

2024年08月20日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

主业营收稳健增长，规模效应持续释放

—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8月19日，安井食品发布2024年半年报。

投资要点

基本数据

2024-08-19

当前股价（元）	75.2
总市值（亿元）	221
总股本（百万股）	293
流通股本（百万股）	293
52周价格范围（元）	70.32-138.41
日均成交额（百万元）	327.82

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《安井食品（603345）：提质增效，打造区域爆品》2024-05-21
- 《安井食品（603345）：盈利能力提升，主业势能延续》2024-04-29
- 《安井食品（603345）：利润超预期，看好业绩弹性持续释放》2023-10-27

■ 主业营收稳步增长，规模效应释放利好盈利

公司2024H1营收75.44亿元（同增9%），主要系速冻调制食品主业稳步增长所致，归母净利润8.03亿元（同增9%），扣非归母净利润7.72亿元（同增11%）。2024Q2公司营收37.89亿元（同增2%），随着渠道铺垫完成与品牌力释放，预计下半年C端产品接替B端增长，归母净利润3.64亿元（同减3%），扣非归母净利润3.52亿元（同增1%）。盈利端，2024Q2毛利率同增1pct至21.29%，主要系原材料成本优化/规模效应释放所致，销售费用率同减0.1pct至4.85%，主要系促销费用边际减少所致，管理费用率同增1pct至3.27%，主要系股权支付费用增加所致，叠加政府补贴延后发放，2024Q2净利率同减0.4pct至9.90%，三季度原材料价格有回升趋势，但预计旺季下规模效应持续释放可平滑成本波动影响。

■ C端产品毛利优化，调整单品策略平滑行情影响

2024Q2速冻调制食品收入17.75亿元（同增14%），锁鲜装、丸之尊产品力夯实下收入、毛利边际回升，烤肠增速符合预期，关注下半年旺季放量。2024Q2速冻菜肴制品收入12.54亿元（同减7%），冻品先生2024Q2收入同增1.36%，但受促销力度增加影响，毛利率同减3pct，公司后续计划打造火锅周边产品组合应对丸子减速，并关注高势能品类牛羊肉卷发力；安井小厨低基数下实现高增，且原料价格下降与规模效应释放有望持续拉升毛利；2024H1公司加大清水虾采购力度，通过品类调整平滑小龙虾行情影响。2024Q2速冻面米制品收入6.53亿元（同减1%），价格战持续下，面米制品销售预计延续承压。2024Q2速冻农副产品收入0.92亿元（同减24%），主要受新宏业/新柳伍鱼浆销售减少影响。2024Q2休闲食品营收大幅下降主要系控股子公司Oriental Food Express Limited调整常温食品业务所致。

■ 经销渠道推力充足，属地化转型开拓大B空间

经销渠道基本盘稳固，属地化转型持续推进。2024Q2 经销商渠道收入 30.84 亿元（同增 4%），经销渠道基本盘稳固，公司严控价盘管理，保证经销商渠道利润，在渠道推力保证下，预计下半年经销渠道延续稳步增长，截至 2024H1 末，公司经销商共 2060 家，较年初净增加 96 家。2024Q2 特通直营渠道收入 2.75 亿元（同减 25%），主要受连锁餐饮疲软、小龙虾价格低迷影响，在属地化转型下，公司向各地工厂下达硬性指标，与当地餐饮连锁做绑定提升，随着内部效率得到验证，连锁餐饮试样推进，特通渠道仍有渗透空间。2024Q2 商超渠道收入 1.40 亿元（同增 4%），主要系消费者在家烹饪增加与新宏业/新柳伍进入大润发、沃尔玛渠道贡献增量所致。2024Q2 新零售渠道收入 2.54 亿元（同增 43%），主要得益于新宏业新开发盒马增量业务渠道。2024Q2 电商渠道营收 0.35 亿元（同减 37%），主要系二季度新柳伍电商业务停止所致。小龙虾主销区旺季承压，各区域增速分化。2024Q2 华东/华北/华中/东北/华南/西南/西北地区营收分别为 16.17/5.56/4.94/3.44/3.06/2.27/2.17 亿元，分别同比 +3%/-3%/-3%/-3%/+10%/+34%/-4%，其中，华东区域市场扎实，业绩稳健，小龙虾集中分布的华中/华北区域二季度受行情影响收入同比下降。

盈利预测

我们看好公司在保证利润的基础上以规模扩张为主线，巩固锁鲜装、丸之尊存量市场的同时，通过属地化研发开拓特通渠道增量，目前前瞻性布局烤肠品类，并及时根据市场趋势调整经营侧重点，维持经营稳定，随着小龙虾行情企稳，预计新宏业/新柳伍逐渐释放业绩弹性，根据半年报，我们调整 2024-2026 年 EPS 分别为 5.56/6.57/7.59（前值为 5.84/6.79/7.83）元，当前股价对应 PE 分别为 14/11/10 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	15,449	17,042	18,783
增长率（%）	15.3%	10.0%	10.3%	10.2%
归母净利润（百万元）	1,478	1,629	1,927	2,226
增长率（%）	34.2%	10.2%	18.3%	15.5%
摊薄每股收益（元）	5.04	5.56	6.57	7.59
ROE（%）	11.5%	11.7%	12.7%	13.5%

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	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:					营业收入	14,045	15,449	17,042	18,783
现金及现金等价物	4,975	6,350	7,985	9,653	营业成本	10,785	11,733	12,822	14,022
应收款	592	593	607	618	营业税金及附加	102	124	116	122
存货	3,567	3,346	3,190	3,177	销售费用	926	1,097	1,210	1,334
其他流动资产	1,292	1,380	1,452	1,507	管理费用	385	463	511	563
流动资产合计	10,426	11,669	13,234	14,956	财务费用	-90	-164	-208	-255
非流动资产:					研发费用	94	104	115	126
金融类资产	1,033	1,133	1,213	1,263	费用合计	1,315	1,501	1,627	1,769
固定资产	4,060	4,427	4,387	4,197	资产减值损失	4	-10	-5	-3
在建工程	1,064	425	170	68	公允价值变动	8	4	3	2
无形资产	683	649	614	582	投资收益	21	16	12	8
长期股权投资	15	15	15	15	营业利润	1,866	2,092	2,487	2,882
其他非流动资产	1,053	1,053	1,053	1,053	加:营业外收入	82	50	40	30
非流动资产合计	6,874	6,569	6,240	5,915	减:营业外支出	12	10	9	8
资产总计	17,300	18,238	19,474	20,871	利润总额	1,936	2,132	2,518	2,904
流动负债:					所得税费用	435	477	562	645
短期借款	325	355	375	385	净利润	1,501	1,654	1,957	2,260
应付账款、票据	1,869	1,787	1,772	1,744	少数股东损益	23	25	29	34
其他流动负债	1,183	1,183	1,183	1,183	归母净利润	1,478	1,629	1,927	2,226
流动负债合计	4,006	3,917	3,937	3,929					
非流动负债:					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	1	1	2	4	成长性				
其他非流动负债	392	392	392	392	营业收入增长率	15.3%	10.0%	10.3%	10.2%
非流动负债合计	394	394	395	397	归母净利润增长率	34.2%	10.2%	18.3%	15.5%
负债合计	4,400	4,311	4,332	4,326	盈利能力				
所有者权益					毛利率	23.2%	24.1%	24.8%	25.3%
股本	293	293	293	293	四项费用/营收	9.4%	9.7%	9.5%	9.4%
股东权益	12,901	13,928	15,142	16,545	净利率	10.7%	10.7%	11.5%	12.0%
负债和所有者权益	17,300	18,238	19,474	20,871	ROE	11.5%	11.7%	12.7%	13.5%
					偿债能力				
现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	25.4%	23.6%	22.2%	20.7%
净利润	1501	1654	1957	2260	营运能力				
少数股东权益	23	25	29	34	总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
折旧摊销	409	305	328	323	应收账款周转率	23.7	26.1	28.1	30.4
公允价值变动	8	4	3	2	存货周转率	3.0	3.5	4.1	4.5
营运资金变动	15	113	150	-21	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	1956	2101	2466	2597	EPS	5.04	5.56	6.57	7.59
投资活动现金净流量	217	171	215	242	P/E	14.9	13.5	11.4	9.9
筹资活动现金净流量	-798	-597	-721	-845	P/S	1.6	1.4	1.3	1.2
现金流量净额	1,375	1,674	1,961	1,995	P/B	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 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。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

■ 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。