

证券研究报告		营收稳健增长，产品结构升级					
公司研究		2023 年 1 月 31 日					
公司点评报告							
安井食品 (603345)		事件：公司发布 2022 年业绩快报，2022 年公司实现营收约 121.75 亿元，同增约 31.30%；归母净利润 10.60-11.10 亿元，同增 55.43%-62.76%；扣非归母净利润 9.55-10.05 亿元，同增 70.54%-79.46%。其中 22Q4 收入约 40.19 亿元，同增约 26.55%；归母净利润 3.71-4.21 亿元，同增 96.57%-123.10%；扣非归母净利润 3.51-4.01 亿元，同增 96.77%-124.84%。22Q4 公司归母净利率为 9.2%-10.5%。					
投资评级	买入						
上次评级	买入						
马铮 食品饮料首席分析师 执业编号：S1500520110001 邮箱：mazheng@cindasc.com		点评： ➤ 22Q4 营收保持稳健增长，符合预期。22Q4 火锅料进入旺季叠加春节提前，我们预计主业有望高双位数增长。受益于疫情下的居家消费，我们预计 22Q4 锁鲜装产品会持续发力，产品结构有望继续升级。预制菜业务快速发展，冻品先生菜肴产品有望高增，同时 22Q3 开始并表的新柳伍提供增量。新品爆浆糍粑、火山石烤肠等已陆续上市，大单品策略持续推进。展望 2023 年，随着消费复苏，我们预计公司会重点建设前期受损的 B 端渠道。 ➤ 22Q4 利润端兑现高弹性，业绩超预期。低基数下，22Q4 公司利润端实现高增长。22Q4 公司仍以净利率为导向，锁鲜装等高毛利率占比提升，同时规模效应的提升都对盈利能力有明显带动。此外，非公开发行股票募集资金净额 56.35 亿元增加的利息收入也带动利润的增长。 ➤ 盈利预测与投资评级：公司依照“自产+并购+OEM”的策略继续深化预制菜领域布局，第二增长曲线可期。若餐饮复苏，公司在 B 端渠道的需求有望恢复，从而带动整体增长。公司经营稳健，大股东减持并不影响日常经营管理，我们仍旧看好公司的长期发展。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 3.69/4.58/5.78 元，对应 PE 分别为 43.99/35.49/28.10 倍，维持“买入”评级。 ➤ 风险因素：原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；产能投放不及预期。					
		重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
		营业总收入(百万元)	6,965	9,272	12,175	15,269	18,692
		增长率 YoY %	32.2%	33.1%	31.3%	25.4%	22.4%
		归属母公司净利润(百万元)	604	682	1,084	1,343	1,696
		增长率 YoY%	61.7%	13.0%	58.8%	23.9%	26.3%
		毛利率%	25.7%	22.1%	21.5%	21.7%	21.9%
		净资产收益率ROE%	16.4%	13.4%	9.3%	10.5%	12.0%
		EPS(摊薄)(元)	2.06	2.33	3.69	4.58	5.78
		市盈率 P/E(倍)	93.69	73.41	43.99	35.49	28.10
		市净率 P/B(倍)	15.36	9.87	4.09	3.73	3.36
信达证券股份有限公司 CINDA SECURITIES CO.,LTD 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031		资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 1 月 30 日收盘价					

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,159	4,361	10,039	11,320	12,936
货币资金	832	1,145	5,360	5,532	6,001
应收票据	0	1	0	0	0
应收账款	350	541	400	502	615
预付账款	83	92	478	598	657
存货	1,691	2,414	3,142	4,027	4,998
其他	1,202	167	659	662	666
非流动资产	2,938	4,411	6,091	6,607	7,101
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,035	2,899	3,548	3,937	4,279
无形资产	202	500	868	892	919
其他	700	1,012	1,675	1,779	1,902
资产总计	7,096	8,771	16,129	17,928	20,037
流动负债	2,509	3,150	3,773	4,445	5,131
短期借款	208	256	200	200	200
应付票据	215	241	393	491	600
应付账款	1,069	1,411	1,571	1,801	1,999
其他	1,018	1,243	1,610	1,953	2,332
非流动负债	903	477	632	632	632
长期借款	0	141	296	296	296
其他	903	336	336	336	336
负债合计	3,413	3,628	4,405	5,077	5,763
少数股东权益	0	70	76	89	107
归属母公司股东权益	3,684	5,073	11,648	12,761	14,167
负债和股东权益	7,096	8,771	16,129	17,928	20,037

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,965	9,272	12,175	15,269	18,692
同比(%)	32.2%	33.1%	31.3%	25.4%	22.4%
归属母公司净利润	604	682	1,084	1,343	1,696
同比(%)	61.7%	13.0%	58.8%	23.9%	26.3%
毛利率(%)	25.7%	22.1%	21.5%	21.7%	21.9%
ROE%	16.4%	13.4%	9.3%	10.5%	12.0%
EPS(摊薄)(元)	2.06	2.33	3.69	4.58	5.78
P/E	93.69	73.41	43.99	35.49	28.10
P/B	15.36	9.87	4.09	3.73	3.36
EV/EBITDA	50.25	41.56	29.24	23.05	18.09

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,965	9,272	12,175	15,269	18,692
营业成本	5,176	7,221	9,555	11,950	14,594
营业税金及附加	45	59	85	107	131
销售费用	644	849	828	1,069	1,271
管理费用	296	320	390	473	561
研发费用	74	88	110	137	168
财务费用	4	1	-56	-74	-79
减值损失合计	0	-11	0	0	0
投资净收益	18	99	6	8	9
其他	32	37	36	45	55
营业利润	775	860	1,305	1,659	2,111
营业外收支	7	19	73	58	58
利润总额	781	879	1,378	1,717	2,169
所得税	178	193	289	361	455
净利润	604	687	1,089	1,356	1,713
少数股东损益	0	5	5	14	17
归属母公司净利润	604	682	1,084	1,343	1,696
EBITDA	911	987	1,464	1,850	2,332
EPS(当年)(元)	2.06	2.33	3.69	4.58	5.78

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	665	538	991	1,177	1,558
净利润	604	687	1,089	1,356	1,713
折旧摊销	181	251	257	318	365
财务费用	16	14	6	6	6
投资损失	-18	-99	-6	-8	-9
营运资金变动	1	-407	-283	-439	-460
其它	-119	93	-72	-57	-57
投资活动现金流	-1,220	-216	-2,359	-770	-792
资本支出	-692	-908	-1,653	-779	-804
长期投资	-552	662	-612	0	0
其他	24	30	-94	10	12
筹资活动现金流	644	-76	5,583	-236	-296
吸收投资	20	0	49	0	0
借款	769	126	98	0	0
支付利息或股息	-129	-195	-188	-236	-296
现金流净增加额	89	244	4,215	171	470

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7 年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2 年食品饮料研究经验，2 年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2 年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1 年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com



华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。