

2023年07月15日

# 规模持续扩张，盈利能力提升超预期

## 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:	176.54/131.32
目标价格:		总市值(亿)	447.51
最新收盘价:	152.58	自由流通市值(亿)	447.51
		自由流通股数(百万)	293.29

### 事件概述

公司发布23H1业绩预告，预计23H1实现营收68.94亿元，同比+30.7%，实现归母净利润7.1-7.4亿元，同比+56.7%-63.4%，实现扣非归母净利润6.7-7亿元，同比+76.3%-84.2%。据此推算，预计23Q2公司实现营收37.03亿元，同比+26.1%，归母净利润3.48-3.78亿元，同比+39.8%-51.8%，扣非归母净利润3.25-3.55亿元，同比+60.9%-75.7%。

### 分析判断:

#### ▶ 淡季不淡，收入稳健增长

据公告推算，Q2公司预计营收同比+26.1%，实现淡季不淡，稳健增长。公司业绩稳步增长主因：1)传统速冻火锅料制品和速冻面米制品收入稳步增长，产品力、渠道力和品牌力不断提升；2)新柳伍(2022年8月30日起纳入公司合并报表范围)、冻品先生及安井小厨事业部增量带动预制菜肴板块业务增长。我们预计随消费持续恢复，公司营收端有望持续稳健增长。

#### ▶ 规模效应+费效比提升，盈利能力改善

根据业绩预告推算，公司23Q2归母净利润率为9.4%-10.2%，同比+0.9-1.7pct；扣非归母净利润率为8.8%-9.6%，同比+1.9-2.7pct，盈利能力显著提升。公司利润率提升主因：1)公司规模效应显现；2)公司控制促销、广告等费用投入、股份支付分摊费用减少、银行存款利息收入增加等因素影响，期间费用比下降带动利润提升。我们预计随着小龙虾等原材料采购价下行，锁鲜装等高毛利产品持续提升销售结构以及规模效应进一步体现，公司盈利能力仍有望进一步提升。

#### ▶ 产品渠道品牌齐发力，看好未来发展

产品端来看，公司通过“主食发力、主菜上市”的产品策略，在速冻火锅料、速冻面米制品和速冻预制菜肴制品上“三路并进”，坚持每年聚焦培养3-5个“战略大单品”；渠道端来看，公司按照“BC兼顾、全渠发力”的渠道策略，全面提升全渠道大单品竞争力；品牌端来看，根据公告披露，公司积极打造“1+5”品牌矩阵，形成由“安井”主品牌和“安井小厨”、“冻品先生”、“洪湖诱惑”、“柳伍”和“安仔”五个分子品牌构成的品牌体系。公司战略布局全面，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

参考最新业绩预告，我们维持公司23-25年收入157.14/193.14/231.72亿元的预测；维持23-25年EPS5.09/6.42/7.99元的预测；对应2023年7月14日152.58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	53.73	39.22	29.95	23.75	19.10

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)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,050	4,458	5,590	6,865	净利润	1,049	1,170	1,487	1,849
YoY (%)	18.6%	10.1%	25.4%	22.8%	折旧和摊销	46	23	24	24
营业成本	825	901	1,118	1,346	营运资金变动	-711	-469	387	-212
营业税金及附加	656	713	894	1,098	经营活动现金流	401	734	1,907	1,671
销售费用	1,024	1,115	1,386	1,696	资本开支	-243	-229	-219	-189
管理费用	175	196	240	295	投资	0	0	0	0
财务费用	-54	-36	-41	-45	投资活动现金流	-243	-229	-218	-188
研发费用	17	18	22	27	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	1	筹资活动现金流	-423	0	0	0
营业利润	1,421	1,570	1,992	2,476	现金净流量	-266	505	1,689	1,483
营业外收支	-22	-10	-10	-10					
利润总额	1,400	1,560	1,982	2,466	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	351	390	496	616	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	1,049	1,170	1,487	1,849	营业收入增长率	18.6%	10.1%	25.4%	22.8%
归属于母公司净利润	1,049	1,170	1,487	1,849	净利润增长率	17.4%	11.5%	27.1%	24.4%
YoY (%)	17.4%	11.5%	27.1%	24.4%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	3.23	3.60	4.58	5.69	毛利率	79.6%	79.8%	80.0%	80.4%
					净利率	25.9%	26.2%	26.6%	26.9%
<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	18.0%	16.8%	16.1%	16.6%
货币资金	3,077	3,583	5,271	6,754	净资产收益率 ROE	25.3%	22.0%	21.8%	21.4%
预付款项	13	14	17	0	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	1,417	1,334	2,020	1,718	流动比率	2.89	3.55	3.27	3.93
其他流动资产	235	739	436	1,012	速动比率	2.01	2.71	2.41	3.22
流动资产合计	4,743	5,670	7,744	9,484	现金比率	1.87	2.24	2.22	2.80
长期股权投资	31	31	31	31	资产负债率	28.8%	23.5%	26.1%	22.1%
固定资产	517	570	622	674	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	211	214	217	220	总资产周转率	0.68	0.70	0.69	0.68
非流动资产合计	1,091	1,287	1,473	1,627	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	5,834	6,957	9,216	11,111	每股收益	3.23	3.60	4.58	5.69
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	12.78	16.38	20.95	26.65
应付账款及票据	442	253	673	479	每股经营现金流	1.23	2.26	5.87	5.14
其他流动负债	1,201	1,344	1,697	1,937	每股股利	1.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,644	1,597	2,369	2,415	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	29.07	26.06	20.51	16.49
其他长期负债	38	38	38	38	PB	10.79	6.83	5.33	4.20
非流动负债合计	38	38	38	38					
负债合计	1,682	1,635	2,407	2,453					
股本	325	325	325	325					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	4,152	5,322	6,809	8,658					
负债和股东权益合计	5,834	6,957	9,216	11,111					

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分析师，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。