

Q3 主业提升，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:	206.89/102.0
目标价格:		总市值(亿)	398.94
最新收盘价:	136.02	自由流通市值(亿)	396.38
		自由流通股数(百万)	291.42

事件概述

公司前三季度实现营业收入 81.6 亿元，同比+33.8%；归母净利润 6.9 亿元，同比+39.6%。Q3 实现营业收入 28.8 亿元，同比+30.8%；归母净利润 2.4 亿元，同比增长 61.7%。

分析判断：

► Q3 主业回升+预制菜高增，收入规模加速扩张

Q3 受餐饮需求回暖和公司持续渠道精耕，我们预计主业增速环比提升，Q3 增速 20%+；预制菜在三路并进战略下依旧实现高增，带动三季度整体收入增长 30.8%，高增趋势不减。

分产品来看，Q3 公司面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品收入分别为 5.54/5.78/9.62/7.18 亿元，分别同比+15.1%/+27.7%/+18.0%/+66.5%，新增农副产品和休闲食品收入分别为 0.57/0.03 亿元，肉制品和鱼糜增速回升预计与 B 端需求回暖和 C 端锁鲜装高增有关；同时公司第二曲线预制菜以“自产+并购+OEM”策略深化布局，其中“安井小厨”按照“B 端为主，BC 兼顾”模式聚焦调理类菜肴，陆续推出小酥肉等新品，进一步丰富产品线，新宏业速冻调味小龙虾产品、安井冻品先生菜肴均有较高增长，菜肴制品延续高增趋势。分渠道来看，公司 Q3 经销商/商超/特通直营/电商收入分别为 24.44/1.79/1.64/0.94 亿元，分别同比+32.7%/-4.0%/+104.1%/-0.5%，公司通过渠道下沉、增加经销商数量、拓展多元化销售以及增加菜肴品类等措施稳定餐饮和流通渠道，BC 类超市持续发力，核心经销渠道持续增长，经销商数量增加至 1799 家；特通渠道高增主要系公司积极开拓大企业的 B 端大客户。分地区来看，Q3 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区收入分别同比+32.7%/+31.2%/+27.5%/+29.6%/+40.5%/+45.4%/+17.7%，各区域均有较快增长。

前三季度累计来看，主业稳健+预制菜翻倍以上高增，实现营业收入 81.6 亿元，同比+33.8%。

► 毛利率提升+费用率下降，净利率提升 1.57pct

成本端来看，Q3 毛利率提升 1.28pct 至 19.6%，预计受成本压力缓解和预制菜毛利率提升推动。费用端来看，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.3%/2.3%/0.8%/-0.7%，分别较去年同期-2.75/-1.36/-0.23/-0.79pct，销售费用率下降主因公司缩减优化促销力度，整体费用率下降 5.13pct，费用投放效率提升。综合来看，公司收入高增+成本压力缓解+费用率下降，带动公司实现归母净利润 2.4 亿元，同比+61.7%，对应归母净利润率提升 1.57pct 至 8.2%。

前三季度累计来看，毛利率承压+费用下降，整体净利率小幅提升 0.35pct 至 8.1%，对应净利润同增 39.6%至 6.9 亿元，盈利规模持续提升

► 快速加码预制菜，经营持续向好

公司三季度提前完成新柳伍并购，完善预制菜肴布局，在“双剑合璧、三路并进”的战略指引下预制菜肴成为公司未来发展的重点方向和重要增量。展望全年来看，公司积极通过集中采购+调整产品结构+提价等多重举措应对成本压力，产品端速冻火锅料制品市占率有望持续增加，速冻米面需求不减，菜肴制品乘行业东风快速增长，渠道端坚持 BC 兼顾，推动核心渠道和各区域的均衡发展，整体经营持续向好。我们认为在行业红利+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

参考最新财务报告，我们维持公司 22-24 年营业收入 121.3/153.1/184.1 亿元的预测；维持 22-24 年 EPS 3.46/4.43/5.50 元的预测；对应 2022 年 10 月 28 日 136.02 元/股收盘价，PE 分别为 39/31/25 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

新产品推广不达预期、行业竞争加剧、食品安全

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,965	9,272	12,130	15,314	18,414
YoY (%)	32.2%	33.1%	30.8%	26.2%	20.2%
归母净利润(百万元)	604	682	1,014	1,299	1,614
YoY (%)	61.7%	13.0%	48.7%	28.0%	24.3%
毛利率 (%)	25.7%	22.1%	22.2%	23.0%	23.4%
每股收益 (元)	2.06	2.33	3.46	4.43	5.50
ROE	16.4%	13.4%	16.7%	17.6%	17.9%
市盈率	66.07	58.47	39.33	30.72	24.72

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	9,272	12,130	15,314	18,414	净利润	687	1,022	1,305	1,622
YoY (%)	33.1%	30.8%	26.2%	20.2%	折旧和摊销	251	168	182	193
营业成本	7,221	9,437	11,792	14,105	营运资金变动	-407	551	-342	-101
营业税金及附加	59	76	96	116	经营活动现金流	538	1,645	1,116	1,677
销售费用	849	1,067	1,332	1,565	资本开支	-908	-1,076	-1,217	-1,197
管理费用	320	388	475	589	投资	662	-200	-200	-200
财务费用	1	-76	-59	-48	投资活动现金流	-216	-1,180	-1,380	-1,352
研发费用	68	121	153	184	股权募资	0	49	0	0
资产减值损失	-11	0	0	0	债务募资	579	0	0	0
投资收益	99	97	38	46	筹资活动现金流	-76	-213	-112	-11
营业利润	860	1,296	1,667	2,074	现金净流量	244	252	-376	313
营业外收支	19	14	6	6					
利润总额	879	1,310	1,673	2,080	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	193	288	368	458	成长能力				
净利润	687	1,022	1,305	1,622	营业收入增长率	33.1%	30.8%	26.2%	20.2%
归属于母公司净利润	682	1,014	1,299	1,614	净利润增长率	13.0%	48.7%	28.0%	24.3%
YoY (%)	13.0%	48.7%	28.0%	24.3%	盈利能力				
每股收益	2.33	3.46	4.43	5.50	毛利率	22.1%	22.2%	23.0%	23.4%
					净利率	7.4%	8.4%	8.5%	8.8%
					总资产收益率 ROA	7.8%	9.0%	10.0%	10.3%
					净资产收益率 ROE	13.4%	16.7%	17.6%	17.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力				
货币资金	1,145	1,397	1,020	1,334	流动比率	1.38	1.23	1.24	1.30
预付款项	92	119	163	184	速动比率	0.59	0.49	0.45	0.49
存货	2,414	3,474	4,045	4,915	现金比率	0.36	0.29	0.19	0.21
其他流动资产	709	957	1,399	1,787	资产负债率	41.4%	45.3%	42.5%	41.7%
流动资产合计	4,361	5,946	6,628	8,220	经营效率				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.06	1.08	1.18	1.18
固定资产	2,899	3,542	4,240	4,941	每股指标 (元)				
无形资产	500	677	917	1,123	每股收益	2.33	3.46	4.43	5.50
非流动资产合计	4,411	5,331	6,371	7,379	每股净资产	17.30	20.76	25.19	30.69
资产合计	8,771	11,278	12,998	15,599	每股经营现金流	1.84	5.61	3.80	5.72
短期借款	256	256	256	256	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,652	2,489	2,910	3,476	估值分析				
其他流动负债	1,243	2,090	2,184	2,597	PE	58	39	31	25
流动负债合计	3,150	4,835	5,350	6,329	PB	9.87	6.55	5.40	4.43
长期借款	141	141	141	141					
其他长期负债	336	136	36	36					
非流动负债合计	477	277	177	177					
负债合计	3,628	5,112	5,528	6,506					
股本	244	293	293	293					
少数股东权益	70	78	84	92					
股东权益合计	5,144	6,165	7,471	9,093					
负债和股东权益合计	8,771	11,278	12,998	15,599					

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、食品饮料首席分析师，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。

刘来珍：4 年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验；上海交通大学金融学硕士，2020 年 9 月加入华西证券研究所。

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。