

## 安井食品 (603345.SH)

## 盈利能力持续改善，提升分红率回馈股东

优于大市

## 核心观点

2023 年收入同比增长 15%，2024 年第一季度收入同比增长 18%。公司 2023 年实现营收 140.45 亿元，同比增长 15.29%；归母净利润 14.78 亿元，同比增长 34.24%。2024 年第一季度公司实现营收 37.55 亿元，同比增长 17.67%；归母净利润 4.38 亿元，同比增长 21.24%。

2024 年一季度鱼糜制品收入增长良好，优势经销商渠道表现稳健。分产品看，2023 年米面制品/鱼糜制品/肉制品/菜肴制品收入分别同比增长 5.4%/11.8%/10.2%/29.8%。丸之尊、锁鲜装销售增长态势较好；速冻菜肴制品中虾滑产品表现较好。分渠道看，2023 年经销商/商超/特通/电商/新零售渠道收入同比+16.0%/-13.4%/+28.9%/+145.9%/-0.3%。公司优势经销商渠道表现较为稳健，截止一季度末经销商数量达到 1993 家；新媒体渠道开拓带动电商渠道增速明显；商超渠道受到客流量下降影响较为严重。

产品结构优化带动毛销差提升，盈利能力持续改善。2023 年公司毛利率同比提升 1.3pct 至 23.2%，主要源于原材料价格回落以及高毛利的锁鲜装产品占比持续提高，速冻鱼糜制品 2023 年毛利率同比提升 2.7pct。公司费用率稳中有降，2023 年销售/管理/研发费用率 6.6%/2.7%/0.7%，同比-0.6/-0.1/-0.1pct。2024 年一季度公司毛利率同比提升 1.8pct 至 26.6%，毛销差扩大至 19.1%，同比/环比提升 1.8/0.8pct，在此基础上归母净利润率同比提升 0.4pct 至 11.7%，达近年来单季度利润率最高点。

提升分红率回馈股东，2023 年分红率达 53.17%。上市以来公司承诺分红率 20%，实际每年分红率约 30%，24-26 年股东回报规划中最低分红率提升至 40%。公司积极回馈投资者，根据利润分配预案，公司拟向股东派发现金红利（含税）派发现金红利 5.19 亿元，考虑中期分红、年度分红及前期回购，2023 年分红率达到 53.17%。

风险提示：产品推新效果不佳，行业竞争加剧，原材料价格大幅上涨等。

投资建议：考虑 2024 年下游餐饮复苏较为温和，我们小幅下调此前盈利预测，2024-2026 年公司实现营业总收入 160.1/180.9/200.6 亿元（前预测值为 2024-2025 年收入 174.0/203.1 亿元），同比 14.0%/13.0%/10.9%；2024-2026 年公司实现归母净利润 17.0/19.0/20.4 亿元（前预测值为 2024-2025 年利润 17.6/21.4 亿元），同比 14.8%/12.2%/7.0%；预计 2024-2026 年公司实现 EPS 约 5.79/6.49/6.95 元，当前股价对应 PE 分别为 16.7/14.9/13.9 倍。公司产品打造能力较强，优势经销渠道经营具有韧性，维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,183	14,045	16,009	18,086	20,063
(+/-%)	31.4%	15.3%	14.0%	13.0%	10.9%
净利润(百万元)	1101	1478	1697	1904	2037
(+/-%)	61.4%	34.2%	14.8%	12.2%	7.0%
每股收益(元)	3.75	5.04	5.79	6.49	6.95
EBIT Margin	10.5%	12.5%	12.8%	12.8%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	11.7%	12.4%	12.8%	12.7%
市盈率 (PE)	25.7	19.1	16.7	14.9	13.9
EV/EBITDA	20.2	15.1	13.1	11.8	11.0
市净率 (PB)	2.42	2.24	2.07	1.91	1.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

## 食品饮料·食品加工

证券分析师：张向伟

证券分析师：杨苑

021-60933124

zhangxiangwei@guosen.com.cn yangyuan4@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523090003

## 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	96.42 元
总市值/流通市值	28279/28279 百万元
52 周最高价/最低价	163.00/68.57 元
近 3 个月日均成交额	305.25 百万元

## 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

- 《安井食品 (603345.SH) - 全国速冻食品龙头，第二成长曲线初显》——2024-03-19
- 《安井食品 (603345.SH) - 经营思路清晰务实，聚焦中长期高质量增长》——2023-12-24
- 《安井食品 (603345.SH) - 主业增长稳健，盈利能力持续优化》——2023-10-29
- 《安井食品 (603345.SH) - 股权激励落地激发团队活力，中长期发展定位清晰》——2023-10-17
- 《安井食品 (603345.SH) - 三季度净利润同比增长 62%，成本压力持续改善》——2022-10-19

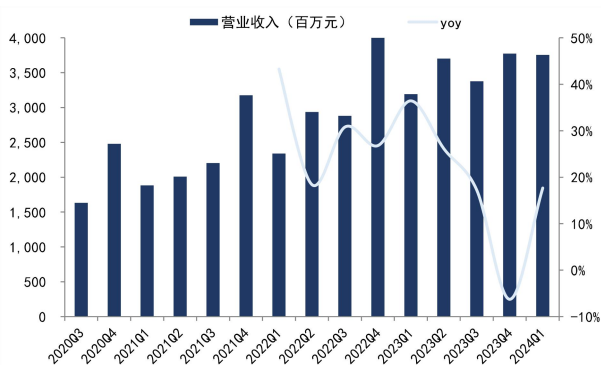
公司公布 2023 年年度报告及 2024 年第一季度报告，2023 年实现营收 140.45 亿元，同比增长 15.29%；归母净利润 14.78 亿元，同比增长 34.24%。其中，第四季度实现营收 37.74 亿元，同比减少 6.27%；归母净利润 3.56 亿元，同比减少 13.41%。2024 年第一季度公司实现营收 37.55 亿元，同比增长 17.67%；归母净利润 4.38 亿元，同比增长 21.24%。

**2024 年一季度鱼糜制品收入增长良好，优势经销商渠道表现稳健。**公司 2023 年收入同比增长 15.3%，2024 年一季度收入同比增长 17.7%，实现稳健增长，主要源于锁鲜装、丸之尊销售拉动。（1）分产品看，2023 年米面制品/鱼糜制品/肉制品/菜肴制品收入分别同比增长 5.4%/11.8%/10.2%/29.8%，2024 年一季度收入分别同比增长 4.4%/31.5%/27.7%/12.3%。丸之尊、锁鲜装销售增长态势较好；速冻菜肴制品中虾滑产品表现较好。（2）分渠道看，2023 年经销商/商超/特通/电商/新零售渠道收入同比+16.0%/-13.4%/+28.9%/+145.9%/-0.3%，2024 年一季度收入同比+22.6%/-6.3%/+0.02%/35.61%/-8.3%。公司优势经销商渠道表现较为稳健，截止 2024 年一季度未经销商数量达到 1993 家；新媒体渠道开拓带动电商渠道增速明显；商超渠道受到客流量下降影响较为严重。

**产品结构优化带动毛销差提升，盈利能力持续改善。**2023 年公司毛利率同比提升 1.3pct 至 23.2%，主要源于原材料价格回落以及高毛利的锁鲜装产品占比持续提高，速冻鱼糜制品 2023 年毛利率同比提升 2.7pct。公司费用率稳中有降，2023 年销售/管理/研发费用率 6.6%/2.7%/0.7%，同比-0.6/-0.1/-0.1pct。2024 年一季度公司毛利率同比提升 1.8pct 至 26.6%，毛销差扩大至 19.1%，同比/环比提升 1.8/0.8pct，在此基础上归母净利润率同比提升 0.4pct 至 11.7%，达近年来单季度利润率最高点。

**提升分红率回馈股东，2023 年分红率达 53.17%。**上市以来公司承诺分红率 20%，实际每年分红率约 30%，24-26 年股东回报规划中最低分红率提升至 40%。公司积极回馈投资者，根据利润分配预案，公司拟向股东派发现金红利（含税）派发现金红利 5.19 亿元，考虑中期分红、年度分红及前期回购，2023 年分红率达到 53.17%。

图1：单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）

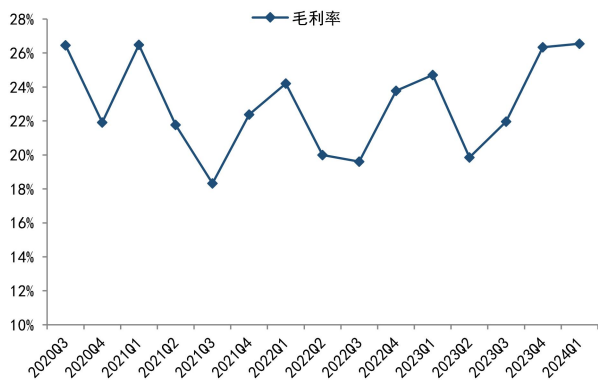


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

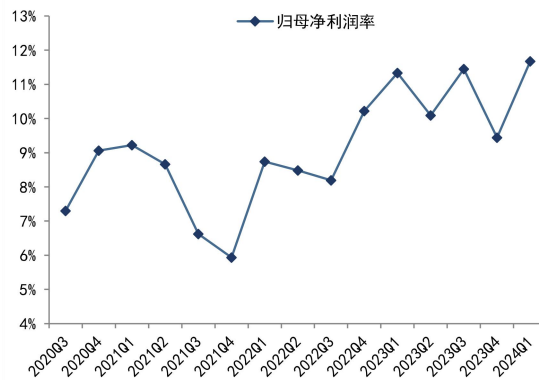
图2：单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图3: 单季度毛利率变化 (单位: %)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图4: 单季度归母净利润率变化 (单位: %)**


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议:** 考虑 2024 年下游餐饮复苏较为温和, 我们小幅下调此前收入预测, 2024-2025 年公司实现营业总收入 160.1/180.9 亿元 (前预测值为 174.0/203.1 亿元, 下调幅度约 3.5%/3.8%), 并引入 2026 年收入预测 200.6 亿元, 2024-2026 年收入同比 14.0%/13.0%/10.9%; 2024-2025 年公司实现归母净利润 17.0/19.0 亿元 (前预测值为 17.6/21.4 亿元, 下调幅度约 0.8%/9.5%), 并引入 2026 年利润预测 20.4 亿元, 2024-2026 年归母净利润同比 14.8%/12.2%/7.0%; 预计 2024-2026 年公司实现 EPS 约 5.79/6.49/6.95 元, 当前股价对应 PE 分别为 16.7/14.9/13.9 倍。公司 BC 端兼顾, 产品打造能力较强, 优势经销渠道经营具有韧性, 维持“优于大市”评级。

**表1: 盈利预测调整表**

项目	原预测 (调整前)			现在预测			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	17399	20314	-	16009	18086	20063	-1390	-2228	-
收入同比增速%	17.53%	16.75%	-	13.99%	12.97%	10.93%	-3.54%	-3.78%	-
毛利率%	22.8%	23.2%	-	23.6%	23.6%	23.2%	0.71%	0.40%	-
销售费用率%	6.57%	6.57%	-	6.57%	6.57%	6.57%	0.00%	0.00%	-
净利率%	10.09%	10.52%	-	10.60%	10.53%	10.15%	0.51%	0.01%	-
归母净利润 (百万元)	1756	2137	-	1697	1904	2037	-59	-233	-
归母净利润同比增速%	15.62%	21.71%	-	14.80%	12.21%	6.99%	-0.83%	-9.49%	-
EPS (元)	5.99	7.29	-	5.79	6.49	6.95	-0.20	-0.79	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表2: 可比公司估值表 (2024 年 5 月 27 日)**

代码	公司简称	PE-TTM	股价	EPS		PE		总市值 亿元	投资评级
				24E	25E	24E	25E		
603345.SH	安井食品	18.19	96.42	5.79	6.49	16.67	14.85	282.79	优于大市
001215.SZ	千味央厨	27.19	37.96	1.59	1.95	23.95	19.44	37.68	优于大市
300973.SZ	立高食品	59.36	35.03	0.69	1.69	50.53	20.68	59.32	不适用
605089.SH	味知香	30.35	26.10	1.03	0.91	25.25	28.72	36.02	不适用

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 立高食品、味知香为 Wind 一致预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5504	4975	5366	6075	6941	营业收入	12183	14045	16009	18086	20063
应收款项	763	592	675	762	845	营业成本	9508	10785	12238	13810	15406
存货净额	3137	3567	4034	4548	5072	营业税金及附加	90	102	116	131	145
其他流动资产	216	259	295	334	370	销售费用	873	926	1053	1189	1319
<b>流动资产合计</b>	<b>10292</b>	<b>10426</b>	<b>11403</b>	<b>12752</b>	<b>14261</b>	管理费用	342	385	447	525	576
固定资产	4104	5123	5594	5997	6327	研发费用	93	94	108	122	135
无形资产及其他	703	683	655	628	601	财务费用	(75)	(90)	(69)	(80)	(91)
投资性房地产	1085	1053	1053	1053	1053	投资收益	8	21	10	10	10
长期股权投资	9	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	48	74	30	30	20
<b>资产总计</b>	<b>16194</b>	<b>17300</b>	<b>18721</b>	<b>20445</b>	<b>22257</b>	其他收入	(162)	(167)	(83)	(97)	(110)
短期借款及交易性金融负债	494	328	200	200	200	营业利润	1340	1866	2183	2454	2628
应付款项	1670	1869	2114	2383	2657	营业外净收支	87	70	40	40	40
其他流动负债	1699	1809	2053	2319	2584	<b>利润总额</b>	<b>1427</b>	<b>1936</b>	<b>2223</b>	<b>2494</b>	<b>2668</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3863</b>	<b>4006</b>	<b>4367</b>	<b>4902</b>	<b>5441</b>	所得税费用	309	435	499	560	600
长期借款及应付债券	2	1	1	1	1	少数股东损益	16	23	27	30	32
其他长期负债	430	392	392	392	392	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1101</b>	<b>1478</b>	<b>1697</b>	<b>1904</b>	<b>2037</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>432</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>4295</b>	<b>4400</b>	<b>4761</b>	<b>5295</b>	<b>5834</b>	净利润	1101	1478	1697	1904	2037
少数股东权益	220	273	289	307	327	资产减值准备	35	20	11	8	6
股东权益	11679	12628	13672	14843	16095	折旧摊销	338	409	476	546	612
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16194</b>	<b>17300</b>	<b>18721</b>	<b>20445</b>	<b>22257</b>	公允价值变动损失	(48)	(74)	(30)	(30)	(20)
						财务费用	(75)	(90)	(69)	(80)	(91)
						营运资本变动	(407)	21	(87)	(97)	(98)
						其它	(22)	(5)	6	10	13
						<b>经营活动现金流</b>	<b>997</b>	<b>1848</b>	<b>2072</b>	<b>2342</b>	<b>2550</b>
						资本开支	0	(1473)	(900)	(900)	(900)
						其它投资现金流	(617)	(361)	0	0	0
						<b>投资活动现金流</b>	<b>(627)</b>	<b>(1840)</b>	<b>(900)</b>	<b>(900)</b>	<b>(900)</b>
						权益性融资	(0)	29	0	0	0
						负债净变化	(139)	(1)	0	0	0
						支付股利、利息	(219)	(569)	(653)	(733)	(784)
						其它融资现金流	4705	574	(128)	0	0
						<b>融资活动现金流</b>	<b>3988</b>	<b>(537)</b>	<b>(781)</b>	<b>(733)</b>	<b>(784)</b>
						<b>现金净变动</b>	<b>4359</b>	<b>(529)</b>	<b>391</b>	<b>709</b>	<b>866</b>
						货币资金的期初余额	1145	5504	4975	5366	6075
						货币资金的期末余额	5504	4975	5366	6075	6941
						企业自由现金流	0	315	1077	1340	1538
						权益自由现金流	0	888	1003	1402	1609

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032