

安井食品 (603345.SH)

买入 (维持评级)

Q1 开门红业绩超预期，务实经营未来增长无虞

事件: 公司发布 2023 年报及 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 140.45 亿元，同比+15.29%；归母净利润 14.78 亿元，同比+34.24%。其中，23Q4 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%。公司 24Q1 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%。年报收入业绩符合预期，一季报超预期。此外，公司拟向全体股东派发红利 1.775 元/股 (含税)，累计全年分红 7.86 亿元 (含税)，占全年归母净利润 53.17%，且规划未来三年分红比例不低于可分配利润 40%。

➤ **速冻调理制品稳增，强势经销渠道发力:** 分产品看，2023 年公司速冻面米/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品/农副产品分别实现收入 25.45/26.27/44.09/39.27/5.09 亿元，同比+5.40%/+10.22%/+11.76%/+29.84%/+33.98%，其中菜肴制品及农副产品受益于预制菜放量以及新柳伍并表，实现内生外延快增；24Q1 则实现同比+4.42%/+27.73%/+31.48%/+12.27%/-29.94%，其中主业品类除面外受益于旺季热销叠加经销以及电商渠道发力高速增长。**分渠道看**，2023 年公司经销/商超/特通/电商/新零售分别实现收入 113.69/8.47/10.71/3.20/4.37 亿元，同比+15.96%/-13.42%/+28.88%/+145.92%/-0.32%，强势经销渠道支撑公司成长，特通及电商提速；24Q1 渠道端同比+22.61%/-6.28%/+0.02%/+35.61%/-8.27%，经销及电商渠道实现快速放量，商超及新零售渠道略有承压。

➤ **强管理、降成本、提结构、强规模，四维度促使盈利能力持续改善:** 2023/24Q1 公司实现毛利率 23.21%/26.55%，同比+1.25/+1.84pcts，推测主要受益于原材料成本下行，其中 23 年公司鱼糜/肉类/鲜鱼/鲜虾平均采购单价同比-0.78%/-9.41%/-2.00%/-16.02%。费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率 2023 年分别同比-0.58/-0.07/-0.10/-0.02pct，均在公司精细化管理费用投放以及规模效应下稳步下降；24Q1 则分别同比+0.09/+0.30/+0.00/+0.16pct，旺季小幅上行，基本维持稳定。最终，公司 2023/24Q1 实现归母净利率 10.52%/11.68%，同比+1.48/+0.35pct，其中 24 年利润受新柳伍未完成业绩承诺影响，发生商誉减值 0.36 亿元。

➤ **速冻龙头守正出奇，抢抓爆品全渠发力:** 公司持续推行速冻调制、面米、菜肴“三路并进”策略。优化“销地产、产地研”模式，全面推进属地化转型，下放推新决策权缩短上新链条。产品端紧抓“锁鲜装+虾滑”、“烤肠+烤机”以及预制菜肴等爆品机会。在渠道端持续强化强势经销渠道外全渠发力，积极拥抱大 B、新零售等渠道，推动公司持续成长。结合未来产能有序稳步投放提供稳固支撑，公司中长期稳健增长无虞。结合公司务实提升未来分红比例，进一步凸显投资价值。

➤ **盈利预测与投资建议:** 鉴于当前整体消费环境较为疲软，结合年报及一季报业绩，我们下调 24-25 年归母净利润，预计 24-26 年公司归母净利润为 16.90/20.05/22.71 亿元 (前次 24-25 年为 18.69/23.27 亿元)，同比+14%/+19%/+13%，对应 EPS 为 5.76/6.84/7.74 元，给予 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 132.49 元，维持“买入”评级。

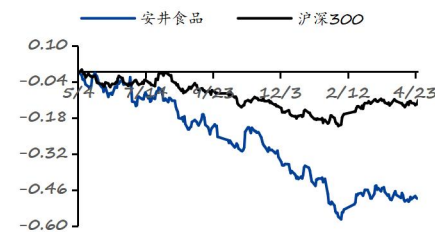
➤ **风险提示:** 新品推广不及预期风险；原材料成本大幅上涨风险；食品安全风险；B 端需求恢复不及预期。

当前价格: 83.99 元
目标价格: 132.49 元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	293.29/293.29
流通 A 股市值(百万元)	24,633.78
每股净资产(元)	44.46
资产负债率(%)	23.21
一年内最高/最低价(元)	171.30/68.57

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人: 周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、安井食品: Q3 业绩增长超预期，盈利能力彰显龙头实力——2023.10.27
- 2、安井食品: 股权激励凝聚增长势能，短期费用无碍业绩长虹——2023.09.28
- 3、【以此为准】安井食品: 品类全面升级、业务多元赋能，平台型速冻巨头雏形初现——2023.08.24

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	12,183	14,045	16,053	18,155	20,388
增长率	31%	15%	14%	13%	12%
净利润 (百万元)	1,101	1,478	1,690	2,005	2,271
增长率	61%	34%	14%	19%	13%
EPS (元/股)	3.75	5.04	5.76	6.84	7.74
市盈率 (P/E)	22.4	16.7	14.6	12.3	10.8
市净率 (P/B)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,975	7,517	8,537	9,875	营业收入	14,045	16,053	18,155	20,388
应收票据及账款	571	540	473	473	营业成本	10,785	12,331	13,944	15,645
预付账款	71	185	209	235	税金及附加	102	120	136	153
存货	3,567	4,075	4,620	5,172	销售费用	926	1,029	1,128	1,246
合同资产	0	0	0	0	管理费用	385	512	504	522
其他流动资产	1,242	1,195	1,216	1,238	研发费用	94	104	116	128
流动资产合计	10,426	13,511	15,055	16,993	财务费用	-90	-149	-200	-184
长期股权投资	15	15	15	15	信用减值损失	4	-4	-4	-1
固定资产	4,060	4,263	4,447	4,613	资产减值损失	-65	-41	-41	-49
在建工程	1,064	814	1,014	1,214	公允价值变动收益	8	8	8	8
无形资产	683	807	878	914	投资收益	21	20	18	16
商誉	770	770	770	770	其他收益	64	49	49	54
其他非流动资产	283	291	302	310	营业利润	1,866	2,135	2,553	2,899
非流动资产合计	6,874	6,960	7,426	7,836	营业外收入	82	88	85	86
资产合计	17,300	20,471	22,481	24,830	营业外支出	12	9	11	10
短期借款	325	0	0	0	利润总额	1,936	2,213	2,627	2,975
应付票据及账款	1,869	4,074	4,610	5,198	所得税	435	497	590	669
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,501	1,716	2,037	2,307
合同负债	630	597	665	788	少数股东损益	23	26	31	35
其他应付款	382	382	382	382	归属母公司净利润	1,478	1,690	2,005	2,271
其他流动负债	801	929	973	1,037	EPS (按最新股本摊薄)	5.04	5.76	6.84	7.74
流动负债合计	4,006	5,982	6,630	7,405					
长期借款	1	1	1	1					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	392	392	392	392					
非流动负债合计	394	394	394	394					
负债合计	4,400	6,376	7,024	7,799					
归属母公司所有者权益	12,628	13,796	15,127	16,665					
少数股东权益	273	299	330	366					
所有者权益合计	12,901	14,095	15,458	17,031					
负债和股东权益	17,300	20,471	22,481	24,830					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,956	3,769	2,441	2,808
现金收益	1,834	2,040	2,344	2,658
存货影响	-430	-508	-546	-552
经营性应收影响	240	-42	83	24
经营性应付影响	49	2,206	536	587
其他影响	262	74	24	92
投资活动现金流	217	-531	-947	-921
资本支出	-1,422	-551	-963	-937
股权投资	-6	0	0	0
其他长期资产变化	1,645	20	16	16
融资活动现金流	-705	-697	-474	-549
借款增加	-167	-325	0	0
股利及利息支付	-569	-692	-745	-834
股东融资	29	0	0	0
其他影响	1	320	271	285

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	15.3%	14.3%	13.1%	12.3%
EBIT 增长率	36.6%	11.8%	17.6%	15.0%
归母公司净利润增长率	34.2%	14.3%	18.7%	13.3%
获利能力				
毛利率	23.2%	23.2%	23.2%	23.3%
净利率	10.7%	10.7%	11.2%	11.3%
ROE	11.5%	12.0%	13.0%	13.3%
ROIC	15.3%	16.0%	17.0%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	25.4%	31.1%	31.2%	31.4%
流动比率	2.6	2.3	2.3	2.3
速动比率	1.7	1.6	1.6	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	17	12	10	8
存货周转天数	112	112	112	113
每股指标 (元)				
每股收益	5.04	5.76	6.84	7.74
每股经营现金流	6.67	12.85	8.32	9.57
每股净资产	43.06	47.04	51.58	56.82
估值比率				
P/E	17	15	12	11
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	94	84	73	64

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn