

食品饮料

2022年08月23日

安井食品 (603345)

——22Q2 表现超预期 加码布局预制菜肴

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2022年08月22日
收盘价（元）	152.3
一年内最高/最低（元）	206.89/102
市净率	4.1
息率（分红/股价）	0.46
流通A股市值（百万元）	36915
上证指数/深证成指	3277.79/12505.68

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2022年06月30日
每股净资产（元）	37.54
资产负债率%	21.13
总股本/流通A股（百万）	293/242
流通B股/H股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《安井食品（603345）点评：终端动销环比改善 预制菜布局愈发明晰》
2022/06/15

《安井食品（603345）点评：22Q1 利润超预期 坚定看好菜肴成长空间》
2022/04/26

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com

联系人

曹欣之
(8621)23297818×
caoxz@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**公司发布 2022 年中报，22H1 公司实现营业收入 52.75 亿，同比增长 35.5%，归母净利润 4.5 亿，同比增长 30.35%，扣非归母净利润 3.8 亿，同比增长 25.1%。22Q2 公司实现营业收入 29.4 亿，同比增长 46%，归母净利润 2.5 亿，同比增长 43%，扣非归母净利润 2 亿，同比增长 36.75%，收入与利润表现超预期。
- **投资评级与估值：**维持盈利预测，预测 2022-24 年归母净利润分别为 9.9、13.1、16.4 亿分别同比增长 46%、32%、25%，当前股价对应 2022-24 年 PE 分别为 45x、34x、27x，维持增持评级。继续看好公司“BC 兼顾”与“三路并进”的均衡发展思路，一方面疫后复苏有望驱动主业火锅料表现环比改善，另一方面通过品牌力与渠道力提升主业市场份额。中长期看，在加深 BC 渠道与主业护城河的同时，公司预制菜的规划逐步清晰，通过冻品先生+安井小厨+新宏业新柳伍布局细分领域，有望实现第二增长曲线的快速上量。在产能逐步落地助推下，公司有望成为更加全面的速冻品龙头企业。
- **逆境下主业稳健增长，菜肴制品延续三位数增长。**分子公司看，预计 22Q2 公司主业收入约 22.5 亿，同比增长 15.3%；冻品先生收入约 1.1 亿，同比增长 136%；新宏业对外收入约 5.5 亿；功夫食品收入约 0.2 亿。分品类看，22Q2 公司米面制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品分别实现收入 6.4/4.9/8.7/8.7 亿，分别同比+30.4%/+0.3%/+15.1%/+233%，其中 1) 米面表现较好，主要系 Q2 疫情扰动，米面 2C 动销保持良好态势，2) 火锅料表现分化，其中肉制品以 2B 餐饮渠道为主，而 2C 锁鲜装中鱼糜制品占比相对较高，Q2 锁鲜装贡献拉动鱼糜制品表现，3) 菜肴制品维持三位数增长，主要受益于疫情扰动利好菜肴 2C 消费，且冻品先生大幅增长及新宏业并表贡献。分渠道看，22Q2 公司经销商/商超/特通/电商收入分别同比增长 25.5%/51%/958%/173%，其中 BC 类超市经销商持续发力，保持经销渠道整体稳定；特通与电商实现高增，主要系公司积极拓展面向全国范围大机构企业和 B 端大客户的特通直营体系，打造私享汇会员制线上商城，并继续挖潜电商潜力，加强与前置仓电商合作。分区域看，22Q2 除东北及西南区域外，其他区域收入增长均超 40%。

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	9,272	5,275	11,777	15,121	18,481
同比增长率（%）	33.1	35.5	27.0	28.4	22.2
归母净利润（百万元）	682	453	993	1,313	1,643
同比增长率（%）	13.0	30.4	45.6	32.2	25.2
每股收益（元/股）	2.79	1.55	3.39	4.48	5.60
毛利率（%）	22.1	21.9	22.5	22.5	22.9
ROE（%）	13.4	4.1	8.6	10.5	11.9
市盈率	65		45	34	27

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

22Q2 主业盈利能力提升。分子公司看，预计 22Q2 公司主业利润约 2.4 亿，同比增长约 38%；预计 22Q2 冻品先生利润约-0.05 亿，主要系公司支付股份支付费用，若还原，22H1 冻品先生净利润约 0.12 亿，同比增长超 200%，单 Q2 净利率约 4-5%，环比有所下降，主要系品宣投入加大；预计 22Q2 新宏业归母利润预计约 0.26 亿；预计 22H1 功夫食品利润贡献 50 万，22Q2 预计利润贡献-8 万。

22Q2 公司实现毛利率 20%，同比下降-1.8pct，其中 1) 安井主业毛利率预计持平，原料成本压力可控，Q2 压力主要来自于疫情致人力及运费成本上涨，2) 冻品先生及新宏业毛利率较低，导致整体毛利率下降。费用端，22Q2 销售/管理/研发及财务费用率分别同比-1.68/+1/-0.3/-0.75pct，其中 1) 财务费用率下降，主要系定增资金致利息收入增加，2) 销售费用率下降主要系安井主业通过促销员及会务费减少等控费措施保障盈利能力，22Q2 安井主业净利率 10.6%，同比+1.7pct。22Q2 合并报表的归母净利润率 8.5% 同比-0.2pct，主要系冻品先生、新宏业等合并报表子公司计提相关股份支付或奖励费用所导致。展望 H2，虽然猪价价格环比有所上涨，但公司每月对各项原料锁单分析从而进行成本优化，预计整体原料成本压力可控。

预制菜布局进一步明朗。作为未来第二增长曲线，在预制菜的战略上，针对不同细分产品领域，贯彻爆品思路，实施冻品先生+安井小厨+新宏业新柳伍共同发力的策略。对于**冻品先生**，聚焦菜肴制品，主要以整合供应链为主，选品策略坚持 BC 兼顾、南北通用、家喻户晓、高频复购、高还原度。自 4.0 系列新品起，冻品先生将专注做透川湘系列菜肴，继酸菜鱼后，会推出水煮肉片、辣子鸡、酸汤肥牛等具备全国化基因的大单品。对于**安井小厨**，公司资源投入将向其倾斜，事业部团队独立经营，聚焦蒸炸类及点心调理制品，主要以自产为主。公司将利用研发、渠道优势，通过线上品牌推广+线下密集铺货的方式，力争打造蒸炸类爆品。对于**新宏业与新柳伍**，主要负责调味小龙虾等水产类菜肴制品，两家公司与安井合作多年，不仅可强化安井上游鱼浆资源的掌控力，同时在水产类的采购及自动化生产方面已具备较大的行业先发优势。在安井对其管理及信息化的赋能下，三者有望实现强强联合的市场竞争力。

股价表现的催化剂：收入超预期、新品表现超预期、原材料成本下降

核心假设风险：食品安全问题

财务摘要

百万元，百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	6,965	9,272	11,777	15,121	18,481
其中：营业收入	6,965	9,272	11,777	15,121	18,481
减：营业成本	5,176	7,221	9,133	11,714	14,257
减：税金及附加	45	59	79	98	120
主营业务利润	1,744	1,992	2,565	3,309	4,104
减：销售费用	644	849	946	1,207	1,475
减：管理费用	296	320	330	372	439
减：研发费用	74	88	97	106	117
减：财务费用	4	1	-52	-41	-28
经营性利润	726	736	1,244	1,665	2,101
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-2	-4	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	-11	0	0	0
加：投资收益及其他	51	139	42	47	48
营业利润	775	860	1,288	1,711	2,149
加：营业外净收入	7	19	14	13	15
利润总额	781	879	1,302	1,724	2,164
减：所得税	178	193	307	410	520
净利润	604	687	994	1,314	1,645
少数股东损益	0	5	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	604	682	993	1,313	1,643
全面摊薄总股本	237	244	293	293	293
每股收益（元）	2.61	2.84	3.39	4.48	5.60

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。