

安井食品 (603345.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

BC 兼顾主业稳健，亮剑预制菜

事件

1月30日公司发布2022年度业绩预告，预计2022年实现营业收入121.75亿元，同比增长31.30%；归母净利润10.60-11.10亿元，同比增长55.43%-62.76%；扣非归母净利润9.55-10.05亿元，同比增长70.54%-79.46%。预计22Q4单季实现营业收入40.19亿元，同比增长26.6%；归母净利润3.71-4.21亿元，同比增长96.6%-123.1%；扣非归母净利润3.51-4.01亿元，同比增长96.8%-124.8%。

点评内容

BC 兼顾下主业稳健，预制菜延续高增。“销地产”布局下各基地协同发展、渠道端BC兼顾、产品矩阵均衡，成为公司克服大环境不确定性的核心要素。2022年总体餐饮复苏较弱，且Q2华东等地疫情影响物流，公司传统速冻火锅料业务相对承压，而速冻面米及锁鲜装中高端火锅料在C端渗透率提升和囤货需求下则表现优秀，预制菜亦快速上量，安井小厨聚焦调理肉制品成功打造明星单品小酥肉，冻品先生聚焦C端川湘菜单品酸菜鱼具备爆款迹象，充分拉动公司收入及利润增长。Q3伴随餐饮回暖，火锅料业务已环比提速；Q4公司主业增长稳健，第二曲线预制菜保持高增。春节期间餐饮回暖，节后有望持续，公司火锅底料B端业务具备弹性空间，C端速冻面米和火锅料锁鲜装系列保持良性增长，预制菜战略清晰延续高增，成长势能充足。

主动降费，成本可控，支撑盈利能力上行。参照预告中枢，公司22Q4单季归母/扣非归母净利率为9.8%/9.3%，同比分别增长3.9%/3.7pct，2022全年归母/扣非归母净利率为8.9%/8.0%，同比分别增长1.6%/2.0pct。盈利能力同比提升，主要系（1）控制费用投入，实现期间销售、管理费率下降，同时定增募集资金带来利息收入反应至财务费用下降；（2）成本压力总体可控，公司小幅调价灵活应对（9-10月减促间接提价，11月小幅提价）；（3）产品结构优化，包括锁鲜装等高增长。公司规模效应增强，伴随产品结构优化，中长期盈利能力具备较强支撑。

盈利预测、估值与评级

主业伴随餐饮持续回暖，预制菜仍具想象空间。预计公司22-24年营收同比+31%/25%/22%，归母净利润为10.8/13.8/16.9亿元，同比+58%/28%/23%，对应PE为44/34/28X，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

联系人：林晨星

linchenxing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：162.50元

相关报告：

- 《业务多点开花，盈利能力改善-安井食品22Q3业绩点评》，2022.10.29
- 《业绩亮眼，利润优化延续-安井三季报快报点评》，2022.10.16
- 《业绩超预期，并购业务表现亮眼-安井中报点评》，2022.8.23



公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,965	9,272	12,172	15,244	18,672
营业收入增长率	32.25%	33.12%	31.27%	25.24%	22.49%
归母净利润(百万元)	604	682	1,077	1,380	1,693
归母净利润增长率	61.73%	13.00%	57.78%	28.16%	22.71%
摊薄每股收益(元)	2.551	2.791	3.670	4.704	5.772
每股经营性现金流净额	2.81	2.20	2.92	4.92	7.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.39%	13.45%	9.39%	11.23%	12.73%
P/E	75.60	61.18	44.10	34.41	28.04
P/B	12.39	8.23	4.14	3.86	3.57

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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,267	6,965	9,272	12,172	15,244	18,672
增长率		32.2%	33.1%	31.3%	25.2%	22.5%
主营业务成本	-3,910	-5,176	-7,221	-9,437	-11,714	-14,276
%销售收入	74.2%	74.3%	77.9%	77.5%	76.8%	76.5%
毛利	1,357	1,789	2,051	2,735	3,530	4,395
%销售收入	25.8%	25.7%	22.1%	22.5%	23.2%	23.5%
营业税金及附加	-39	-45	-59	-77	-96	-118
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-647	-644	-849	-1,035	-1,372	-1,680
%销售收入	12.3%	9.2%	9.2%	8.5%	9.0%	9.0%
管理费用	-152	-296	-320	-426	-457	-560
%销售收入	2.9%	4.3%	3.4%	3.5%	3.0%	3.0%
研发费用	-75	-74	-88	-122	-152	-187
%销售收入	1.4%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	445	730	736	1,076	1,452	1,850
%销售收入	8.4%	10.5%	7.9%	8.8%	9.5%	9.9%
财务费用	-8	-4	-1	95	174	179
%销售收入	0.1%	0.1%	0.0%	-0.8%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-4	-2	-15	0	0	0
公允价值变动收益	5	3	0	5	5	5
投资收益	12	18	99	150	150	150
%税前利润	2.5%	2.2%	11.2%	10.7%	8.4%	6.8%
营业利润	468	775	860	1,325	1,781	2,185
营业利润率	8.9%	11.1%	9.3%	10.9%	11.7%	11.7%
营业外收支	16	7	19	75	10	10
税前利润	484	781	879	1,400	1,791	2,195
利润率	9.2%	11.2%	9.5%	11.5%	11.7%	11.8%
所得税	-111	-178	-193	-308	-394	-483
所得税率	22.9%	22.7%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	373	604	687	1,092	1,397	1,712
少数股东损益	0	0	5	16	17	19
归属于母公司的净利润	373	604	682	1,077	1,380	1,693
净利率	7.1%	8.7%	7.4%	8.8%	9.1%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	373	604	687	1,092	1,397	1,712
少数股东损益	0	0	5	16	17	19
非现金支出	153	183	265	326	401	475
非经营收益	12	-122	-6	-250	-163	-165
营运资金变动	38	1	-407	-312	-192	54
经营活动现金净流	577	665	538	856	1,442	2,076
资本开支	-606	-692	-908	-1,055	-1,141	-1,141
投资	12	-552	662	-3	15	5
其他	26	24	30	150	150	150
投资活动现金净流	-568	-1,220	-216	-908	-976	-986
股权募资	170	20	0	5,740	0	0
债权募资	-100	769	126	-454	-61	0
其他	-101	-145	-202	-442	-554	-677
筹资活动现金净流	-31	644	-76	4,843	-615	-677
现金净流量	-22	89	244	4,792	-149	413

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	756	832	1,145	5,936	5,786	6,198
应收款项	176	359	564	517	647	793
存货	1,733	1,691	2,414	2,844	3,530	4,107
其他流动资产	667	1,276	238	298	317	351
流动资产	3,331	4,159	4,361	9,594	10,281	11,448
%总资产	58.6%	58.6%	49.7%	65.6%	64.0%	63.9%
长期投资	115	112	0	0	0	0
固定资产	1,997	2,414	3,215	4,005	4,719	5,359
%总资产	35.1%	34.0%	36.6%	27.4%	29.4%	29.9%
无形资产	172	218	991	1,026	1,063	1,099
非流动资产	2,353	2,938	4,411	5,040	5,791	6,466
%总资产	41.4%	41.4%	50.3%	34.4%	36.0%	36.1%
资产总计	5,685	7,096	8,771	14,634	16,071	17,915
短期借款	340	209	275	0	0	0
应付款项	1,453	1,542	2,115	2,327	2,825	3,443
其他流动负债	952	758	761	698	854	1,045
流动负债	2,745	2,509	3,150	3,025	3,679	4,488
长期贷款	0	0	141	61	0	0
其他长期负债	196	903	336	4	3	2
负债	2,941	3,413	3,628	3,089	3,681	4,490
普通股股东权益	2,744	3,684	5,073	11,459	12,287	13,302
其中：股本	236	237	244	293	293	293
未分配利润	1,321	1,906	2,376	3,022	3,850	4,866
少数股东权益	0	0	70	86	103	122
负债股东权益合计	5,685	7,096	8,771	14,634	16,071	17,915

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.623	2.551	2.791	3.670	4.704	5.772
每股净资产	11.925	15.565	20.757	39.070	41.892	45.355
每股经营现金净流	2.506	2.809	2.202	2.920	4.917	7.079
每股股利	0.376	0.474	0.742	1.468	1.881	2.309
回报率						
净资产收益率	13.61%	16.39%	13.45%	9.39%	11.23%	12.73%
总资产收益率	6.57%	8.51%	7.78%	7.36%	8.58%	9.45%
投入资本收益率	10.90%	11.93%	9.97%	7.23%	9.14%	10.75%
增长率						
主营业务收入增长率	23.66%	32.25%	33.12%	31.27%	25.24%	22.49%
EBIT 增长率	33.09%	64.16%	0.85%	46.09%	34.97%	27.46%
净利润增长率	38.14%	61.73%	13.00%	57.78%	28.16%	22.71%
总资产增长率	24.57%	24.84%	23.60%	66.84%	9.82%	11.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.9	13.6	17.5	15.0	15.0	15.0
存货周转天数	135.2	120.7	103.8	110.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	84.4	74.0	62.7	62.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	104.9	106.6	114.1	101.6	91.1	81.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.56%	-27.34%	-15.25%	-51.36%	-47.14%	-46.58%
EBIT 利息保障倍数	58.4	179.4	1,082.9	-11.4	-8.4	-10.3
资产负债率	51.73%	48.09%	41.36%	21.11%	22.91%	25.06%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2022-02-19	买入	129.54	175.95~175.95
2	2022-04-26	买入	112.49	N/A
3	2022-08-23	买入	152.30	N/A
4	2022-10-16	买入	159.60	N/A
5	2022-10-29	买入	136.02	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402