

# 预制菜高增，盈利能力快速提升

## 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)	452.26
最新收盘价:	151.37	自由流通市值(亿)	452.26
		自由流通股数(百万)	293.29

### 事件概述

公司上半年实现收入 68.94 亿元、同比+30.7%，归母净利润 7.35 亿元、同比+62.1%；其中 2023Q2 实现收入 37.04 亿元、同比+26.1%，归母净利润 3.74 亿元、同比+50.0%；利润接近预告上限。

### 分析判断:

#### ► 收入持续高增，预制菜肴成为第一大品类

公司上半年得益于产品端销售推广，渠道端加大开发，主业稳步增长；同时子公司新柳伍并表带来增量，整体收入增长 30.7%；Q2 公司延续主业双位数增长，并购企业带来增量的趋势，实现 26%的收入增长。

分产品来看，公司上半年速冻菜肴/速冻鱼糜/速冻米面/速冻肉制品/农副产品收入分别为 22.0/19.6/12.7/11.8/2.6 亿元，分别同比+58.2%/+20.8%/+11.1%/+22.5%/+98.1%，传统速冻火锅料制品和速冻面米制品营业收入稳步增长；预制菜肴高增主因新柳伍并表，冻品先生、安井小厨以及安井品牌虾滑增量带动；农副产品高增主因新柳伍的冷冻鱼糜及鱼副产品并表所致。

分渠道来看，公司上半年经销商/特通直营/商超/新零售/电商收入分别为 54.4/6.1/4.4/2.6/1.4 亿元，分别同比+33.9%/+67.5%/-14.7%/-11.3%/+275.0%，经销商、特通和电商渠道快速发展得益于公司加大渠道开发及新柳伍并表，商超和新零售下滑主要系个别客户销售下滑及去年 C 端高基数影响。公司上半年渠道端重点布局团餐和烧烤，公司以团餐作为渠道扫盲的发力点，通过产品端量身定制和渠道终端逐步渗透，不断加深对团餐客户的持续开发；烧烤今年消费热度高，公司顺势而为设立串烤项目部，重点推进火山石烤肠、麦穗肠以及其他烤串产品的研发、生产、外协和营销推广工作，进一步强化公司在原有强势烧烤渠道上的影响力和产品竞争力。

公司 23Q2 实现收入 37.04 亿元，同比+26.1%，持续推动菜肴制品销售，同比+54.4%，冻品先生和安井小厨持续放量；速冻火锅料稳步增长，速冻鱼糜和速冻肉制品分别同增 13.6%和 16.8%；米面制品因去年高基数小幅增长 4.2%。

#### ► 控费效用延续，盈利能力持续提升

成本端来看，H1 公司毛利率同比上涨 0.24pct 至 22.1%，上半年原材料端基本平稳，锁鲜装等高毛利产品占比提升和规模效率带动毛利率稳步提升。费用端来看，公司上半年销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.1%/2.5%/0.6%/-0.8%，分别同比-1.7/-1.1/-0.3/-0.26pct，综合费用率下降 3.18pct，销售费率下降主因公司收入规模提升，费用投放效率提升，同时控费效用延续；管理费用率下降主因股份支付分摊费用减少。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 7.35 亿元，同比+62.1%，对应归母净利润率 10.7%，同比提升 2.1pct，盈利能力稳步提升。

22Q2 公司成本端小幅承压，毛利率同比下降 0.13pct，费用率持续优化，综合费用率同比下降 2.83pct。公司 Q2 实现归母净利润 3.74 亿元，同比+50%，对应的归母净利率同比提升 1.60pct 至 10.1%。

#### ► 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 8 月 1 日 151.37 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	53.30	38.91	29.71	23.56	18.94

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	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	38.91	29.71	23.56	18.94
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。