

安井食品 (603345.SH) / 食品饮料

证券研究报告/公司点评

2023年5月17日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 157.52 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

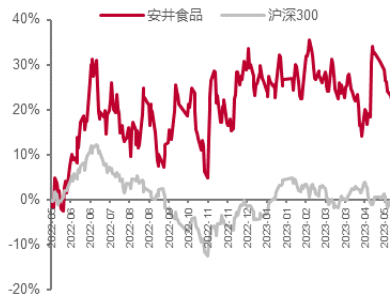
执业证书编号: S0740519080002

E-mail: xiongxiw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	293
流通股本(百万股)	293
市价(元)	157.52
市值(百万元)	46,200
流通市值(百万元)	46,200

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,272	12,183	15,587	18,956	22,706
增长率 yoy%	33%	31%	28%	22%	20%
净利润(百万元)	682	1,101	1,456	1,853	2,278
增长率 yoy%	13%	61%	32%	27%	23%
每股收益(元)	2.33	3.75	4.96	6.32	7.77
每股现金流量	1.84	4.80	2.80	5.86	6.53
净资产收益率	13%	9%	11%	12%	13%
P/E	67.7	42.0	31.7	24.9	20.3
P/B	9.1	4.0	3.5	3.1	2.7

备注: 股价选取 2023 年 5 月 17 日收盘价

投资要点

- 核心观点:** 我们认为, 市场对公司未来的成长性以及公司净利润率的进一步提升这两个问题存有担忧, 本文核心阐述这两个问题以及我们的思考, 考虑到冷冻调理品行业可看长, 公司的战略战术清晰、执行能力优异, 未来 3 年高增长可期, 今年消费渐进式复苏, 高确定性的龙头稀缺性凸显, 重申“买入”。
- 分歧一:** 公司在当前阶段还具备高成长性吗? 市场认为, 安井当前作为一家营收破百亿、利润破十亿的公司, 短期营收高增或受益于并表, 未来营收增速或将回落。
- 我们认为, 中期超级大单品+预制菜有望“再造一个安井”, 远期安井还有很多可能性。
- (1) 主业方面, 安井没有按照 22 年底市场预期“押注”餐饮修复, 而是根据自身对产业的理解和预判, 将增长极设定为更偏 C 端的锁鲜装+虾滑, 提出将锁鲜装+虾滑以“超级大单品”为目标继续推广, 将“主动权”牢牢掌握在自己手中。虾滑是产业而不是某个单一的产品, 其产品和结构都符合公司 BC 兼顾的模式, 23 年计划增加黑虎虾虾滑 150g、500g 餐饮装等新品。锁鲜装 3.0 系列推出了鱼籽虾滑和鱼籽福袋两个比较成功的 C 端全渠道单品。23 年确定推广锁鲜装 4.0 系列包括芝士鱼豆腐、鱼籽炸鱼蛋、咸蛋黄虾球、芝士肉肠等 5 个新品。超级大单品有望为未来 3 年公司营收高增提供支撑。
- (2) 预制菜方面, 安井选择了空间更大的 B 端作为突破, 继续以主业“高效率低成本”的成功经验在预制菜领域不断突破, B 端预制菜有望搭乘行业东风快速上量。2023 年, 安井冻品先生将推出烤鱼等具备 BC 渠道属性的菜肴新品; 安井小厨将更加明确产品方向和推广目标, 在继续重点推广拳头产品小酥肉的同时, 推出鸡排、爆浆鸡排、鸡米花、鸡块、洋葱圈等五大菜肴制品; 新宏业及新柳伍在继续做精做强小龙虾产业的同时, 将着力布局其他水产类预制菜肴。公司预制菜肴板块业务将继续坚持“三箭齐发”, 通过多品牌运作, 进一步打造公司在预制菜行业领军企业的知名度和影响力。
- (3) 安井作为一家真正意义上的全产业链全渠道公司, 未来能做的还有很多。公司通过鞍山安润、湖北安润、新宏业、新柳伍等旗下农产品初加工公司掌控优质水产原料; 通过 9 大生产基地 11 个工厂掌握生产; 通过以华东为中心, 辐射全国的营销网络与 3800 多名销售人员、1800 多名经销商覆盖全国大量各类型终端。在产品方面, 公司可以利用优质低价的水产原料捕捉各种市场热点快速跟进推新; 在场景方面, 公司可以利用近乎全类型的经销商和终端覆盖拓展团餐、宴席、烧烤等增速较快的细分场景。公司未来仍有很多可能性。
- 分歧二:** 公司在当前阶段净利率还有提升空间吗? 市场认为, 公司 23Q1 的高净利

率主要因为公司主动控费用以及新财年费用投放滞后，未来净利率或将回落。

- 我们认为，公司净利率突破 10% 意味着公司成功从“工业品”公司转型为“消费品”公司，未来仍有望继续受益格局优化。
- (1) 公司主业向“消费品”转型，产品高端化趋势明显，品牌溢价逐步形成。公司过去以“极致性价比”突破中小 b，规模壁垒逐步形成后又将目光投向 C 端，以“锁鲜装”打造 C 端消费者心智，目前面向 C 端的产品矩阵不断丰富，安井 C 端品牌认知逐步强化。公司 22 年主营业务毛利率 21.96%，粗略假设公司产品销售均价平均提升 2%，其他条件不变的情况下毛利率预计可提升 1.5pct 以上。我们认为控费用或是公司短期为应对疫情的有为之的手段，但是我们觉得更应该关注的是在缩费用的情况下公司营收仍旧实现了高增，这侧面也反应公司发展进入了新的阶段，我们有理由上调对于公司稳态净利率上限的判断。
- (2) 疫情加速两个层面的供给出清，资源向头部集中，公司有望长期受益。一方面，泛餐饮行业中，小微企业受疫情影响较大，头部连锁品牌逆势增长，行业大幅出清。另一方面，餐饮供应链赛道中，头部企业凭借较强的产能规模、资金实力和销售能力实现高韧性的增长，中小企业疫后恢复时间更长，而整个漫长的窗口期给了头部企业更多的机会。公司作为行业“断层第一”，在多数大包装的 B 端产品上基本不太需要参与价格竞争，减促降费也反映公司作为龙头在不确定性环境下拥有更多的从容。
- 消费渐进式复苏趋势逐步确立，冷冻调理品行业可看长远，不确定环境中龙头稀缺性凸显，重申“买入”评级。短期公司股价再度小幅调整，我们认为主要还是源于对于 23Q2 餐饮复苏的“强预期、弱现实”的落差感，且对于上述公司自身 Alpha 存在预期差。中期看，消费复苏的程度仍有环比改善，复苏的趋势基本确立。长期看，对比人均 GDP 水平，当下中国类似 80 年代的日本，餐饮行业仍未达峰，退一步说，即便在日本餐饮行业达峰后，C 端冷冻调理品仍旧接力 B 端冷冻调理品实现较高的收入增速，冷冻调理品行业仍可看长。
- 盈利预测：我们预计 2023-2025 年营收分别 156/190/227 亿元，净利润分别为 14.56/18.53/22.78 亿元。维持“买入”评级。
- 风险提示：新品推广不及预期、渠道开拓不及预期、食品安全事件。

图表 1: 安井食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,504	5,383	6,456	7,778	营业收入	12,183	15,587	18,956	22,706
应收票据	0	0	0	0	营业成本	9,508	12,116	14,588	17,405
应收账款	737	931	1,175	1,458	税金及附加	90	107	128	155
预付账款	79	182	219	261	销售费用	873	1,169	1,422	1,658
存货	3,137	4,349	5,018	5,956	管理费用	342	421	493	568
合同资产	0	0	0	0	研发费用	93	125	171	204
其他流动资产	835	881	925	976	财务费用	-75	-122	-139	-134
流动资产合计	10,292	11,725	13,794	16,427	信用减值损失	-11	-6	-7	-8
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-46	-10	-17	-21
长期股权投资	9	9	9	9	公允价值变动收益	2	2	1	2
固定资产	3,343	3,428	3,565	3,748	投资收益	8	8	8	8
在建工程	761	861	861	761	其他收益	39	39	39	39
无形资产	703	836	1,003	1,133	营业利润	1,340	1,800	2,314	2,866
其他非流动资产	1,085	1,091	1,097	1,106	营业外收入	93	93	93	93
非流动资产合计	5,901	6,225	6,535	6,758	营业外支出	6	6	6	6
资产合计	16,194	17,950	20,329	23,185	利润总额	1,427	1,887	2,401	2,953
短期借款	489	200	200	200	所得税	309	409	520	640
应付票据	239	280	308	333	净利润	1,118	1,478	1,881	2,313
应付账款	1,431	1,763	2,050	2,359	少数股东损益	16	22	28	34
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,102	1,456	1,853	2,279
合同负债	439	562	683	819	NOPLAT	1,058	1,382	1,771	2,208
其他应付款	531	531	531	531	EPS (按最新股本摊薄)	3.75	4.96	6.32	7.77
一年内到期的非流动负债	5	5	5	5					
其他流动负债	728	858	978	1,112					
流动负债合计	3,863	4,199	4,756	5,358					
长期借款	2	2	2	2					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	430	429	429	429					
非流动负债合计	432	432	432	432					
负债合计	4,295	4,631	5,188	5,790					
归属母公司所有者权益	11,679	13,078	14,872	17,092					
少数股东权益	220	242	269	303					
所有者权益合计	11,899	13,320	15,142	17,396					
负债和股东权益	16,194	17,950	20,329	23,185					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,407	822	1,719	1,917
现金收益	1,396	1,759	2,167	2,636
存货影响	-723	-1,213	-669	-937
经营性应收影响	-136	-286	-265	-304
经营性应付影响	86	373	315	333
其他影响	784	189	171	188
投资活动现金流	-4,795	-717	-727	-670
资本支出	-1,446	-721	-730	-671
股权投资	-9	0	0	0
其他长期资产变化	-3,340	4	3	1
融资活动现金流	5,421	-226	81	75
借款增加	80	-289	0	0
股利及利息支付	-219	-119	-125	-163
股东融资	5,682	0	0	0
其他影响	-122	182	206	238

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	31.4%	27.9%	21.6%	19.8%
EBIT增长率	53.6%	30.6%	28.2%	24.6%
归母公司净利润增长率	61.4%	32.2%	27.3%	23.0%
盈利能力				
毛利率	22.0%	22.3%	23.0%	23.3%
净利率	9.2%	9.5%	9.9%	10.2%
ROE	9.3%	10.9%	12.2%	13.1%
ROIC	11.4%	13.7%	15.5%	16.8%
偿债能力				
资产负债率	26.5%	25.8%	25.5%	25.0%
债务权益比	7.8%	4.8%	4.2%	3.7%
流动比率	2.7	2.8	2.9	3.1
速动比率	1.9	1.8	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转天数	19	19	20	21
应付账款周转天数	54	47	47	46
存货周转天数	105	111	116	113
每股指标 (元)				
每股收益	3.75	4.96	6.32	7.77
每股经营现金流	4.80	2.80	5.86	6.54
每股净资产	39.82	44.59	50.71	58.28
估值比率				
P/E	42	32	25	20
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	43	34	27	22

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。