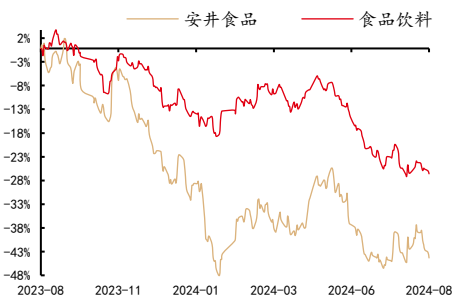


股票投资评级

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)	73.65
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	216 / 216
52周内最高/最低价	138.41 / 70.32
资产负债率(%)	25.4%
市盈率	14.61
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)

经营韧性强，股份支付/补助等影响表观利润

● 事件

公司2024年上半年实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 75.44/75.44/8.03/7.72 亿元，同比+9.42%/+9.42%/+9.17%/+11.11%。公司单Q2实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 37.89/37.89/3.64/3.52 亿元，同比+2.31%/+2.31%/-2.51%/+0.79%。

● 核心要点

市场偏弱背景下主业经营表现依旧亮眼。分业务来看，主业估计单Q2实现双位数左右的增长、消费疲软下实属不易，锁鲜装表现亮眼、小厨单Q2高速增长。冻品先生因外部市场环境偏弱估计表现稳定。新宏业、新柳伍因上半年小龙虾市场价格低位、叠加鱼副产品销售下滑导致收入端承压。分品类看，速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻面米制品/速冻农副产品/休闲食品/其他实现营收 38.33/22.08/12.91/1.9/0.002/0.21 亿元，分别同比+21.86%/+0.4%/+1.37%/-27.08%/-94.48%/+69.03%。分渠道看，经销商/特通直营/商超/新零售/电商实现营收 61.13/5.18/4.31/3.27/1.54 亿元，分别同比+12.42%/-15.27%/-3.03%/+27.32%/+7.28%。部分直营大B对特通的影响较大，商超渠道Q2有止滑、反转向上，新客户助力新零售渠道实现较好增长。

上半年原材料成本红利延续，Q2公司随着市场竞争、需求疲软等外部情况，积极调整经营思路，多品类加大促销力度，我们预计经营性利润率维持平稳。政府补贴减少、税费增加、激励摊销等因素影响表观净利润，还原后估计H1主业净利率仍处于高位、Q2主业利润同比实现韧性增长。单看小龙虾业务，由于部分区域价格保护补贴、公司主动调整产品结构、以及市场端价格底部回暖，估计最差时点已过。2024上半年，公司毛利率/归母净利率为 23.91%/10.64%，分别同比+1.81/-0.02pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.14%/3.2%/0.6%/-0.65%，分别同比+0.09/+0.73/+0.02/+0.13pct。24Q2，公司毛利率/归母净利率为 21.29%/9.61%，分别同比+1.44/-0.48pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.85%/3.27%/0.62%/-0.81%，分别同比-0.09/+1.11/+0.05/+0.09pct。

中期分红落地，中期分红+上半年现金回购合计占公司上半年合并归母净利润的比例为 57.50%，回馈比例高于 2023 年综合利润分配+回购方案的 53.17%。我们预判后续经营情况稳健趋势下、能延续较为积极的回馈方案。

公司上半年积极面对市场竞争，核心品类维持高增、烤肠等新品抢占市场份额，淡季通过市场促销、产品储备为下半年旺季来临积攒势能。今年主要原材料价格下滑对毛利率有较大正向拉动，下半年至

明年成本或略有波动，但费用端投入整体严格把控、产品升级趋势带动下，经营性利润率有望维持在较高水平。

● 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 年收入为 155.12/171.14/187.88 亿元（原预测为 161.6/184.15/205.47 亿元），同比增长 10.44%/10.33%/9.78%；预计 2024-2026 年归母净利润为 16.31/18.39/20.99 亿元（原预测为 17.74/20.45/23.14 亿元），同比增长 10.34%/12.78%/14.12%。未来三年 EPS 分别为 5.56/6.27/7.16 元，对应当前股价 PE 分别为 13/12/10 倍，前期公司股价回调、持续消化市场对于餐饮端需求的担忧，公司积极探寻国内市场需求、同时开拓海外市场，期待市场情绪回暖、基本面改善后股价有更好反应，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	15512	17114	18788
增长率(%)	15.29	10.44	10.33	9.78
EBITDA（百万元）	2269.37	2573.87	2903.44	3228.34
归属母公司净利润（百万元）	1478.07	1630.85	1839.30	2099.00
增长率(%)	34.24	10.34	12.78	14.12
EPS(元/股)	5.04	5.56	6.27	7.16
市盈率(P/E)	14.61	13.25	11.74	10.29
市净率(P/B)	1.71	1.54	1.38	1.23
EV/EBITDA	8.38	6.80	5.35	4.22

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	2022E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	14045	15512	17114	18788	营业收入	15.3%	10.4%	10.3%	9.8%
营业成本	10785	11904	13107	14359	营业利润	39.2%	8.3%	14.6%	14.5%
税金及附加	102	93	120	132	归属于母公司净利润	34.2%	10.3%	12.8%	14.1%
销售费用	926	993	1061	1137	获利能力				
管理费用	385	496	479	470	毛利率	23.2%	23.3%	23.4%	23.6%
研发费用	94	93	98	113	净利率	10.7%	10.6%	10.9%	11.4%
财务费用	-90	-14	-28	-36	ROE	11.7%	11.6%	11.7%	12.0%
资产减值损失	-65	0	0	0	ROIC	15.9%	15.6%	17.9%	21.2%
营业利润	1866	2020	2316	2651	偿债能力				
营业外收入	82	93	86	93	资产负债率	25.4%	23.5%	22.9%	22.4%
营业外支出	12	7	7	6	流动比率	2.60	3.06	3.37	3.65
利润总额	1936	2106	2394	2738	营运能力				
所得税	435	461	527	603	应收账款周转率	24.63	18.82	18.82	18.82
净利润	1501	1645	1867	2135	存货周转率	3.02	3.32	3.65	3.65
归母净利润	1478	1631	1839	2099	总资产周转率	0.81	0.83	0.82	0.81
每股收益(元)	5.04	5.56	6.27	7.16	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	5.04	5.56	6.27	7.16
货币资金	4975	6952	9319	11584	每股净资产	43.06	47.97	53.51	59.83
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	826	911	1000	PE	14.61	13.25	11.74	10.29
预付款项	71	111	123	135	PB	1.71	1.54	1.38	1.23
存货	3567	3588	3591	3934	现金流量表				
流动资产合计	10426	12264	14707	17441	净利润	1501	1515	1772	2034
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	-18	227	-53
无形资产	683	649	614	580	其他	101	-14	-28	-36
非流动资产合计	6874	6493	6055	5629	经营活动现金流净额	1956	1965	2508	2470
资产总计	17300	18757	20762	23069	资本开支	-1482	-100	-100	-100
短期借款	325	0	0	0	其他	1700	613	145	102
应付票据及应付账款	1869	2601	2864	3137	投资活动现金流净额	217	513	45	2
其他流动负债	1812	1407	1496	1639	股权融资	19	0	0	0
流动负债合计	4006	4008	4359	4776	债务融资	-164	-325	0	0
其他	394	394	394	394	其他	-561	-176	-186	-208
非流动负债合计	394	394	394	394	筹资活动现金流净额	-705	-502	-186	-208
负债合计	4400	4402	4753	5170	现金及现金等价物净增加额	1470	1976	2368	2264
股本	293	293	293	293					
资本公积金	8043	8043	8043	8043					
未分配利润	4292	5733	7358	9212					
少数股东权益	273	287	315	351					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	12901	14355	16009	17899					
负债和所有者权益总计	17300	18757	20762	23069					

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