

# 业绩超预期，预制菜肴持续高增

## 安井食品(603345)

|        |        |             |               |
|--------|--------|-------------|---------------|
| 评级:    | 买入     | 股票代码:       | 603345        |
| 上次评级:  | 买入     | 52周最高价/最低价: | 176.54/112.01 |
| 目标价格:  |        | 总市值(亿)      | 444.16        |
| 最新收盘价: | 151.44 | 自由流通市值(亿)   | 444.16        |
|        |        | 自由流通股数(百万)  | 293.29        |

### 事件概述

公司2022年实现营业收入121.83亿元，同比+31.39%；归母净利润11.01亿元，同比+61.37%；扣非归母净利润9.98亿元，同比+78.22%。

2023Q1公司实现营业收入31.91亿元，同比+36.43%；归母净利润3.62亿元，同比+76.94%；扣非归母净利润3.45亿元，同比+94.31%。

### 分析判断:

#### ► 收入高增亮眼，预制菜肴加速放量

22年得益于公司加快产能布局、加强产品销售推广、加大渠道开发，规模效应逐渐显现，加之BC兼顾、均衡发展的产品矩阵和渠道资源共同作用，产品渗透率及市场份额不断提升，实现收入高增31.4%。

分产品来看，公司面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现营收24.14/23.84/39.45/30.24亿元，同比+17.56%/+11.28%/+13.44%/+111.61%，火锅料和面米制品业绩稳步增长，产品力、渠道力和品牌力持续增强；预制菜肴业务快速上量，高增111.6%，其中“安井”虾滑，“冻品先生”酸菜鱼、藕盒，“安井小厨”小酥肉、荷香糯米鸡，新宏业、新柳伍小龙虾系列产品等表现较好，同时新柳伍并表、新成立安井小厨亦带给预制菜肴业务增量。

分渠道来看，经销商/商超/特通直营/新零售/电商收入分别为98.04/9.78/8.31/4.39/1.30亿元，分别同比+26.95%/+6.03%/+116.79%/+146.69%/+98.33%，经销商仍是核心渠道，公司在开拓和巩固原有渠道的同时，加强与前置仓电商合作，深度拓展电商渠道，叠加并表影响，特通直营、新零售、电商渠道高增。

分地区来看，华东/华北/华中/东北/华南/西南/西北/境外收入分别为56.22/16.10/15.16/10.38/10.37/6.76/5.75/1.08亿元，分别同比+23.92%/+40.63%/+45.28%/+26.23%/+34.68%/+20.21%/+61.07%/+207.34%，公司通过渠道下沉、新品推广等方式，各区域均衡增长，华中、华北及西北等部分区域受并表影响，增幅较高。

公司23Q1实现收入31.91亿元，同比+36.4%，火锅料和米面制品稳步增长，预制菜肴持续高增64.7%，主要系冻品先生和安井小厨持续高增和新柳伍并表带来。

#### ► 毛利率平稳+费用率上升，盈利规模持续提升

22年成本端来看，公司毛利率为21.96%，较去年同期-0.16pct，其中鱼糜制品毛利率同比增加3.52pct，主要系鱼糜原材料采购成本下降及优化产品结构；菜肴制品毛利率减少2.79pct，主要系原材料价格上涨。费用端来看，销售/管理/研发/财务费用率为7.17%/2.81%/0.77%/-0.62%，分别同比-1.98pct/-0.64pct/-0.18pct/-0.63pct，销售费用率下降较多，主要系广告宣传费用下降较多；财务费用率下降较多，主要系非公开发行股票募集的资金利息收入增加所致；综合来看，规模提升和内部提效带来费用率优化，期间费用率下降3.43pct。综合来看，公司收入规模扩张+费用率下降，带动公司实现归母净利润11.01亿元，同比+61.4%，对应归母净利率9.17%，同比提升1.76pct，盈利规模持续扩张。

23Q1公司受益于规模效应+成本端压力缓解，毛利率同比上升0.51pct；费用端销售/管理/研发/财务费用率为7.36%/2.82%/0.58%/-0.64%，分别同比-2.95pct/-0.22pct/-0.30pct/-0.30pct，综合期间费用率下降3.77pct，其中销售费用率下降较多，主因促销人员数量和促销费用减少。公司Q1实现归母净利润3.62亿元，同比+76.94%，对应的归母净利率同比上涨2.66pct至11.62%。

## ▶ 产品创新+渠道扫盲，经营质量持续提升

展望全年来看，公司产能端将继续推进湖北安井一期、河南安井二期、四川安井二期等项目的逐步投产，以及广东安井一期、山东安井一期、泰州安井三期、辽宁安井三期、河南安井三期等项目的建设，持续扩大规模效应；品牌端将加大面向消费者的广宣投入，不断提升品牌知名度和美誉度；产品端坚持“研发一代、生产一代、储备一代”的新品规划思路，“及时跟进、持续改进、适度创新”的新产品研发策略及“竞品导向、渠道导向、专柜导向”竞争策略，计划推出“锁鲜装 4.0+虾滑系列”的超级大爆品和“1:1:1:1”（即火山石烤肠、蒸煎饺、小酥肉、烤鱼）的年度爆品集群，提高新产品研发的方向感和精准度，不断提高新产品销售占比；渠道端推进渠道扫盲，力争销售渠道全覆盖，尤其在流通渠道加强团餐系统开发，商超渠道提升 O2O 占比，线上渠道持续开发前置仓业务及兴趣电商等，实现整体经营规模和持续持续提升。我们认为在行业红利+公司战略方向的共同保驾护航下，公司有望延续竞争优势，实现规模和利润携手增长。

## 投资建议

参考最新财务报告，我们上调公司 23/24 年营业收入 153.1/184.1 亿元的预测至 157.14/193.14 亿元，新增 25 年 231.72 亿元的预测；上调 23-24 年 EPS 4.43/5.50 元的预测至 5.09/6.42 元，新增 25 年 EPS 7.99 元的预测；对应 2023 年 4 月 24 日 151.44 元的收盘价，PE 分别为 30/24/19 倍，维持公司“买入”评级。

## 风险提示

市场扩张不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2021A | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 9,272 | 12,183 | 15,714 | 19,314 | 23,172 |
| YoY (%)    | 33.1% | 31.4%  | 29.0%  | 22.9%  | 20.0%  |
| 归母净利润(百万元) | 682   | 1,101  | 1,494  | 1,884  | 2,343  |
| YoY (%)    | 13.0% | 61.4%  | 35.7%  | 26.1%  | 24.4%  |
| 毛利率 (%)    | 22.1% | 22.0%  | 22.5%  | 22.8%  | 23.0%  |
| 每股收益 (元)   | 2.84  | 3.89   | 5.09   | 6.42   | 7.99   |
| ROE        | 13.4% | 9.4%   | 11.3%  | 12.5%  | 13.5%  |
| 市盈率        | 53.32 | 38.93  | 29.73  | 23.58  | 18.95  |

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        | 现金流量表 (百万元)     | 2017A        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入              | 12,183       | 15,714       | 19,314       | 23,172       | 净利润             | 1,118        | 1,515        | 1,909        | 2,374        |
| YoY (%)            | 31.4%        | 29.0%        | 22.9%        | 20.0%        | 折旧和摊销           | 358          | 24           | 22           | 27           |
| 营业成本               | 9,508        | 12,178       | 14,910       | 17,842       | 营运资金变动          | -101         | 486          | -902         | 263          |
| 营业税金及附加            | 90           | 116          | 143          | 171          | 经营活动现金流         | 1,407        | 2,013        | 1,016        | 2,652        |
| 销售费用               | 873          | 1,100        | 1,352        | 1,576        | 资本开支            | -1,070       | -408         | -228         | -178         |
| 管理费用               | 342          | 424          | 502          | 579          | 投资              | -3,733       | 0            | 0            | 0            |
| 财务费用               | -75          | -73          | -77          | -88          | 投资活动现金流         | -4,795       | -408         | -228         | -178         |
| 研发费用               | 93           | 126          | 155          | 185          | 股权募资            | 5,682        | 0            | 0            | 0            |
| 资产减值损失             | -46          | 0            | 0            | 0            | 债务募资            | 1            | 0            | 0            | 0            |
| 投资收益               | 8            | 0            | 0            | 0            | 筹资活动现金流         | 5,421        | -10          | -10          | -10          |
| 营业利润               | 1,340        | 1,921        | 2,425        | 3,022        | 现金净流量           | 2,033        | 1,595        | 779          | 2,464        |
| 营业外收支              | 87           | 22           | 22           | 22           | <b>主要财务指标</b>   | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> |
| 利润总额               | 1,427        | 1,943        | 2,447        | 3,044        | <b>成长能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 所得税                | 309          | 427          | 538          | 670          | 营业收入增长率         | 31.4%        | 29.0%        | 22.9%        | 20.0%        |
| 净利润                | 1,118        | 1,515        | 1,909        | 2,374        | 净利润增长率          | 61.4%        | 35.7%        | 26.1%        | 24.4%        |
| 归属于母公司净利润          | 1,101        | 1,494        | 1,884        | 2,343        | <b>盈利能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| YoY (%)            | 61.4%        | 35.7%        | 26.1%        | 24.4%        | 毛利率             | 22.0%        | 22.5%        | 22.8%        | 23.0%        |
| 每股收益               | 3.89         | 5.09         | 6.42         | 7.99         | 净利率             | 9.0%         | 9.5%         | 9.8%         | 10.1%        |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2022A</b> | <b>2023E</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | 总资产收益率 ROA      | 6.8%         | 7.6%         | 8.9%         | 9.1%         |
| 货币资金               | 5,504        | 7,099        | 7,878        | 10,342       | 净资产收益率 ROE      | 9.4%         | 11.3%        | 12.5%        | 13.5%        |
| 预付款项               | 79           | 122          | 149          | 178          | <b>偿债能力 (%)</b> |              |              |              |              |
| 存货                 | 3,137        | 4,227        | 4,506        | 6,046        | 流动比率            | 2.66         | 2.30         | 2.70         | 2.49         |
| 其他流动资产             | 1,572        | 1,881        | 2,121        | 2,499        | 速动比率            | 1.80         | 1.53         | 1.81         | 1.66         |
| 流动资产合计             | 10,292       | 13,328       | 14,654       | 19,065       | 现金比率            | 1.42         | 1.23         | 1.45         | 1.35         |
| 长期股权投资             | 9            | 9            | 9            | 9            | 资产负债率           | 26.5%        | 31.7%        | 27.7%        | 31.3%        |
| 固定资产               | 3,343        | 3,569        | 3,647        | 3,720        | <b>经营效率 (%)</b> |              |              |              |              |
| 无形资产               | 703          | 703          | 703          | 703          | 总资产周转率          | 0.98         | 0.88         | 0.95         | 0.99         |
| 非流动资产合计            | 5,901        | 6,308        | 6,536        | 6,709        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
| 资产合计               | 16,194       | 19,636       | 21,189       | 25,774       | 每股收益            | 3.89         | 5.09         | 6.42         | 7.99         |
| 短期借款               | 489          | 489          | 489          | 489          | 每股净资产           | 39.82        | 44.92        | 51.34        | 59.33        |
| 应付账款及票据            | 1,670        | 3,192        | 2,482        | 4,231        | 每股经营现金流         | 4.80         | 6.86         | 3.47         | 9.04         |
| 其他流动负债             | 1,704        | 2,109        | 2,463        | 2,924        | 每股股利            | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 流动负债合计             | 3,863        | 5,790        | 5,434        | 7,644        | <b>估值分析</b>     |              |              |              |              |
| 长期借款               | 2            | 2            | 2            | 2            | PE              | 38.93        | 29.73        | 23.58        | 18.95        |
| 其他长期负债             | 430          | 430          | 430          | 430          | PB              | 4.07         | 3.37         | 2.95         | 2.55         |
| 非流动负债合计            | 432          | 432          | 432          | 432          |                 |              |              |              |              |
| 负债合计               | 4,295        | 6,221        | 5,866        | 8,076        |                 |              |              |              |              |
| 股本                 | 293          | 293          | 293          | 293          |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益             | 220          | 241          | 266          | 297          |                 |              |              |              |              |
| 股东权益合计             | 11,899       | 13,414       | 15,323       | 17,697       |                 |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 16,194       | 19,636       | 21,189       | 25,774       |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**任从尧：**11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资评级 | 说明                              |
|----------------------------------|------|---------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%    |
|                                  | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间   |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间     |
|                                  | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间    |
|                                  | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%    |
| 行业评级标准                           |      |                                 |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  |
|                                  | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间 |
|                                  | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%  |

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。