

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

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

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

策略转变得当，把握 C 端消费趋势

2021 年 04 月 14 日

事件：公司发布年报，2020 年实现收入 69.65 亿元，同比增长 32.2%，归母净利润 6.04 亿元，同比增长 61.7%。其中，20Q4 实现收入 24.8 亿元，同比增长 39.8%，归母净利润 2.25 亿元，同比增长 66.2%。

点评：

- **20 年公司收入增速 32.2%，归母净利润增速 61.7%。**其中 20Q4 收入增速 39.8%，归母净利润增长 66.2%。20 年公司顺势而为，大力开发 BC 类商超渠道。针对家庭消费，公司推出了诸多新品，比如锁鲜装 2.0、馅饼、小笼包和虾滑等，新品放量助力业绩增长。公司 B 端渠道优势明显，C 端顺应消费升级趋势实现渠道快速扩张同时迅速抢占行业制高点。下半年疫情得到缓解，餐饮端逐步恢复，BC 渠道同步发力，业绩实现持续高增。
- **19 年提价效应延续，以及锁鲜装等中高端产品带动利润率提升。**此外，20 年 Q1 和 Q2 公司没有促销政策，产品变相提价。受益于疫情，商超和电商等高毛利率渠道收入占比提升，也带动产品均价提升。同时规模效应有利于公司有效控制成本，盈利能力进一步增强。由于执行新收入准则，20 年公司将 1.64 亿元物流费用计入营业成本。还原物流费用后的毛利率为 28%，同比增加 0.7pct。还原物流费用后的销售费用率为 11.6%，同比减少 1.3pct，主要由于人员薪酬和广告宣传费用管控较好，规模效应体现；管理费用率 4.3%，同比增加 1.4pct，主要由于股份支付费用增加了 1.01 亿。净利率为 8.7%，同比增加 1.6pct。
- **锁鲜装上量带动火锅料制品高增长。**分品类来看，20 年肉制品收入同比增长 36.2%，鱼糜制品收入同比增长 41%，面食制品收入同比增长 19.7%，菜肴制品收入同比增长 23.3%。公司新品储备丰富，21 年速冻米面制品拟推出微波馅饼、烧麦等主食类产品；火锅料制品拟推出“锁鲜装 3.0”系列新品；速冻菜肴制品拟推出酥肉、梅菜扣肉、佛跳墙、蒜香骨、扇子骨、牛仔骨、酸菜鱼等家喻户晓的预制菜肴以及牛羊肉卷等火锅周边食材产品。
- **积极扩建产能保障收入增长。**20 年安井合计设计产能 57.83 万吨，实际产量 60.58 万吨，主要是四川和河南工厂产能增长较快。20 年产能利用率为 104.75%，同比下降 3.28pct，产能压力有所缓解。21 年上半年湖北一期和河南二期共 15 万吨产能，预计投产；下半年辽宁二期和四川二期共 13 万吨产能预计投产。
- **盈利预测与投资评级：**消费者对于便捷化的需求提升，餐饮运营成本提高和外卖市场爆发，都激发了对于速冻半成品的需求增长。安井食品推新能力强，规模效应突出，以及渠道优势明显，有望实现市占率进一步提升。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.47/4.41/5.53 元，对应 PE 分别为 62.8/49.4/39.4 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	8,833	10,873	13,257
增长率 YoY %	23.7%	32.2%	26.8%	23.1%	21.9%
归属母公司净利润 (百万元)	373	604	849	1,079	1,352
增长率 YoY%	38.1%	61.7%	40.6%	27.0%	25.4%
毛利率%	25.8%	25.7%	25.5%	25.8%	26.0%
净资产收益率ROE%	13.6%	16.4%	16.7%	18.2%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	1.53	2.47	3.47	4.41	5.53
市盈率 P/E(倍)	38.90	78.08	62.8	49.4	39.4
市净率 P/B(倍)	5.29	12.80	10.48	8.98	7.62

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 13 日收盘价

目 录

1 业绩高增长，各品类量价齐升.....	4
2 积极开拓新渠道，“销地产”持续推进.....	8
2.1 疫情下快速反应，积极拓展 C 端渠道.....	8
2.2 信息化提升效率，扩建产能强化竞争优势.....	9
3. 盈利预测和评级.....	11
4 风险因素.....	12

表 目 录

表 1: 公司收入预测.....	11
表 2: 可比公司估值对比.....	11

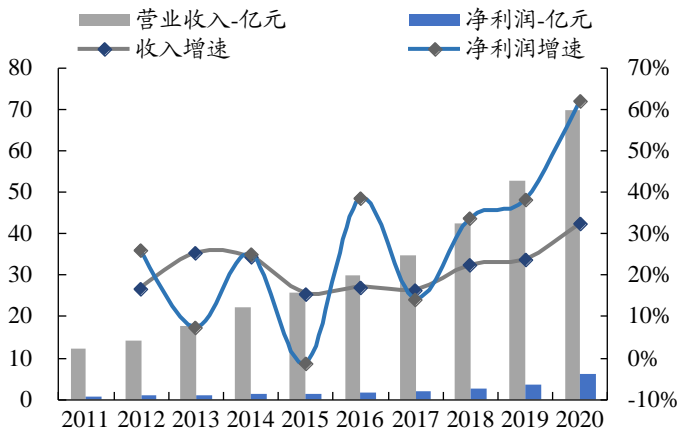
图 目 录

图 1: 20 年收入和利润增速均实现大幅提升.....	4
图 2: 20Q2 以来收入和利润表现亮眼.....	4
图 3: 毛利率相对平稳，净利率趋势上升.....	4
图 4: 销售费用率趋势下降，管理费用率增长较快.....	4
图 5: 营业收入与销售回款相匹配.....	4
图 6: 经营性净现金流与净利润基本符合.....	4
图 7: 火锅料制品仍是公司主要收入来源.....	5
图 8: 20 年火锅料制品收入高增长.....	5
图 9: 20 年面米制品收入增速放缓.....	5
图 10: 受疫情影响菜肴制品增速下滑.....	5
图 11: 20 年火锅料销量增速加快.....	6
图 12: 20 年火锅料吨价明显提升.....	6
图 13: 20 年面米制品销量增速放缓.....	6
图 14: 20 年面米制品均价明显提升.....	6
图 15: 20 年菜肴制品销量增速放缓.....	7
图 16: 20 年菜肴制品均价明显提升.....	7
图 17: 鱼糜类和鸡肉类原材料库存增长较快.....	7
图 18: 鱼糜类、鸡肉类仍是公司主要的原材料.....	7
图 19: 20 年经销商数量净增加 351 家.....	8
图 20: 20 年公司加快开发新经销商.....	8
图 21: 华南和西南区域经销商数量增长较快.....	8
图 22: 西北、西南和华中收入增长较快.....	8
图 23: 华东是公司重点销售区域.....	9
图 24: 经销渠道对公司收入贡献最大.....	9
图 25: 20 年电商和特通渠道发展迅速.....	9
图 26: 20 年员工人数增速达 20.9%.....	10
图 27: 销售人员数量增长迅速.....	10
图 28: 20 年销售人员薪酬增长明显.....	10
图 29: 20 年管理人员薪酬增幅较大.....	10
图 30: 公司产能建设加快.....	10
图 31: 产能快速扩张，产能利用率略有下滑.....	10

1 业绩高增长，各品类量价齐升

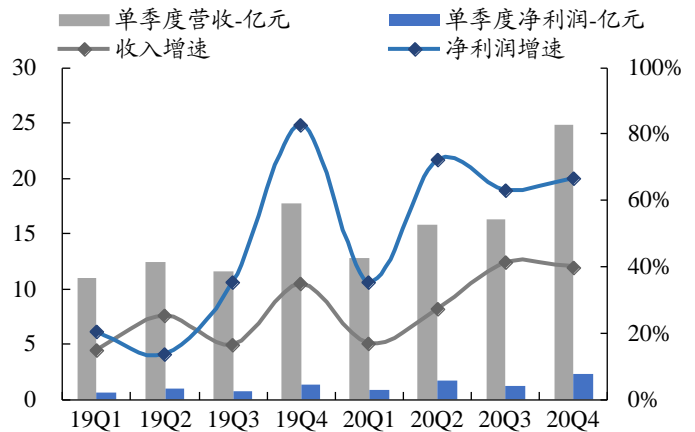
20 年公司收入增速 32.2%，归母净利润增速 61.7%。其中 20Q4 收入增速 39.8%，归母净利润增长 66.2%。20 年公司顺势而为，大力开发 BC 类商超渠道。针对家庭消费，公司推出了诸多新品，比如锁鲜装 2.0、馅饼、小笼包和虾滑等，新品放量助力业绩增长。公司 B 端渠道优势明显，C 端顺应消费升级趋势实现渠道快速扩张同时迅速抢占行业制高点。下半年疫情得到缓解，餐饮端逐步恢复，BC 渠道同步发力。

图 1：20 年收入和利润增速均实现大幅提升



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

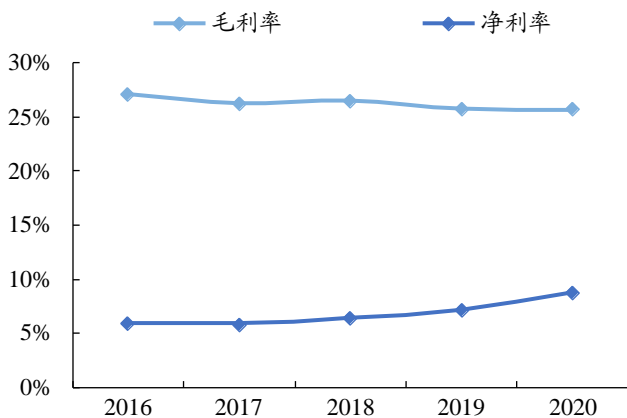
图 2：20Q2 以来收入和利润表现亮眼



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

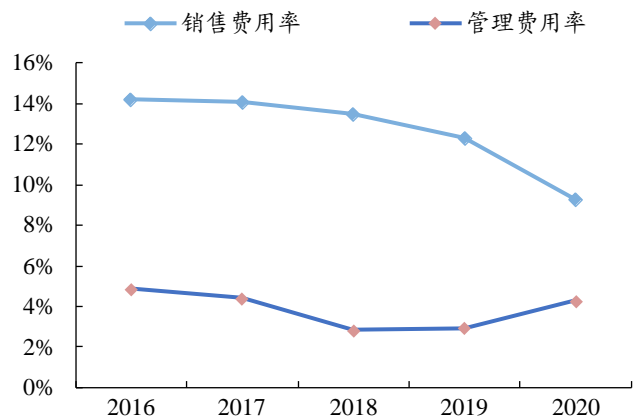
由于执行新收入准则，20 年公司将 1.64 亿元物流费用计入营业成本。20 年公司还原物流费用后的毛利率为 28%，同比增加 0.7pct，主要由于 19 年提价效应延续，锁鲜装产品占比提升，商超和电商等高毛利率渠道收入占比提升，20 年 Q1 和 Q2 公司没有促销政策，以及规模效应降低成本。还原物流费用后的销售费用率为 11.6%，同比减少 1.3pct，主要由于人员薪酬和广告宣传费用管控较好，规模效应体现；管理费用率 4.3%，同比增加 1.4pct，主要由于股份支付费用增加了 1.01 亿。净利率为 8.7%，同比增加 1.6pct。单四季度，还原物流费用后的毛利率为 28.6%，同比增加 1.2pct；还原物流费用后的销售费用率为 11.6%，同比减少 1.3pct；净利率为 9.1%，同比增加 1.5pct。

图 3：毛利率相对平稳，净利率趋势上升



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

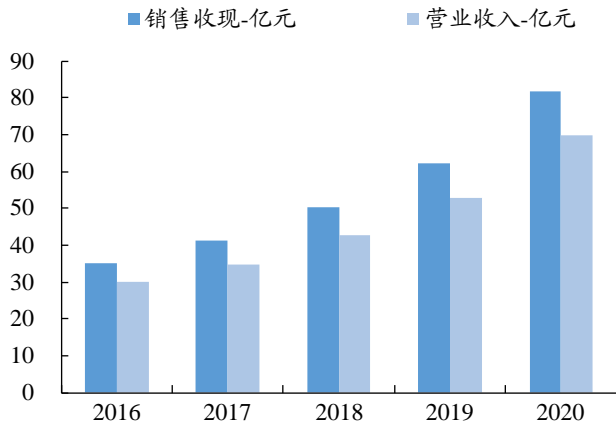
图 4：销售费用率趋势下降，管理费用率增长较快



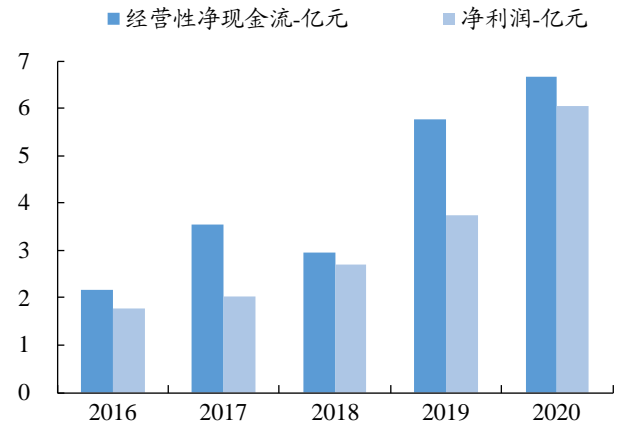
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 5：营业收入与销售回款相匹配

图 6：经营性净现金流与净利润基本符合



资料来源：公司年报，信达证券研发中心



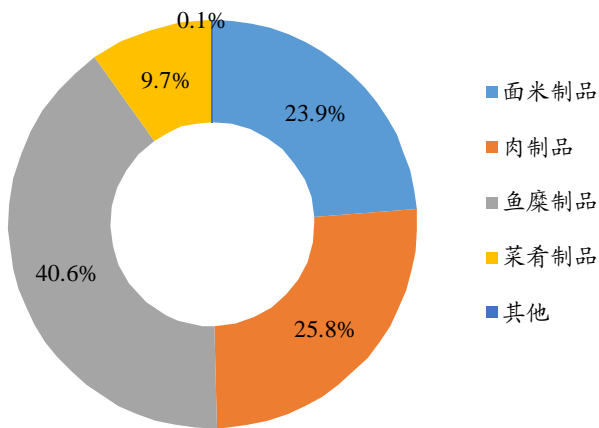
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

分品类来看，20 年肉制品收入同比增长 36.2%，鱼糜制品收入同比增长 41%，面米制品收入同比增长 19.7%，菜肴制品收入同比增长 23.3%。锁鲜装系列新品上量带动火锅料制品的高增长。20 年菜肴制品毛利率同比减少 6.9pct，主要系千夜豆腐加大促销，以及外购产品增加采购所致。

公司储备新品丰富。21 年速冻米面制品拟推出微波馅饼、烧麦等主食类产品；火锅料制品拟推出“锁鲜装 3.0”系列新品；速冻菜肴制品拟推出酥肉、梅菜扣肉、佛跳墙、蒜香骨、扇子骨、牛仔骨、酸菜鱼等家喻户晓的预制菜肴以及牛羊肉卷等火锅周边食材产品。

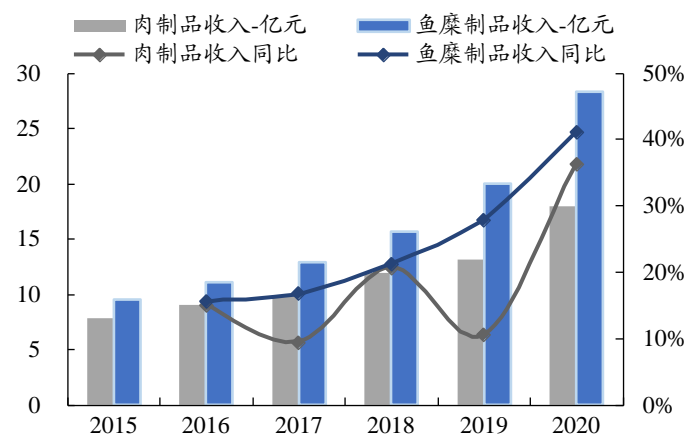
图 7：火锅料制品仍是公司主要收入来源

图 8：20 年火锅料制品收入高增长



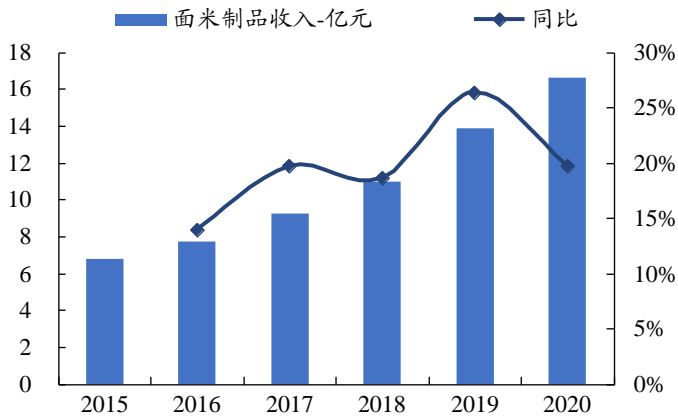
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 9：20 年面米制品收入增速放缓

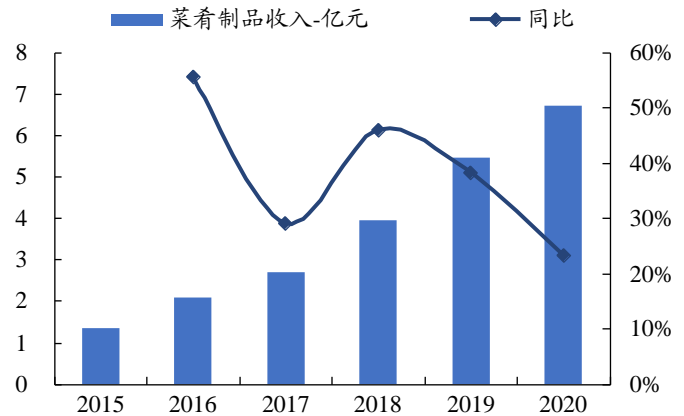


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 10：受疫情影响菜肴制品增速下滑



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

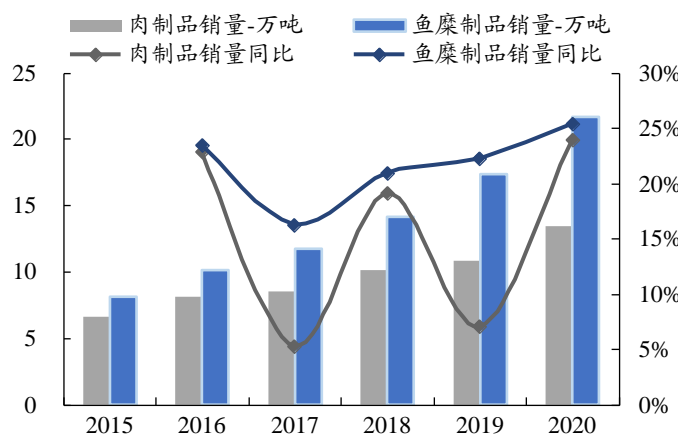


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

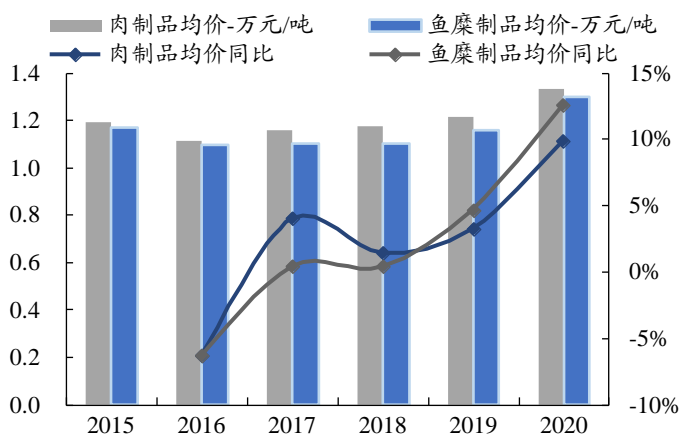
各品类量价齐升。20 年肉制品销量同比增长 24%，肉制品均价同比增长 9.8%；鱼糜制品销量同比增长 25.3%，鱼糜制品均价同比增长 12.5%。面米制品销量同比增长 11.7%，面米制品均价同比增长 7.2%；菜肴制品销量同比增长 11.5%，菜肴制品均价同比增长 10.5%。锁鲜装等中高端产品的占比提升带动肉制品和鱼糜制品均价上行，同时 19 年的提价效应也有体现。随着锁鲜装等中高端产品的占比继续提升，肉制品和鱼糜制品均价有望进一步提高。此外，20 年 Q1、Q2 公司没有促销政策，产品变相提价。受益于疫情，商超和电商等高毛利率渠道收入占比提升，也带动产品均价提升。

图 11: 20 年火锅料销量增速加快

图 12: 20 年火锅料吨价明显提升



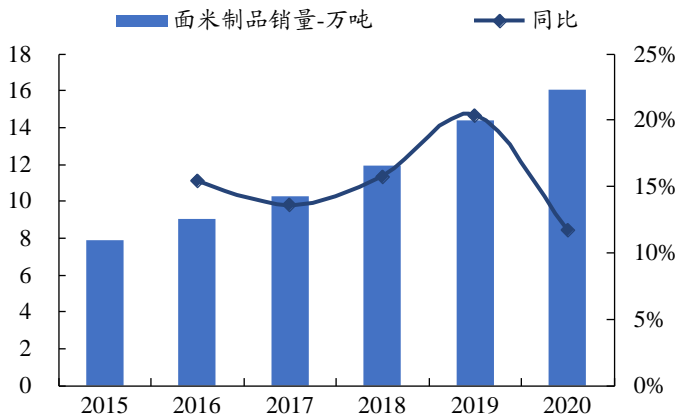
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心



资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

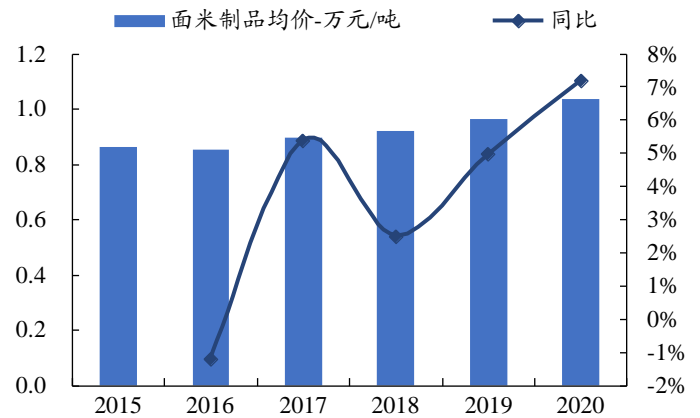
图 13: 20 年面米制品销量增速放缓

图 14: 20 年面米制品均价明显提升



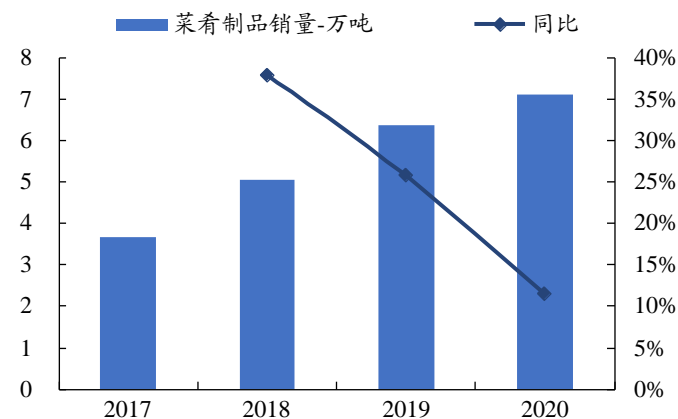
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 15：20 年菜肴制品销量增速放缓



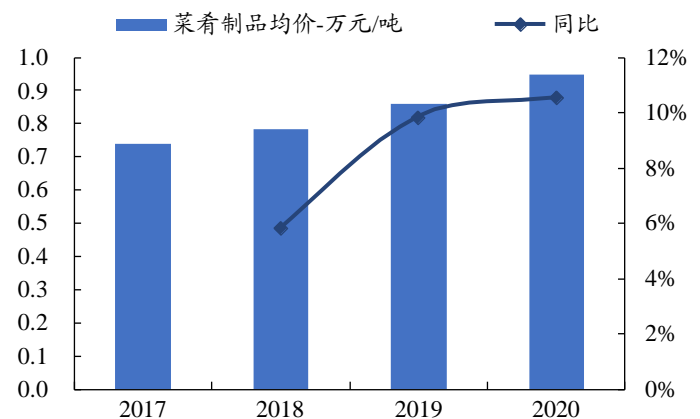
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 16：20 年菜肴制品均价明显提升



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

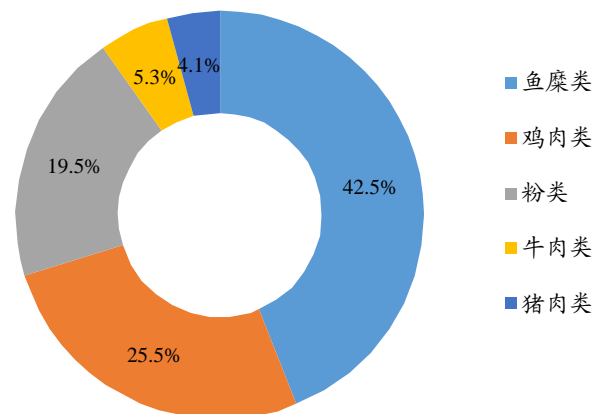
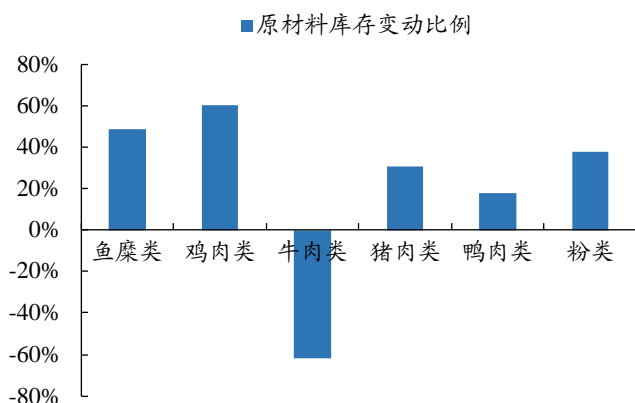
图 17：鱼糜类和鸡肉类原材料库存增长较快



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 18：鱼糜类、鸡肉类仍是公司主要的原材料

公司积极备库存，20 年末公司原材料账面价值 8.83 亿元，同比增长 38.43%，其中鱼糜类原材料库存同比增长 48.57%，鸡肉类原材料库存同比增长 60.31%。发出商品账面价值 5.13 亿元，同比减少 38.05%，主要系公司执行新收入准则影响所致。20 年鱼糜类原材料平均采购单价同比增长 11.38%，肉类原材料平均采购单价同比下降 11.7%，原材料成本价格相互对冲。从采购额来看，20 年鱼糜类采购占比 42.5%、鸡肉类采购占比 25.5%，粉类采购占比 19.5%，3 个品类仍是公司主要的原材料。



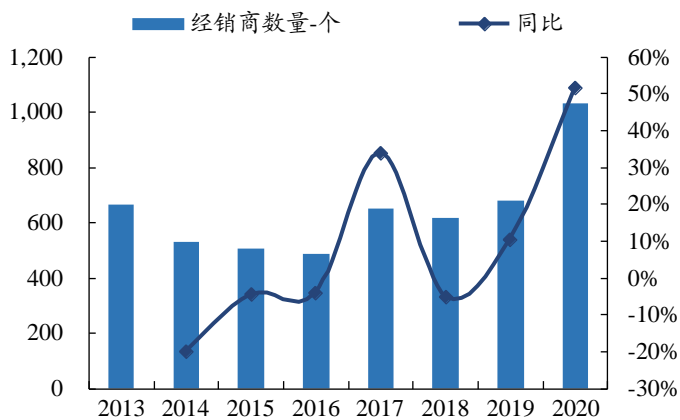
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

资料来源：公司年报，信达证券研发中心

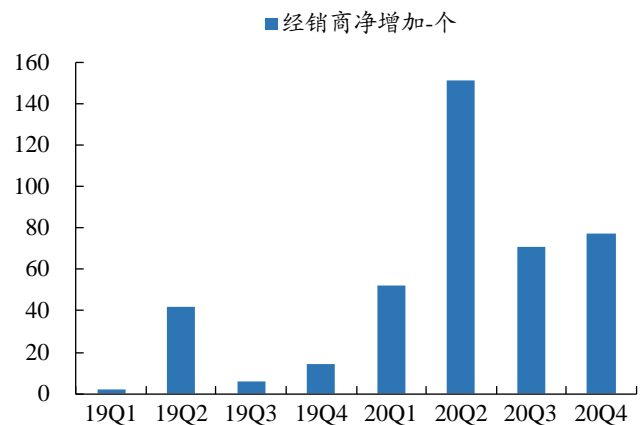
2 积极开拓新渠道，“销地产”持续推进

2.1 疫情下快速反应，积极拓展 C 端渠道

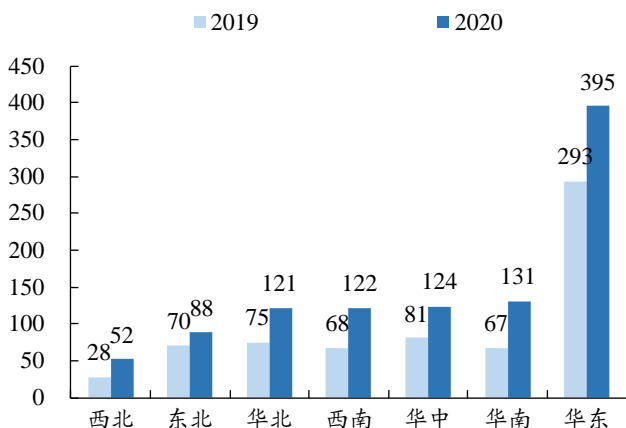
在疫情的催化下消费端速冻火锅料市场进一步加速增长并促进了火锅料行业的产品升级。速冻火锅料逐渐由餐饮流通品牌向消费者品牌转型，从大袋包或散装售卖形式逐渐过渡到小袋包装方式。消费者对家用火锅料的品牌意识显著加强，行业产品结构持续提升优化。公司顺应消费趋势，及时将经营策略由“餐饮流通渠道为主、商超电商渠道为辅”转变为“BC 兼顾、双轮驱动”，并加大了 BC 类商超渠道的开发。20 年末公司经销商数量达到 1,033 家，净增加 351 家，新增的经销商 20 年度销售收入 3.56 亿元，对公司业绩形成积极贡献。锁鲜装等中高端产品迎合市场消费需求，收入增长迅猛。

图 19：20 年经销商数量净增加 351 家


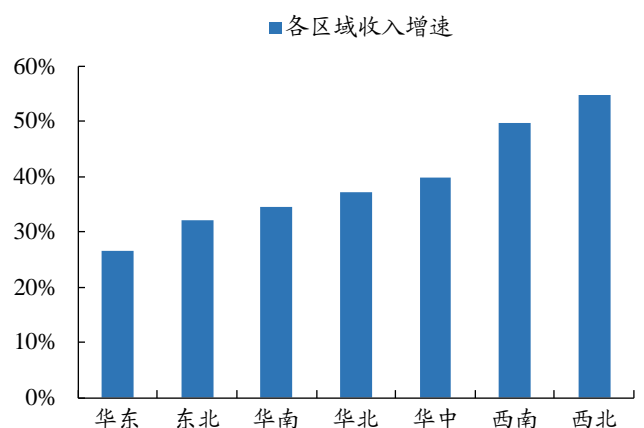
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 20：20 年公司加快开发新经销商


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 21：华南和西南区域经销商数量增长较快


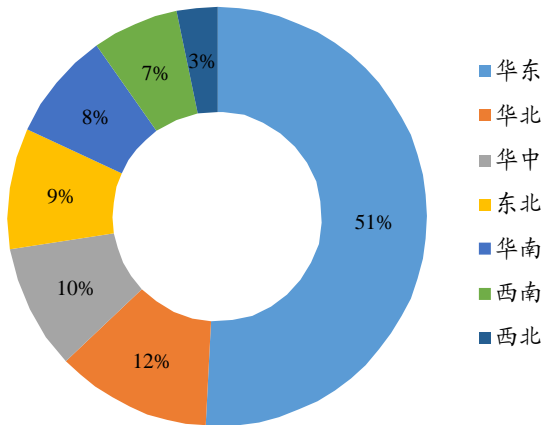
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 22：西北、西南和华中收入增长较快


资料来源：公司年报，信达证券研发中心

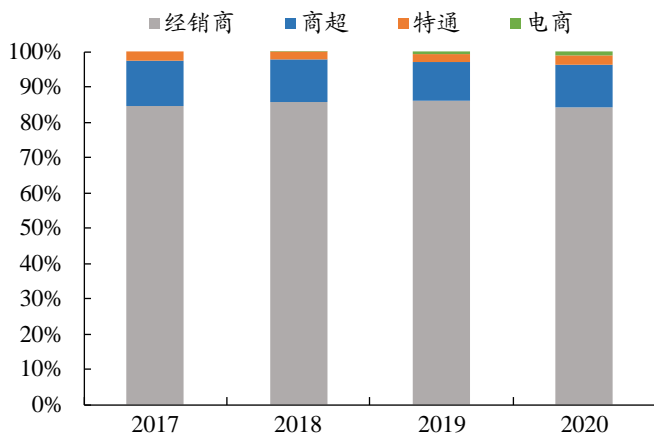
公司生产的速冻产品覆盖全国，华东地区营业收入 35.45 亿元，占总收入的比重为 50.89%，仍是公司重点销售区域，并且保持良好的增速。

公司拓展海外市场，提升国际化水平。前期公司公告拟以 523 万英镑收购并增资英国功夫食品，此次境外投资是公司国际化战略的初步尝试，对公司的长远发展有重大意义。

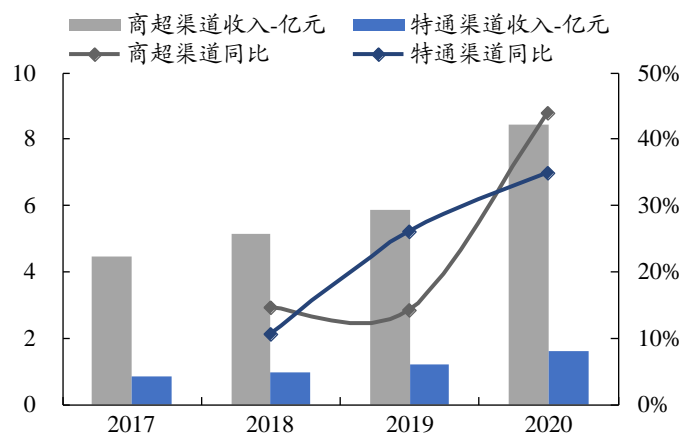
图 23: 华东是公司重点销售区域


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

20 年商超渠道营业收入同比增长 43.83%，主要由于受疫情影响，消费者消费习惯和消费行为有所改变，同时公司顺应市场趋势调整经营策略，加强商超渠道建设所致。特通渠道营业收入同比增长 34.78%，主要系锅圈等新零售客户增量所致。公司大力拓展线上业务，20 年电商渠道营业收入同比增长 188.61%。公司紧抓生鲜电商发展红利，与每日优鲜达成战略合作伙伴关系，与叮咚买菜实现销量快速增长。在营销推广方式上，公司紧跟直播带货风口，相继与薇娅、李佳琦、罗永浩等头部主播合作，同时持续在抖音、小红书等新媒体进行推广营销。

图 24: 经销渠道对公司收入贡献最大


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

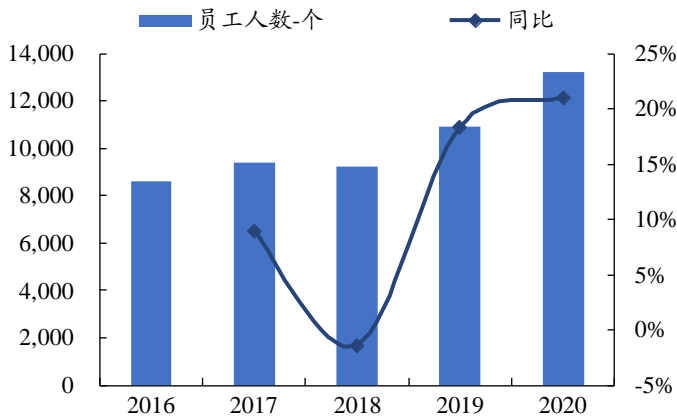
图 25: 20 年电商和特通渠道发展迅速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

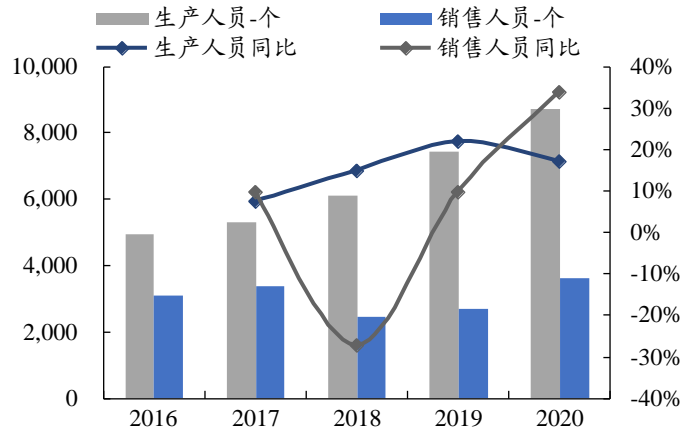
2.2 信息化提升效率，扩建产能强化竞争优势

公司坚持信息化建设，有利于提升管理和生产效率。公司依托金蝶 EAS、WMS、移动营销、BI 等软件平台实现精细化管理，规范化生产。20 年公司制造端电子交换系统 (EDI) 成功在厦门、无锡及泰州基地试点上线，为集团各工厂打造数字化生产运营平台奠定坚实基础。EDI 系统实现了全流程的工艺及计划下达，确保从发料到成品入库各环节的物料、设备、人员、工艺等的管控，形成了符合制造工艺的成本和质量管控的物联网系统。

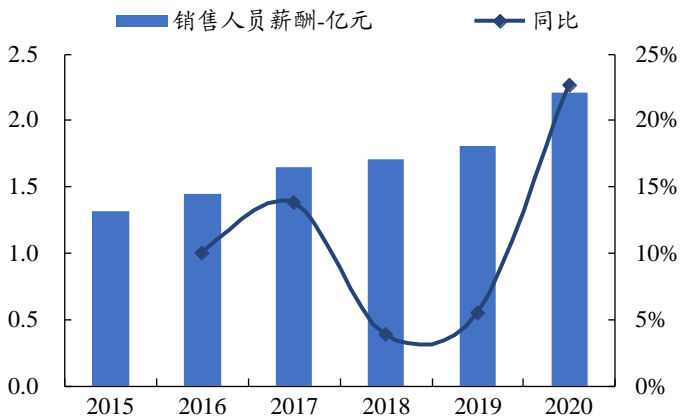
随着公司的飞速发展，公司对于人才的需求更加迫切。20 年公司扩招员工，员工人数达到 13,225 个，同比增长 20.9%。其中销售人员 3,619 人，同比增长 33.8%，销售人员数量增长迅速；生产人员 8,701 人，同比增长 17.2%。20 年销售和管理人员薪酬都有大幅增长。

图 26: 20 年员工人数增速达 20.9%


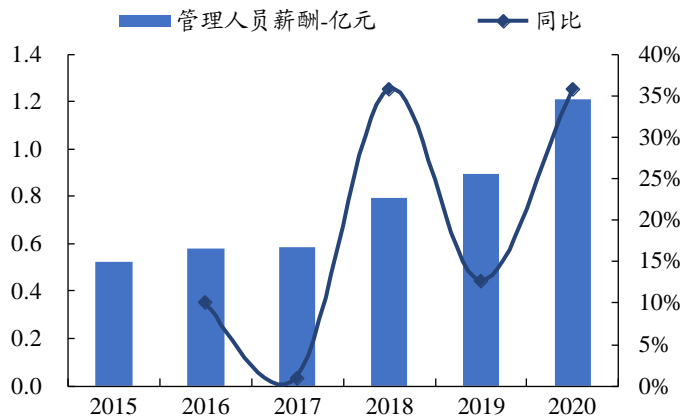
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 27: 销售人员数量增长迅速


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

图 28: 20 年销售人员薪酬增长明显


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

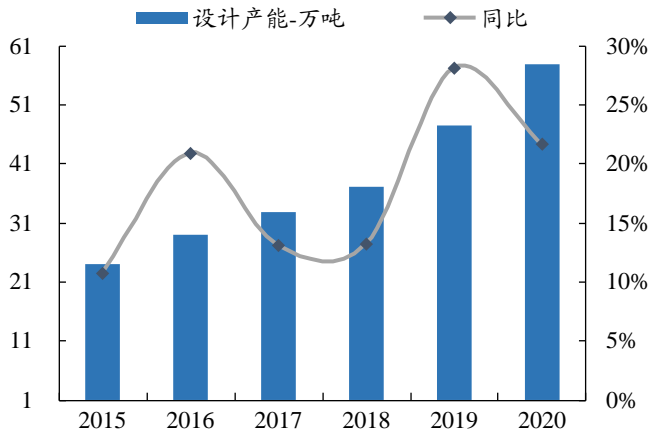
图 29: 20 年管理人员薪酬增幅较大


资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

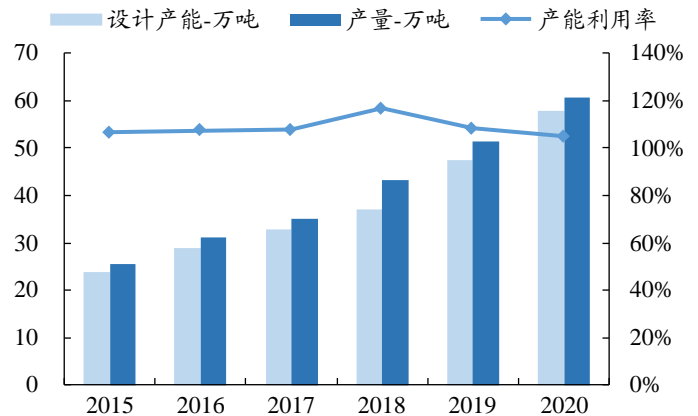
积极扩建产能保障收入增长。20 年公司合计设计产能 57.83 万吨，实际产量 60.58 万吨，主要是四川和河南工厂产能增长较快。20 年公司产能利用率达到 104.75%，同比下降 3.28pct，产能压力有所缓解。21 年上半年湖北一期和河南二期共 15 万吨产能，预计投产；下半年辽宁二期和四川二期共 13 万吨产能预计投产。广东安井和泰州三期等项目也在加速建设。

安井坚持“销地产”的工厂基地建设模式，辖区销售达到一定规模后就地布局建厂，以节约运费、提高市场反应速度、快速产生效益。配合“销地产”战略的实施，公司推行大线快跑、大规模生产、大批量定制、大单品策略等更合理的商业模式，使公司的规模优势不断强化。公司实行“销地研”的销售研发策略，公司总部负责新品立项和策划，不同生产基地分别负责某一品类的新品研发，齐头并进形成合力，确保新品能够批量密集上市，进而推动企业持续增长。

图 30: 公司产能建设加快
图 31: 产能快速扩张，产能利用率略有下滑



资料来源：公司年报，信达证券研发中心



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

3. 盈利预测和评级

收入预测：我们预计公司 2021-2023 年的收入将分别达到 88.3 亿元、108.7 亿元和 132.6 亿元，分别同比增长 26.8%、23.1%和 21.9%。

表 1：公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
面米制品	收入-百万元	1,388	1,662	2,006	2,360	2,748
	YOY	26.4%	19.7%	20.8%	17.6%	16.5%
	毛利率	28.8%	27.8%	28.1%	28.5%	28.8%
鱼糜制品	收入-百万元	2,004	2,826	3,650	4,555	5,630
	YOY	27.9%	41.0%	29.2%	24.8%	23.6%
	毛利率	24.8%	25.9%	25.2%	25.5%	25.9%
肉制品	收入-百万元	1,320	1,798	2,322	2,897	3,581
	YOY	10.5%	36.2%	29.2%	24.8%	23.6%
	毛利率	22.8%	24.8%	25.5%	25.8%	25.8%
菜肴制品	收入-百万元	546	673	848	1,053	1,289
	YOY	38.1%	23.3%	26.0%	24.2%	22.4%
	毛利率	28.8%	22.0%	20.5%	20.9%	20.9%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

毛利率：我们预计公司 2021-2023 年的毛利率将分别达到 25.5%、25.8%和 26%。21 年原材料采购成本有上升压力，商超渠道增长可能放缓，同时菜肴制品外购比例加大，21 年毛利率承压。

费用率：我们预计公司 2021-2023 年销售费用率 9%、9%和 8.8%，管理费用率合计分别达到 3%、2.9%和 2.9%，由于规模效应会呈略微下降趋势。

净利润：我们预计公司 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 8.5 亿元、10.8 亿元和 13.5 亿元，分别同比增长 40.6%、27%和 25.4%。

表 2：可比公司估值对比

证券简称	EPS			PE			PEG	当前市值	当前股价
	TTM	21E	22E	TTM	21E	22E			

三全食品	0.8	0.9	1.1	25.9	23.5	20.4	2.4	174.6	21.8
巴比食品	0.6	0.8	1.0	57.8	42.8	34.5	1.2	83.9	33.8
海天味业	2.0	2.3	2.8	86.3	73.1	61.9	3.5	5,528.2	170.6
绝味食品	1.2	1.7	2.1	64.3	44.7	35.6	1.2	454.6	74.7
平均					46.0	38.1	2.1		
安井食品	2.5	3.5	4.4	88.3	62.8	49.4	1.6	533.0	218.1

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 除安井食品外, 其他公司均采用 Wind 一致预测, 更新于 2021 年 4 月 13 日

投资建议: 消费者对于便捷化的需求提升, 餐饮运营成本提高和外卖市场爆发, 都激发了对于速冻半成品的需求增长。安井食品推新能力强, 规模效应突出, 以及渠道优势明显, 有望实现市占率进一步提升。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.47/4.41/5.53 元, 对应 PE 分别为 62.8/49.4/39.4 倍, 给予“买入”评级。

4 风险因素

原材料成本上涨超预期。上游原材料价格大幅上涨, 成本压力大幅上升。

产能扩张不及预期。由于疫情等突发因素, 公司产能扩张节奏放缓。

食品安全事故。公司为速冻食品生产制造企业, 若发生食品安全事故将对安井品牌造成不利影响。

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,331	4,159	4,840	5,872	7,350
货币资金	756	832	932	1,305	2,021
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	169	350	363	447	545
预付账款	34	83	79	97	118
存货	1,733	1,691	2,164	2,718	3,360
其他	639	1,202	1,302	1,305	1,307
非流动资产	2,353	2,938	3,502	3,866	4,273
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,514	2,035	2,354	2,591	2,847
无形资产	150	202	220	244	272
其他	689	700	927	1,030	1,154
资产总计	5,685	7,096	8,342	9,738	11,623
流动负债	2,745	2,509	3,087	3,634	4,457
短期借款	340	208	169	100	200
应付票据	201	215	270	332	403
应付账款	1,029	1,069	1,443	1,768	2,150
其他	1,175	1,018	1,205	1,435	1,704
非流动负债	196	903	168	168	168
长期借款	0	0	0	0	0
其他	196	903	168	168	168
负债合计	2,941	3,413	3,256	3,803	4,626
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	2,744	3,684	5,086	5,935	6,997
负债和股东权益	5,685	7,096	8,342	9,738	11,623

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,267	6,965	8,833	10,873	13,257
同比 (%)	23.7%	32.2%	26.8%	23.1%	21.9%
归属母公司净利润	373	604	849	1,079	1,352
同比 (%)	38.1%	61.7%	40.6%	27.0%	25.4%
毛利率 (%)	25.8%	25.7%	25.5%	25.8%	26.0%
ROE%	13.6%	16.4%	16.7%	18.2%	19.3%
EPS (摊薄)(元)	1.53	2.47	3.47	4.41	5.53
P/E	38.90	78.08	62.8	49.4	39.4
P/B	5.29	12.80	10.48	8.98	7.62
EV/EBITDA	22.95	50.25	42.81	33.66	26.78

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,267	6,965	8,833	10,873	13,257
营业成本	3,910	5,176	6,582	8,067	9,810
营业税金及附加	39	45	62	76	93
销售费用	647	644	795	979	1,167
管理费用	152	296	265	315	384
研发费用	75	74	88	109	133
财务费用	8	4	0	-7	-12
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	12	18	18	20	23
其他	19	32	26	28	31
营业利润	468	775	1,085	1,382	1,736
营业外收支	16	7	13	14	14
利润总额	484	781	1,099	1,396	1,750
所得税	111	178	250	317	398
净利润	373	604	849	1,079	1,352
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	373	604	849	1,079	1,352
EBITDA	594	911	1,227	1,548	1,922
EPS (当	1.53	2.47	3.47	4.41	5.53

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	577	665	1,150	1,229	1,534
净利润	373	604	849	1,079	1,352
折旧摊销	149	181	186	220	251
财务费用	16	16	10	6	7
投资损失	-12	-18	-18	-20	-23
营运资金变	38	1	136	-42	-40
其它	12	-119	-13	-14	-15
投资活动现金流	-568	-1,220	-820	-551	-622
资本支出	-606	-692	-525	-573	-647
长期投资	12	-552	-212	0	0
其他	26	24	-82	22	25
筹资活动现金流	-31	644	-230	-305	-197
吸收投资	170	20	8	0	0
借款	-100	769	-39	-69	100
支付利息或股息	-100	-129	-191	-236	-297
现金流净增加额	-22	89	100	373	716

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	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	caomanqian@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 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	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；
	持有 ：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。