

## 预制菜肴持续发力, 23Q1 实现高增

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2022年报及2023年一季报, 2022年实现营收121.8亿元, 同比增长31.4%; 实现归母净利润11亿元, 同比增长61.4%; 实现扣非后归母净利润10亿元, 同比增长78.2%; 其中22Q4实现收入40.3亿元, 同比+26.8%, 实现归母净利润4.2亿元, 同比+120.5%; 同时, 拟向全体股东每10股派发现金股利11.27元(含税)。23Q1公司实现收入31.9亿元, 同比+36.4%; 实现归母净利润3.6亿元, 同比+76.9%; 实现扣非归母净利润3.4亿元, 同比+94.3%, 公司业绩超预期。
- 主业维持平稳增长, 预制菜肴持续发力。** 分品类看, 2022年公司鱼糜制品/菜肴制品/肉制品/米面制品分别实现收入39.5/30.2/23.8/24.1亿元, 同比分别增13.4%/112%/11.3%/17.6%, 主要系1) 22年锁鲜装延续良好势头, 火锅料制品实现量价齐升; 2) 第二曲线预制菜肴增长态势迅猛, 虾滑、酸菜鱼及小酥肉等亿元大单品持续放量; 3) 22年5月公司设立安井小厨事业部, 22年9月新柳伍并表, 多种因素促成22年菜肴产品收入高增。23Q1公司鱼糜制品/菜肴制品/肉制品/米面制品收入增速分别为+29.2%/+64.7%/+28.3%/+19.6%, Q1高增主要系春节期间公司出货良好。分渠道看, 22年公司经销商/特通直营/新零售/电商收入分别同比+27%/+117%/+147%/+98%, 特通及新零售渠道高增主要系公司加强新渠道开发以及收购企业并表。截至23Q1, 公司经销商增长36家至1872家。
- 产品结构持续升级, 盈利能力不断提升。** 2022年公司毛利率为22%, 同比-0.2pp, 其中22Q4毛利率同比+1.4pp至23.8%; 23Q1毛利率同比+0.5pp至24.7%。Q1毛利率提升主要系: 1) 锁鲜装占比提升, 产品结构升级, 2) 成本端压力趋缓; 3) 22Q4公司针对肉制品提价所致。费用率方面, 2022年公司销售费用率为7.4%, 同比-2pp; 管理费用率2.8%, 同比-0.6pp, 主要系公司规模效应及经营效率提升; 23Q1公司销售费用率同比-2.9pp至7.4%, 主要系公司减少广告促销费用; 管理费用率同比-0.2pp至2.8%。综合来看, 得益于产品结构升级和降本增效, 公司2022/23Q1归母净利率分别同比提升1.8pp/2.7pp至9.2%/11.6%。
- 疫情放开消费复苏, 预制菜肴龙头可期。** 1) 随着疫情影响逐步消退, 消费复苏大环境下, B端餐饮及C端家庭消费将持续改善, 公司主业预计23年仍将保持平稳增长; 2) 公司积极布局预制菜风口, 通过自产(安井小厨重资产模式)+贴牌(冻品先生轻资产模式)+外延并购(新宏业+新柳伍)三路并进发力预制菜。3) 产品方面公司计划推出锁鲜装4.0+虾滑系列; 渠道方面在维持现有BC渠道优势基础上, 持续加大团餐渠道开发力度。随着目前公司OEM部分经营效率改善, 安井小厨自产率不断提升, 借助过去在产能端的规模效应凸显、冷链物流以及经销商体系方面积累的渠道优势, 公司有望成长为预制菜行业龙头企业, 长期高速发展可期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为4.96元、6.18元、7.59元, 对应动态PE分别为34倍、27倍、22倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 市场竞争加剧风险, 原材料成本上行风险。

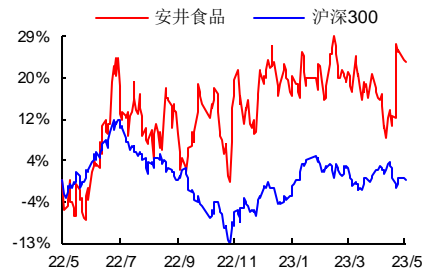
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12182.66	15849.98	19480.43	23504.17
增长率	31.39%	30.10%	22.91%	20.66%
归属母公司净利润(百万元)	1101.03	1455.27	1812.28	2226.83
增长率	61.37%	32.17%	24.53%	22.87%
每股收益EPS(元)	3.75	4.96	6.18	7.59
净资产收益率ROE	9.39%	11.32%	2.73%	13.98%
PE	44	34	27	22
PB	4.11	3.75	3.39	3.03

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 舒尚立  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.93
流通A股(亿股)	2.93
52周内股价区间(元)	124.63-173.35
总市值(亿元)	489.16
总资产(亿元)	141.97
每股净资产(元)	37.36

### 相关研究

- 安井食品(603345): Q3 主业增速回暖, 预制菜表现出色 (2022-10-30)
- 安井食品(603345): Q3 业绩表现出色, 第二曲线成效初显 (2022-10-18)
- 安井食品(603345): 主业延续稳健增速, 菜肴制品维持高增 (2022-08-24)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：得益于疫后餐饮场景持续恢复以及居民消费力回升，同时公司积极发力 C 端锁鲜装产品，2023-2025 年面米制品销量增速为 10%、9%、8%。

假设 2：随着公司外延+OEM+自产三路并进发展预制菜，叠加产能释放稳扎稳打，预制菜销量增速 2023-2025 年分别为 35%、30%、25%。

假设 3：随着公司安井小厨的快速放量，预制菜自产比例持续提升，预计 2023-2025 年预制菜业务毛利率分别为 11.4%、15.3%、16.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及毛利率如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
速冻鱼糜制品	收入	3,945.2	4,266.7	4,524.8	4,798.6
	增速	13.4%	8.2%	6.1%	6.1%
	毛利率	26.2%	27.6%	26.9%	26.9%
速冻肉制品	收入	2,383.7	2,602.5	2,760.0	2,899.1
	增速	11.3%	9.2%	6.1%	5.0%
	毛利率	25.8%	26.9%	26.9%	26.9%
速冻面米制品	收入	2,414.4	2,762.1	3,040.8	3,316.9
	增速	17.6%	14.4%	10.1%	9.1%
	毛利率	23.5%	25.7%	25.7%	25.7%
速冻菜肴制品	收入	3,024.4	5,716.0	8,545.5	11,750.0
	增速	111.6%	89.0%	49.5%	37.5%
	毛利率	11.4%	11.4%	15.3%	16.8%
合计	收入	12,182.7	15,850.0	19,480.4	23,504.2
	增速	31.4%	30.1%	22.9%	20.7%
	毛利率	22.0%	21.2%	21.5%	21.6%

数据来源：Wind, 西南证券

综合考虑业务范围，选取了 3 家上市公司作为估值参考，其中三全食品为行业龙头，已实现全国化布局，渠道体量庞大且已完成多品类覆盖；千味央厨是 B 端企业，体量相对较小，且主要专注于面米制品；味知香则专注于预制菜。

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 34 倍，行业平均值为 32 倍，公司估值略高于行业平均估值水平。随着目前公司 OEM 部分经营效率改善，安井小厨自产率不断提升，借助过去在产能端的规模效应凸显、冷链物流以及经销商体系方面积累的渠道优势的加持下，公司预制菜业务将持续高增，给予 2023 年 42 倍估值，对应目标价 208.32 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002216.SZ	三全食品	145	16.44	0.91	1.01	1.14	1.27	20	16	14	13
001215.SZ	千味央厨	61	70.30	1.18	1.68	2.23	2.90	56	42	31	24
605089.SH	味知香	67	67.49	1.43	1.83	2.28	2.79	51	37	30	24
平均值								42	32	25	20
603345.SH	安井食品	489	166.78	3.75	4.96	6.18	7.59	44	34	27	22

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12182.66	15849.98	19480.43	23504.17	净利润	1117.50	1477.04	1839.39	2260.15
营业成本	9507.72	12485.30	15284.43	18423.79	折旧与摊销	353.56	395.91	437.10	473.07
营业税金及附加	90.14	117.27	144.13	173.90	财务费用	-75.42	-171.29	-176.30	-210.04
销售费用	873.00	1157.05	1422.07	1692.30	资产减值损失	-46.05	12.01	16.27	16.34
管理费用	341.74	538.90	652.59	775.64	经营营运资本变动	-481.99	-1535.79	-654.81	-639.06
财务费用	-75.42	-171.29	-176.30	-210.04	其他	539.62	-16.62	-16.61	-16.73
资产减值损失	-46.05	12.01	16.27	16.34	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1407.23</b>	<b>161.26</b>	<b>1445.04</b>	<b>1883.73</b>
投资收益	7.73	15.00	15.00	15.00	资本支出	-1547.06	-420.00	-420.00	-420.00
公允价值变动损益	2.32	1.62	1.61	1.73	其他	-3248.08	16.62	16.61	16.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4795.14</b>	<b>-403.38</b>	<b>-403.39</b>	<b>-403.27</b>
<b>营业利润</b>	<b>1340.10</b>	<b>1727.36</b>	<b>2153.83</b>	<b>2648.98</b>	短期借款	232.66	-319.00	0.00	0.00
其他非经营损益	86.71	10.33	10.16	10.02	长期借款	-138.84	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1426.81</b>	<b>1737.70</b>	<b>2163.99</b>	<b>2659.00</b>	股权融资	5652.92	0.00	0.00	0.00
所得税	309.31	260.65	324.60	398.85	支付股利	-205.01	-330.31	-436.58	-543.68
净利润	1117.50	1477.04	1839.39	2260.15	其他	-120.35	168.22	176.30	210.04
少数股东损益	16.47	21.77	27.12	33.32	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>5421.38</b>	<b>-481.09</b>	<b>-260.28</b>	<b>-333.64</b>
归属母公司股东净利润	1101.03	1455.27	1812.28	2226.83	<b>现金流量净额</b>	<b>2033.28</b>	<b>-723.20</b>	<b>781.37</b>	<b>1146.82</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5504.02	4780.81	5562.18	6709.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	842.33	1076.21	1332.44	1609.47	销售收入增长率	31.39%	30.10%	22.91%	20.66%
存货	3136.84	4133.52	5065.06	6099.93	营业利润增长率	55.76%	28.90%	24.69%	22.99%
其他流动资产	808.98	1940.32	2230.76	2552.66	净利润增长率	62.71%	32.17%	24.53%	22.87%
长期股权投资	9.50	9.50	9.50	9.50	EBITDA 增长率	45.97%	20.62%	23.70%	20.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4104.31	4133.62	4121.74	4073.89	毛利率	21.96%	21.23%	21.54%	21.61%
无形资产和开发支出	1509.44	1508.08	1506.72	1505.35	三费率	9.35%	9.62%	9.75%	9.61%
其他非流动资产	278.18	274.32	270.47	266.61	净利率	9.17%	9.32%	9.44%	9.62%
<b>资产总计</b>	<b>16193.59</b>	<b>17856.38</b>	<b>20098.87</b>	<b>22826.41</b>	ROE	9.39%	11.32%	12.73%	13.98%
短期借款	489.00	170.00	170.00	170.00	ROA	6.90%	8.27%	9.15%	9.90%
应付和预收款项	2097.16	3113.74	3708.28	4444.43	ROIC	19.57%	19.61%	21.46%	24.58%
长期借款	2.27	2.27	2.27	2.27	EBITDA/销售收入	13.28%	12.32%	12.40%	12.39%
其他负债	1706.15	1522.96	1768.09	2043.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4294.58</b>	<b>4808.97</b>	<b>5648.64</b>	<b>6659.72</b>	总资产周转率	0.98	0.93	1.03	1.10
股本	293.29	293.29	293.29	293.29	固定资产周转率	3.90	4.60	5.42	6.47
资本公积	8023.97	8023.97	8023.97	8023.97	应收账款周转率	17.96	18.00	17.75	17.48
留存收益	3410.74	4535.70	5911.40	7594.54	存货周转率	3.42	3.43	3.32	3.30
归属母公司股东权益	11679.28	12805.91	14181.61	15864.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.74%	—	—	—
少数股东权益	219.72	241.50	268.62	301.94	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11899.01</b>	<b>13047.41</b>	<b>14450.23</b>	<b>16166.69</b>	资产负债率	26.52%	26.93%	28.10%	29.18%
负债和股东权益合计	16193.59	17856.38	20098.87	22826.41	带息债务/总负债	11.44%	3.58%	3.05%	2.59%
					流动比率	2.66	2.73	2.72	2.73
					速动比率	1.85	1.78	1.75	1.75
					股利支付率	18.62%	22.70%	24.09%	24.42%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1618.24	1951.98	2414.63	2912.01	每股收益	3.75	4.96	6.18	7.59
PE	44.43	33.61	26.99	21.97	每股净资产	40.57	44.49	49.27	55.12
PB	4.11	3.75	3.39	3.03	每股经营现金	4.80	0.55	4.93	6.42
PS	4.02	3.09	2.51	2.08	每股股利	0.70	1.13	1.49	1.85
EV/EBITDA	26.57	22.23	17.65	14.24					
股息率	0.42%	0.68%	0.89%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn