

2024年04月30日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 盈利能力提升，主业势能延续

—安井食品（603345.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月26日，安井食品发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

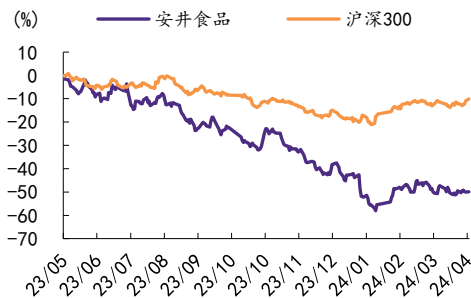
## 投资要点

## 基本数据

2024-04-29

当前股价（元）	91.29
总市值（亿元）	268
总股本（百万股）	293
流通股本（百万股）	293
52周价格范围（元）	70.32-167.22
日均成交额（百万元）	354.98

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 《安井食品（603345）：利润超预期，看好业绩弹性持续释放》2023-10-27
- 《安井食品（603345）：股权激励终落地，公司发展进入新阶段》2023-09-28
- 《安井食品（603345）：业绩符合预期，增长势能充足》2023-08-01

## ■ 业绩增速稳健，分红比例大幅提升

公司2023/2023Q4/2024Q1 总营收分别为140.45/37.74/37.55亿元，分别同比+15%/-6%/+18%，归母净利润分别为14.78/3.56/4.38亿元，分别同比+34%/-13%/+21%，2024Q1丸之尊/锁鲜装快速放量，扩大营收规模的同时拉升利润表现。盈利端，得益于高毛利速冻鱼糜制品快速增长，2023/2024Q1公司毛利率分别为23.21%/26.55%，分别同增1pct/2pct，销售费用率分别为6.59%/7.45%，分别同比-1pct/+0.1pct，2024Q1销售费用略有提升主要系电商促销/会议举办频率增加所致，预计全年费用率同比持平。2023/2024Q1管理费用率分别为2.74%/3.12%，分别同比-0.1pct/+0.3pct，综合来看，2023/2024Q1公司净利率分别同增2pct/0.1pct至10.69%/11.75%。分红计划，2023年度公司累计分红比例为53.17%，同比大幅提升，公司发布2024-2026年股东回报规划，计划将每年现金分红比例提升至不少于当年可分配利润的40%。

## ■ 速冻主业势能延续，单品开发思路清晰

2023年速冻面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营业收入25.45/26.27/44.09/39.27亿元，分别同增5%/10%/12%/30%，销量分别为23.54/18.61/31.47/19.69万吨，分别同增5%/9%/12%/33%，吨价分别为1.08/1.41/1.40/1.99万元/吨，分别同比+0.4%/+1%/-0.4%/-2%。米面制品中烧麦2023年营收同增40%，核桃包收入破亿，菜肴制品增速快主要得益于新柳伍并表及安井小厨系列产品贡献增量，其中虾滑/小酥肉实现营业收入分别同增50%/70%。2024Q1速冻面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营业收入6.38/7.85/12.73/9.55亿元，分别同增4%/28%/31%/12%，2024Q1主业增长符合预期，冻品先生整体持平，新宏业/新柳伍受小龙虾行情影响压力较大。后续公司针对锁鲜装5.0做淡季铺货，重点推进烤肠布局，同时坚持工厂属地化转型、收割区域爆品，有望实现2024年主业收入

同增 10%-15% 的目标。

## ■ 经销商持续开发，各区域稳步增长

核心经销商渠道持续增长，商超渠道同比承压，2023 年经销商/商超/特通直营/电商/新零售渠道营收分别为 113.69/8.47/10.71/3.20/4.37 亿元，分别同比 +16%/-13%/+29%/+146%/-0.3%，截至 2023 年末，公司经销商共 1964 家，较年初净增加 128 家，经销商渠道表现亮眼。2024Q1 经销商/商超/特通直营/电商/新零售渠道营收分别为 30.29/2.90/2.43/1.19/0.73 亿元，分别同比 +23%/-6%/+0.02%/+36%/-8%，商超渠道承压主要系客流减少/部分门店关停所致，电商渠道延续高增趋势。各区域均衡发展，2024Q1 公司东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南/境外区域营收分别为 2.96/5.27/16.76/3.22/4.42/1.95/2.56/0.41 亿元，分别同比 +25%/+20%/+19%/+17%/-0.5%/+27%/+22%/+67%，公司通过渠道下沉、新品推广等方式，不断加强区域市场地位，各区域稳步增长。

## ■ 盈利预测

我们看好公司提升全渠道大单品竞争力，属地化研发不断收割区域爆品份额，通过产品结构优化不断推升盈利能力。根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 5.84/6.79/7.83 元，当前股价对应 PE 分别为 16/13/12 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、新宏业和新柳伍增长不及预期、股权激励目标完不成、产能扩张不及预期、原材料上涨等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	14,045	16,303	18,635	20,822
增长率（%）	15.3%	16.1%	14.3%	11.7%
归母净利润（百万元）	1,478	1,712	1,992	2,296
增长率（%）	34.2%	15.8%	16.4%	15.3%
摊薄每股收益（元）	5.04	5.84	6.79	7.83
ROE（%）	11.5%	12.2%	13.1%	13.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	4,975	6,295	7,902	9,582
应收款	592	625	664	685
存货	3,567	3,547	3,535	3,581
其他流动资产	1,292	1,394	1,474	1,534
流动资产合计	10,426	11,861	13,575	15,381
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,033	1,133	1,213	1,263
固定资产	4,060	4,427	4,387	4,197
在建工程	1,064	425	170	68
无形资产	683	649	614	582
长期股权投资	15	15	15	15
其他非流动资产	1,053	1,053	1,053	1,053
非流动资产合计	6,874	6,569	6,240	5,915
资产总计	17,300	18,431	19,815	21,296
<b>流动负债:</b>				
短期借款	325	355	375	385
应付账款、票据	1,869	1,894	1,964	1,965
其他流动负债	1,183	1,183	1,183	1,183
流动负债合计	4,006	4,057	4,185	4,217
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	1	1	2	4
其他非流动负债	392	392	392	392
非流动负债合计	394	394	395	397
负债合计	4,400	4,451	4,580	4,614
<b>所有者权益</b>				
股本	293	293	293	293
股东权益	12,901	13,979	15,235	16,682
负债和所有者权益	17,300	18,431	19,815	21,296

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1501	1738	2022	2331
少数股东权益	23	26	30	35
折旧摊销	409	305	328	323
公允价值变动	8	4	3	2
营运资金变动	15	6	82	-54
经营活动现金净流量	1956	2078	2465	2637
投资活动现金净流量	217	171	215	242
筹资活动现金净流量	-854	-629	-746	-872
现金流量净额	1,319	1,620	1,935	2,007

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14,045	16,303	18,635	20,822
营业成本	10,785	12,456	14,209	15,803
营业税金及附加	102	114	127	135
销售费用	926	1,174	1,360	1,541
管理费用	385	424	466	500
财务费用	-90	-162	-206	-253
研发费用	94	110	125	140
费用合计	1,315	1,545	1,745	1,928
资产减值损失	4	2	3	4
公允价值变动	8	4	3	2
投资收益	21	16	12	8
营业利润	1,866	2,199	2,572	2,974
加:营业外收入	82	50	40	30
减:营业外支出	12	10	9	8
利润总额	1,936	2,239	2,603	2,996
所得税费用	435	502	580	665
净利润	1,501	1,738	2,022	2,331
少数股东损益	23	26	30	35
归母净利润	1,478	1,712	1,992	2,296

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	15.3%	16.1%	14.3%	11.7%
归母净利润增长率	34.2%	15.8%	16.4%	15.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.2%	23.6%	23.8%	24.1%
四项费用/营收	9.4%	9.5%	9.4%	9.3%
净利率	10.7%	10.7%	10.9%	11.2%
ROE	11.5%	12.2%	13.1%	13.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.4%	24.2%	23.1%	21.7%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	23.7	26.1	28.1	30.4
存货周转率	3.0	3.5	4.1	4.5
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	5.04	5.84	6.79	7.83
P/E	18.1	15.6	13.4	11.7
P/S	1.9	1.6	1.4	1.3
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。