

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)	88.88
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	261 / 261
52周内最高/最低价	129.22 / 68.93
资产负债率(%)	25.4%
市盈率	17.63
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)

新品势能强劲，非经常与费投增加造成盈利波动

● 事件

公司2024年前三季度实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 110.77/110.77/10.47/10.01 亿元，同比 7.84%/7.84%/-6.65%/-2.46%。公司单 Q3 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 35.33/35.33/2.44/2.29 亿元，同比 4.63%/4.63%/-36.76%/-30.9%。

● 核心要点

**Q3 主业稳健增长，但新品势能强劲，经营压力最大时点过去。**从公司业务看，预计主业单 Q3 表现平淡、实现小个位数增长，宏业/柳伍随着销售价格回暖后均有小双位数增长，环比上半年有一定改善，冻品先生和功夫食品增长亮眼，其中冻品先生全年有望达成此前目标。产品角度看，牛羊肉卷、小酥肉、烤肠、锁鲜装、虾滑前三季度均有较好增长，烤肠大单品成功打爆，全年销售预计有较大突破，明年可实现自产，牛羊肉卷进入旺季动销旺盛。**进入 10 月以后经营压力将明显减缓**，一方面 2025 年春节较为靠前，主力发货时间提前至 12 月，核算口径错期下利好 Q4，另一方面今年入冬天气较为正常，有利于火锅消费季节的正常表现，相比去年暖冬造成需求不足来说今年需求端较为稳健。

**为应对行业竞争公司加大促销政策、新品投放支持，叠加股份支付摊销、政府补助减少等非经常费用波动导致报表端利润率下滑。**2024 前三季度，公司毛利率/归母净利率为 22.64%/9.45%，分别同比 0.58/-1.47pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.23%/3.31%/0.64%/-0.51%，分别同比 0.15/0.94/-0.01/0.18pct。公司单 Q3 实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非净利润 35.33/35.33/2.44/2.29 亿元，同比 4.63%/4.63%/-36.76%/-30.9%。24Q3，公司毛利率/归母净利率为 19.93%/6.92%，分别同比-2.04/-4.53pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.4%/3.53%/0.74%/-0.23%，分别同比 0.29/1.39/-0.08/0.29pct。毛利率下降主因公司参与市场竞争，在个别品类上进行促销政策、价格竞争、以及新品推广投入等因素导致，费用端来看有以下影响因素：1) 管理费用提升，包括股份支付费用全年度影响、以及咨询机构中介费用；2) 销售费用增加，包括人员工资、促销费用、物流费用等；3) 利率下降导致财务利息收入减少；4) 非经常损益中单季度政府补助减少较多。

● 盈利预测与投资评级

根据三季报情况我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年收入为 152.71/167.45/182.47 亿元（原预测值为 155.12/171.14/187.88 亿元），同比增长 8.73%/9.65%/8.97%。预计 2024-2026 年归母净利润为 14.13/15.83/18.00 亿元（原预测值为 16.31/18.39/20.99 亿元），同

比增长-4.39%/+11.99%/+13.75%，还原股份支付摊销影响后 2024-2026 年表观净利润约为 14.97/16.21/18.15 亿元，同比+1.3%/+8.3%/+12%。未来三年 EPS 分别为 4.82/5.40/6.14 元，对应 PE 分别为 18/16/14 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	15271	16745	18247
增长率 (%)	15.29	8.73	9.65	8.97
EBITDA (百万元)	2269.37	2295.48	2570.27	2840.51
归属母公司净利润 (百万元)	1478.07	1413.21	1582.58	1800.25
增长率 (%)	34.24	-4.39	11.99	13.75
EPS (元/股)	5.04	4.82	5.40	6.14
市盈率 (P/E)	17.64	18.45	16.47	14.48
市净率 (P/B)	2.06	1.88	1.71	1.55
EV/EBITDA	10.34	9.63	7.91	6.57

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	14045	15271	16745	18247	营业收入	15.3%	8.7%	9.7%	9.0%
营业成本	10785	11835	12969	14123	营业利润	39.2%	-4.4%	11.0%	14.1%
税金及附加	102	92	117	128	归属于母公司净利润	34.2%	-4.4%	12.0%	13.8%
销售费用	926	977	1075	1150	<b>获利能力</b>				
管理费用	385	512	553	547	毛利率	23.2%	22.5%	22.6%	22.6%
研发费用	94	107	117	109	净利率	10.7%	9.3%	9.6%	10.0%
财务费用	-90	-13	-27	-35	ROE	11.7%	10.2%	10.4%	10.7%
资产减值损失	-65	0	0	0	ROIC	15.9%	13.8%	15.4%	18.3%
<b>营业利润</b>	<b>1866</b>	<b>1784</b>	<b>1981</b>	<b>2261</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	82	50	86	93	资产负债率	25.4%	23.6%	23.2%	22.8%
营业外支出	12	7	7	6	流动比率	2.60	3.03	3.30	3.55
<b>利润总额</b>	<b>1936</b>	<b>1827</b>	<b>2060</b>	<b>2348</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	435	402	454	517	应收账款周转率	24.63	18.82	18.82	18.82
<b>净利润</b>	<b>1501</b>	<b>1425</b>	<b>1607</b>	<b>1831</b>	存货周转率	3.02	3.32	3.65	3.65
<b>归母净利润</b>	<b>1478</b>	<b>1413</b>	<b>1583</b>	<b>1800</b>	总资产周转率	0.81	0.82	0.83	0.82
<b>每股收益(元)</b>	<b>5.04</b>	<b>4.82</b>	<b>5.40</b>	<b>6.14</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	5.04	4.82	5.40	6.14
货币资金	4975	6768	8909	10909	每股净资产	43.06	47.31	52.08	57.50
交易性金融资产	7	7	7	7	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	572	813	891	971	PE	17.64	18.45	16.47	14.48
预付款项	71	109	120	131	PB	2.06	1.88	1.71	1.55
存货	3567	3567	3553	3869	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>10426</b>	<b>12041</b>	<b>14230</b>	<b>16661</b>	净利润	1501	1362	1509	1730
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	-8	231	-48
无形资产	683	649	614	580	其他	101	-13	-27	-35
<b>非流动资产合计</b>	<b>6874</b>	<b>6493</b>	<b>6055</b>	<b>5629</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1956</b>	<b>1823</b>	<b>2251</b>	<b>2174</b>
<b>资产总计</b>	<b>17300</b>	<b>18534</b>	<b>20286</b>	<b>22290</b>	资本开支	-1482	-100	-100	-100
短期借款	325	0	0	0	其他	1700	546	147	102
应付票据及应付账款	1869	2586	2834	3086	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>217</b>	<b>446</b>	<b>47</b>	<b>2</b>
其他流动负债	1812	1393	1474	1605	股权融资	19	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>4006</b>	<b>3979</b>	<b>4308</b>	<b>4690</b>	债务融资	-164	-325	0	0
其他	394	394	394	394	其他	-561	-151	-157	-175
<b>非流动负债合计</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>394</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-705</b>	<b>-476</b>	<b>-157</b>	<b>-175</b>
<b>负债合计</b>	<b>4400</b>	<b>4373</b>	<b>4702</b>	<b>5084</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>1470</b>	<b>1792</b>	<b>2141</b>	<b>2001</b>
股本	293	293	293	293					
资本公积金	8043	8043	8043	8043					
未分配利润	4292	5540	6939	8529					
少数股东权益	273	285	309	340					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>12901</b>	<b>14161</b>	<b>15584</b>	<b>17205</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>17300</b>	<b>18534</b>	<b>20286</b>	<b>22290</b>					

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