

## 主业稳中有进，盈利持续改善

### --2023 年报与 2024 一季报点评

#### 核心观点:

- 事件:** 4月26日,公司发布公告,2023年实现营收140.5亿元(同比+15.3%,下同),归母净利润14.8亿元(+34.2%)。24Q1实现营收37.5亿元(+17.7%),归母净利润4.4亿元(+21.2%)。
- 23 全年收入稳健增长, 24Q1 环比有所改善。** 23 全年: 收入端同比+15.3%, 实现稳健增长, 分产品看, 面米/肉制品/鱼糜收入同比+5.4%/10.2%/11.8%, 传统速冻食品营收稳步增长; 速冻菜肴同比+29.8%, 主要来自新柳伍并表及安井小厨产品增量, 主业 39 个单品达到过亿水平。分区域看, 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南/境外收入同比+16.6%/30.7%/18.4%/11.7%/18.4%/28.1%/21.2%/18.4%, 华北、西北与西南市场增速领先。分渠道看, 经销/商超/特通直营/新零售/电商收入同比+16.0%/-13.4%/+28.9%/-0.3%/+145.9%, 商超收入下滑系高基数+渠道客流受到冲击, 经销商数量为 1964 家, 同比+7.0%。24Q1: 23Q4 春节错期与暖冬导致收入同比-6.2%, 而 24Q1 收入同比+17.7%, 环比改善明显, 面米/肉制品/鱼糜/菜肴收入同比+4.4%/27.7%/31.5%/12.3%, 锁鲜装与丸之尊持续推动品类升级, 虾滑、蛋饺、小酥肉领衔菜肴制品增长。
- 产品结构优化+成本回落, 毛利率连续四个季度上行。** 23 全年: 归母净利润率 10.5%, 同比+1.5pcts。23 全年拆分, 毛利率 23.2%, 同比+1.3pcts, 主要得益于: 1) 锁鲜装等高价值产品占比提升; 2) 原材料成本回落; 3) 规模效应。销售费用率为 6.6%, 同比-0.6pcts, 主因内部资源整合后规模效应释放, 费率提升; 管理费用率为 2.7%, 同比-0.1pcts, 基本维持稳定。24Q1: 归母净利润率 11.7%, 同比+0.3pcts, 扣非归母净利润率同比+0.4pcts, 主要系新柳伍商誉减值计提影响净利增幅。24Q1 拆分, 毛利率 26.6%, 同比+1.8pcts, 主因: 1) 原料成本维持低位; 2) 高毛利产品收入占比提升。销售费用率为 7.5%, 同比+0.1pcts, 系电商渠道促销力度加强与会议预算提升。管理费用率为 3.1%, 同比+0.3pcts, 主要系股权激励费用增加。
- 区域爆品与全国大单品增加收入, 盈利改善趋势有望持续。** 短期看, 24Q2 有望延续收入端稳健增长与盈利能力改善, 主要得益于: 1) 产品上新与地推工作将有序进行, 锁鲜装与属地化新品持续发力; 2) 猪肉、鱼糜、大豆价格维持可控区间。长期来看, 公司新一轮股权激励有助于增强骨干凝聚力, 助力长远发展; 研发属地化转型进一步赋能区域爆品打造, 贡献收入增量; 各地生产基地规划基本完成, 未来盈利能力有望步入改善通道。公司发布 24-26 年股东回报规划, 上修最低分红比例至 40%, 且中期分红预期延续。
- 投资建议:** 根据公告调整盈利预测, 预计 2024~2026 年归母净利润分别为 17.4/19.9/22.8 亿元, 同比+17.6%/14.6%/14.6%, EPS 为 5.9/6.8/7.8 元, 对应 PE 为 14/12/11X, 考虑到公司主业稳健增长+盈利能力改善, 叠加提高分红比例下限, 维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 竞争超预期的风险, 行业需求下滑的风险, 成本压力超预期的风险, 食品安全风险。

安井食品(603345)

推荐 (维持)

#### 分析师

刘光意

☎: 021-20252650

✉: liuguangyi\_yj@chinastock.com.cn

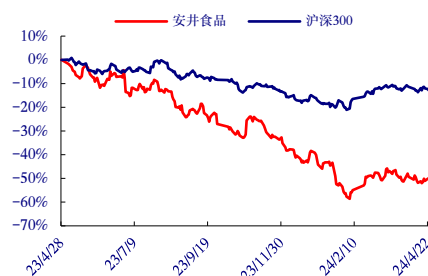
分析师登记编码: S0130522070002

#### 市场数据

2024-04-26

股票代码	603345
A 股收盘价(元)	83.99
上证指数	3,088.64
总股本万股	29,329
实际流通 A 股万股	29,329
流通 A 股市值(亿元)	246

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河食饮】安井食品 2023 年三季度业绩点评: 速冻主业环比提速, 盈利能力显著改善

表1: 主要财务指标预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14045.23	15899.21	18172.79	20735.16
收入增长率 (%)	15.29	13.20	14.30	14.10
净利润(百万元)	1478.07	1738.75	1992.52	2283.83
利润增速 (%)	34.24	17.64	14.60	14.62
摊薄 EPS(元)	5.04	5.93	6.79	7.79
PE	16.67	14.17	12.36	10.79
PB	1.95	1.71	1.50	1.32

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>10426.34</b>	<b>12161.29</b>	<b>14040.76</b>	<b>16376.75</b>	营业收入	14045.23	15899.21	18172.79	20735.16
现金	4975.46	5907.49	7059.21	8576.19	营业成本	10785.44	12162.89	13902.19	15862.39
应收账款	569.36	844.55	965.32	1101.44	营业税金及附加	101.73	111.14	127.03	144.95
其它应收款	20.58	31.50	36.01	41.08	营业费用	925.75	1049.35	1201.22	1368.52
预付账款	70.63	112.22	128.26	146.35	管理费用	384.80	437.23	499.75	570.22
存货	3566.70	4033.71	4610.54	5260.62	财务费用	-90.45	-136.10	-164.06	-198.62
其他	1223.61	1231.81	1241.42	1251.07	资产减值损失	-65.35	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>6874.08</b>	<b>7653.02</b>	<b>8377.45</b>	<b>9014.91</b>	公允价值变动收益	8.24	0.00	0.00	0.00
长期投资	15.10	15.10	15.10	15.10	投资净收益	20.97	23.85	27.26	31.10
固定资产	4059.62	4739.70	5326.46	5821.43	营业利润	1866.01	2263.57	2593.94	2973.18
无形资产	682.73	842.88	1003.04	1163.20	营业外收入	82.37	0.00	0.00	0.00
其他	2116.64	2055.34	2032.85	2015.18	营业外支出	12.17	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>17300.43</b>	<b>19814.31</b>	<b>22418.21</b>	<b>25391.66</b>	利润总额	1936.21	2263.57	2593.94	2973.18
<b>流动负债</b>	<b>4006.06</b>	<b>4730.25</b>	<b>5311.29</b>	<b>5966.13</b>	所得税	435.05	498.35	571.08	654.57
短期借款	325.36	325.36	325.36	325.36	净利润	1501.16	1765.22	2022.86	2318.61
应付账款	1634.69	2016.94	2305.37	2630.42	少数股东损益	23.09	26.48	30.34	34.78
其他	2046.01	2387.94	2680.56	3010.34	归属母公司净利润	1478.07	1738.75	1992.52	2283.83
<b>非流动负债</b>	<b>393.78</b>	<b>392.51</b>	<b>392.51</b>	<b>392.51</b>	EBITDA	2219.83	2682.41	3072.11	3503.76
长期借款	1.46	1.46	1.46	1.46	EPS (元)	5.04	5.93	6.79	7.79
其他	392.32	391.04	391.04	391.04					
<b>负债合计</b>	<b>4399.84</b>	<b>5122.76</b>	<b>5703.80</b>	<b>6358.64</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	272.56	299.04	329.38	364.16	营业收入	15.29%	13.20%	14.30%	14.10%
归属母公司股东权益	12628.02	14392.51	16385.03	18668.86	营业利润	39.24%	21.31%	14.60%	14.62%
<b>负债和股东权益</b>	<b>17300.43</b>	<b>19814.31</b>	<b>22418.21</b>	<b>25391.66</b>	归属母公司净利润	34.24%	17.64%	14.60%	14.62%
					毛利率	23.21%	23.50%	23.50%	23.50%
					净利率	10.52%	10.94%	10.96%	11.01%
					ROE	11.70%	12.08%	12.16%	12.23%
					ROIC	10.50%	11.04%	11.12%	11.17%
					资产负债率	25.43%	25.85%	25.44%	25.04%
					净负债比率	-19.00%	-17.95%	-10.24%	-13.31%
					流动比率	2.60	2.57	2.64	2.74
					速动比率	1.65	1.65	1.70	1.79
					总资产周转率	0.84	0.86	0.86	0.87
					应收帐款周转率	21.51	22.49	20.08	20.07
					应付帐款周转率	7.04	6.66	6.43	6.43
					每股收益	5.04	5.93	6.79	7.79
					每股经营现金	6.67	7.44	8.44	9.67
					每股净资产	43.06	49.07	55.87	63.65
					P/E	16.67	14.17	12.36	10.79
					P/B	1.95	1.71	1.50	1.32
					EV/EBITDA	11.73	7.11	5.83	4.68
					P/S	1.75	1.55	1.36	1.19

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘光意，经济学硕士**，2020 年加入民生证券研究院，2022 年加入中国银河证券研究院，重点覆盖非酒类板块（餐饮供应链、调味品、速冻与预制菜、软饮料、乳制品等），擅长通过历史复盘与海外比较视角深度挖掘行业投资价值。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn