2023年05月07日 证券研究报告•2022年报及2023年一季报点评 安井食品 (603345)食品饮料

买入 (维持)

当前价: 166.78 元

目标价: ——元(6个月)



预制菜肴持续发力,23Q1实现高增

投资要点

- 事件:公司发布 2022 年报及 2023 年一季报, 2022 年实现营收 121.8 亿元,同比增长 31.4%;实现归母净利润 11 亿元,同比增长 61.4%;实现扣非后归母净利润 10 亿元,同比增长 78.2%;其中 22Q4实现收入 40.3 亿元,同比+26.8%,实现归母净利润 4.2 亿元,同比+120.5%;同时,拟向全体股东每 10 股派发现金股利 11.27 元(含税)。23Q1 公司实现收入 31.9 亿元,同比+36.4%;实现归母净利润 3.6 亿元,同比+76.9%;实现扣非归母净利润 3.4 亿元,同比+94.3%,公司业绩超预期。
- 主业维持平稳增长,预制菜肴持续发力。分品类看,2022年公司鱼糜制品/菜肴制品/肉制品/米面制品分别实现收入 39.5/30.2/23.8/24.1 亿元,同比分别增13.4%/112%/11.3%/17.6%,主要系 1)22年锁鲜装延续良好势头,火锅料制品实现量价齐升;2)第二曲线预制菜肴增长态势迅猛,虾滑、酸菜鱼及小酥肉等亿元大单品持续放量;3)22年5月公司设立安井小厨事业部,22年9月新柳伍并表,多种因素促成22年菜肴产品收入高增。23Q1公司鱼糜制品/菜肴制品/肉制品/米面制品收入增速分别为+29.2%/+64.7%/+28.3%/+19.6%,Q1高增主要系春节期间公司出货良好。分渠道看,22年公司经销商/特通直营/新零售/电商收入分别同比+27%/+117%/+147%/+98%,特通及新零售渠道高增主要系公司加强新渠道开发以及收购企业并表。截至23Q1,公司经销商增长36家至1872家。
- 产品结构持续升级,盈利能力不断提升。2022年公司毛利率为 22%,同比-0.2pp, 其中 22Q4毛利率同比+1.4pp至 23.8%; 23Q1毛利率同比+0.5pp至 24.7%。 Q1毛利率提升主要系: 1)锁鲜装占比提升,产品结构升级, 2)成本端压力趋缓; 3)22Q4公司针对肉制品提价所致。费用率方面,2022年公司销售费用率为 7.4%,同比-2pp;管理费用率 2.8%,同比-0.6pp,主要系公司规模效应及经营效率提升;23Q1公司销售费用率同比-2.9pp至 7.4%,主要系公司减少广告促销费用;管理费用率同比-0.2pp至 2.8%。综合来看,得益于产品结构升级和降本增效,公司 2022/23Q1 归母净利率分别同比提升 1.8pp/2.7pp至 9.2%/11.6%。
- 疫情放开消费复苏,预制菜肴龙头可期。1) 随着疫情影响逐步消退,消费复苏大环境下, B 端餐饮及 C 端家庭消费将持续改善, 公司主业预计 23 年仍将保持平稳增长; 2) 公司积极布局预制菜风口, 通过自产(安井小厨重资产模式)+贴牌(冻品先生轻资产模式)+外延并购(新宏业+新柳伍)三路并进发力预制菜。3) 产品方面公司计划推出锁鲜装 4.0+虾滑系列; 渠道方面在维持现有 BC渠道优势基础上,持续加大团餐渠道开发力度。随着目前公司 OEM 部分经营效率改善, 安井小厨自产率不断提升, 借助过去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, 公司有望成长为预制菜行业龙头企业,长期高速发展可期。
- 盈利预测与投资建议。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 4.96 元、6.18 元、7.59元,对应动态 PE 分别为 34 倍、27 倍、22 倍,维持"买入"评级。
- 风险提示:市场竞争加剧风险,原材料成本上行风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	12182.66	15849.98	19480.43	23504.17
增长率	31.39%	30.10%	22.91%	20.66%
归属母公司净利润(百万元)	1101.03	1455.27	1812.28	2226.83
增长率	61.37%	32.17%	24.53%	22.87%
每股收益EPS(元)	3.75	4.96	6.18	7.59
净资产收益率 ROE	9.39%	11.32% 2.7	73%	13.98%
PE	44	34	27	22
PB	4.11	3.75	3.39	3.03

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: zhz@swsc.com.cn

联系人: 舒尚立 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)	124.63-173.35
总市值(亿元)	489.16
总资产(亿元)	141.97
每股净资产(元)	37.36

相关研究

- 1. 安井食品 (603345): Q3 主业增速回暖, 预制菜表现出色 (2022-10-30)
- 2. 安井食品 (603345): Q3 业绩表现出色, 第二曲线成效初显 (2022-10-18)
- 安井食品(603345):主业延续稳健增速, 菜肴制品维持高增 (2022-08-24)



盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 得益于疫后餐饮场景持续恢复以及居民消费力回升,同时公司积极发力 C 端锁鲜装产品,2023-2025年面米制品销量增速为 10%、9%、8%。

假设 2: 随着公司外延+OEM+自产三路并进发展预制菜,叠加产能释放稳扎稳打,预制菜销量增速 2023-2025 年分别为 35%、30%、25%。

假设 3: 随着公司安井小厨的快速放量,预制菜自产比例持续提升,预计 2023-2025 年 预制菜业务毛利率分别为 11.4%、15.3%、16.8%。

基于以上假设, 我们预测公司 2023-2025 年分业务收入及毛利率如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2022A	2023E	2024E	2025E	
	收入	3,945.2	4,266.7	4,524.8	4,798.6	
速冻鱼糜制品	增速	13.4%	8.2%	6.1%	6.1%	
	毛利率	26.2%	27.6%	26.9%	26.9%	
	收入	2,383.7	2,602.5	2,760.0	2,899.1	
速冻肉制品	增速	11.3%	9.2%	6.1%	5.0%	
	毛利率	25.8%	26.9%	26.9%	26.9%	
	收入	2,414.4	2,762.1	3,040.8	3,316.9	
速冻面米制品	增速	17.6%	14.4%	10.1%	9.1%	
	毛利率	23.5%	25.7%	25.7%	25.7%	
	收入	3,024.4	5,716.0	8,545.5	11,750.0	
速冻菜肴制品	増速	111.6%	89.0%	49.5%	37.5%	
	毛利率	11.4%	11.4%	15.3%	16.8%	
	收入	12,182.7	15,850.0	19,480.4	23,504.2	
合计	増速	31.4%	30.1%	22.9%	20.7%	
	毛利率	22.0%	21.2%	21.5%	21.6%	

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。

从 PE 角度看,公司 2023 年估值为 34 倍,行业平均值为 32 倍,公司估值略高于行业平均估值水平。随着目前公司 OEM 部分经营效率改善,安井小厨自产率不断提升,借助过去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,公司预制菜业务将持续高增,给予 2023 年 42 倍估值,对应目标价 208.32 元,维持"买入"评级。



表 2: 可比公司估值

证券代码 可比公司		总市值 股价		EPS(元)				PE(倍)			
		(亿元)	(元)	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002216.SZ	三全食品	145	16.44	0.91	1.01	1.14	1.27	20	16	14	13
001215.SZ	千味央厨	61	70.30	1.18	1.68	2.23	2.90	56	42	31	24
605089.SH	味知香	67	67.49	1.43	1.83	2.28	2.79	51	37	30	24
	平均值						42	32	25	20	
603345.SH	安井食品	489	166.78	3.75	4.96	6.18	7.59	44	34	27	22

数据来源: Wind, 西南证券整理



附表:财务预测与估值

審业体へ 12182-66 15849-98 19480-43 2826-17					_					
常业成本 9507.72 12485.30 15284.43 18423.79 お日か野様 383.56 395.91 437.10 473.07 音楽後を展布 93.04 117.27 144.13 173.90 指条管理 373.00 1175.05 142.27 1682.30 万米香間 373.00 1175.05 142.27 1682.30 万米香間 373.00 1175.05 142.27 1682.30 万米香間 341.74 538.90 652.99 775.64 好意で重要事業 481.99 175.05 142.00 16.27 16.34 安理意理事業 480.00 12.01 16.27 16.34 安理意理事業 480.00 12.01 16.27 16.34 安理章理事業 1407.23 161.26 1445.04 1883.73 東途後季報量 2.32 1.62 1.61 1.73 英途後季報量 2.32 1.62 1.61 1.73 英途後季報量 2.32 1.62 1.61 1.73 英途後季報量 3.340.10 1727.36 2.53.33 2684.89 2.53 2.540 388.85 2.540 389.30 1402.89 1737.70 1839.99 2559.00 所得報 39.91 1472.60 1839.99 2559.00 所得報 39.91 1175.00 1477.04 1839.39 2559.00 所得報 39.91 1175.00 1477.04 1839.39 2559.00 所得報 39.91 1101.03 1455.27 1812.28 222.88 3 東養療養療養健養養養 2.32.00 0.00 0.00 0.00 所得報 39.93 11076.21 1332.34 116.04 17.00 1839.39 2550.15 英雄養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
審主権を支用物 90.14 117.27 144.13 173.90 損養費用 873.00 1157.06 1422.07 1692.30 野寿費用 -75.42 -171.29 -176.30 -210.04 野寿費用 -75.42 -171.29 -176.30 -210.04 素产高級保証 -46.05 12.01 16.27 163.34 投資機能量 -46.05 12.01 16.27 163.34 投資機能量 -46.05 12.01 16.27 163.34 投資機能量 -32.20 1.62 1.61 1.73 最本地路等機區 -32.20 1.62 1.61 1.73 基本地路等機區 -32.20 1.62 1.61 1.73 基本地路等機區 -86.71 10.33 10.16 10.02 科利國 1147.06 177.70 2163.39 2659.00 科所範 -117.70 1477.04 183.99 2569.00 科所範 -117.70 1477.04 183.99 2569.00 科所範 -117.70 1477.04 183.99 2569.00 科所範 -117.70 1477.04 183.99 2569.00 科所能 -117.70 27.71 27.72 27.12 33.32 基本地路等機區 -120.33 1076.21 133.24 1609.47 資際公命職等時間 1101.03 1455.27 1812.28 226.83 資際公命職等時間 1101.03 1455.27 1812.28 226.83 資際公命職等時間 1101.03 1455.27 1812.28 226.83 資際公命職等時間 1101.03 1455.27 1812.28 226.83 東上縣市等人 -120.35 188.22 176.30 210.04 東上縣市等人 -120.35 188.22 176.30 210.05 東上縣市等人 -120.	营业收入	12182.66	15849.98	19480.43	23504.17	净利润	1117.50	1477.04	1839.39	2260.15
等音音	营业成本	9507.72	12485.30	15284.43	18423.79	折旧与摊销	353.56	395.91	437.10	473.07
等理教育 34.74 538.90 652.99 775.64	营业税金及附加	90.14	117.27	144.13	173.90	财务费用	-75.42	-171.29	-176.30	-210.04
# 持倉門	销售费用	873.00	1157.05	1422.07	1692.30	资产减值损失	-46.05	12.01	16.27	16.34
接序減値	管理费用	341.74	538.90	652.59	775.64	经营营运资本变动	-481.99	-1535.79	-654.81	-639.06
接音放益 7.73 15.00 15.00 15.00	财务费用	-75.42	-171.29	-176.30	-210.04	其他	539.62	-16.62	-16.61	-16.73
安た神信変物組 2.32 1.62 1.61 1.73	资产减值损失	-46.05	12.01	16.27	16.34	经营活动现金流净额	1407.23	161.26	1445.04	1883.73
#性経管相談	投资收益	7.73	15.00	15.00	15.00	资本支出	-1547.06	-420.00	-420.00	-420.00
# 連利河	公允价值变动损益	2.32	1.62	1.61	1.73	其他	-3248.08	16.62	16.61	16.73
# 10.03	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4795.14	-403.38	-403.39	-403.27
利润基額	营业利润	1340.10	1727.36	2153.83	2648.98	短期借款	232.66	-319.00	0.00	0.00
解得税 309.31 260.65 324.60 398.85 持利润 1117.50 1477.04 1839.39 2260.15	其他非经营损益	86.71	10.33	10.16	10.02	长期借款	-138.84	0.00	0.00	0.00
持利詞 1117.50 1477.04 1839.39 2260.15 其他 -120.35 168.22 176.30 210.04 少数股床模益 16.47 21.77 27.12 33.32 其應為母頭球神網 1101.03 1455.27 1812.28 2226.83 基本企業企業企業分別 2033.28 -723.20 781.37 1146.82 養产養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養養	利润总额	1426.81	1737.70	2163.99	2659.00	股权融资	5652.92	0.00	0.00	0.00
サ数股 京 報益 16.47 21.77 27.12 33.3.2	所得税	309.31	260.65	324.60	398.85	支付股利	-205.01	-330.31	-436.58	-543.68
近日	净利润	1117.50	1477.04	1839.39	2260.15	其他	-120.35	168.22	176.30	210.04
大き食食	少数股东损益	16.47	21.77	27.12	33.32	筹资活动现金流净额	5421.38	-481.09	-260.28	-333.64
度の音音金 5504.02 4780.81 5562.18 6709.00 成 + 第40.33 1076.21 1332.44 1609.47 情像 水 - 場	归属母公司股东净利润	1101.03	1455.27	1812.28	2226.83	现金流量净额	2033.28	-723.20	781.37	1146.82
度の音音金 5504.02 4780.81 5562.18 6709.00 成 + 第40.33 1076.21 1332.44 1609.47 情像 水 - 場										
应 校 和預付款項 842.33 1076.21 1332.44 1609.47 存貨 3136.84 4133.52 5065.06 6099.93 其他流动資产 808.98 1940.32 2230.76 2552.66	资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
## ##	货币资金	5504.02	4780.81	5562.18	6709.00	成长能力				
集他流动資产	应收和预付款项	842.33	1076.21	1332.44	1609.47	销售收入增长率	31.39%	30.10%	22.91%	20.66%
接頭股权投资 9.50 9.50 9.50 9.50 9.50 9.50 担资性房地产 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.	存货	3136.84	4133.52	5065.06	6099.93	营业利润增长率	55.76%	28.90%	24.69%	22.99%
接資性房地产 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 日文資产和在建工程 4104.31 4133.62 4121.74 4073.89 1 5 15 15 15 15 15 15 15 15 15 1 1 1 1	其他流动资产	808.98	1940.32	2230.76	2552.66	净利润增长率	62.71%	32.17%	24.53%	22.87%
周定資产和在建工程 4104.31 4133.62 4121.74 4073.89 1 508.08 1506.72 1505.35 1509.44 1508.08 1506.72 1505.35 其他非流动資产 278.18 274.32 270.47 266.61 資产品計 16193.59 17856.38 2098.87 28286.41 日6193.59 1785	长期股权投资	9.50	9.50	9.50	9.50	EBITDA 增长率	45.97%	20.62%	23.70%	20.60%
元形資产和开发支出 1509.44 1508.08 1506.72 1505.35 其他非流动资产 278.18 274.32 270.47 266.61 資产基计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 短期借款 489.00 170.00 170.00 应付和预收款项 2097.16 3113.74 3708.28 4444.43 表別情意 2.27 2.27 2.27 2.27 2.27 其他负债 1706.15 1522.96 1768.09 2043.02 黄倩合计 4294.58 4808.97 5648.64 6659.72 股本 293.29 293.29 293.29 293.29 宣存水益 3410.74 4535.70 5911.40 7594.54 市房馬今公司股东权益 11679.28 12805.91 14181.61 15864.75 少教股东权益 219.72 241.50 268.62 301.94 股东权益合计 1189.01 13047.41 14450.23 16166.69 负债和股东权益合计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 股东权益合计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 日野田DA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 三數率 9.35% 9.62% 9.75% 9.61% 净利率 9.17% 9.32% 9.44% 9.62% 净利率 9.17% 9.32% 9.44% 9.62% PA 1.32% 12.73% 13.98% ROL 19.57% 19.61% 21.46% 24.58% ESPTDA/销售收入 13.28% 12.32% 12.40% 12.39% 普益舱力 19.57% 19.61% 21.46% 24.58% 世遊水力 19.57% 19.61% 21.46% 24.58% 19.65% 9.90% 8.27% 9.15% 9.90% ROL 19.39% 12.39% 12.39% 12.39% 12.39% 12.30% 12.39% 12	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
其他非流动资产 資产基计 278.18 274.32 270.47 266.61 全房产基计 净利率 9.17% 9.32% 9.44% 9.62% 資产基计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 ROE 9.39% 11.32% 12.73% 13.98% 短期情數 489.00 170.00 170.00 170.00 170.00 170.00 2043.02 ROA 6.90% 8.27% 9.15% 9.90% 成分情數 2.27	固定资产和在建工程	4104.31	4133.62	4121.74	4073.89	毛利率	21.96%	21.23%	21.54%	21.61%
黄产基寸 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 ROE 9.39% 11.32% 12.73% 13.98% 短期借款 489.00 170.00 170.00 170.00 170.00 ROA 6.90% 8.27% 9.15% 9.90% 应付和预收款项 2097.16 3113.74 3708.28 4444.43 ROIC 19.57% 19.61% 21.46% 24.58% 长期借款 2.27 2.27 2.27 2.27 2.27 2.27 2.27 其他负债 1706.15 1522.96 1768.09 2043.02 营运能力 13.28% 12.32% 12.40% 12.39% 廣本公 293.29	无形资产和开发支出	1509.44	1508.08	1506.72	1505.35	三费率	9.35%	9.62%	9.75%	9.61%
短期借款 489.00 170.00 170.00 170.00	其他非流动资产	278.18	274.32	270.47	266.61	净利率	9.17%	9.32%	9.44%	9.62%
应付和預收款項 2097.16 3113.74 3708.28 4444.43	资产总计	16193.59	17856.38	20098.87	22826.41	ROE	9.39%	11.32%	12.73%	13.98%
 長期借款 2.27 2.28 2.29 293.29 294.29 394.29 4.60 5.42	短期借款	489.00	170.00	170.00	170.00	ROA	6.90%	8.27%	9.15%	9.90%
其他负债 1706.15 1522.96 1768.09 2043.02 营运舱力 负债合计 4294.58 4808.97 5648.64 6659.72 总资产周转率 0.98 0.93 1.03 1.10 股本 293.29 <td>应付和预收款项</td> <td>2097.16</td> <td>3113.74</td> <td>3708.28</td> <td>4444.43</td> <td>ROIC</td> <td>19.57%</td> <td>19.61%</td> <td>21.46%</td> <td>24.58%</td>	应付和预收款项	2097.16	3113.74	3708.28	4444.43	ROIC	19.57%	19.61%	21.46%	24.58%
度債合計 4294.58 4808.97 5648.64 6659.72 股本 293.29 293.29 293.29 293.29 資本公积 8023.97 8023.97 8023.97 8023.97 窗存收益 3410.74 4535.70 5911.40 7594.54 中属母公司股东权益 11679.28 12805.91 14181.61 15864.75 少數股东权益 219.72 241.50 268.62 301.94 股东权益合计 11899.01 13047.41 14450.23 16166.69 负債和股东权益合计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 D	长期借款	2.27	2.27	2.27	2.27	EBITDA/销售收入	13.28%	12.32%	12.40%	12.39%
股本 293.29 293.29 293.29 293.29 293.29	其他负债	1706.15	1522.96	1768.09	2043.02	营运能力				
资本公积 8023.97 8023.97 8023.97 8023.97 8023.97 8023.97 6023.97	负债合计	4294.58	4808.97	5648.64	6659.72	总资产周转率	0.98	0.93	1.03	1.10
留存收益 3410.74 4535.70 5911.40 7594.54 归属母公司股东权益 11679.28 12805.91 14181.61 15864.75 少数股东权益 219.72 241.50 268.62 301.94 股东权益合计 11899.01 13047.41 14450.23 16166.69 负债和股东权益合计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 車積和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 5911.40 7594.54 存货周转率 3.42 3.43 3.32 3.30 持續高級債券が対現金管业収入 114.74% — — — — — 查 查 查 查 查 查 查 查 查 查 查 查 查 查	股本	293.29	293.29	293.29	293.29	固定资产周转率	3.90	4.60	5.42	6.47
中属母公司股东权益	资本公积	8023.97	8023.97	8023.97	8023.97	应收账款周转率	17.96	18.00	17.75	17.48
少数股东权益 219.72 241.50 268.62 301.94 股东权益合计 11899.01 13047.41 14450.23 16166.69 資产负债率 26.52% 26.93% 28.10% 29.18% 负债和股东权益合计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 常息债务/总负债 11.44% 3.58% 3.05% 2.59% 业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E 建动比率 1.85 1.78 1.75 1.75 EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 股利支付率 18.62% 22.70% 24.09% 24.42% PE 44.43 33.61 26.99 21.97 每股指标 每股指标 每股收益 3.75 4.96 6.18 7.59 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 每股净资产 40.57 44.49 49.27 55.12 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 480 0.55 4.93 6.42	留存收益	3410.74	4535.70	5911.40	7594.54	存货周转率	3.42	3.43	3.32	3.30
股东权益合计 11899.01 13047.41 14450.23 16166.69 负债和股东权益合计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24	归属母公司股东权益	11679.28	12805.91	14181.61	15864.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.74%	_	_	_
负债和股东权益合计 16193.59 17856.38 20098.87 22826.41 业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 # 息债务/总负债 11.44% 3.58% 3.05% 2.59% 流动比率 2.66 2.73 2.72 2.73 建动比率 1.85 1.78 1.75 1.75 股利支付率 18.62% 22.70% 24.09% 24.42% 每股档析 4 4.96 6.18 7.59 每股净资产 40.57 44.49 49.27 55.12 每股營产 4.80 0.55 4.93 6.42	少数股东权益	219.72	241.50	268.62	301.94	资本结构				
业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 ix 动比率 2.66 2.73 2.72 2.73 ix 动比率 1.85 1.78 1.75 1.75 BQ 技管现金 18.62% 22.70% 24.09% 24.42% 每股 指标 4.96 6.18 7.59 每股 净资产 40.57 44.49 49.27 55.12 每股 经营现金 4.80 0.55 4.93 6.42	股东权益合计	11899.01	13047.41	14450.23	16166.69	资产负债率	26.52%	26.93%	28.10%	29.18%
业绩和估值指标 2022A 2023E 2024E 2025E EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 連动比率 1.85 1.78 1.75 1.75 股利支付率 18.62% 22.70% 24.09% 24.42% 每股收益 3.75 4.96 6.18 7.59 每股净资产 40.57 44.49 49.27 55.12 每股经营现金 4.80 0.55 4.93 6.42	负债和股东权益合计	16193.59	17856.38	20098.87	22826.41	带息债务/总负债	11.44%	3.58%	3.05%	2.59%
EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 BM 利支付率 18.62% 22.70% 24.09% 24.42% 4 BB 指标 5.12 4 BB 上外 4.96 6.18 7.59 4 BB 上外 4.80 0.55 4.93 6.42						流动比率	2.66			2.73
EBITDA 1618.24 1951.98 2414.63 2912.01 PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 BEN ALD	业绩和估值指标	2022A	2 <u>023E</u>	2 <u>024E</u>	2025E	速动比率	1.85	1.78		1.75
PE 44.43 33.61 26.99 21.97 PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 FE 44.49 49.27 55.12 FE 4.80 0.55 4.93 6.42	EBITDA					股利支付率				
PB 4.11 3.75 3.39 3.03 PS 4.02 3.09 2.51 2.08 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 每股收益 3.75 4.96 6.18 7.59 每股净资产 40.57 44.49 49.27 55.12 每股经营现金 4.80 0.55 4.93 6.42	PE	44.43	33.61			每股指标				
PS 4.02 3.09 2.51 2.08 每股净资产 40.57 44.49 49.27 55.12 EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 每股经营现金 4.80 0.55 4.93 6.42	PB	4.11	3.75	3.39		每股收益	3.75	4.96	6.18	7.59
EV/EBITDA 26.57 22.23 17.65 14.24 每股经营现金 4.80 0.55 4.93 6.42	PS					每股净资产		44.49		55.12
	EV/EBITDA									
	股息率	0.42%		0.89%	1.11%	每股股利	0.70		1.49	1.85

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。

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

公司评级 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

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

行业评级 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有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为"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。



西南证券研究发展中心

上海

地址:上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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:深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4楼

邮编: 518040

重庆

地址: 重庆市江北区金沙门路 32号西南证券总部大楼

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
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
L ነቴ	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
n. ÷	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
北京	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
上 淑	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn