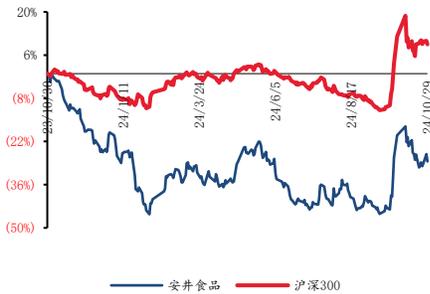


安井食品：Q3 重点单品延续稳增，业绩阶段性承压

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 2.93/2.93
总市值/流通(亿元) 260.68/260.68
12个月内最高/最低价(元) 130.99/68.2

相关研究报告

<<安井食品：主业收入韧性增长，Q2 业绩符合预期>>—2024-08-23
<<安井食品：经营持续向上，盈利水平再创新高>>—2024-05-07
<<安井食品：经营持续向上，盈利水平再创新高>>—2024-04-30

证券分析师：郭梦婕

电话：
E-MAIL: guomj@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：肖依琳

电话：
E-MAIL: xiaoyl@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523100003

事件：公司发布2024年三季报，公司前三季度实现收入110.8亿元，同比+7.8%，归母净利润10.5亿元，同比-6.7%，扣非净利润10.0亿元，同比-2.5%；其中Q3实现收入35.3亿元，同比+4.6%，归母净利润2.4亿元，同比-36.8%，扣非净利润2.3亿元，同比-30.9%。

Q3 整体收入稳增长，重点单品延续亮眼表现。Q3 公司收入同比增长4.6%，主业增长稳健，整体收入符合此前预期。分产品来看，Q3 速冻调理/速冻米面/菜肴制品收入分别为17.9/5.3/11.3亿元，同比-0.1%/-9.5%/+24.1%。速冻调理及速冻米面收入持平/下滑，与公司进行折价促销让利有关，尤其以米面单品让利更明显。细分单品来看，预计锁鲜装延续Q2 增长趋势，预计保持20%左右增长，盈利水平维持稳定；虾滑预计环比Q2 略有降速，但前三季度预计仍有较快增长；小酥肉预计保持高增，烤肠以及牛羊肉卷等新品体量较小，预计仍有翻倍以上增长趋势。分渠道来看，公司Q3 经销商/商超/特通/新零售/电商分别实现收入29.8/1.7/1.9/1.4/0.6亿元，分别同比+3.2%/+15.1%/-12.4%/+95.9%/+0.3%。其中核心特通客户仍有增长，整体表现下滑与新宏业、新柳伍部分直营客户转经销商，以及头部直营客户经营疲弱、订单额下降有关。

Q3 折价促销力度加大，盈利水平阶段性承压。公司前三季度毛利率为22.6%，同比+0.6pct，其中Q3 毛利率为19.9%，同比-2.1pct。Q3 订货会等活动顺利推进，公司为应对部分品相价格战相应有一定让价；加上牛羊肉卷、烤肠新品上市推广优惠增加，整体促销力度加大，影响毛利率表现，但其中高毛利产品锁鲜装毛利率维持稳定。费用方面，Q3 公司销售/管理/财务费用率分别同比+0.3%/+1.4%/+0.3pct，主因促销费用以及股权激励费用增加，年初至今激励费用超8000万。Q3 净利率同比-4.6pct至6.9%，部分政府补助发放延后，剔除此影响后扣非净利率同比-3.3pct至6.5%。

投资建议：展望Q4 旺季，锁鲜装、小酥肉、虾滑、烤肠、牛羊肉卷等单品预计延续快增趋势，贡献主要增长动力，今年天气转冷较快，加上春节时点较早，Q4 销售有望环比回暖。外部环境较弱、部分单品价格竞争较激烈的情况下，预估公司以保份额为主，市场费用投放预计延续Q3 节奏，但考虑到去年Q4 基数较低，业绩有望在低基数下实现环比改善。我们预计2024-2026 年收入152.4/169.4/191.0亿元，归母净利润14.5/15.9/18.2亿元，同比-2%/+9%/15%，对应PE 为

18/16/14X。我们按照 2025 年业绩给 20 倍 PE，一年目标价 99 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；经济复苏不及预期；产能建设不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	14,045	15,242	16,939	19,103
营业收入增长率(%)	15.29%	8.52%	11.14%	12.77%
归母净利（百万元）	1,478	1,451	1,586	1,816
净利润增长率(%)	34.24%	-1.85%	9.34%	14.50%
摊薄每股收益（元）	5.04	4.95	5.41	6.19
市盈率（PE）	20.76	17.97	16.43	14.35

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,504	4,975	4,980	5,487	6,234
应收和预付款项	816	642	1,025	1,140	1,285
存货	3,137	3,567	3,910	4,337	4,883
其他流动资产	835	1,242	1,254	1,258	1,263
流动资产合计	10,292	10,426	11,170	12,222	13,664
长期股权投资	9	15	22	30	37
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,343	4,060	4,375	4,643	4,848
在建工程	761	1,064	1,396	1,710	2,029
无形资产开发支出	703	683	907	1,134	1,361
长期待摊费用	39	44	44	44	44
其他非流动资产	11,287	11,435	12,480	13,907	15,721
资产总计	16,143	17,300	19,225	21,467	24,041
短期借款	489	325	517	702	889
应付和预收款项	1,670	1,869	2,215	2,481	2,784
长期借款	2	1	1	1	1
其他负债	2,082	2,204	2,439	2,624	2,867
负债合计	4,244	4,400	5,173	5,809	6,542
股本	293	293	293	293	293
资本公积	8,024	8,043	8,126	8,126	8,126
留存收益	3,411	4,337	5,385	6,971	8,788
归母公司股东权益	11,679	12,628	13,761	15,347	17,163
少数股东权益	220	273	292	312	335
股东权益合计	11,899	12,901	14,052	15,659	17,498
负债和股东权益	16,143	17,300	19,225	21,467	24,041

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,407	1,956	1,767	1,971	2,197
投资性现金流	-4,795	217	-1,625	-1,649	-1,637
融资性现金流	5,421	-705	-138	185	187
现金增加额	2,033	1,470	5	507	746

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	12,183	14,045	15,242	16,939	19,103
营业成本	9,508	10,785	11,816	13,099	14,751
营业税金及附加	90	102	109	121	136
销售费用	873	926	991	1,169	1,299
管理费用	342	385	457	508	573
财务费用	-75	-90	0	0	0
资产减值损失	-46	-65	-1	-1	-1
投资收益	8	21	46	51	57
公允价值变动	2	8	0	0	0
营业利润	1,340	1,866	1,831	2,008	2,310
其他非经营损益	87	70	70	70	70
利润总额	1,427	1,936	1,901	2,078	2,380
所得税	309	435	432	472	540
净利润	1,118	1,501	1,470	1,607	1,840
少数股东损益	16	23	19	20	23
归母股东净利润	1,101	1,478	1,451	1,586	1,816

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	21.96%	23.21%	22.47%	22.67%	22.78%
销售净利率	9.04%	10.52%	9.52%	9.36%	9.51%
销售收入增长率	31.39%	15.29%	8.52%	11.14%	12.77%
EBIT 增长率	64.66%	42.35%	6.08%	9.31%	14.52%
净利润增长率	61.37%	34.24%	-1.85%	9.34%	14.50%
ROE	9.43%	11.70%	10.54%	10.34%	10.58%
ROA	6.82%	8.54%	7.55%	7.39%	7.56%
ROIC	7.96%	10.50%	10.08%	9.81%	10.00%
EPS (X)	3.89	5.04	4.95	5.41	6.19
PE (X)	41.61	20.76	17.97	16.43	14.35
PB (X)	4.07	2.43	1.89	1.70	1.52
PS (X)	3.90	2.18	1.71	1.54	1.36
EV/EBITDA (X)	26.27	11.73	8.95	8.03	6.88

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。