款项	359	564	763	657	801	946
主营业务成本	-5,176	-7,221	-9,508	-11,996	-14,492	-16,969	存货	1,691	2,414	3,137	3,615	4,367	4,882
%销售收入	74.3%	77.9%	78.0%	77.5%	76.8%	76.2%	其他流动资产	1,276	238	888	948	971	1,003
毛利	1,789	2,051	2,675	3,475	4,380	5,314	流动资产	4,159	4,361	10,292	10,338	11,348	12,766
%销售收入	25.7%	22.1%	22.0%	22.5%	23.2%	23.8%	%总资产	58.6%	49.7%	63.6%	61.6%	61.4%	62.1%
营业税金及附加	-45	-59	-90	-97	-119	-140	长期投资	112	0	9	9	9	9
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,414	3,215	4,104	4,852	5,525	6,123
销售费用	-644	-849	-873	-1,129	-1,397	-1,671	%总资产	34.0%	36.6%	25.3%	28.9%	29.9%	29.8%
%销售收入	9.2%	9.2%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%	无形资产	218	991	1,548	1,578	1,609	1,641
管理费用	-296	-320	-342	-433	-547	-668	非流动资产	2,938	4,411	5,901	6,445	7,149	7,778
%销售收入	4.3%	3.4%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%	%总资产	41.4%	50.3%	36.4%	38.4%	38.6%	37.9%
研发费用	-74	-88	-93	-124	-170	-223	资产总计	7,096	8,771	16,194	16,783	18,497	20,544
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	短期借款	209	275	494	160	102	1
息税前利润 (EBIT)	730	736	1,277	1,691	2,148	2,611	应付款项	1,542	2,115	2,201	2,945	3,481	4,080
%销售收入	10.5%	7.9%	10.5%	10.9%	11.4%	11.7%	其他流动负债	758	761	1,168	901	1,074	1,273
财务费用	-4	-1	75	149	156	173	流动负债	2,509	3,150	3,863	4,006	4,657	5,354
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.6%	-1.0%	-0.8%	-0.8%	长期贷款	0	141	2	-78	-139	-139
资产减值损失	-2	-15	-58	0	0	0	其他长期负债	903	336	430	1	1	1
公允价值变动收益	3	0	2	5	5	5	负债	3,413	3,628	4,295	3,929	4,519	5,216
投资收益	18	99	8	30	30	30	普通股股东权益	3,684	5,073	11,679	12,618	13,725	15,057
%税前利润	2.2%	11.2%	0.5%	1.6%	1.3%	1.0%	其中：股本	237	244	293	293	293	293
营业利润	775	860	1,340	1,875	2,339	2,819	未分配利润	1,906	2,376	3,263	4,154	5,262	6,593
营业利润率	11.1%	9.3%	11.0%	12.1%	12.4%	12.7%	少数股东权益	0	70	220	235	252	271
营业外收支	7	19	87	50	50	50	负债股东权益合计	7,096	8,771	16,194	16,783	18,497	20,544
税前利润	781	879	1,427	1,925	2,389	2,869	比率分析						
利润率	11.2%	9.5%	11.7%	12.4%	12.7%	12.9%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-178	-193	-309	-423	-526	-631	每股指标						
所得税率	22.7%	21.9%	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	2.551	2.791	3.754	5.065	6.295	7.565
净利润	604	687	1,118	1,501	1,863	2,238	每股净资产	15.565	20.757	39.821	43.020	46.797	51.336
少数股东损益	0	5	16	16	17	19	每股经营现金净流	2.809	2.202	4.798	5.972	6.834	9.460
归属于母公司的净利润	604	682	1,101	1,485	1,846	2,219	每股股利	0.376	0.474	0.742	2.026	2.518	3.026
净利率	8.7%	7.4%	9.0%	9.6%	9.8%	10.0%	回报率						
							净资产收益率	16.39%	13.45%	9.43%	11.77%	13.45%	14.74%
							总资产收益率	8.51%	7.78%	6.80%	8.85%	9.98%	10.80%
							投入资本收益率	11.93%	9.97%	7.90%	10.20%	12.02%	13.41%
							增长率						
							主营业务收入增长率	32.25%	33.12%	31.39%	26.99%	21.98%	18.08%
							EBIT增长率	64.16%	0.85%	73.40%	32.46%	26.99%	21.56%
							净利润增长率	61.73%	13.00%	61.37%	34.92%	24.28%	20.18%
							总资产增长率	24.84%	23.60%	84.62%	3.64%	10.22%	11.07%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	13.6	17.5	19.1	15.0	15.0	15.0
							存货周转天数	120.7	103.8	106.5	110.0	110.0	105.0
							应付账款周转天数	74.0	62.7	54.6	62.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	106.6	114.1	100.2	89.4	80.5	73.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-27.34%	-15.25%	-47.74%	-44.40%	-42.34%	-44.00%
							EBIT利息保障倍数	179.4	1,082.9	-16.9	-11.4	-13.8	-15.1
							资产负债率	48.09%	41.36%	26.52%	23.41%	24.43%	25.39%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-02-19	买入	129.54	175.95~175.95
2	2022-04-26	买入	112.49	N/A
3	2022-08-23	买入	152.30	N/A
4	2022-10-16	买入	159.60	N/A
5	2022-10-29	买入	136.02	N/A
6	2023-01-31	买入	162.50	N/A
7	2023-03-13	买入	158.90	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402