



# 安井食品 (603345.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 业绩短时承压 静待需求回暖

### 业绩简评

公司披露三季报，前三季度实现营业收入 110.77 亿元，同比 +7.84%；归母净利润 10.47 亿元，同比 -6.65%；扣非归母净利润 10.01 亿元，同比 -2.46%。23Q3 实现营业收入 35.33 亿元，同比 +4.63%；归母净利润 2.44 亿元，同比 -36.76%；扣非归母净利润 2.29 亿元，同比 -30.90%。

### 经营分析

**Q3 表现承压，速冻菜肴表现亮眼。**前三季度速冻调制食品/速冻米面制品/速冻菜肴制品/速冻农副产品实现收入 56.25/18.24/33.37/2.68 亿元，分别同比 +13.88%/-2.06%/+7.34%/-20.87%，单 Q3 分别实现收入 17.92/5.33/11.29/0.78 亿元，分别同比 -0.12%/-9.49%/+24.1%/-0.83%。由于行业在消费偏弱的背景下竞争激烈，公司部分产品对渠道进行让利，Q3 整体表现略有承压。分渠道看，前三季度经销商/商超/特通直营/新零售/电商渠道分别实现营业收入 90.91/6.02/7.06/4.64/2.13 亿元，分别同比 +9.24%/+1.52%/-14.53%/+41.95%/+5.30%；其中单 Q3 分别实现同比 +3.2%/+15.1%/-12.4%/0.4%/+95.9%，商超渠道 Q3 表现有所回暖，特通渠道下滑主要系新宏业与新柳伍特通渠道客户影响。

**费用端略有提升，利润端有所承压。**24 前三季度毛利率为 22.6%，同比 +0.58pct；24Q3 毛利率为 19.93%，同比 -2.04pct，环比 -1.36pct。费用端公司前三季度销售费用率同比 +0.15pct 至 6.23%，管理费用率同比 +0.94pct 至 3.31%，研发费率同比 -0.01pct 至 0.64%；24Q3 销售费用率同比 +0.29pct 至 6.40%，管理费用率同比 +0.94pct 至 3.53%，研发费用率同比 -0.08pct 至 0.74%。管理费用率的增加主要系报告期内股份支付分摊费用增加，销售费用率增加主要系促销等方面费用增加。公司前三季度实现归母净利率 9.45%，同比下降 1.47pct；24Q3 实现归母净利率 6.92%，同比下降 4.53pct，费用端的提升、政府补助的减少等因素导致 Q3 净利率有所下滑，预计后续政府补助陆续落地。

### 盈利预测、估值与评级

在需求相对疲软的背景下，公司多途径促进主业增长。我们预计公司 24-26 年收入为 154/168/183 亿元，同比 +10%/9%/9%；归母净利为 14.2/15.6/17.0 亿元，同比 -4%/+10%/+9%。对应 EPS 为 4.84/5.31/5.78 元，对应 PE20/18/16X，维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全问题；新品表现不及预期；原材料价格上涨。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

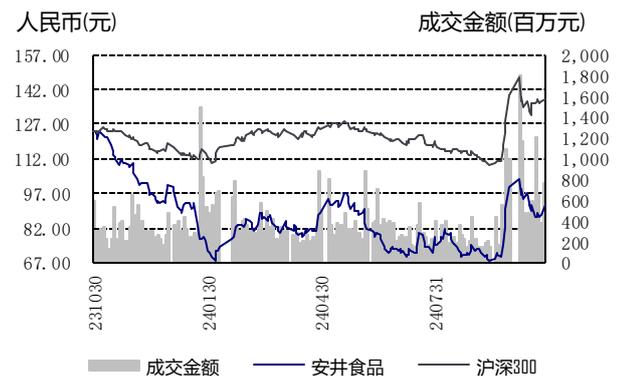
liuchenqian@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：91.79 元

### 相关报告：

1. 《安井食品公司点评：主业稳健增长 龙头砥砺前行》，2024.8.20

2. 《安井食品公司点评：一季度实现开门红 分红比例提升》，2024.4.27



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,183	14,045	15,417	16,838	18,338
营业收入增长率	31.39%	15.29%	9.77%	9.21%	8.91%
归母净利润(百万元)	1,101	1,478	1,418	1,557	1,696
归母净利润增长率	61.37%	34.24%	-4.06%	9.76%	8.97%
摊薄每股收益(元)	3.754	5.040	4.835	5.307	5.783
每股经营性现金流净额	4.80	6.67	5.18	6.71	8.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.43%	11.70%	10.49%	10.77%	10.96%
P/E	43.12	20.76	19.64	17.89	16.42
P/B	4.07	2.43	2.06	1.93	1.80

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,272	12,183	14,045	15,417	16,838	18,338
增长率		31.4%	15.3%	9.8%	9.2%	8.9%
主营业务成本	-7,221	-9,508	-10,785	-11,951	-13,125	-14,332
%销售收入	77.9%	78.0%	76.8%	77.5%	77.9%	78.2%
毛利	2,051	2,675	3,260	3,466	3,713	4,006
%销售收入	22.1%	22.0%	23.2%	22.5%	22.1%	21.8%
营业税金及附加	-59	-90	-102	-113	-123	-134
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-849	-873	-926	-1,033	-1,128	-1,229
%销售收入	9.2%	7.2%	6.6%	6.7%	6.7%	6.7%
管理费用	-320	-342	-385	-493	-488	-513
%销售收入	3.4%	2.8%	2.7%	3.2%	2.9%	2.8%
研发费用	-88	-93	-94	-108	-101	-92
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	736	1,277	1,753	1,719	1,872	2,038
%销售收入	7.9%	10.5%	12.5%	11.2%	11.1%	11.1%
财务费用	-1	75	90	133	134	147
%销售收入	0.0%	-0.6%	-0.6%	-0.9%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-15	-58	-61	-40	-20	-20
公允价值变动收益	0	2	8	5	5	5
投资收益	99	8	21	10	10	10
%税前利润	11.2%	0.5%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%
营业利润	860	1,340	1,866	1,827	2,001	2,180
营业利润率	9.3%	11.0%	13.3%	11.9%	11.9%	11.9%
营业外收支	19	87	70	20	20	20
税前利润	879	1,427	1,936	1,847	2,021	2,200
利润率	9.5%	11.7%	13.8%	12.0%	12.0%	12.0%
所得税	-193	-309	-435	-406	-445	-484
所得税率	21.9%	21.7%	22.5%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	687	1,118	1,501	1,441	1,577	1,716
少数股东损益	5	16	23	23	20	20
归属于母公司的净利润	682	1,101	1,478	1,418	1,557	1,696
净利率	7.4%	9.0%	10.5%	9.2%	9.2%	9.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	687	1,118	1,501	1,441	1,577	1,716
少数股东损益	5	16	23	23	20	20
非现金支出	265	415	488	482	535	609
非经营收益	-6	-24	17	-116	-23	-29
营运资金变动	-407	-101	-50	-288	-120	98
经营活动现金净流	538	1,407	1,956	1,519	1,968	2,395
资本开支	-908	-1,070	-1,440	-1,052	-1,131	-1,131
投资	662	-3,733	1,638	-3	15	5
其他	30	8	20	10	10	10
投资活动现金净流	-216	-4,795	217	-1,045	-1,106	-1,116
股权募资	0	5,682	29	46	0	0
债权募资	126	1	-115	-132	-94	-165
其他	-202	-261	-619	-581	-634	-685
筹资活动现金净流	-76	5,421	-705	-667	-729	-850
现金净流量	244	2,033	1,470	-193	134	429

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,145	5,504	4,975	4,782	4,915	5,344
应收款项	564	763	593	655	715	779
存货	2,414	3,137	3,567	3,602	3,955	4,123
其他流动资产	238	888	1,292	1,309	1,314	1,330
流动资产	4,361	10,292	10,426	10,347	10,900	11,576
%总资产	49.7%	63.6%	60.3%	58.5%	57.7%	57.5%
长期投资	0	9	15	15	15	15
固定资产	3,215	4,104	5,123	5,804	6,410	6,940
%总资产	36.6%	25.3%	29.6%	32.8%	33.9%	34.5%
无形资产	991	1,548	1,497	1,526	1,556	1,588
非流动资产	4,411	5,901	6,874	7,350	7,985	8,547
%总资产	50.3%	36.4%	39.7%	41.5%	42.3%	42.5%
资产总计	8,771	16,194	17,300	17,697	18,885	20,123
短期借款	275	494	328	335	240	76
应付款项	2,115	2,201	2,251	2,605	2,857	3,118
其他流动负债	761	1,168	1,427	894	951	1,035
流动负债	3,150	3,863	4,006	3,833	4,048	4,229
长期贷款	141	2	1	1	1	1
其他长期负债	336	430	392	2	1	1
负债	3,628	4,295	4,400	3,836	4,051	4,231
普通股股东权益	5,073	11,679	12,628	13,525	14,459	15,476
其中：股本	244	293	293	293	293	293
未分配利润	2,376	3,263	4,189	5,040	5,974	6,991
少数股东权益	70	220	273	295	315	335
负债股东权益合计	8,771	16,194	17,300	17,697	18,825	20,043

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.791	3.754	5.040	4.835	5.307	5.783
每股净资产	20.757	39.821	43.056	46.113	49.297	52.767
每股经营现金净流	2.202	4.798	6.668	5.180	6.711	8.166
每股股利	0.376	0.474	0.742	1.934	2.123	2.313
回报率						
净资产收益率	13.45%	9.43%	11.70%	10.49%	10.77%	10.96%
总资产收益率	7.78%	6.80%	8.54%	8.03%	8.27%	8.46%
投入资本收益率	9.97%	7.90%	10.08%	9.47%	9.73%	10.00%
增长率						
主营业务收入增长率	33.12%	31.39%	15.29%	9.77%	9.21%	8.91%
EBIT增长率	0.85%	73.40%	37.30%	-1.91%	8.89%	8.84%
净利润增长率	13.00%	61.37%	34.24%	-4.06%	9.76%	8.97%
总资产增长率	23.60%	84.62%	6.84%	2.29%	6.72%	6.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.5	19.1	17.0	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	103.8	106.5	113.4	110.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	62.7	54.6	51.9	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	114.1	100.2	105.5	105.1	102.9	99.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.25%	-47.74%	-44.02%	-39.65%	-38.63%	-39.85%
EBIT利息保障倍数	1,082.9	-16.9	-19.4	-12.9	-14.0	-13.8
资产负债率	41.36%	26.52%	25.43%	21.73%	21.52%	21.11%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	26	55	105
增持	0	1	3	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.10	1.10	1.11	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-13	买入	158.90	N/A
2	2023-04-25	买入	151.44	N/A
3	2023-07-16	买入	152.58	N/A
4	2023-08-01	买入	154.20	N/A
5	2023-09-29	买入	124.00	N/A
6	2023-10-27	买入	116.40	N/A
7	2024-04-27	买入	83.99	N/A
8	2024-08-20	买入	75.20	N/A

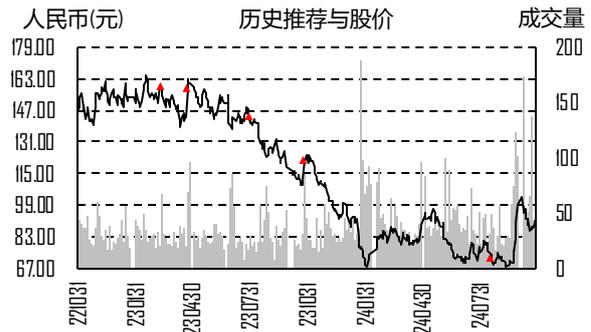
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究