

H1 主业维持稳健增长，旺季表现值得期待

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营收 75.4 亿元，同比+9.4%；实现归母净利润 8 亿元，同比+9.2%。其中 24Q2 实现营收 37.9 亿元，同比+2.3%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比-2.5%，公司业绩符合市场预期。此外，公司拟每股派发现金红利 1.38 元（含税）
- 主业维持稳健增长，小龙虾业务有所承压。** 分业务看，24H1 速冻调制食品/速冻菜肴制品/速冻面食制品分别实现收入 38.3/22.1/12.9 亿元，同比分别+21.9%/+0.4%/+1.4%；其中 24Q2 对应增速分别为+13.6%/-7.1%/-1.4%。受益于锁鲜装及烤肠等大单品的高速增长（24H1 锁鲜装增速约 20%+），速冻火锅料业务增速稳健；菜肴业务有所承压主要系受新宏业及新柳伍旗下小龙虾业务下滑拖累；但安井小厨预计仍维持亮眼表现，此外冻品先生上半年亦实现持平或微增。分渠道看，经销商/商超/特通直营/新零售/电商渠道 24H1 收入增速分别为+12.4%/-3.0%/-15.3%/+27.3%/+7.3%。其中新零售渠道表现突出，主要受益于盒马等大客户开拓良好；特通直营渠道下滑主要系新柳伍及新宏业销量承压。
- 成本下降带来毛利率优化，激励费用增长与所得税率提升影响 24Q2 净利率。** 24H1 公司毛利率为 23.9%，同比+1.8pp；其中 24Q2 毛利率为 21.3%，同比+1.4pp。毛利率提升主要系：1) 鱼糜/大豆蛋白等主要原材料采购成本下行，2) 高毛利的锁鲜装占比持续提升。费用率方面，24Q2 销售费用率同比下降 0.1pp 至 4.8%，主要系淡季公司控制费用及促销等投放力度；管理费用率同比增长 1.1pp 至 3.3%，主要系股份支付费用同比有所增加。除经营费用之外，在上半年政府补助同比有所收窄，以及所得税率同比提升 2.2pp 等因素共同作用下，24H1/24Q2 公司净利率同比分别-0.1pp/-0.4pp 至 10.8%/9.9%
- 下半年速冻旺季将至，经营势能持续向好。** 1) 产品方面，公司坚持“主食发力、主菜上市”的产品策略，坚持“高质中价”的定价策略；锁鲜装在高基数下与价盘稳定下仍能维持较快增长；此外潜力大单品烤肠上半年已接近亿元体量，小酥肉及虾滑等大单品亦值得期待。2) 渠道方面，公司以“全渠发力”的渠道策略，一方面积极推动渠道下沉并向低线市场延伸拓展，另一方面深挖渠道潜力，全面拥抱大 B（特通客户）+新零售渠道；新老市场与线上线下共同发力，不断提升市场占有率。展望下半年，随着速冻旺季到来，Q4 低基数效应显现以及受水产业务影响减少，整体收入端有望实现双位数增长。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2024-2026 年 EPS 分别为 5.99 元、7.03 元、8.09 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍。给予公司 2024 年 15 倍估值，对应目标价 89.85 元，给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料成本上涨风险，低价市场竞争风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	140.45	162.15	186.09	212.38
增长率	15.29%	15.45%	14.76%	14.13%
归属母公司净利润(亿元)	14.78	17.56	20.63	23.72
增长率	34.24%	18.78%	17.51%	14.97%
每股收益EPS(元)	5.04	5.99	7.03	8.09
净资产收益率 ROE	11.64%	12.52%	13.25%	13.69%
PE	14	12	10	9
PB	1.62	1.47	1.32	1.19

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

分析师: 舒尚立
执业证号: S1250523070009
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)	70.32-138.41
总市值(亿元)	208.80
总资产(亿元)	167.19
每股净资产(元)	44.02

相关研究

- 安井食品(603345): 主业维持稳健增长，盈利能力明显改善 (2023-10-28)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：得益于餐饮场景持续恢复以及居民消费力逐步回升，同时公司积极发力 C 端锁鲜装产品，积极挖掘细分及下沉市场增量，预计 2024-2026 年速冻调制食品销量增速为 9.6%、8.6%、7.6%。

假设 2：随着公司外延+OEM+自产三路并进发展预制菜，安井小厨仍将维持高速增长，叠加下半年预制菜需求有望回暖，预计 2024-2026 年速冻菜肴制品销量增速分别为 35%、30%、25%。

假设 3：随着公司持续加强面米制品的研发力度，叠加整体 C 端消费米面类产品需求持续走向多元化，预计 2024-2026 年速冻面米制品销量增速分别为 6%、5%、4%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
速冻调制食品	收入	70.36	78.39	86.28	93.80
	增速	10.2%	10.1%	9.1%	8.1%
	毛利率	27.4%	28.8%	30.9%	33.0%
速冻菜肴制品	收入	39.27	50.03	63.15	78.93
	增速	29.8%	27.4%	23.8%	20.0%
	毛利率	11.7%	8.9%	8.0%	8.9%
速冻面米制品	收入	25.45	27.30	28.95	30.41
	增速	5.4%	7.1%	6.1%	5.0%
	毛利率	25.6%	27.1%	27.8%	28.5%
其他业务合计	收入	5.37	6.44	7.71	9.24
	增速	29.5%	19.7%	19.8%	19.9%
	毛利率	29.5%	28.6%	28.5%	28.4%
合计	收入	140.45	162.15	186.09	212.38
	增速	15.3%	15.1%	14.6%	14.2%
	毛利率	23.2%	23.2%	23.3%	23.7%

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业务。

从 PE 角度看，2024 年行业平均估值水平为 15 倍。考虑到目前公司菜肴业务 OEM 部分经营效率改善，安井小厨自产率不断提升，叠加锁鲜装以及烤肠牛羊肉等大单品未来增长空间广阔；随着公司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，给予公司 2024 年 15 倍估值，对应目标价 89.85 元，给予“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)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002216.SZ	三全食品	91	92	10.44	0.85	0.88	0.96	1.03	16	12	11
001215.SZ	千味央厨	23	23	23.08	1.55	1.68	2.08	2.49	34	14	11
605089.SH	味知香	24	17.28	24	0.98	0.91	1.02	1.13	37	19	17
平均值								29	15	13	12
603345.SH	安井食品	209	71.19	5.04	5.99	7.03	8.09	14	12	10	9

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	140.45	162.15	186.09	212.38	净利润	15.01	17.83	20.95	24.09
营业成本	107.85	124.06	141.98	161.25	折旧与摊销	4.24	4.83	5.32	5.73
营业税金及附加	1.02	1.17	1.35	1.54	财务费用	-0.90	-1.74	-2.07	-2.62
销售费用	9.26	11.84	13.40	15.50	资产减值损失	-0.65	-0.50	-0.50	-0.50
管理费用	3.85	5.19	5.77	7.01	经营营运资本变动	0.16	-8.83	-2.81	-2.51
财务费用	-0.90	-1.74	-2.07	-2.62	其他	1.71	0.58	0.55	0.52
资产减值损失	-0.65	-0.50	-0.50	-0.50	经营活动现金流净额	19.56	12.17	21.46	24.72
投资收益	0.21	0.00	0.00	0.00	资本支出	-12.21	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.08	0.05	0.06	0.06	其他	14.39	0.05	0.06	0.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	2.17	-3.95	-3.94	-3.94
营业利润	18.66	22.18	26.21	30.26	短期借款	-1.64	-3.25	0.00	0.00
其他非经营损益	0.70	0.71	0.71	0.70	长期借款	-0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	19.36	22.89	26.92	30.96	股权融资	0.19	0.00	0.00	0.00
所得税	4.35	5.06	5.96	6.87	支付股利	-5.52	-4.43	-5.27	-6.19
净利润	15.01	17.83	20.95	24.09	其他	-0.08	1.70	2.07	2.62
少数股东损益	0.23	0.27	0.32	0.37	筹资活动现金流净额	-7.05	-5.98	-3.20	-3.57
归属母公司股东净利润	14.78	17.56	20.63	23.72	现金流量净额	14.70	2.24	14.31	17.20
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	49.75	51.99	66.30	83.51	成长能力				
应收和预付款项	6.62	9.33	10.38	11.67	销售收入增长率	15.29%	15.45%	14.76%	14.13%
存货	35.67	41.15	47.11	53.56	营业利润增长率	39.24%	18.85%	18.19%	15.43%
其他流动资产	12.22	12.28	12.63	12.97	净利润增长率	34.33%	18.78%	17.51%	14.97%
长期股权投资	0.15	0.15	0.15	0.15	EBITDA 增长率	35.90%	14.89%	16.63%	13.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	51.23	50.67	49.61	48.15	毛利率	23.21%	23.49%	23.70%	24.08%
无形资产和开发支出	14.53	14.31	14.09	13.87	三费率	8.69%	9.43%	9.19%	9.37%
其他非流动资产	2.83	2.78	2.74	2.69	净利率	10.69%	11.00%	11.26%	11.34%
资产总计	173.00	182.67	203.01	226.56	ROE	11.64%	12.52%	13.25%	13.69%
短期借款	3.25	0.00	0.00	0.00	ROA	8.68%	9.76%	10.32%	10.63%
应付和预收款项	23.28	28.05	31.51	35.87	ROIC	21.28%	21.62%	24.00%	27.09%
长期借款	0.01	0.01	0.01	0.01	EBITDA/销售收入	15.66%	15.58%	15.84%	15.71%
其他负债	17.45	12.21	13.40	14.69	营运能力				
负债合计	44.00	40.27	44.93	50.58	总资产周转率	0.84	0.91	0.96	0.99
股本	2.93	2.93	2.93	2.93	固定资产周转率	3.79	3.86	4.26	4.87
资本公积	80.43	80.43	80.43	80.43	应收账款周转率	20.07	21.83	20.22	20.62
留存收益	43.37	56.49	71.85	89.39	存货周转率	3.18	3.20	3.19	3.18
归属母公司股东权益	126.28	139.40	154.76	172.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.71%	—	—	—
少数股东权益	2.73	3.00	3.32	3.69	资本结构				
股东权益合计	129.01	142.40	158.08	175.98	资产负债率	25.43%	22.05%	22.13%	22.32%
负债和股东权益合计	173.00	182.67	203.01	226.56	带息债务/总负债	7.43%	0.04%	0.03%	0.03%
					流动比率	2.60	3.16	3.33	3.47
					速动比率	1.71	2.03	2.18	2.32
					股利支付率	37.34%	25.26%	25.53%	26.09%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	21.99	25.27	29.47	33.37	每股收益	5.04	5.99	7.03	8.09
PE	14.13	11.89	10.12	8.80	每股净资产	43.99	48.55	53.90	60.00
PB	1.62	1.47	1.32	1.19	每股经营现金	6.67	4.15	7.32	8.43
PS	1.49	1.29	1.12	0.98	每股股利	1.88	1.51	1.80	2.11
EV/EBITDA	6.80	5.70	4.40	3.37					
股息率	2.64%	2.12%	2.52%	2.96%					

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
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
