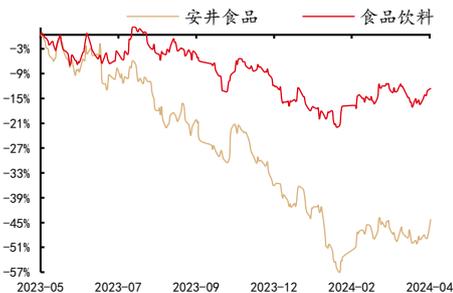


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	91.29
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	268 / 268
52周内最高/最低价	167.22 / 70.32
资产负债率(%)	25.4%
市盈率	18.11
第一大股东	福建国力民生科技发展有限公司

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

安井食品(603345)

主业增长显韧性，Q1 利润表现亮眼

● 事件

公司2023年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润140.45/140.45/14.78/13.65亿元，同比15.29%/15.29%/34.24%/36.8%。公司单Q4实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润37.74/37.74/3.56/3.38亿元，同比-6.27%/-6.27%/-13.41%/-13.93%。公司2024年Q1实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润37.55/37.55/4.38/4.2亿元，同比17.67%/17.67%/21.24%/21.56%。

同时，公司发布利润分配方案公告和股东回报规划，**分红意愿强烈、未来将持续提升分红比例**。根据年度利润分配方案，23年公司分红比例提升至53.17%（基础分红+中期分红+回购），同时在章程中将基础分红率下限由20%提升至40%、将中期分红计划纳入年度分配方案当中，后续仅通过董事会即可快速实现中期分红。

● 投资要点

2023全年业务拆分：(1)分品类看，速冻面米制品/速冻肉制品/速冻鱼糜制品/速冻菜肴制品/农副产品/休闲食品/其他业务分别实现营收25.44/26.27/44.09/39.27/5.08/0.05/0.24亿元，同比5.4/10.22/11.76/29.84/33.98/-55.22/-3.2pct。(2)分渠道看，经销商/商超/特通直营/电商/新零售分别实现营收113.69/8.47/10.71/3.2/4.37亿元，同比15.96/-13.42/28.88/145.92/0.32pct。(3)分地区看，东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南/境外分别实现营收12.11/21.04/60.93/11.59/17.95/7.36/8.18/1.28亿元，分别同比16.63/30.73/8.37/11.73/18.37/28.1/21.16/18.43pct。

2024年Q1业务拆分：(1)分品类看，速冻面米制品/速冻肉制品/速冻鱼糜制品/速冻菜肴制品/农副产品/休闲食品/其他业务分别实现营收6.38/7.85/12.73/9.55/0.98/0.0015/0.057亿元，同比4.42/27.73/31.48/12.27/-29.94/-91.14/12.58pct。(2)分渠道看，经销商/商超/特通直营/电商/新零售分别实现营收30.29/2.9/2.4/1.2/0.7亿元，同比22.61/-6.28/0.02/35.61/-8.27pct。(3)分地区看，东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南/境外分别实现营收2.96/5.27/16.76/3.22/4.42/1.95/2.56/0.41亿元，分别同比24.77/19.88/19.21/16.76/-0.47/26.81/21.82/67.22pct。

收入端来看，主业由于23Q4行业整体表现受挫，暖冬与年节错期影响导致销售节奏前低后高，今年一季度主业实现了较好的增长，过亿大单品除手抓饼外实现不同程度增长。锁鲜装高速增长同时带动毛利持续提升，**主业在24Q1净利率达到单季度新高**。冻品先生：去年下半年受到市场舆情等因素影响增速逐渐放缓，一季度表现基本持

平，24年预计可实现双位数稳定增长。宏业&柳伍：小龙虾市场收购价格走低、对收入和利润均造成波动，今年开年市场价格依然低开，对销售环节形成一定压力。

利润端来看，成本持续改善，主要原材料价格处于历史较低水平，叠加规模效应、毛利率持续提升。费用端上，一季度对于电商渠道促销力度加强，24年费用规划相比去年投放量有所增长，但**整体费用率仍有下行空间**。2024年Q1公司毛利率/归母净利率为26.55%/11.68%，分别同比1.85%/0.34pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为7.45%/3.12%/0.58%/-0.48%，分别同比0.09%/0.3/-0.01%/0.16pct。

看全年，业务方面主业全年持续增长，锁鲜装占比提升持续带动主业利润提升，新品与次新品持续带动增长。新柳伍取得海外出口牌照，可期待其海外市场成长性。**产品思路三路并进**：1) 全国性战略大单品输出：锁鲜装4.0/5.0、火山石烤肠、烤鸡系列，在全国范围终端推广。2) 战略新品&全国新品：烧卖、鸡肉调理，具备一定市场空间、增长态势较好。3) 区域属地化单品：华南、华北、华东均已推出区域产品，有利于打爆区域市场。**24年成本预期平稳，费用率有下降空间**。

● 盈利预测与投资评级

根据最新业绩情况我们对未来三年收入利润预测进行了调整，预计2024-2026年收入预测161.6/184.15/205.47亿元（原2024-2025年预测为180.33/215.6亿元），同比+15.06%/+13.95%/+11.58%，预计2024-2026年归母净利润预测17.74/20.45/23.14亿元（原2024-2025年预测为19.02/22.68亿元），同比+20.01%/+15.26%/+13.18%。对应未来三年EPS分别为6.05/6.97/7.89，对应PE分别为15/13/12倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

食品安全风险；市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14045	16160	18415	20547
增长率(%)	15.29	15.06	13.95	11.58
EBITDA(百万元)	2269.37	2758.43	3170.08	3507.53
归属母公司净利润(百万元)	1478.07	1773.89	2044.61	2314.00
增长率(%)	34.24	20.01	15.26	13.18
EPS(元/股)	5.04	6.05	6.97	7.89
市盈率(P/E)	18.11	15.09	13.10	11.57
市净率(P/B)	2.12	1.89	1.67	1.48
EV/EBITDA	10.66	8.23	6.53	5.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	14045	16160	18415	20547	营业收入	15.3%	15.1%	14.0%	11.6%
营业成本	10785	12402	14103	15704	营业利润	0.0%	17.8%	0.0%	0.0%
税金及附加	102	97	129	144	归属于母公司净利润	34.2%	20.0%	15.3%	13.2%
销售费用	926	1034	1105	1212	获利能力				
管理费用	385	420	460	493	毛利率	23.2%	23.3%	23.4%	23.6%
研发费用	94	97	105	123	净利率	10.7%	11.1%	11.3%	11.5%
财务费用	-90	-14	-29	-38	ROE	11.7%	12.5%	12.8%	12.8%
资产减值损失	-65	0	0	0	ROIC	15.9%	17.0%	19.7%	22.9%
营业利润	1866	2198	2579	2945	偿债能力				
营业外收入	82	100	90	80	资产负债率	25.4%	24.0%	23.7%	23.4%
营业外支出	12	7	7	6	流动比率	2.60	3.01	3.27	3.52
利润总额	1936	2291	2662	3019	营运能力				
所得税	435	502	586	665	应收账款周转率	24.63	18.82	18.82	18.82
净利润	1501	1789	2076	2354	存货周转率	3.02	3.32	3.65	3.65
归母净利润	1478	1774	2045	2314	总资产周转率	0.81	0.85	0.86	0.86
每股收益(元)	5.04	6.05	6.97	7.89	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	5.04	6.05	6.97	7.89
货币资金	4975	7047	9590	12034	每股净资产	43.06	48.40	54.56	61.53
交易性金融资产	7	7	7	7	估值比率				
应收票据及应收账款	572	860	980	1094	PE	18.11	15.09	13.10	11.57
预付款项	71	116	132	147	PB	2.12	1.89	1.67	1.48
存货	3567	3738	3864	4303	现金流量表				
流动资产合计	10426	12558	15349	18393	净利润	1501	1654	1977	2262
固定资产	4065	4196	4322	3954	折旧和摊销	424	481	537	527
在建工程	1064	607	100	75	营运资本变动	-70	-51	219	-67
无形资产	683	649	614	580	其他	101	-14	-29	-38
非流动资产合计	6874	6493	6055	5629	经营活动现金流净额	1956	2071	2704	2684
资产总计	17300	19051	21404	24021	资本开支	-1482	-100	-100	-100
短期借款	325	0	0	0	其他	1700	618	149	92
应付票据及应付账款	1869	2710	3081	3431	投资活动现金流净额	217	518	49	-8
其他流动负债	1812	1464	1608	1791	股权融资	19	0	0	0
流动负债合计	4006	4174	4689	5222	债务融资	-164	-325	0	0
其他	394	394	394	394	其他	-561	-193	-209	-232
非流动负债合计	394	394	394	394	筹资活动现金流净额	-705	-518	-209	-232
负债合计	4400	4568	5083	5616	现金及现金等价物净增加额	1470	2071	2543	2444
股本	293	293	293	293					
资本公积金	8043	8043	8043	8043					
未分配利润	4292	5859	7665	9710					
少数股东权益	273	288	319	359					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	12901	14483	16321	18405					
负债和所有者权益总计	17300	19051	21404	24021					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048