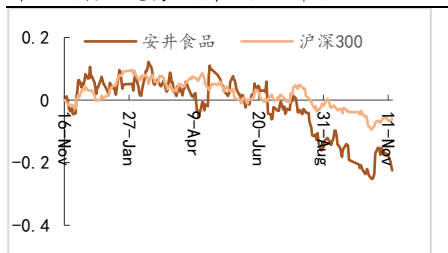


评级： 买入

核心观点

李田
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522090002
litian11@sczq.com.cn
电话：

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	118.31
一年内最高/最低价（元）	174.66/112.00
市盈率（当前）	43.48
市净率（当前）	2.82
总股本（亿股）	2.93
总市值（亿元）	347.00

资料来源：聚源数据

相关研究

- 上半年业绩快速增长， 菜肴制品收入高增
- 上半年业绩预告逆周期增长， 乘风而上
- 短长因素共振推动业绩超预期， 2023 再进入成长周期

- **事件：安井食品发布 2023 年第三季度报告。**公司前三个季度实现营业收入 102.71 亿元/+25.93%，归母净利润 11.22 亿元/+62.69%，扣非归母净利润 10.26 亿元/+69.79%。23Q3 单季度实现营业收入 33.77 亿元/+17.21%，实现归母净利润 3.86 亿元/+63.75%，实现扣非归母净利润 3.31 亿元/+47.95%。
- **分产品看，速冻菜肴制品、农副产品增长迅速。**23 年前三季度速冻菜肴、鱼糜、面米、肉制品分别实现收入 31.09 亿、30.98 亿、18.62 亿元、18.42 亿元，分别同比增长 47.46%、19.81%、9.49%、19.16%；农副产品业务收入 3.39 亿元，同比增长 79.69%；休闲食品业务收入 440.24 万元，同比下降 50.70%；其他业务收入 0.17 亿元，同比下降 5.24%。其中，速冻菜肴制品同比大增的主要原因是新柳伍并表，以及冻品先生和安井小厨增量所致；农副产品大增主要系新柳伍的冷冻鱼糜及鱼副产品并表以及湖北安润增量所致。
- **分渠道看，电商渠道大增。**经销商、特通直营、电商渠道营业收入较上年同期分别增长 28.39%、47.92%、221.20%，主要系公司加大渠道开发及新柳伍并表因素影响所致；商超、新零售渠道营业收入较上年同期分别下滑 15.52%、6.60%，主要受商超客流减少，消费习惯变化及消费渠道分化等因素影响所致。
- **公司前三季度总毛利率增长，Q3 毛利率回升。**公司 2023 前三季度毛利率为 22.06%/+1.00pct，Q3 单季度毛利率为 21.97%/+2.37pct，相较 Q2 毛利率 19.86%有所回升。
- **公司 2023 前三季度降本增效效果明显，Q3 单季度除财务费用率出现小幅增长外，其余费用率均小幅下降。**公司 23Q1~Q3 总费用率 8.40%/-2.11pct。23 年 Q3 单季度销售费用率为 6.11%/-0.16pct，管理费用率 2.14 %/-0.18pct，研发费用率 0.82%/-0.02pct，财务费用率为 -0.52%/+0.2pct。
- **聚焦提升大单品竞争力，优化商业模式未来可期。**公司按照速冻锅料、速冻面米制品和速冻预制菜肴制品“三路并进”的经营策略和“BC 兼顾、全渠发力”的渠道策略，全面提升全渠道大单品竞争力，不断提高速冻食品市场占有率。在商业模式上，通过“主食发力、主菜上市”的产品策略、视觉营销的品牌宣传模式、高质中高价的产品定价模式、“销地产”的生产基地建设模式以及“产地研”的研发模式进行优化，进一步发挥规模效应的作用，稳步提升行业地位。
- **投资建议：**在餐饮和家庭饮食集约化的大趋势中，节奏复杂多变的业务环境下，公司具备强渠道管控能力、产品研发能力、出色的战略和应对能力，有望不断乘风而上破浪前行。预计公司 2023、2024、2025 年利润分别为 14.5、18.3、22.8 亿元，对应 PE 分别为 23.9、19.0 和 15.2 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：预制菜销售不及预期、原材料价格变动、食品安全问题。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	121.8	152.4	188.3	219.1
营收增速(%)	31.4	25.1	23.6	16.3
归母净利润(亿元)	11.0	14.5	18.3	22.8
归母净利润增速(%)	61.4	32.1	25.6	24.7
EPS(元/股)	3.75	4.96	6.23	7.77
PE	31.5	23.9	19.0	15.2

资料来源: Wind, 首创证券

图 1 单季度营收及增速

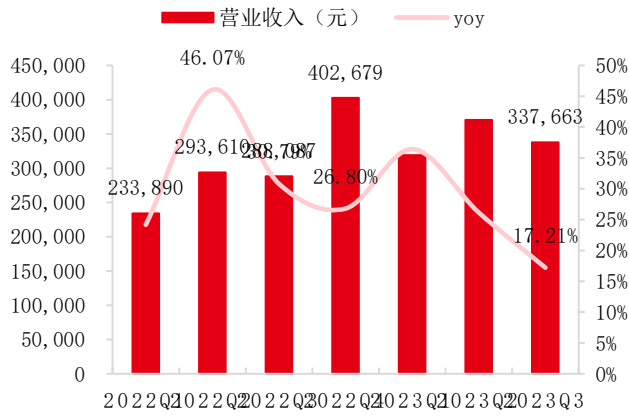
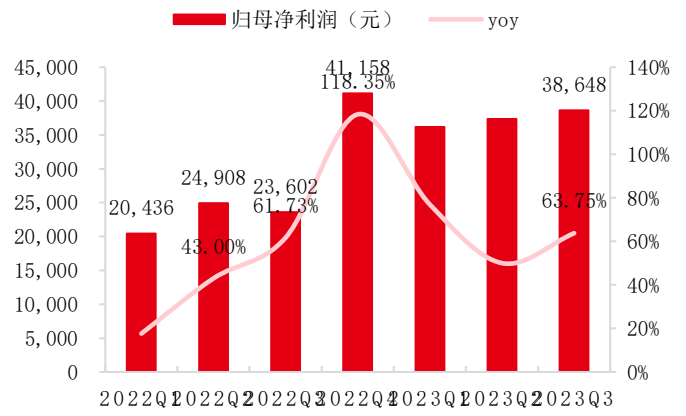


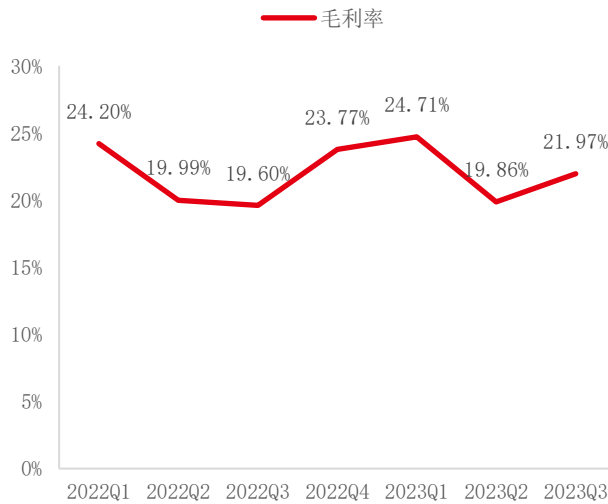
图 2 单季度归母净利润及增速



资料来源: Wind, 首创证券

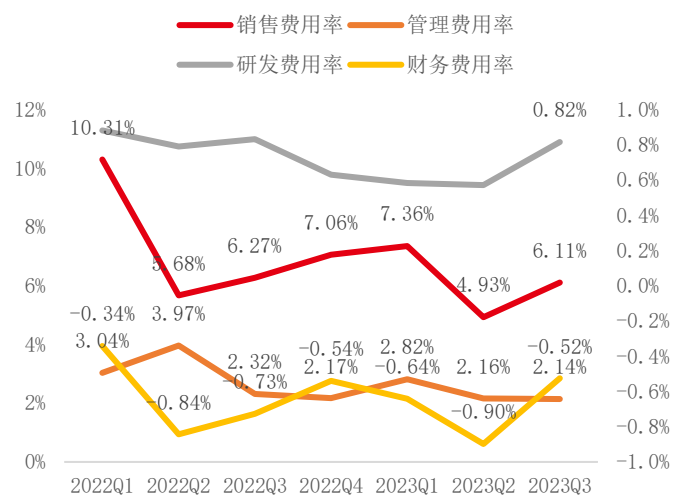
资料来源: Wind, 首创证券

图 3 单季度毛利率



资料来源: Wind, 首创证券

图 4 单季度费用率



资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10292	11507	13217	15268	经营活动现金流	1407	1350	1683	2333
现金	5504	5715	6214	7257	净利润	1101	1455	1827	2279
应收账款	737	897	1109	1290	折旧摊销	354	484	518	548
其它应收款	26	33	40	47	财务费用	-23	-50	-20	-10
预付账款	79	99	123	142	投资损失	-8	-45	-30	-45
存货	3137	3918	4847	5614	营运资金变动	-34	-512	-634	-462
其他	137	171	211	246	其它	1	8	10	9
非流动资产	5901	6213	6491	6739	投资活动现金流	-4795	-752	-767	-752
长期投资	9	9	9	9	资本支出	-1073	-746	-746	-746
固定资产	3343	3762	4140	4481	长期投资	1543	0	0	0
无形资产	1509	1358	1223	1100	其他	-5265	-7	-22	-7
其他	45	45	45	45	筹资活动现金流	5421	-386	-416	-538
资产总计	16194	17720	19708	22007	短期借款	36	0	0	0
流动负债	3863	4256	4841	5394	长期借款	-152	-5	0	0
短期借款	489	389	389	389	其他	5747	-331	-436	-548
应付账款	1431	1792	2217	2568	现金净增加额	2033	211	499	1042
其他	301	377	467	541					
非流动负债	432	432	432	432	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	2	2	2	2	成长能力				
其他	167	167	167	167	营业收入	31.4%	25.1%	23.6%	16.3%
负债合计	4295	4688	5273	5826	营业利润	55.8%	37.4%	26.2%	24.7%
少数股东权益	220	229	241	256	归属母公司净利润	61.4%	32.1%	25.6%	24.7%
归属母公司股东权益	11679	12803	14194	15924	获利能力				
负债和股东权益	16194	17720	19708	22007	毛利率	22.0%	21.9%	21.8%	22.1%
					净利率	9.0%	9.5%	9.7%	10.4%
					ROE	9.4%	11.4%	12.9%	14.3%
					ROIC	7.9%	10.4%	12.1%	13.5%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力				
营业收入	12183	15241	18835	21908	资产负债率	26.5%	26.5%	26.8%	26.5%
营业成本	9508	11908	14728	17059	净负债比率	3.1%	2.2%	2.0%	1.8%
营业税金及附加	90	90	90	90	流动比率	2.66	2.70	2.73	2.83
营业费用	873	983	1177	1325	速动比率	1.85	1.78	1.73	1.79
研发费用	93	98	103	106	营运能力				
管理费用	342	359	406	428	总资产周转率	0.75	0.86	0.96	1.00
财务费用	-75	-50	-20	-10	应收账款周转率	19.05	18.65	18.77	18.26
资产减值损失	-58	-58	-58	-58	应付账款周转率	5.72	6.33	6.30	6.11
公允价值变动收益	2	2	2	2	每股指标(元)				
投资净收益	43	43	28	43	每股收益	3.75	4.96	6.23	7.77
营业利润	1340	1842	2325	2898	每股经营现金	4.80	4.60	5.74	7.95
营业外收入	93	36	40	48	每股净资产	39.82	43.65	48.39	54.29
营业外支出	6	4	4	4	估值比率				
利润总额	1427	1874	2361	2942	P/E	31.5	23.9	19.0	15.2
所得税	309	409	521	648	P/B	2.97	2.71	2.44	2.18
净利润	1118	1464	1839	2294					
少数股东损益	16	10	12	15					
归属母公司净利润	1101	1455	1827	2279					
EBITDA	1568	2275	2823	3436					
EPS (元)	3.75	4.96	6.23	7.77					

分析师简介

李田，商贸行业首席分析师。毕业于南京大学统计及经济专业，曾就职于山西证券、安信证券、天风证券等，团队曾获 2020 年新财富入围，2021 年新财富第 1 名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅—5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现