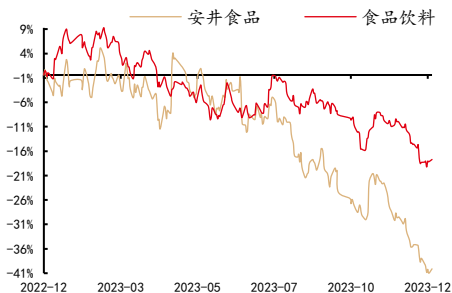


股票投资评级

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)	97.70
总股本/流通股本(亿股)	2.93 / 2.93
总市值/流通市值(亿元)	287 / 287
52周内最高/最低价	173.35 / 96.25
资产负债率(%)	26.5%
市盈率	25.12
第一大股东	福建国力民生科技发展有限公司

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)

2024 年战略迎来新调整，估值底部关注配置机会

● 核心观点

2024 年公司通过产品策略进一步升级、积极应对渠道变化及市场竞争，品牌战略与组织架构相应调整后明年规划更加清晰。1) 不主动参与价格战、品牌定位清晰。尽管速冻市场价格竞争激烈，但安井始终秉承良性竞争发展思路、保持品牌在中高端价位带的市场占有率，适当延长促销政策，今年全年来看锁鲜装+虾滑+丸之尊系列定位中高端市场增长显著，合计占比预计达到 30%，产品结构提升对毛利率拉动效用明显。2) 产品研发策略上侧重三点：①爆品系列化，重点打造烤肠系列打爆品，从不同规格、不同口味包装将潜在大单品进行立体式打法；②研发属地化，将销地产战略升级为产地研、产地销，不同地区工厂均设有研发中心，可针对属地市场特征进行产品开发；③针对大 B 渠道进行定制化研发服务。由于渠道碎片化趋势愈发明显，公司将主动对接大 B 餐饮、新零售平台提供定制化服务。3) 冻品先生产品策略调整：方向①酒店菜通路化改造，将酒店菜产品进行一定的加工调味处理后降低出品难度，形成流通型产品匹配 C 端需求；方向②丰富火锅周边产品系列，在原有毛肚、黄喉等系列产品的基础上新增牛羊肉卷，在近期冬季火锅旺季销售情况较好。

今年主要原材料价格下滑对毛利率有较大正向拉动，明年成本或略有上行，但费用端投入整体严格把控、产品升级趋势带动下，利润率有望维持在较高水平。公司今年战略再次顺应市场趋势，“串烤启航、高端称王”的战略口号应对了市场消费两级分化的势头。锁鲜装+虾滑对应了品质消费人群，串烤项目组成立后抢占大众化热闹用餐消费场景，在市场应用中也不断针对需求变化进行产品改良，串烤事业部并入小厨后业务发展更加清晰，鸡肉调理+串烤并进推动小厨高速发展。长期来看，公司产品结构持续升级、规模效应显现、深入挖掘拓宽渠道，产品渠道双重发力带动业绩持续发展，我们对公司未来发展保有长足信心。

● 盈利预测与投资建议

我们维持 2023-2025 年营收预测 149.64/180.33/215.60 亿元，同比增长 22.83%/20.51%/19.56%，暂不考虑股权激励摊销对利润影响，维持 2023-2025 年归母净利润 16.18/19.02/22.68 亿元，同比增长 46.96%/17.58%/19.20%，未来三年 EPS 分别为 5.52/6.49/7.73 元，对应当前股价 PE 分别为 17/15/12 倍，维持“买入”评级。

回溯历史，安井估值波动可大致分为三个阶段：1) 2017 年-2018 年，上市之初速冻行业格局未定、行业内企业对于 B 端尚处于发展探索阶段，同时安井也经历了非洲猪瘟等外界因素扰动，经营情况短期出现波动，此时间段内安井估值徘徊在 20x-30x；2) 2019 年-2021 年初，在面对原材料成本上涨、市场需求切换等压力下，安井通过原料

替代、产品升级、战略调整等多重措施迅速做出应对策略，展现出强大管理能力、持续推动渠道建设，龙头姿态渐显，进入到成长股拔估值阶段，市盈率逐渐提升至近百倍，高成长性使其在估值端充分享受龙头溢价；3) 2021年下半年起，在经济转型的大背景下行业增速普遍下滑，消费品龙头开启漫长的估值消化阶段，2023年以来安井PE在逐渐回归至理性中枢后，于下半年估值超预期回落至上市以来的底部水平，且低于行业发展初期市场赋予估值水平，而就行业情况来看，速冻行业仍在蓬勃发展，尽管预期公司未来业绩增速环比有所降速，但面对百亿营收体量的大盘、每年仍实现双位数增长实属不易，龙头地位不可撼动，因此我们认为目前市场估值偏低，已经反映较多悲观预期，建议把握当前布局时机。

● **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。

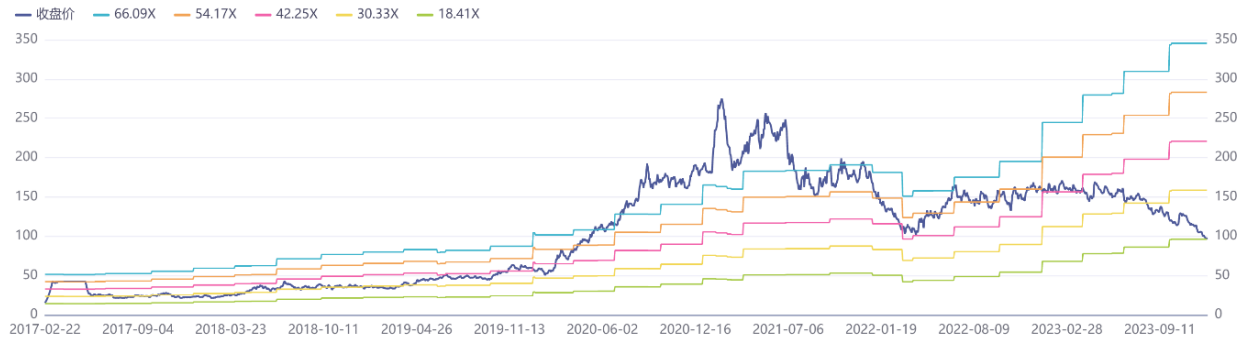
■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12183	14964	18033	21560
增长率(%)	31.39	22.83	20.51	19.56
EBITDA(百万元)	1704.95	2482.91	2906.99	3405.68
归属母公司净利润(百万元)	1101.03	1618.06	1902.44	2267.69
增长率(%)	61.37	46.96	17.58	19.20
EPS(元/股)	3.75	5.52	6.49	7.73
市盈率(P/E)	25.71	17.49	14.88	12.48
市净率(P/B)	2.42	2.17	1.93	1.71
EV/EBITDA	14.82	9.81	7.90	6.37

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 安井食品 2017 年上市以来 PE-BAND (TTM)

图表1：安井食品 2017 年上市以来 PE-BAND (TTM)



资料来源：iFind，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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	12183	14964	18033	21560	营业收入	31.4%	22.8%	20.5%	19.6%
营业成本	9508	11634	13999	16730	营业利润	0.0%	48.8%	0.0%	0.0%
税金及附加	90	90	126	151	归属于母公司净利润	61.4%	47.0%	17.6%	19.2%
销售费用	873	911	1082	1272	<b>获利能力</b>				
管理费用	342	344	397	464	毛利率	22.0%	22.3%	22.4%	22.4%
研发费用	93	90	103	129	净利率	9.2%	10.9%	10.7%	10.7%
财务费用	-75	-10	-27	-34	ROE	9.4%	12.4%	13.0%	13.7%
资产减值损失	-46	0	0	0	ROIC	18.1%	17.9%	20.3%	23.9%
<b>营业利润</b>	<b>1340</b>	<b>1994</b>	<b>2394</b>	<b>2887</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	93	100	90	80	资产负债率	26.5%	24.9%	25.6%	26.4%
营业外支出	6	4	4	6	流动比率	2.66	2.99	3.08	3.12
<b>利润总额</b>	<b>1427</b>	<b>2090</b>	<b>2479</b>	<b>2961</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	309	458	548	655	应收账款周转率	16.54	17.75	17.75	17.75
<b>净利润</b>	<b>1118</b>	<b>1632</b>	<b>1931</b>	<b>2307</b>	存货周转率	3.03	3.32	3.65	3.65
归母净利润	1101	1618	1902	2268	总资产周转率	0.75	0.85	0.90	0.94
每股收益(元)	3.75	5.52	6.49	7.73	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	3.75	5.52	6.49	7.73
货币资金	5504	6635	8708	10713	每股净资产	39.82	44.47	49.94	56.46
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	737	844	1017	1216	PE	25.71	17.49	14.88	12.48
预付款项	79	142	171	204	PB	2.42	2.17	1.93	1.71
存货	3137	3506	3835	4583	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>10292</b>	<b>11874</b>	<b>14469</b>	<b>17500</b>	净利润	1118	1482	1826	2210
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	30	150	-110
无形资产	703	699	694	688	其他	55	-10	-27	-34
<b>非流动资产合计</b>	<b>5901</b>	<b>5803</b>	<b>5563</b>	<b>5400</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1392</b>	<b>1905</b>	<b>2403</b>	<b>2544</b>
<b>资产总计</b>	<b>16194</b>	<b>17677</b>	<b>20032</b>	<b>22900</b>	资本开支	-976	-300	-200	-300
短期借款	489	0	0	0	其他	-3819	258	141	82
应付票据及应付账款	1670	2619	3151	3766	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4795</b>	<b>-42</b>	<b>-59</b>	<b>-218</b>
其他流动负债	1704	1358	1548	1850	股权融资	5653	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3863</b>	<b>3977</b>	<b>4699</b>	<b>5616</b>	债务融资	90	-489	0	0
其他	432	432	432	432	其他	-322	-243	-271	-322
<b>非流动负债合计</b>	<b>432</b>	<b>432</b>	<b>432</b>	<b>432</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5421</b>	<b>-732</b>	<b>-271</b>	<b>-322</b>
<b>负债合计</b>	<b>4295</b>	<b>4409</b>	<b>5131</b>	<b>6047</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>2018</b>	<b>1131</b>	<b>2073</b>	<b>2005</b>
股本	293	293	293	293					
资本公积金	8024	8024	8024	8024					
未分配利润	3362	4727	6331	8243					
少数股东权益	220	234	263	302					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11899</b>	<b>13277</b>	<b>14911</b>	<b>16862</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>16194</b>	<b>17686</b>	<b>20041</b>	<b>22910</b>					

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。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、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、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

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，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

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

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

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