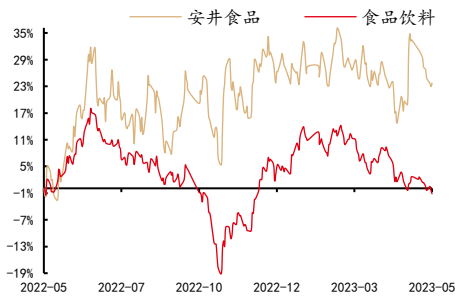


股票投资评级

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)	157.52
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	462 / 462
52周内最高/最低价	173.35 / 124.63
资产负债率(%)	26.5%
市盈率	40.49
第一大股东	福建国力民生科技发展有限公司
持股比例(%)	30.0%

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)

业绩靓丽超预期，看好长期经营势能

● 事件

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 121.83/11.01/9.98 亿元，同比 +31.39%/+61.37%/+78.22%，其中 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 40.27/4.12/3.93 亿元，同比 +26.80%/+118.35%/+120.68%。2023 年 Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 31.91/3.62/3.45 亿元，同比 +36.43%/+76.94%/+94.31%，总体来看业绩表现远超预期。

● 核心观点

收入端，下游需求回暖带动收入增长，主业及收购品牌协同发力。2022 年度公司面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品/农副产品/休闲食品分别实现营收 24.14/23.84/39.45/30.24/3.80/0.11 亿元，同比 +17.56%/+11.28%/+13.44%/+111.61%/+156.13%/+243.84%，菜肴类产品安井虾滑及冻品先生安井小厨产品放量、叠加新柳伍新宏业并表因素推动菜肴制品高增。分渠道来看，2022 年度公司经销商/商超/特通直营/新零售/电商渠道分别实现收入 98.04/9.78/8.31/4.39/1.30 亿元，同比分别 +26.95%/+6.03%/+116.79%/+146.69%/+98.33%，传统渠道增长稳健、新渠道开拓富有成效。分月份来看，22 年 Q4 在 12 月迎来了消费回暖，带动了单季度及全年业绩超预期，23 年 1-2 月整体看需求端迅速恢复，与 23Q1 整体表现一致。从 4 月表现来看，淡季不淡，存在回补 3 月销售空缺的情况。分业务结构来看，**主业持续发力推动收入增长**，估算下 22Q4 至今始终有双位数增长；冻品先生延续高增趋势，预计今年全年完成高双位数同增；新宏业和新柳伍受到原料季节影响 Q1 表现较为平稳，预计后续季度将迎来销售旺季。

高毛利产品增速亮眼、成本费用有效控制，盈利能力提升显著。2022 年，公司销售毛利率/净利率分别为 21.96%/9.04%，同比分别 -0.16/+0.68pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 7.17%/2.81%/0.77%，同比 -1.99/-0.64/-0.18pct，费用投放优化；2023 年一季度，公司销售毛利率/净利率为 24.71%/11.33%，分别同比 +0.50/+2.59pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 7.36%/2.82%/0.58%，同比 -2.95/-0.21/-0.30 pct 一季度盈利能力改善主因如下：**1) 产品端上看，高毛利锁鲜装增速亮眼。**23Q1 主业毛利率 26.46%，同比 +1.46pct，净利率 12.13%，同比 +4.03pct，锁鲜装 22 年同比增长 40%+，带动商超渠道盈利能力大幅提升。**2) 23Q1 销售费用同比处于低位。**22 年促销人员缩减多在 Q2 及往后至 23Q1，同时叠加 Q1 广告投放等支出还未产生等原因，使得整体来看销售费用率同比 22Q1 减少 2.95 个百分点。**3) 成本端来看，上游原料把控效果明显，鱼糜采购价格更具优势。**公司进行上游收购后不断增强对鱼糜

价格的控制力，不断降低采购成本，其余原材料随行就市，推动全年毛利率回升。

展望 2023，疫后复苏弹性已显，预计随着餐饮市场复苏，公司未来营收利润增长动能十足。收入端看，消费回弹带来的收入高增在 Q1 得到验证，随着爆品集群打磨推广、锁鲜装持续高增、团餐客户群及新零售渠道的进一步拓展，预计收入增长水平将延续；另一方面成本费用端持续优化，公司不断进行上游产业链延伸，使得在原料采购上更具议价能力，叠加新柳伍并表，进一步抬升全年业绩预期。

● 盈利预测与投资建议

根据 2022 年和 2023 年一季度公司业绩情况，我们上调 2023-2024 年盈利预测、给予 2025 年核心假设，预计 2023-2025 年营收预测为 164.59/200.02/239.45 亿元，同比+35.1%/21.5%/19.7%，预计 2023-2025 年归母净利润为 16.36/19.85/23.73 亿元，同比+48.6%/21.3%/19.6%，对应未来三年 EPS 分别为 5.58/6.77/8.09 元，对应当前股价 PE 分别为 28/23/19 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求不及预期风险；食品安全风险；原材料成本变动风险；市场竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12183	16459	20002	23945
增长率(%)	31.4	35.1	21.5	19.7
EBITDA(百万元)	1705	2488	2994	3513
归属母公司净利润(百万元)	1101	1636	1985	2373
增长率(%)	61.4	48.6	21.3	19.6
EPS(元/股)	3.75	5.58	6.77	8.09
市盈率(P/E)	41.96	28.24	23.28	19.47
市净率(P/B)	3.96	3.54	3.14	2.76
EV/EBITDA	25.32	17.12	13.77	11.38

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)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	12183	16459	20002	23945	营业收入	31.4%	35.1%	21.5%	19.7%
营业成本	9508	12644	15190	18126	营业利润	0.0%	49.9%	0.0%	0.0%
税金及附加	90	99	148	177	归属于母公司净利润	61.4%	48.6%	21.3%	19.6%
销售费用	873	1177	1442	1724	获利能力				
管理费用	342	453	560	718	毛利率	22.0%	23.2%	24.1%	24.3%
研发费用	93	132	200	239	净利率	9.2%	9.9%	10.0%	10.0%
财务费用	-75	-10	-27	-34	ROE	9.4%	12.5%	13.5%	14.2%
资产减值损失	-46	0	0	0	ROIC	18.1%	18.0%	20.6%	23.9%
营业利润	1340	2009	2529	3031	偿债能力				
营业外收入	93	90	42	42	资产负债率	26.5%	26.4%	27.1%	27.8%
营业外支出	6	4	4	4	流动比率	2.66	2.82	2.92	2.96
利润总额	1427	2095	2566	3069	营运能力				
所得税	309	459	567	678	应收账款周转率	16.54	17.75	17.75	17.75
净利润	1118	1636	1999	2390	存货周转率	3.03	3.32	3.65	3.65
归母净利润	1101	1636	1985	2373	总资产周转率	0.75	0.91	0.98	1.02
每股收益(元)	3.75	5.58	6.77	8.09	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.75	5.58	6.77	8.09
货币资金	5504	6570	8701	10760	每股净资产	39.82	44.52	50.23	57.05
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	737	928	1128	1350	PE	41.96	28.24	23.28	19.47
预付款项	79	156	190	227	PB	3.96	3.54	3.14	2.76
存货	3137	3810	4162	4966	现金流量表				
流动资产合计	10292	12231	14944	18119	净利润	1118	1528	1931	2322
固定资产	3349	3432	3566	3578	折旧和摊销	354	404	454	478
在建工程	761	531	200	50	营运资本变动	-134	-36	154	-123
无形资产	703	699	694	688	其他	55	-10	-27	-34
非流动资产合计	5901	5803	5563	5400	经营活动现金流净额	1392	1885	2513	2643
资产总计	16194	18034	20507	23518	资本开支	-976	-300	-200	-300
短期借款	489	0	0	0	其他	-3819	215	104	54
应付票据及应付账款	1670	2846	3419	4080	投资活动现金流净额	-4795	-85	-96	-246
其他流动负债	1704	1487	1700	2031	股权融资	5653	0	0	0
流动负债合计	3863	4333	5118	6111	债务融资	90	-489	0	0
其他	432	432	432	432	其他	-322	-246	-284	-338
非流动负债合计	432	432	432	432	筹资活动现金流净额	5421	-735	-284	-338
负债合计	4295	4765	5550	6543	现金及现金等价物净增加额	2018	1066	2132	2058
股本	293	293	293	293					
资本公积金	8024	8024	8024	8024					
未分配利润	3362	4741	6415	8417					
少数股东权益	220	220	234	251					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	11899	13278	14966	16985					
负债和所有者权益总计	16194	18043	20517	23528					

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。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、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、山西等地设有分支机构。

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。中邮证券努力成为客户认同、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

电话：010-67017788

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

电话：18717767929

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

电话：15800181922

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