



买入 (维持)

所属行业: 食品饮料/食品加工  
当前价格(元): 83.99

证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

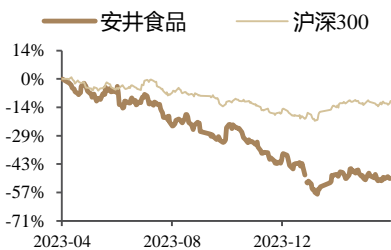
邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

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(%)	0.17	-2.85	3.06
相对涨幅(%)	-2.16	-5.41	-4.46

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《安井食品(603345.SH): 主业稳健增长, 盈利持续改善》, 2023.10.27
- 《安井食品(603345.SH): 守正创新强主业, 提质增效创利润》, 2023.8.1

# 安井食品(603345.SH): Q1 主业稳健增长, 净利率再创新高

投资要点

- 事件: 公司发布 2023 年年度与 2024 年第一季度业绩报告。**公司 2023 年实现营收 140.45 亿元, 同比+15.29%; 归母净利润 14.78 亿元, 同比+34.24%; 扣非归母净利润 13.65 亿元, 同比+36.80%。其中, 2023Q4 实现营收 37.74 亿元, 同比-6.27%; 归母净利润 3.56 亿元, 同比-13.41%; 扣非归母净利润 3.38 亿元, 同比-13.93%。2024Q1 实现营收 37.55 亿元, 同比+17.67%; 归母净利润 4.38 亿元, 同比+21.24%; 扣非归母净利润 4.20 亿元, 同比+21.56%。
- 主业营收稳健增长, 核心渠道表现亮眼。**(1) 分产品看, 公司 2023 年速冻米面制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收 25.45/26.27/44.09/39.27 亿元, 同比+5.4%/+10.22%/+11.76%/+29.84%, 其中菜肴制品增长较快主要系新柳伍并表及安井小厨系列产品增量所致, 面食制品增长放缓主要受商超渠道市场环境的影响。24Q1 速冻米面制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品收入分别同比+4.42%/+27.73%/+31.48%/+12.27%, 鱼糜制品增速较快主要系新品丸之尊系列产品增量及锁鲜装系列产品销售增长所致, 公司主业稳健增长。(2) 分渠道看, 2023 年经销商/特通直营/电商渠道营业收入分别同比+15.96%/+28.88%/+145.92%, 主要系公司加大渠道开发及新柳伍并表因素影响, 其中经销商渠道 2023 年收入占比 81%, 仍为核心渠道; 23 年商超渠道营收同比-13.42%主要受商超客流减少等因素影响。24Q1 经销商/商超/特通直营/电商渠道营业收入分别同比+22.61%/-6.28%/+0.02%/+35.61%, 经销商渠道稳步增长, 兴趣电商平台销售增量较大。
- 规模效应助力毛利提升, 控费增效提振净利率水平。**2023 年/24Q1 公司毛利率分别同比+1.25/+1.84pct 至 23.21%/26.55%, 主要受益于原料成本下降、规模效应体现与产品结构升级等因素。费用端来看, 2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.57/-0.07/-0.09/-0.02pct, 主因公司规模效应持续显现、利息收入增加等, 公司费控能力稳步提升。24Q1 销售/管理/财务费用率分别同比+0.09/+0.30/+0.16pct。综合来看, 23 年/24Q1 公司归母净利率分别同比+1.49pct/+0.34pct 至 10.52%/11.68%, 24Q1 归母净利率再创历史新高。
- 速冻主业发展规划清晰, 第二曲线预制菜蓬勃发展。**公司坚守速冻食品主业, 一方面在具备优势的开放式小 B 端渠道拉大与主要竞争对手的差距, 提高市场占有率; 另一方面顺应 C 端中高端化的发展趋势, 通过产品结构升级提高盈利能力, 引领行业升级。公司持续围绕打造爆品的战略核心, 借助锁鲜装、虾滑和丸之尊系列往中高端化路线上持续推进, 并通过区域性单品“锁鲜化”提高对区域市场占有率, 全渠发力推动企业发展和品牌建设。同时, 公司通过新增预制菜、烤肠类产品切入行业高速增长的细分赛道, 通过 BD 兼顾、全渠发力在 2023 年实现全年营收同比+29.84%至 39.27 亿元, 收入占比达到 27.96%, 我们认为公司具备产品研发、渠道推广、品牌运营等方面的综合优势, 长期发展潜力充足。
- 我们看好公司稳步发展, 维持“买入”评级。**在外部环境逐渐回暖、规模效应持续显现的情况下, 我们认为 2024 年公司将持续稳健增长。根据公司 2023 年年报及 2024 年一季报, 我们预计公司 2024-2026 年分别实现营收 162.14/187.02/214.72 亿元, 同比+15.4%/15.3%/14.8%; 归母净利润 16.79/19.79/23.16 亿元, 同比+13.6%/17.9%/17.1%; 对应 PE 15/12/11X, 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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	293.29		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	293.29	营业收入(百万元)	12,183	14,045	16,214	18,702	21,472
52 周内股价区间(元):	70.32-167.61	(+/-)YOY(%)	31.4%	15.3%	15.4%	15.3%	14.8%
总市值(百万元):	24,633.78	净利润(百万元)	1,101	1,478	1,679	1,979	2,316
总资产(百万元):	17,360.97	(+/-)YOY(%)	61.4%	34.2%	13.6%	17.9%	17.1%
每股净资产(元):	44.46	全面摊薄 EPS(元)	3.89	5.04	5.72	6.75	7.90
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	22.0%	23.2%	23.7%	24.0%	24.2%
		净资产收益率(%)	9.4%	11.7%	11.7%	12.2%	12.5%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	5.04	5.72	6.75	7.90
每股净资产	43.06	48.78	55.53	63.42
每股经营现金流	6.67	9.05	11.50	12.86
每股股利	0.74	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	20.76	14.67	12.45	10.63
P/B	2.43	1.72	1.51	1.32
P/S	1.75	1.52	1.32	1.15
EV/EBITDA	11.73	5.49	3.93	2.74
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	23.2%	23.7%	24.0%	24.2%
净利润率	10.5%	10.4%	10.6%	10.8%
净资产收益率	11.7%	11.7%	12.2%	12.5%
资产回报率	8.5%	8.6%	8.9%	9.2%
投资回报率	10.5%	10.9%	11.7%	12.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	15.3%	15.4%	15.3%	14.8%
EBIT 增长率	42.4%	17.1%	21.3%	18.0%
净利润增长率	34.2%	13.6%	17.9%	17.1%
偿债能力指标				
资产负债率	25.4%	25.1%	25.2%	25.0%
流动比率	2.6	2.8	3.1	3.4
速动比率	1.7	1.9	2.2	2.4
现金比率	1.2	1.4	1.7	2.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	14.8	18.4	16.6	17.5
存货周转天数	120.7	120.6	120.6	120.6
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	3.5	4.0	5.3	7.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,478	1,679	1,979	2,316
少数股东损益	23	26	31	35
非现金支出	488	1,265	1,485	1,658
非经营收益	17	-139	-24	-68
营运资金变动	-50	-176	-97	-169
经营活动现金流	1,956	2,656	3,373	3,773
资产	-1,444	-1,032	-823	-685
投资	5,190	0	0	0
其他	-3,529	25	25	13
投资活动现金流	217	-1,007	-798	-672
债权募资	-115	-51	37	5
股权募资	29	0	0	0
其他	-619	-62	12	-17
融资活动现金流	-705	-113	49	-12
现金净流量	1,470	1,536	2,624	3,089

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日  
 资料来源：公司年报（2022-2023），德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,045	16,214	18,702	21,472
营业成本	10,785	12,377	14,222	16,274
毛利率%	23.2%	23.7%	24.0%	24.2%
营业税金及附加	102	118	137	155
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	926	1,069	1,231	1,406
营业费用率%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
管理费用	385	550	542	590
管理费用率%	2.7%	3.4%	2.9%	2.8%
研发费用	94	110	131	150
研发费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EBIT	1,792	2,099	2,545	3,002
财务费用	-90	-75	-17	3
财务费用率%	-0.6%	-0.5%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-65	-10	-10	-8
投资收益	21	21	23	26
营业利润	1,866	2,132	2,525	2,966
营业外收支	70	68	68	68
利润总额	1,936	2,200	2,593	3,034
EBITDA	2,220	3,354	4,020	4,652
所得税	435	495	583	683
有效所得税率%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
少数股东损益	23	26	31	35
归属母公司所有者净利润	1,478	1,679	1,979	2,316

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,975	6,512	9,136	12,224
应收账款及应收票据	571	821	853	1,033
存货	3,567	4,088	4,700	5,377
其它流动资产	1,313	1,394	1,434	1,467
流动资产合计	10,426	12,815	16,124	20,102
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	4,060	4,065	3,560	2,739
在建工程	1,064	888	794	702
无形资产	683	678	673	668
非流动资产合计	6,874	6,690	6,083	5,180
资产总计	17,300	19,506	22,207	25,282
短期借款	325	276	301	313
应付票据及应付账款	1,869	2,159	2,473	2,834
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,812	2,196	2,473	2,831
流动负债合计	4,006	4,631	5,246	5,979
长期借款	1	1	1	1
其它长期负债	392	268	344	335
非流动负债合计	394	269	346	336
负债总计	4,400	4,900	5,592	6,315
实收资本	293	293	293	293
普通股股东权益	12,628	14,307	16,286	18,602
少数股东权益	273	299	329	365
负债和所有者权益合计	17,300	19,506	22,207	25,282

# 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；	<b>股票投资评级</b>	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	<b>行业投资评级</b>	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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经营范围包括证券投资咨询业务。