

2024年05月09日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

吴康辉

wkh@longone.com.cn

数据日期	2024/05/09
收盘价	96.00
总股本(万股)	29,329
流通A股/B股(万股)	29,329/0
资产负债率(%)	23.21%
市净率(倍)	2.11
净资产收益率(加权)	3.42
12个月内最高/最低价	169.28/68.57



相关研究

《安井食品（603345）：速冻食品龙头，预制菜的先行者——公司深度报告》2023.12.27

安井食品（603345）：主业经营稳健，盈利持续攀升

——公司简评报告

投资要点

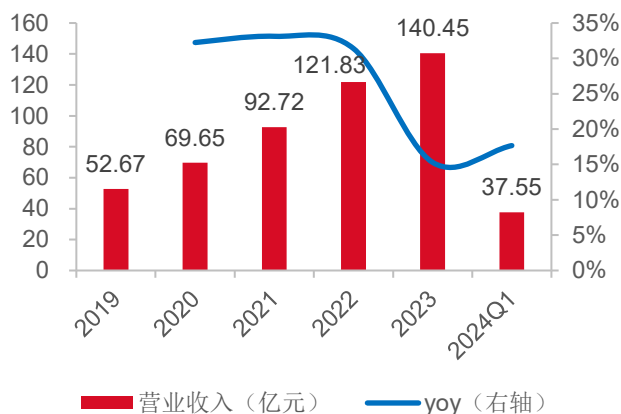
- **事件：**公司发布年报和一季度业绩。2023年公司实现营业收入140.45亿元（同比+15.29%），归母净利润14.78亿元（同比+34.24%）。2024Q1公司实现营业收入37.55亿元（同比+17.67%），归母净利润4.38亿元（同比+21.24%）。另外，公司年末拟每10股派息17.75元，合计派息5.19亿元，全年分红比例达53.17%。
- **2023年主业经营稳健，2024Q1火锅料表现亮眼。**2023年公司火锅料营收分别为70.36亿元（同比+11.17%），增长保持稳定；面米制品25.45亿元（同比+5.43%），主要受商超渠道市场环境所致；菜肴制品营收39.27亿元（同比+29.86%），主要系新柳伍并表及安井小厨产品增量贡献。2024Q1火锅料营收20.58亿元（同比+30.01%），其中肉制品和鱼糜制品增速分别达27.73%和31.48%，主要得益于丸之尊增量贡献及锁鲜装持续增长。面米制品和菜肴制品营收分别为6.38亿元（同比+4.42%）、9.55亿元（同比+12.35%）。
- **成本下降、规模效应显现，盈利能力稳健攀升。**1) **盈利端**，2023年、2024Q1毛利率/净利率分别为23.21%（同比+1.25pct）、26.55%（同比+1.84pct）/10.69%（同比+1.65pct）、11.75%（同比+0.13pct），主要系原材料成本下降及规模效应显现。2) **费用端**，2023年、2024Q1期间费用率分别为9.36%（同比-0.77pct）和10.67%（同比+0.55pct），其中销售费率影响较大，2023年销售费率下降0.58pct至6.59%，主要系公司规模效应显现，及减少促销人员和广告投入所致，2024Q1受股权激励费用影响，管理费率同比提高0.30pct至3.12%。另外，新柳伍2023年末未完成承诺的业绩，产生了0.36亿元商誉减值。
- **全年稳中求进，发展规划清晰。**2024Q1主业增速达到20%+，且净利率持续向上。2024年公司稳中求进，发展规划清晰，具体策略是，1) 在全国重点推广锁鲜装系列、火山石烤肠和烤鸡系列，其中锁鲜装在维持价盘稳定基础上，实现全年不间断推广，力争达到双位数增长。2) 结合当前市场趋势，加大全国性、战略单品和区域新品投放力度，并将部分产品决策权力下发到地方。3) 持续推广烤肠及铺设烤鸡市场，叠加今年山东和洪湖安井产能投放，奠定产品放量基础。
- **投资建议：**公司延续优秀表现，速冻龙头优势凸显，但考虑到餐饮仍处于弱复苏阶段，适当调整公司2024/2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，预计2024/2025/2026年归母净利润分别为16.97/20.26/22.12亿元，同比增速分别为14.83%/19.39%/9.16%，对应EPS为5.79/6.91/7.54元，对应PE为16.59/13.90/12.73倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新品推广不及预期，渠道开拓不及预期，食品安全风险，原材料价格波动风险。

盈利预测与估值

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,045.23	16,430.17	18,741.94	20,624.93
同比增速	15.29%	16.98%	14.07%	10.05%
归母净利润	1,478.07	1,697.26	2,026.34	2,211.93
同比增速	34.24%	14.83%	19.39%	9.16%
EPS(元)	5.04	5.79	6.91	7.54
P/E	20.76	16.59	13.90	12.73

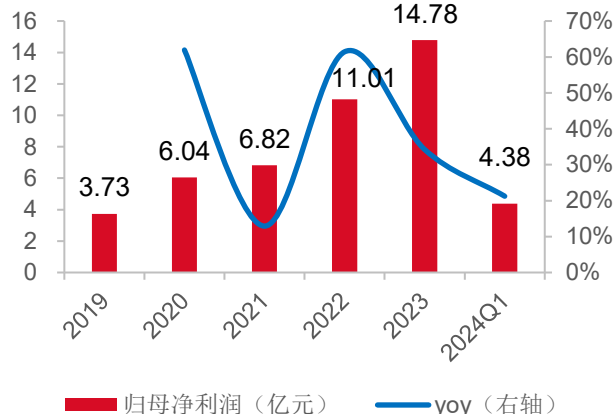
资料来源：携宁，东海证券研究所，2024年5月9日

图1 2019-2023 年营收 CAGR 为 27.79%



资料来源: wind, 东海证券研究所

图2 2019-2023 归母净利润 CAGR 为 41.09%



资料来源: wind, 东海证券研究所

表1 主要产品营业收入及同比增速 (亿元)

	2022 年	2023 年	同比增速	2024Q1	同比增速
速冻肉制品	23.84	26.27	10.22%	7.85	27.73%
速冻鱼糜制品	39.45	44.09	11.76%	12.73	31.48%
速冻面米制品	24.14	25.45	5.40%	6.38	4.42%
速冻菜肴制品	30.24	39.27	11.65%	9.55	12.27%

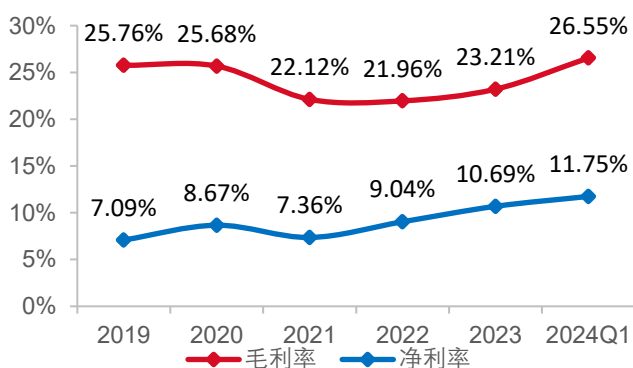
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

表2 分渠道营业收入及同比增速 (亿元)

	2022 年	2023 年	同比增速	2024Q1	同比增速
经销商	98.04	113.69	15.96%	30.29	22.61%
商超	9.78	8.47	-13.42%	2.90	-6.28%
特通直营	8.31	10.71	28.88%	2.43	0%
新零售	4.39	4.37	-9.86%	1.19	-8.27%
电商	1.30	3.20	145.92%	0.73	35.61%
合计	121.83	140.45	15.29%	37.55	17.67%

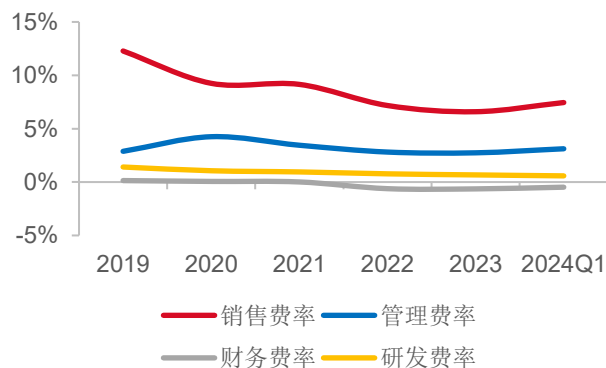
资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图3 2019-2024Q1 毛利率及净利率



资料来源: wind, 东海证券研究所

图4 2019-2024Q1 三费及研发费率



资料来源: wind, 东海证券研究所

表3 2023 年主要产品毛利率变化情况

	2022 年	2023 年	同比增速
速冻肉制品	25.83%	27.37%	1.54 pct
速冻鱼糜制品	26.20%	28.89%	2.69 pct
速冻面米制品	23.53%	25.58%	2.05 pct
速冻菜肴制品	11.42%	11.65%	0.23 pct

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表4 2023 年分渠道毛利率变化情况

	2022 年	2023 年	同比增速
经销商	19.98%	21.49%	1.51 pct
商超	41.73%	43.05%	1.32 pct
特通直营	19.92%	19.89%	-0.03pct
新零售	17.61%	25.49%	7.88pct
电商	49.61%	39.93%	-9.68pct
合计	21.96%	23.21%	1.25pct

资料来源：公司公告，东海证券研究所

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	14,045	16,430	18,742	20,625
%同比增速	15%	17%	14%	10%
营业成本	10,785	12,595	14,322	15,799
毛利	3,260	3,835	4,420	4,826
%营业收入	23%	23%	24%	23%
税金及附加	102	120	136	150
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	926	1,073	1,209	1,320
%营业收入	7%	7%	6%	6%
管理费用	385	509	506	553
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	94	107	124	135
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	-90	-61	-64	-74
%营业收入	-1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-65	-6	-2	-1
信用减值损失	4	0	0	0
其他收益	64	50	57	63
投资收益	21	14	16	18
资产处置收益	-10	0	0	0
营业利润	1,866	2,145	2,580	2,821
%营业收入	13%	13%	14%	14%
营业外收支	70	78	74	76
利润总额	1,936	2,223	2,654	2,898
%营业收入	14%	14%	14%	14%
所得税费用	435	500	596	651
净利润	1,501	1,724	2,058	2,246
%营业收入	11%	10%	11%	11%
归属于母公司的净利润	1,478	1,697	2,026	2,212
%同比增速	34%	15%	19%	9%
少数股东损益	23	27	32	35
EPS (元/股)	5.04	5.79	6.91	7.54

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	5.04	5.79	6.91	7.54
PE	20.76	16.59	13.90	12.73
PEG	0.61	1.12	0.72	1.39
PB	2.43	2.03	1.83	1.66
EV/EBITDA	11.73	8.80	7.21	6.32
ROE	12%	12%	13%	13%
ROIC	11%	12%	13%	12%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,975	5,233	5,997	7,032
交易性金融资产	1,033	1,263	1,363	1,413
应收账款及应收票据	571	874	1,094	1,223
存货	3,567	4,146	4,686	5,161
预付账款	71	199	126	131
其他流动资产	209	247	298	311
流动资产合计	10,426	11,962	13,565	15,272
长期股权投资	15	18	19	22
固定资产合计	4,060	4,530	4,730	4,819
无形资产	683	660	786	962
商誉	770	755	767	782
递延所得税资产	154	180	157	161
其他非流动资产	1,192	1,173	1,405	1,529
资产总计	17,300	19,278	21,429	23,546
短期借款	325	324	350	380
应付票据及应付账款	1,869	2,044	2,307	2,480
应付职工薪酬	244	262	286	316
应交税费	216	348	397	437
其他流动负债	1,352	1,729	2,032	2,219
流动负债合计	4,006	4,708	5,373	5,833
长期借款	1	1	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	249	255	250	260
负债合计	143	134	126	136
归母公司的所有者权益	4,400	5,099	5,750	6,229
少数股东权益	12,628	13,880	15,349	16,952
股东权益	273	299	331	365
负债及股东权益	12,901	14,179	15,679	17,317

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,956	1,751	2,428	2,557
投资	5,190	-233	-101	-53
资本性支出	-1,444	-875	-1,026	-904
其他	-3,529	74	15	17
投资活动现金流净额	217	-1,034	-1,112	-940
债权融资	-115	5	24	29
股权融资	29	22	0	0
支付股利及利息	-569	-478	-569	-621
其他	-50	-8	-7	10
筹资活动现金流净额	-705	-459	-552	-583
现金净流量	1,470	258	764	1,035

资料来源：携宁，东海证券研究所（截至 2024 年 5 月 9 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089