

安井食品(603345)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

渠道扫盲，强化终端渗透

2023年08月01日

事件：公司发布2023年半年度报告，23H1公司实现营业收入68.94亿元，同比增长30.7%，实现归母净利润7.35亿元，同比增长62.14%，实现扣非归母净利润6.95亿元，同比增长82.65%。其中，23Q2实现营业收入37.04亿元，同比增长26.14%，实现归母净利润3.74亿元，同比增长50.0%，实现扣非归母净利润3.5亿元，同比增长72.42%。

点评：

- **23Q2 菜肴制品业务高增，营收增长符合预期。**分渠道来看，23Q2 经销商/商超/特通/电商/新零售同比增长 28.8%/-33.5%/103.1%/255.7%/-24.1%。商超渠道收入小幅下滑，我们认为主要由于直营商超等渠道在高基数下人流减少，同时 C 端各细分渠道呈现碎片化特点，渠道分流现象较为显著。分业务看，23Q2 面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现收入 6.63/5.70/9.93/13.50 亿元，同比增长分别为 4.2%/16.8%/13.6%/54.4%。B 端餐饮消费呈现逐渐复苏态势，带动火锅料和菜肴制品保持稳健增长。23Q2 面米制品增长放缓，我们认为主要由于 C 端商超渠道的拖累。23Q2 菜肴制品业务高增长，主要由于并表新柳伍以及冻品先生带来的增量。
- **渠道扫盲，加强对团餐和串烤等渠道的建设。**2023 年公司以团餐作为渠道扫盲的发力点，通过产品量身定制和渠道终端逐步渗透，不断加深在这一细分渠道的持续开发。随着公司在面米制品和预制菜等业务的拓展，公司具备了更多适配团餐渠道的产品。同时，公司顺势而为设立串烤项目部，进一步强化公司在原有强势烧烤渠道上的影响力和产品竞争力。
- **23Q2 公司继续加强费用管控，利润端表现符合预期。**23Q2 公司毛利率为 19.9%，同比下降 0.1 个百分点，毛利率相对平稳。单二季度看，公司销售费用率为 4.9%，同比下降 0.7 个百分点，主要由于公司通过减少促销员、压缩广告投入等措施持续加强费用管控。管理费用率为 2.2%，同比下降 1.8 个百分点，主要由于股份支付分摊费用减少所致。研发费用率为 0.7%，同比下降 0.3 个百分点。23Q2 归母净利率 10.1%，同比提升 1.6 个百分点。
- **盈利预测与投资评级：**公司持续推进渠道扫盲工作，加强团餐渠道建设，并以强大渠道力赋能新宏业、新柳伍，不断提升渠道的竞争力。公司持续推进产品升级，聚焦锁鲜装、丸之尊等产品的推广工作。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 5.04/6.23/7.78 元，对应 PE 分别为 30.58/24.74/19.82 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；产能投放不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	9,272	12,183	15,479	19,017	23,117
增长率 YoY %	33.1%	31.4%	27.1%	22.9%	21.6%
归属母公司净利润 (百万元)	682	1,101	1,479	1,828	2,281
增长率 YoY%	13.0%	61.4%	34.3%	23.6%	24.8%
毛利率%	22.1%	22.0%	22.0%	22.5%	22.9%
净资产收益率 ROE%	13.4%	9.4%	11.6%	12.9%	14.4%
EPS(摊薄)(元)	2.33	3.75	5.04	6.23	7.78
市盈率 P/E(倍)	73.41	43.12	30.58	24.74	19.82
市净率 P/B(倍)	9.87	4.07	3.54	3.19	2.85

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 07 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,361	10,292	11,266	12,253	13,713	
货币资金	1,145	5,504	5,503	5,262	5,324	
应收票据	1	0	0	0	0	
应收账款	541	737	848	1,042	1,267	
预付账款	92	79	121	147	178	
存货	2,414	3,137	3,970	4,969	6,103	
其他	167	835	824	832	841	
非流动资产	4,411	5,901	7,095	8,230	9,304	
长期股权投资	0	9	10	10	10	
固定资产(合计)	2,899	3,343	3,944	4,486	4,968	
无形资产	500	703	897	1,090	1,282	
其他	1,012	1,846	2,244	2,644	3,044	
资产总计	8,771	16,194	18,361	20,483	23,017	
流动负债	3,150	3,863	4,769	5,494	6,274	
短期借款	256	489	200	200	200	
应付票据	241	239	397	485	586	
应付账款	1,411	1,431	1,985	2,222	2,441	
其他	1,243	1,704	2,188	2,587	3,047	
非流动负债	477	432	587	587	587	
长期借款	141	2	157	157	157	
其他	336	430	430	430	430	
负债合计	3,628	4,295	5,356	6,081	6,861	
少数股东权益	70	220	227	246	269	
归属母公司股东权益	5,073	11,679	12,778	14,156	15,888	
负债和股东权益	8,771	16,194	18,361	20,483	23,017	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,272	12,183	15,479	19,017	23,117	
同比(%)	33.1%	31.4%	27.1%	22.9%	21.6%	
归属母公司净利润	682	1,101	1,479	1,828	2,281	
同比(%)	13.0%	61.4%	34.3%	23.6%	24.8%	
毛利率(%)	22.1%	22.0%	22.0%	22.5%	22.9%	
ROE%	13.4%	9.4%	11.6%	12.9%	14.4%	
EPS(摊薄)(元)	2.33	3.75	5.04	6.23	7.78	
P/E	73.41	43.12	30.58	24.74	19.82	
P/B	9.87	4.07	3.54	3.19	2.85	
EV/EBITDA	41.56	25.99	20.44	16.09	12.85	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	9,272	12,183	15,479	19,017	23,117	
营业成本	7,221	9,508	12,074	14,747	17,820	
营业税金及附加	59	90	108	133	162	
销售费用	849	873	1,006	1,236	1,503	
管理费用	320	342	495	590	717	
研发费用	88	93	139	171	208	
财务费用	1	-75	-99	-74	-72	
减值损失合计	-11	-46	0	0	0	
投资净收益	99	8	8	10	12	
其他	37	26	45	55	68	
营业利润	860	1,340	1,808	2,279	2,859	
营业外收支	19	87	73	58	58	
利润总额	879	1,427	1,881	2,337	2,917	
所得税	193	309	395	491	613	
净利润	687	1,118	1,486	1,847	2,304	
少数股东损益	5	16	7	18	23	
归属母公司净利润	682	1,101	1,479	1,828	2,281	
EBITDA	987	1,634	1,961	2,506	3,133	
EPS(当年)(元)	2.33	3.75	5.04	6.23	7.78	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	538	1,407	1,853	1,648	2,050	
净利润	687	1,118	1,486	1,847	2,304	
折旧摊销	251	358	305	365	426	
财务费用	14	-23	9	5	5	
投资损失	-99	-8	-8	-10	-12	
营运资金变动	-407	-101	133	-504	-618	
其它	93	64	-72	-56	-56	
投资活动现金流	-216	-4,795	-1,331	-1,434	-1,432	
资本支出	-908	-1,070	-1,430	-1,446	-1,447	
长期投资	662	-3,733	88	0	0	
其他	30	8	11	12	14	
筹资活动现金流	-76	5,421	-523	-455	-555	
吸收投资	0	5,682	0	0	0	
借款	126	1	-134	0	0	
支付利息或股息	-195	-219	-389	-455	-555	
现金流净增加额	244	2,033	-1	-242	63	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。