## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

安井食品(603345)

投资评级 买入

上次评级 买入

信达证券股份有限公司 CINDA SECURITIES CO., LTD 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编: 100031

# 完善区域布局, 巩固行业地位

2021年05月23日

事件: 公司发布定增预案, 拟向不超过 35 名特定对象, 募集资金不超过 57.4 亿元, 扣除发行后的募集资金净额拟用于新基地建设及老基地扩建类项目、老基地技术升级改造类项目、信息化建设项目、品牌形象及配套营销服务体系建设项目和补充流动资金。发行的定价基准日为非公开发行股票发行期的首日, 定价原则是: 发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日股票交易均价。非公开发行的股票数量最终以非公开发行募集资金总额除以发行价格确定, 且不超过发行前公司总股本的 20%。

#### 点评:

- ▶ 持续推进"销地产"策略,进一步增强"产地研"优势。公司目前以华东大区为根据地市场,东北和华北大区为重点市场,进一步快速发展华南、华中、西南等其他区域市场。新基地建设包括广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目、山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项目,合计新增 33.3 万吨速冻食品产能。增加现有基地产能,有效缓解产能不足的问题。老基地扩建包括河南三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目、泰州三期年产 10 万吨速冻食品扩建项目、辽宁三期年产 14 万吨速冻食品扩建项目,合计新增 38 万吨速冻食品产能。定增项目合计新增产能 76.25 万吨,能有效保障公司未来 5 年的发展。
- 积极新增速冻菜肴产能,布局蓝海市场。新基地建设和老基地扩建合计增加产能 71.3 万吨,其中速冻菜肴 10.5 万吨、速冻鱼糜制品 33.1 万吨、速冻肉制品 19.2 万吨以及速冻米面制品 8.5 万吨。速冻菜肴产品近两年来发展尤其迅猛,而市场还处于蓝海阶段。技术升级改造释放产能 4.95 万吨。公司拟对四川安井、辽宁安井、泰州安井等老基地进行技术升级改造。一方面,通过技术升级提升老工厂自动化水平,缓解招工用工压力,降低人工成本。另一方面,加大安全、环保等方面投入,改善厂房环境。
- 加强品牌的宣传与推广。公司拟投入品牌形象及配套营销服务体系建设项目3亿元。公司将通过多渠道、多维度、矩阵式的广告投入,全面提升公司品牌在全国范围内的知名度和影响力。
- ➤ **盈利预测与投资评级**:基于 C 端家庭消费提升、B 端餐饮强劲需求,速 冻食品的消费场景趋于多样化、市场覆盖面更为广泛。安井食品作为速 冻食品行业龙头,市场占有率和品牌影响力在持续扩大,头部效应愈加 显现。不考虑定增影响,我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.6/4.6/5.73元,对应 PE 分别为 70/54.7/43.98 倍,给予"买入"评级。
- ▶ 风险因素: 原材料价格上涨超预期; 产能扩张不及预期; 食品安全事故。





重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,267	6,965	8,920	10,981	13,390
增长率 YoY %	23.7%	32.2%	28.1%	23.1%	21.9%
归属母公司净利润	373	604	880	1,126	1,400
(百万元)					
增长率 YoY%	38.1%	61.7%	45.7%	28.0%	24.4%
毛利率%	25.8%	25.7%	25.6%	25.9%	26.1%
净资产收益率ROE%	13.6%	16.4%	17.2%	18.7%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.53	2.47	3.60	4.60	5.73
市盈率 P/E(倍)	38.90	78.08	70.00	54.70	43.98
市净率 P/B(倍)	5.29	12.80	12.03	10.24	8.64

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测;股价为2021年05月21日收盘价 注: 盈利预测不考 虑定增影响



# 1 填补经济大省空白,完善全国性战略布局

公司此次定增拟募集资金不超过 57.4 亿元, 募集资金净额主要用于广东和山东等新基地建 设,河南、泰州和辽宁等老基地扩建,以及补充流动资金。截止2020年末,公司设计产能 为 57.83 万吨, 假设未来 5 年公司产能需求复合增长率为 20%, 2025 年末公司的产能需求 为 143.9 万吨。定增项目合计新增产能 76.25 万吨, 奠定公司未来 5 年的发展基础。按目前 公司的产能规划, 2025年公司产能将达到 186.25万吨。

表 1: 募集资金使用项目

品类	新增产能	项目总投资	使用募集资金
四失	(万吨)	(亿元)	(亿元)
广东安井项目	13.3	7.16	6.56
山东安井项目	20	10.54	10.54
河南三期项目	14	7.30	7.30
泰州三期项目	10	5.20	5.20
辽宁三期项目	14	7.28	7.28
四川技改项目	2.5	2.50	2.50
辽宁技改项目	2	1.80	1.80
泰州技改项目	0.45	0.81	0.81
信息化建设项目		1.00	1.00
品牌形象及配套营销服务体系建设项目		3.00	3.00
补充流动资金		11.41	11.41
合计	76.25	58.00	57.40

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

持续推进"销地产"策略,进一步增强"产地研"优势。公司目前以华东大区为根据地市场, 东北和华北大区为重点市场,进一步快速发展华南、华中、西南等其他区域市场。新基地建 设包括广东安井年产 13.3 万吨速冻食品新建项目、山东安井年产 20 万吨速冻食品新建项 目,合计新增33.3万吨速冻食品产能。公司在广东佛山、山东乐陵两地新建生产基地,开拓 华南市场,深度发展华东市场。

增加现有基地产能,缓解产能不足。老基地扩建包括河南三期年产14万吨速冻食品扩建项 目、泰州三期年产10万吨速冻食品扩建项目、辽宁三期年产14万吨速冻食品扩建项目、合 计新增 38 万吨速冻食品产能。由于市场需求旺盛, 老基地产能供给紧张。以河南工厂为例, 河南一期项目于 2020 年 2 月投产, 2020 年及 2021 年 1-3 月实际产能利用率达到 79%和 100.5%

积极新增速冻菜肴产能,布局蓝海市场。新基地建设和老基地扩建合计增加产能 71.3 万吨, 其中速冻菜肴 10.5 万吨、速冻鱼糜制品 33.1 万吨、速冻肉制品 19.2 万吨以及速冻米面制品 8.5 万吨。速冻菜肴产品近两年来发展尤其迅猛,而市场还处于蓝海阶段。

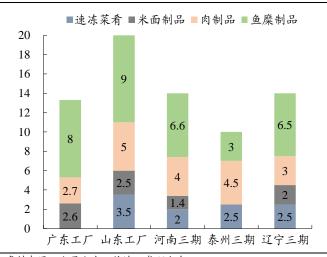
**技术升级改造释放产能 4.95 万吨。**公司拟对四川安井、辽宁安井、泰州安井等老基地进行 技术升级改造。一方面,通过技术升级提升老工厂自动化水平,缓解招工用工压力,降低人 工成本。另一方面,加大安全、环保等方面投入,改善厂房环境。

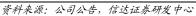
图 1: 新增和扩建基地进一步发展区域市场

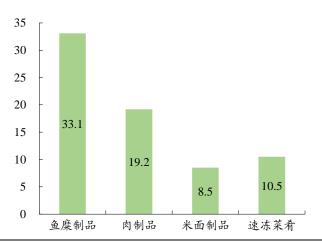
图 2: 新建产能仍以火锅料产能为主











资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

# 2 加强品牌建设,转变营销新思路

坚持数字化转型, 夯实信息化基础。公司拟投入1亿元, 主要用于生产数字化、营销数字化、 财务数字化、HR 数字化、开发服务云、基础服务网络等投入。公司构建数字化经营分析体 系,发挥支持战略管理决策的作用,有利于提升公司管理能力。

加强品牌的宣传与推广。公司拟投入品牌形象及配套营销服务体系建设项目3亿元。公司将 通过多渠道、多维度、矩阵式的广告投入,全面提升公司品牌在全国范围内的知名度和影响 力,并将公司营销工作从现有的"渠道推动为主"向"渠道推动和品牌拉动并重"的新格局 转变。以往公司以"视觉营销"为主要手段的渠道品牌建设思路,按照"卖场内外、菜场内 外"的广告发布地点、"终端布置+户外广告"的广告发布方式。品牌形象及配套营销服务体 系建设项目的实施,将极大的提升公司的营销能力,有利于消化新增产能。





				单位:`	百万元		利润表	利润表	利润表	利润表	利润表 单位:
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		会计年度	会计年度 2019A	会计年度 2019A 2020A	会计年度 2019A 2020A 2021E	会计年度 2019A 2020A 2021E 2022E
充动资产	3,331	4,159	4,862	5,978	7,510	ĺ	营业总收入	营业总收入 5,267	营业总收入 5,267 6,965	营业总收入 5,267 6,965 8,920	营业总收入 5,267 6,965 8,920 10,981
币资金	756	832	932	1,383	2,146		营业成本	营业成本 3,910	营业成本 3,910 5,176	营业成本 3,910 5,176 6,636	营业成本 3,910 5,176 6,636 8,134
收票据	0	0	0	0	0		营业税金及	39	39 45	39 45 62	39 45 62 77
<b>E</b> 收账款	169	350	367	451	550		附加 销售费用		<b>小</b>	₩ <b>在</b> 电 □	₩ 佐 典 m
<b> </b>	34	83	80	98	119		管理费用	管理费用 152	管理费用 152 296	管理费用 152 296 268	管理费用 152 296 268 318
存货	1,733	1,691	2,182	2,741	3,388		研发费用			ere its the ere	The state of the s
其他	639	1,202	1,302	1,305	1,307		财务费用			10 11 00	70 71 00 110
非流动资产	2,353	2,938	3,502	3,866	4,273		减值损失合	111 21	P AF ID AF A	, b 14 10 1 A	\L \( \dagger \) 1 P \( \dagger \) \( \dagger \)
长期股权投	0	0	0	0	0		投资净收益	投资净收益 12	投资净收益 12 18	投资净收益 12 18 18	投资净收益 12 18 18 20
* 固定资产	1,514	2,035	2,354	2,591	2,847		其他	其他 19	其他 19 32	其他 19 32 27	其他 19 32 27 29
形资产	150	202	220	244	272		营业利润	营业利润 468	营业利润 468 775	营业利润 468 775 1,125	<b>营业利润</b> 468 775 1,125 1,443
他	689	700	927	1,030	1,154		营业外收支	营业外收支 16	营业外收支 16 7	营业外收支 16 7 13	营业外收支 16 7 13 14
产总计	5,685	7,096	8,364	9,843	11,783		利润总额	利润总额 484	利润总额 484 781	#1 NM NP Jum	41 Ya Y Art
动负债	2,745	2,509	3,078	3,662	4,492		所得税		22 19 20	22 152 24	er tal ev
ā期借款	340	208	138	100	200		净利润		净利润	<b>净</b> 利润	海利润
付票据	201	215	273	334	407		少数股东损		1- 40 mt + 10	1. W nt + 10	15 W nt + 10
立付账款	1,029	1,069	1,454	1,783	2,168		归属母公司		ĭ e e v e	1.88.3	i an in
其他	1,175	1,018	1,214	1,445	1,717		EBITDA	. de . a 1 son	- 1 31 30 A	. 1 1 1 2 1 2 1 2 1 2 1 2 1 2 1 2 1 2 1	- 1,120
非流动负债	196	903	168	168	168		EPS (当		===		
长期借款	0	0	0	0	0			, , , , , ,	, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,	2 5.65	, 1100 2111 3100 1100
其他	196	903	168	168	168				mm A 12 18 de	an A 12 12 4	א פר א מיי
债合计							现金流量表 会计年度	<b>人</b> 山 任 庇	<b>人</b> 斗 任 庄	<b>人</b> 上 在 由	<b>人</b> 上 午 庄
· 数股东权	2,941	3,413	3,247	3,831	4,660		经营活动现	2013A		2013A 2020A 2021E	2013A 2020A 2021L 2022L
ン	0	0	0	0	0		金流	E77	E77 66E	E77 CCE 1 100	E77 CCE 1 100 1 07E
归属母公司											
not 2 1 . V	2,744	3,684	5,117	6,013	7,123		净利润	净利润 373	A 41 Ya	がた できなコ	y/2 (1) Y/2
负债和股东	,	,	,	-,-	7,123			折旧摊销	净利润 373 604 折归摊结	净利润 373 604 880 折旧摊结	净利润 373 604 880 1,126
	5,685	3,684 7,096	5,117 8,364	6,013 9,843	7,123 11,783		净利润 折旧摊销	0.0	净利润 373 604	净利润 373 604 880 折旧摊结	净利润 373 604 880 1,126
	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	,	,	-,-				折旧摊销 149	净利润 373 604 折旧摊销 149 181	净利润 373 604 880 折旧摊销 149 181 186	净利润 373 604 880 1,126 折旧摊销 149 181 186 220
(益	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·	,	,	-,-	11,783		折旧摊销 	折旧摊销 149 财务费用 16	净利润 373 604 折旧摊销 149 181  财务费用 16 16	净利润 373 604 880 折旧摊销 149 181 186 财务费用 16 16 9	净利润     373     604     880     1,126       折旧摊销     149     181     186     220       财务费用     16     16     9     5       投资损失
权益 重要财务指 标	5,685	7,096	8,364	9,843	11,783 单位:百 万元		折旧摊销 财务费用 投资损失	折旧摊销 149 财务费用 16 投资损失 -12	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18	净利润     373     604     880       折旧摊销     149     181     186       财务费用     16     16     9       投资损失     -12     -18     -18	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20
双盖 重要财务指 标 会计年度	5,685 2019A	7,096 2020A	8,364 2021E	9,843 2022E	11,783 单位:百 万元 2023E		折旧摊销 财务费用 投资损失	折旧摊销 149 时务费用 16 投资损失 -12 营运资金变 38	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1	净利润     373     604     880       折旧摊销     149     181     186       财务费用     16     16     9       投资损失     -12     -18     -18       营运资金变     38     1     136	净利润     373     604     880     1,126       折旧摊销     149     181     186     220       财务费用     16     16     9     5       投资损失     -12     -18     -18     -20       营运资金变     38     1     136     -43
<b>权益 重要财务指标</b> 会计年度  营业总收入	5,685 2019A 5,267	7,096 2020A 6,965	8,364 2021E 8,920	9,843 2022E 10,981	11,783 单位:百 万元 <b>2023E</b> 13,390		折旧摊销 财务费用 投资损失 营运资金变 其它	折旧摊销     149       财务费用     16       投资损失     -12       营运资金变     38       其它     12	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1       其它     12     -119	净利润     373     604     880       折旧摊销     149     181     186       财务费用     16     16     9       投资损失     -12     -18     -18       营运资金变     38     1     136       其它     12     -119     -13	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14
収益 重要财务指 标 会计年度 营业总收入 同比	5,685 2019A	7,096 2020A	8,364 2021E	9,843 2022E	11,783 单位:百 万元 2023E		折旧摊销 财务费用 投资损失 营运资金变	折旧摊销     149       财务费用     16       投资损失     -12       营运资金变     38       其它     12	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1       其它     12     -119	净利润     373     604     880       折旧摊销     149     181     186       财务费用     16     16     9       投资损失     -12     -18     -18       营运资金变     38     1     136       其它     12     -119     -13	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14
<b>重要财务指标</b> 会计年度 营业总收入 /// // // // // // // // // // // // //	5,685 2019A 5,267	7,096 2020A 6,965	8,364 2021E 8,920	9,843 2022E 10,981	11,783 单位:百 万元 <b>2023E</b> 13,390		折旧摊销 财务费用 投资损失 营运资金变 其它	折旧摊销 149 财务费用 16 投资损失 -12 营运资金变 38 其它 12 投资活动现 -568	净利润       373       604         折旧摊销       149       181         财务费用       16       16         投资损失       -12       -18         营运资金变       38       1         其它       12       -119         投资活动现       -568       -1,220	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551
权益 重要财务指 标 会计年度 营业总收入 同以 归属母公 净利润	5,685  2019A  5,267  23.7%  373	7,096  2020A 6,965 32.2% 604	8,364  2021E  8,920 28.1%  880	9,843 2022E 10,981 23.1% 1,126	单位:百万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9%		折旧摊销 财务费用 投资损失 营运产 投资金 投资本支出	折旧摊销149财务费用16投资损失-12营运资金变38其它12投资活动现-568资本支出-606	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1       其它     12     -119       投资活动现     -568     -1,220       资本支出     -606     -692	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         资本支出       -606       -692       -525	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573
更要财务指标 会计年度 营业 同比 以 日	5,685 2019A 5,267 23.7%	7,096  2020A 6,965 32.2%	8,364 2021E 8,920 28.1%	9,843 2022E 10,981 23.1%	単位:百 万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9%		折旧摊销 财务费用 投资损失 营运资金变 其它 投资活动现	折旧摊销149财务费用16投资损失-12营运资金变38其它12投资活动现-568资本支出-606	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1       其它     12     -119       投资活动现     -568     -1,220       资本支出     -606     -692	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         资本支出       -606       -692       -525	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573
权益 重好 安子 女子 女子 女子 女子 女子 女子 女子 女子 女子 女	5,685  2019A  5,267  23.7%  373	7,096  2020A 6,965 32.2% 604	8,364  2021E  8,920 28.1%  880	9,843 2022E 10,981 23.1% 1,126	单位:百万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9%		折旧摊销 财务费用 投资损失 营运产 投资金 投资本支出	折旧摊销     149       财务费用     16       投资损失     -12       营运资金变     38       其它     12       投资活动现     -568       资本支出     -606       长期投资     12	净利润       373       604         折旧摊销       149       181         财务费用       16       16         投资损失       -12       -18         营运资金变       38       1         其它       12       -119         投资活动现       -568       -1,220         资本支出       -606       -692         长期投资       12       -552	净利润     373     604     880       折旧摊销     149     181     186       财务费用     16     16     9       投资损失     -12     -18     -18       营运资金变     38     1     136       其它     12     -119     -13       投资活动现     -568     -1,220     -819       资本支出     -606     -692     -525       长期投资     12     -552     -212	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573         长期投资       12       -552       -212       0
权益 重要财务指 标会计平局、公司 产度 (%) (2) (4) (4) (4) (4) (4) (4) (4) (4) (4) (4	5,685  2019A  5,267 23.7%  373 38.1%  25.8%	7,096  2020A 6,965 32.2% 604 61.7% 25.7%	8,364  2021E  8,920 28.1%  880  45.7%  25.6%	9,843  2022E 10,981 23.1% 1,126 28.0% 25.9%	单位:百万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9% 1,400 24.4%		折旧排销 财务 损 大 营 其 投 查 1 本 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我 我	折旧摊销     149       财务费用     16       投资损失     -12       营运资金变     38       其它     12       投资活动现     -568       资本支出     -606       长期投资     12       其他     26	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1       其它     12     -119       投资活动现     -568     -1,220       资本支出     -606     -692       长期投资     12     -552       其他     26     24	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         查本支出       -606       -692       -525         长期投资       12       -552       -212         其他       26       24       -82	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573         长期投资       12       -552       -212       0         其他       26       24       -82       22
权益 重要财务指 特会 计 年度 一种 一种 一	5,685  2019A  5,267 23.7%  373 38.1%	7,096  2020A 6,965 32.2% 604 61.7%	8,364  2021E  8,920 28.1%  880  45.7%	9,843 2022E 10,981 23.1% 1,126 28.0%	单位:百万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9% 1,400 24.4%		折旧摊销 财务费损失 营运它 活 支 投 、	折旧摊销 149 财务费用 16 投资损失 -12 营运资金变 38 其它 12 投资活动现 -568 资本支出 -606 长期投资 12 其他 26 筹资活动现 -31	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1       其它     12     -119       投资活动现     -568     -1,220       资本支出     -606     -692       长期投资     12     -552       其他     26     24       筹资活动现     -31     644	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         冷本支出       -606       -692       -525         长期投资       12       -552       -212         其他       26       24       -82         筹资活动现       -31       644       -260	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573         长期投资       12       -552       -212       0         其他       26       24       -82       22         筹资活动现       -31       644       -260       -273
归属母公司 净利润 同比 / 公 毛利率	5,685  2019A  5,267 23.7%  373 38.1%  25.8%	7,096  2020A 6,965 32.2% 604 61.7% 25.7%	8,364  2021E  8,920 28.1%  880  45.7%  25.6%	9,843  2022E 10,981 23.1% 1,126 28.0% 25.9%	单位:百万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9% 1,400 24.4% 26.1%		折明 好 资 其 投 。 资 长 其 他 等	折旧摊销 149 财务费用 16 投资损失 -12 营运资金变 38 其它 12 投资活动现 -568 资本支出 -606 长期投资 12 其他 26 筹资活动现 -31	净利润       373       604         折旧摊销       149       181         财务费用       16       16         投资损失       -12       -18         营运资金变       38       1         其它       12       -119         投资活动现       -568       -1,220         资本支出       -606       -692         长期投资       12       -552         其他       26       24         筹资活动现       -31       644	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         资本支出       -606       -692       -525         长期投资       12       -552       -212         其他       26       24       -82         筹资活动现       -31       644       -260	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573         长期投资       12       -552       -212       0         其他       26       24       -82       22         筹资活动现       -31       644       -260       -273
权益  重标会 中 度  中度  中度  中域  中度  中域  中域  中域  中域  中域  中	5,685  2019A 5,267 23.7% 373 38.1% 25.8% 13.6%	7,096  2020A 6,965 32.2% 604 61.7% 25.7% 16.4%	8,364  2021E  8,920 28.1%  880  45.7%  25.6%  17.2%	9,843  2022E 10,981 23.1% 1,126 28.0% 25.9% 18.7%	单位:百万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9% 1,400 24.4% 26.1%		折明 好	折旧摊销     149       财务费用     16       投资损失     -12       营运资金变     38       其它     12       投资活动现     -568       资本支出     -606       长期投资     12       其他     26       筹资活动现     -31       吸收投资     170	净利润       373       604         折旧摊销       149       181         财务费用       16       16         投资损失       -12       -18         营运资金变       38       1         其它       12       -119         投资活动现       -568       -1,220         资本支出       -606       -692         长期投资       12       -552         其他       26       24         筹资活动现       -31       644         吸收投资       170       20	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         大期投资       12       -552       -212         其他       26       24       -82         筹资活动现       -31       644       -260         吸收投资       170       20       8	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573         长期投资       12       -552       -212       0         其他       26       24       -82       22         筹资活动现       -31       644       -260       -273         吸收投资       170       20       8       0
<b>权益 重要财务指 全学 全学 全学 全学 大 1 2 2 3 4 4 4 4 5 5 6 7 7 7 8 8 9 1 1 1 1 1 1 1</b>	5,685  2019A 5,267 23.7% 373 38.1% 25.8% 13.6% 1.53 38.90	7,096  2020A 6,965 32.2% 604 61.7% 25.7% 16.4% 2.47 78.08	8,364  2021E  8,920 28.1%  880  45.7%  25.6%  17.2%  3.60  70.00	9,843  2022E 10,981 23.1% 1,126 28.0% 25.9% 18.7% 4.60 54.70	单位:百万元 2023E 13,390 21.9% 1,400 24.4% 26.1% 19.7% 5.73 43.98		折旧摊销 财务费损失 营其 投资资金 支 投资 本 期 投资资本 数 出 资 长 其 资 资 发 资 资 资 资 资 资 资 资 资 资 资 资 资 资 资 资	折旧摊销 149 财务费用 16 投资损失 -12 营运资金变 38 其它 12 投资活动现 -568 资本支出 -606 长期投资 12 其他 26 筹资活动现 -31 吸收投资 170 借款 -100	净利润       373       604         折旧摊销       149       181         财务费用       16       16         投资损失       -12       -18         营运资金变       38       1         其它       12       -119         投资活动现       -568       -1,220         资本支出       -606       -692         长期投资       12       -552         其他       26       24         筹资活动现       -31       644         吸收投资       170       20         借款       -100       769         生品到息素	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         汽       26       -606       -692       -525         长期投资       12       -552       -212         其他       26       24       -82         筹资活动现       -31       644       -260         吸收投资       170       20       8         借款       -100       769       -70	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573         长期投资       12       -552       -212       0         其他       26       24       -82       22         筹资活动现       -31       644       -260       -273         吸收投资       170       20       8       0         借款       -100       769       -70       -38
权益 重要财务指 会计年度 营业 同以属利 同以利 同以利 同以 和 同以 和 同以 和 同以 和 同以 和 同以 和	5,685  2019A  5,267 23.7%  373 38.1%  25.8%  13.6%  1.53	7,096  2020A 6,965 32.2% 604 61.7% 25.7% 16.4% 2.47	8,364  2021E  8,920 28.1%  880  45.7%  25.6%  17.2%  3.60	9,843  2022E 10,981 23.1% 1,126 28.0% 25.9% 18.7% 4.60	单位:百万元 <b>2023E</b> 13,390 21.9% 1,400 24.4% 26.1% 19.7% 5.73		折财投营其投、资长其等,吸借支股排销用失变,资益支投,资量,收款利息或量,以及债人,	折旧摊销 149 财务费用 16 投资损失 -12 营运资金变 38 其它 12 投资活动现 -568	净利润     373     604       折旧摊销     149     181       财务费用     16     16       投资损失     -12     -18       营运资金变     38     1       其它     12     -119       投资活动现     -568     -1,220       资本支出     -606     -692       长期投资     12     -552       其他     26     24       筹资活动现     -31     644       吸收投资     170     20       借款     -100     769       支付利息或 股息     -100     -129	净利润       373       604       880         折旧摊销       149       181       186         财务费用       16       16       9         投资损失       -12       -18       -18         营运资金变       38       1       136         其它       12       -119       -13         投资活动现       -568       -1,220       -819         资本支出       -606       -692       -525         长期投资       12       -552       -212         其他       26       24       -82         筹资活动现       -31       644       -260         吸收投资       170       20       8         借款       -100       769       -70         支付利息或 股息       -100       -129       -190	净利润       373       604       880       1,126         折旧摊销       149       181       186       220         财务费用       16       16       9       5         投资损失       -12       -18       -18       -20         营运资金变       38       1       136       -43         其它       12       -119       -13       -14         投资活动现       -568       -1,220       -819       -551         资本支出       -606       -692       -525       -573         长期投资       12       -552       -212       0         其他       26       24       -82       22         筹资活动现       -31       644       -260       -273         吸收投资       170       20       8       0         借款       -100       769       -70       -38         支付利息或       -100       -129       -190       -235
益 <b>要财务指</b> <b>计年度</b> 八年之 (大) (本) (a) (a) (a) (b) (a) (b)	5,685  2019A 5,267 23.7% 373 38.1% 25.8% 13.6% 1.53 38.90	7,096  2020A 6,965 32.2% 604 61.7% 25.7% 16.4% 2.47 78.08	8,364  2021E  8,920 28.1%  880  45.7%  25.6%  17.2%  3.60  70.00	9,843  2022E 10,981 23.1% 1,126 28.0% 25.9% 18.7% 4.60 54.70	单位:下方元 <b>2023I</b> 13,39 21.9% 1,400 24.4% 26.1% 19.7% 5.73	33 ===================================	新 財 投 营 其 投 查 , 收 款 付 息 流 净 地	新田	海利润       373       604         折旧摊销       149       181         财务费用       16       16         投资损失       -12       -18         营运资金变       38       1         其它       12       -119         投资活动现       -568       -1,220         资本支出       -606       -692         长期投资       12       -552         其他       26       24         海流分功       -31       644         吸收投资       170       20         借款       -100       769         支付利息或 現金流净增       -100       -129	海利润     373     604     880       斯伊維销     149     181     186       财务费用     16     16     9       投资损失     -12     -18     -18       营运资金变     38     1     136       其它     12     -119     -13       投资活动现     -568     -1,220     -819       6     投资活动现     -568     -1,220     -819       6     长期投资     12     -552     -212       6     其他     26     24     -82       6     其他     26     24     -82       6     并     20     8       6     持済动现     -31     644     -260       吸收投资     170     20     8       借款     -100     769     -70       支付利息或     -100     -129     -190       現金流净增	海利润 373 604 880 1,126 折旧摊销 149 181 186 220 财务费用 16 16 9 5 投资损失 -12 -18 -18 -20 营运资金变 38 1 136 -43 其它 12 -119 -13 -14 投資活动现 -568 -1,220 -819 -551 资本支出 -606 -692 -525 -573 长期投资 12 -552 -212 0 其他 26 24 -82 22 筹資活动现 -31 644 -260 -273 吸收投资 170 20 8 0 情赦 -100 769 -70 -38 支付利息或 現金流净増



## 研究团队简介

马铮, 食品饮料首席分析师, 厦门大学经济学博士, 资产评估师, 6年证券研究经验, 曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题 (国家社科基金) 研究, 关注宏观、地 产、财税问题。2015年入职国泰君安证券,具有销售+研究从业经历,聚焦突破行业及 个股,对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪,重视估值和安 全边际的思考。

### 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomangian@cindasc.com



### 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

#### 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,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做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时 追究其法律责任的权利。

#### 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 : 沪深 300	买入: 股价相对强于基准 20%以上;	看好: 行业指数超越基准;
指数 (以下简称基准);	增持:股价相对强于基准5%~20%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
时间段:报告发布之日起 6 个月内。	<b>持有:</b> 股价相对基准波动在±5%之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出:股价相对弱于基准5%以下。	

### 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。