



买入（维持）

所属行业：食品加工
当前价格(元)：166.58

证券分析师

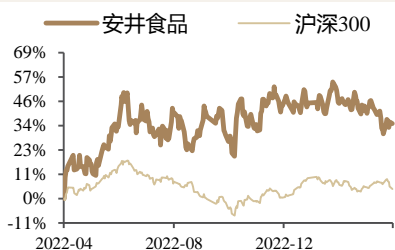
熊鹏

资格编号：S0120522120002
邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

韦香怡

资格编号：S0120522080002
邮箱：weixy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.77	-6.59	-6.68
相对涨幅(%)	-4.67	-4.66	-1.92

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《安井食品(603345.SH)：22Q4业绩超预期，23年成长前景可期》，2023.1.31
- 《安井食品(603345)三季报点评：Q3主业增长亮眼，龙头地位稳固》，2022.10.18
- 《安井食品(603345)中报点评：业绩增长超预期，预制菜表现亮眼》，2022.8.23
- 《安井食品21年报及22年一季报点评：主业稳健增长，预制菜业务高歌猛进》，2022.4.27

安井食品(603345.SH)： 23Q1业绩高增，成长动能强劲

投资要点

- 事件：**安井食品发布2022年年度报告，2022年实现营业收入121.83亿元，同比+31.39%；实现归母净利润11.01亿元，同比+61.37%；实现扣非归母净利润9.98亿元，同比+78.22%。其中，22Q4单季度实现收入40.27亿元，同比+26.80%；实现归母净利润4.12亿元，同比+118.35%；扣非归母净利润3.93亿元，同比+120.68%。23Q1公司实现营业总收入31.91亿元，同比+36.4%；归母净利润3.62亿元，同比+76.9%；扣非归母净利润3.45亿元，同比+94.3%。
- 营收能力稳健提升，成本下降与并表贡献大。**分产品看，2022年公司面米/肉制品/鱼糜/菜肴/农副产品/休闲食品分别收入24.1/23.8/39.5/30.2/3.8/0.1亿元，同比+17.56%/11.28%/13.44%/111.61%/156.13%/243.84%，其中鱼糜制品受原材料采购成本下降影响，毛利率上升；菜肴制品受新宏业与新柳伍并表、安井小厨事业部成立影响，营收高速增长；23Q1面米/肉制品/鱼糜/菜肴收入6.1/6.1/9.7/8.5亿元，同比+19.6%/28.3%/29.2%/64.7%，主要受行业传统旺季与春节等因素利好。分渠道看，2022年内特通直营/新零售/电商渠道营业收入同比+116.79%/146.69%/98.33%；公司坚持BC端兼顾、渠道下沉，22年新增336家经销商，新增经销商收入达到5.3亿元。
- 锁鲜装高增，带动净利率大幅提升。**2022年公司实现归母净利润11.01亿元，同比+61.37%，毛利率同比-0.2pct至22.0%。其中，锁鲜装与虾滑类大单品延续高速增长，鱼糜原料成本下降，毛利率有所提升；22Q4小龙虾成本上升，导致该品类毛利率下降。22年销售费用率同比-2.0pct至7.2%(22Q4同比-2.2pct)，系有效缩减广告/促销人员等费用投入，22年管理费用率同比-0.6pct至2.8%(22Q4同比-1.4pct)，管理效能提升，叠加利息收入增加，22年归母净利率同比+1.7pct至9.0%(22Q4同比+4.3pct至10.2%)。23Q1毛利率同比+0.5pct至24.7%，系主业产品结构进一步优化(聚焦高利润单品)，销售/管理费用率同比-2.9/-0.2pct，降本增效延续，助力23Q1归母净利率同比+2.6pct至11.3%。
- 外部环境稳定向好，主营业务动能充足。**受益于消费复苏与国家政策利好，速冻食品行业有望延续稳健增长态势。产品方面，公司锁鲜装与虾滑已具备超级大单品潜力，酸菜鱼、藕盒等亿级大单品出现，产品矩阵与品牌体系多元化将赋能公司增长；产能方面，公司坚持“销地产”布局，南北工厂协同布局，成立安井小厨、收购新宏业，打造预制菜工厂，产能进一步释放、增加；收购新柳伍强化上游原料控制权，并提高了鱼糜类与水产预制菜产能储备。渠道方面，公司未来将继续坚持BC端兼顾策略，拓展预制菜团餐客户。
- 我们看好公司稳步发展，维持“买入”评级。**根据公司业绩预告内容，结合外部环境转好后公司业务有望进一步恢复与发展，我们小幅上调盈利预测。我们预计公司2023-2025年实现营收155.71/192.49/226.20亿元，同增27.8%/23.6%/17.5%；归母净利润14.32/18.15/21.98亿元，同增30.0%/26.8%/21.1%；对应PE34.1/26.9/22.2X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**原材料成本大幅上涨；食品安全风险；新品推广不及预期等。

股票数据

总股本(百万股):	293.29
流通 A 股(百万股):	293.29
52 周内股价区间(元):	112.02-173.35
总市值(百万元):	44,416.48
总资产(百万元):	16,418.32
每股净资产(元):	41.22

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,272	12,183	15,571	19,249	22,620
(+/-)YOY(%)	33.1%	31.4%	27.8%	23.6%	17.5%
净利润(百万元)	682	1,101	1,432	1,815	2,198
(+/-)YOY(%)	13.0%	61.4%	30.0%	26.8%	21.1%
全面摊薄 EPS(元)	2.84	3.89	4.88	6.19	7.49
毛利率(%)	22.1%	22.0%	23.0%	23.4%	23.6%
净资产收益率(%)	13.4%	9.4%	11.1%	12.6%	13.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	3.89	4.88	6.19	7.49
每股净资产	39.82	44.00	48.95	54.95
每股经营现金流	4.80	6.81	5.15	6.91
每股股利	0.74	0.70	1.24	1.50
价值评估(倍)				
P/E	41.61	34.13	26.92	22.23
P/B	4.07	3.79	3.40	3.03
P/S	3.65	3.14	2.54	2.16
EV/EBITDA	118.78	22.29	17.07	13.66
股息率%	0.5%	0.4%	0.7%	0.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	22.0%	23.0%	23.4%	23.6%
净利润率	9.0%	9.2%	9.4%	9.7%
净资产收益率	9.4%	11.1%	12.6%	13.6%
资产回报率	6.8%	8.1%	9.1%	9.8%
投资回报率	0.0%	10.9%	12.5%	13.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	31.4%	27.8%	23.6%	17.5%
EBIT 增长率	—	—	26.7%	21.1%
净利润增长率	61.4%	30.0%	26.8%	21.1%
偿债能力指标				
资产负债率	26.5%	30.0%	30.5%	30.1%
流动比率	2.7	2.3	2.3	2.4
速动比率	1.8	1.5	1.4	1.4
现金比率	1.4	1.2	1.1	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	22.1	21.0	20.0	20.0
存货周转天数	120.4	120.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	3.6	3.7	3.9	4.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,101	1,432	1,815	2,198
少数股东损益	16	22	28	33
非现金支出	415	93	168	244
非经营收益	-24	-115	-38	-46
营运资金变动	-101	566	-462	-403
经营活动现金流	1,407	1,998	1,511	2,027
资产	-1,070	-776	-787	-798
投资	-3,733	-1	0	0
其他	8	-27	31	-1
投资活动现金流	-4,795	-804	-756	-799
债权募资	1	-524	25	-5
股权募资	5,682	0	0	0
其他	-261	-253	-362	-454
融资活动现金流	5,421	-777	-337	-459
现金净流量	2,033	416	419	768

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12,183	15,571	19,249	22,620
营业成本	9,508	11,984	14,748	17,271
毛利率%	22.0%	23.0%	23.4%	23.6%
营业税金及附加	90	125	154	181
营业税金率%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	873	1,168	1,434	1,651
营业费用率%	7.2%	7.5%	7.4%	7.3%
管理费用	342	452	549	633
管理费用率%	2.8%	2.9%	2.9%	2.8%
研发费用	93	125	154	181
研发费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBIT	0	1,833	2,323	2,812
财务费用	-75	3	3	3
财务费用率%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-46	0	0	0
投资收益	8	8	10	11
营业利润	1,340	1,772	2,278	2,784
营业外收支	87	79	69	59
利润总额	1,427	1,851	2,347	2,843
EBITDA	358	1,926	2,491	3,056
所得税	309	398	505	611
有效所得税率%	21.7%	21.5%	21.5%	21.5%
少数股东损益	16	22	28	33
归属母公司所有者净利润	1,101	1,432	1,815	2,198

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,504	5,921	6,339	7,107
应收账款及应收票据	737	896	1,055	1,239
存货	3,137	3,940	4,849	5,678
其它流动资产	914	1,081	1,158	1,220
流动资产合计	10,292	11,837	13,400	15,245
长期股权投资	9	9	9	9
固定资产	3,343	4,185	4,887	5,481
在建工程	761	631	565	533
无形资产	703	45	90	135
非流动资产合计	5,901	5,946	6,629	7,247
资产总计	16,194	17,783	20,029	22,492
短期借款	489	0	0	0
应付票据及应付账款	1,670	2,397	2,505	2,650
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,704	2,666	3,248	3,773
流动负债合计	3,863	5,063	5,753	6,423
长期借款	2	2	2	2
其它长期负债	430	274	350	351
非流动负债合计	432	276	352	353
负债总计	4,295	5,339	6,105	6,776
实收资本	293	293	293	293
普通股股东权益	11,679	12,906	14,358	16,116
少数股东权益	220	242	269	303
负债和所有者权益合计	16,194	18,486	20,732	23,195

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。