



# 安井食品 (603345.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩表现亮眼，看好长期发展潜力

### 业绩简评

公司披露 2023 年半年报，2023H1 实现营业收入 68.94 亿元，同比增长 30.7%；实现归母净利 7.35 亿元，同比增长 62.1%。其中 23Q2 实现营业收入 37.04 亿元，同比增长 26.1%；实现归母净利 3.74 亿元，同比增长 50.2%。

### 经营分析

公司主业韧性十足，第二增长曲线高速增长。公司渠道优势突出，在消费整体弱复苏的背景下，传统业务在营收端实现稳健增长，预制菜第二曲线实现高速增长。23H1 鱼糜制品/肉制品/米面/菜肴分别实现收入 19.6 /11.8 /12.74/22.0 亿元，同比 +21%/+22%/+11%/+58%，单 Q2 分别同比+14%/+17%/+4%/+54%。分业务看，预计 23Q2 公司主业实现收入约 26.5 亿元，同比增长 16.8%；冻品先生实现收入约 1.3 亿元，同比增长 27.5%。分渠道看，23 Q2 经销商/商超/特通直营/新零售/电商渠道分别实现营业收入 29.7/1.3/3.7/1.8/0.6 亿元，同比 +29%/ -33%/+103%/ -24%/+256%，商超与新零售渠道下滑主要系公司战略与去年同期高基数影响，电商渠道持续高增长。

费用率有效控制，利润端显著改善。23H1 毛利率为 22.1%，同比 +0.24pct；23Q2 毛利率为 19.86%，同比 -0.13pct。二季度毛利率下滑主要系菜肴业务占比提升等因素影响。整体来看公司产能利用率维持高位，产品结构持续优化，预计毛利率整体维持稳定。费用端公司 23H1 销售费用率同比-1.67pct 至 6.1%，管理费用率同比-1.09pct 至 2.5%，研发费率同比-0.25pct 至 0.58%。销售费用率的下降主要系公司减少促销费用政策的持续推行；管理费用率的下降主要系报告期内股份支付分摊费用减少。公司 23H1 实现净利率 10.88%，同比增长 2.16pct；23Q2 实现净利率 10.25%，同比增加 1.73pct，费用端的缩窄在动净利率改善。

### 盈利预测、估值与评级

公司上半年业绩稳健增长，随着下半年新品的投放（锁鲜装 4.0、丸之尊 2.0、麦穗肠等）与新渠道的开拓，公司业绩有望维持强劲增长。公司持续推进产品结构升级，同时打造预制菜第二成长曲线，看好公司中长期量价齐升逻辑。预计公司 23-25 年营业收入同比+27%/+24%/+22%，归母净利润分别 15.0/18.9/23.5 亿元（原为 14.9/18.5/22.2），同比+36%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 30/24/19x，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

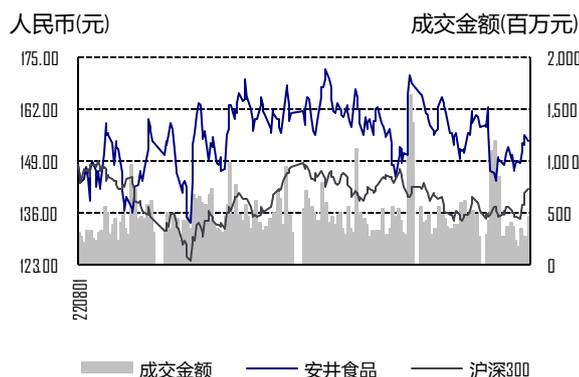
分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：154.20 元

相关报告：

- 1.《安井食品公司点评：23Q2 利润超预期，全年高增可期》，2023.7.16
- 2.《安井食品公司点评：经营韧性与弹性兼具，控费释放利润》，2023.4.25
- 3.《安井食品 23 年 1-2 月经营数据公告点评》，2023.3.13



### 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	15,511	19,182	23,361
营业收入增长率	33.12%	31.39%	27.32%	23.66%	21.78%
归母净利润(百万元)	682	1,101	1,502	1,892	2,350
归母净利润增长率	13.00%	61.37%	36.40%	25.97%	24.23%
摊薄每股收益(元)	2.791	3.754	5.120	6.450	8.013
每股经营性现金流净额	2.20	4.80	6.03	6.96	9.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.45%	9.43%	11.89%	13.75%	15.49%
P/E	61.18	43.12	30.11	23.91	19.24
P/B	8.23	4.07	3.58	3.29	2.98

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,965	9,272	12,183	15,511	19,182	23,361
增长率		33.1%	31.4%	27.3%	23.7%	21.8%
主营业务成本	-5,176	-7,221	-9,508	-12,026	-14,724	-17,792
%销售收入	74.3%	77.9%	78.0%	77.5%	76.8%	76.2%
毛利	1,789	2,051	2,675	3,486	4,458	5,569
%销售收入	25.7%	22.1%	22.0%	22.5%	23.2%	23.8%
营业税金及附加	-45	-59	-90	-98	-121	-147
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-644	-849	-873	-1,117	-1,400	-1,705
%销售收入	9.2%	9.2%	7.2%	7.2%	7.3%	7.3%
管理费用	-296	-320	-342	-434	-556	-701
%销售收入	4.3%	3.4%	2.8%	2.8%	2.9%	3.0%
研发费用	-74	-88	-93	-124	-173	-234
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	730	736	1,277	1,713	2,208	2,782
%销售收入	10.5%	7.9%	10.5%	11.0%	11.5%	11.9%
财务费用	-4	-1	75	148	154	171
%销售收入	0.1%	0.0%	-0.6%	-1.0%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-2	-15	-58	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	2	5	5	5
投资收益	18	99	8	30	30	30
%税前利润	2.2%	11.2%	0.5%	1.5%	1.2%	1.0%
营业利润	775	860	1,340	1,896	2,397	2,987
营业利润率	11.1%	9.3%	11.0%	12.2%	12.5%	12.8%
营业外收支	7	19	87	50	50	50
税前利润	781	879	1,427	1,946	2,447	3,037
利润率	11.2%	9.5%	11.7%	12.5%	12.8%	13.0%
所得税	-178	-193	-309	-428	-538	-668
所得税率	22.7%	21.9%	21.7%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	604	687	1,118	1,518	1,909	2,369
少数股东损益	0	5	16	16	17	19
归属于母公司的净利润	604	682	1,101	1,502	1,892	2,350
净利率	8.7%	7.4%	9.0%	9.7%	9.9%	10.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	604	687	1,118	1,518	1,909	2,369
少数股东损益	0	5	16	16	17	19
非现金支出	183	265	415	374	447	521
非经营收益	-122	-6	-24	-142	-83	-83
营运资金变动	1	-407	-101	19	-231	86
经营活动现金净流	665	538	1,407	1,768	2,042	2,893
资本开支	-692	-908	-1,070	-1,061	-1,101	-1,101
投资	-552	662	-3,733	-3	15	5
其他	24	30	8	30	30	30
投资活动现金净流	-1,220	-216	-4,795	-1,034	-1,056	-1,066
股权募资	20	0	5,682	47	0	0
债权募资	769	126	1	-547	-63	43
其他	-145	-202	-261	-612	-759	-942
筹资活动现金净流	644	-76	5,421	-1,112	-821	-899
现金净流量	89	244	2,033	-378	165	928

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	832	1,145	5,504	5,126	5,290	6,218
应收款项	359	564	763	659	815	992
存货	1,691	2,414	3,137	3,624	4,437	5,118
其他流动资产	1,276	238	888	949	974	1,014
流动资产	4,159	4,361	10,292	10,357	11,516	13,342
%总资产	58.6%	49.7%	63.6%	61.6%	61.7%	63.2%
长期投资	112	0	9	9	9	9
固定资产	2,414	3,215	4,104	4,852	5,525	6,123
%总资产	34.0%	36.6%	25.3%	28.9%	29.6%	29.0%
无形资产	218	991	1,548	1,578	1,609	1,641
非流动资产	2,938	4,411	5,901	6,445	7,149	7,778
%总资产	41.4%	50.3%	36.4%	38.4%	38.3%	36.8%
资产总计	7,096	8,771	16,194	16,802	18,665	21,120
短期借款	209	275	494	79	17	59
应付款项	1,542	2,115	2,201	2,952	3,536	4,276
其他流动负债	758	761	1,168	905	1,094	1,338
流动负债	2,509	3,150	3,863	3,936	4,647	5,673
长期贷款	0	141	2	2	2	2
其他长期负债	903	336	430	1	1	1
负债	3,413	3,628	4,295	3,939	4,650	5,676
普通股股东权益	3,684	5,073	11,679	12,627	13,762	15,173
其中：股本	237	244	293	293	293	293
未分配利润	1,906	2,376	3,263	4,164	5,299	6,709
少数股东权益	0	70	220	235	252	271
负债股东权益合计	7,096	8,771	16,194	16,802	18,665	21,120

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.551	2.791	3.754	5.120	6.450	8.013
每股净资产	15.565	20.757	39.821	43.054	46.924	51.731
每股经营现金净流	2.809	2.202	4.798	6.029	6.963	9.863
每股股利	0.376	0.474	0.742	2.048	2.580	3.205
回报率						
净资产收益率	16.39%	13.45%	9.43%	11.89%	13.75%	15.49%
总资产收益率	8.51%	7.78%	6.80%	8.94%	10.14%	11.13%
投入资本收益率	11.93%	9.97%	7.90%	10.32%	12.27%	13.99%
增长率						
主营业务收入增长率	32.25%	33.12%	31.39%	27.32%	23.66%	21.78%
EBIT增长率	64.16%	0.85%	73.40%	34.15%	28.92%	25.98%
净利润增长率	61.73%	13.00%	61.37%	36.40%	25.97%	24.23%
总资产增长率	24.84%	23.60%	84.62%	3.76%	11.08%	13.16%
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	89.2	79.2	69.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.34%	-15.25%	-47.74%	-44.44%	-42.41%	-44.21%
EBIT利息保障倍数	179.4	1,082.9	-16.9	-11.6	-14.3	-16.3
资产负债率	48.09%	41.36%	26.52%	23.45%	24.91%	26.88%

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	2022-04-26	买入	112.49	N/A
2	2022-08-23	买入	152.30	N/A
3	2022-10-16	买入	159.60	N/A
4	2022-10-29	买入	136.02	N/A
5	2023-01-31	买入	162.50	N/A
6	2023-03-13	买入	158.90	N/A
7	2023-04-25	买入	151.44	N/A
8	2023-07-16	买入	152.58	N/A

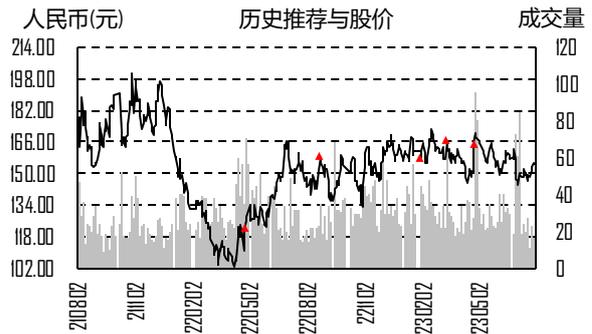
来源：国金证券研究所

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。

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究