

事件: 公司发布 2022 年年度业绩预告, 2022 年公司实现营业收入 28.2~30.0 亿, 同增约 0.11%~6.50%; 实现归母净利润 1.50~1.75 亿, 同减 38.18%~47.02%; 扣非归母净利润为 1.40~1.65 亿, 同减 38.71%~47.99%。剔除股份支付摊销费用 0.75 亿, 归母净利润 2.25~2.50 亿, 同减 18.46%~26.62%; 扣非归母净利润为 2.15~2.40 亿, 同减 18.01%~26.55%。22Q4 年我们预计实现营业收入 7.69~9.49 亿, 同增-10.15%~10.89%; 实现归母净利润 0.50~0.75 亿、同减 12.81%~42.05%。

点评:

- **22Q4 受疫情影响, 下游烘焙需求依旧疲软, 营收基本符合预期。**面对不利的消费环境, 公司在新渠道和新产品的开发上仍有积极表现。新品奶酪杂粮包契合了消费者的卖点, 我们认为其有望成为过亿单品。公司推动渠道下沉, 深挖流通渠道, 同时拓展了朴朴、美团等新零售渠道。展望 2023 年, 随着消费复苏, 我们认为公司在烘焙饼店和餐饮渠道有望恢复, 同时大客户山姆的门店拓展也有望恢复正常, 公司经营情况有望逐步向好。
- **若需求复苏, 盈利能力也有望修复。**2022 年华北生产基地产能还处于陆续释放阶段, 投产后人工和制造费用暂时偏高, 也拖累了当期净利润。我们认为如果下游需求恢复, 公司产能利用率提升, 同时促销也有望减少, 盈利能力有望得到修复。22 年油脂等原材料价格高企, 公司毛利率持续承压, 当前油脂成本已有回落。公司通过对部分产品提价以缓解成本压力, 但提价效果存在一定的滞后性。
- **积极变革, 静待成效。**公司推动销售团队融合工作, 在湖南、东北和西北三个区域展开试点。湖南营销区域是最先进行融合试点的, 组织架构目前已发展到位。湖南区域试点效果是比较符合预期的。从 10 月开始, 公司的销售系统、物流系统和订单系统等切换到了数字化的供应商系统, 以数字化工具赋能后续的系统管理, 管理效率有望得到提升。
- **盈利预测与投资评级:** 若消费复苏、烘焙需求回升, 公司有望重回高增长态势, 同时净利率也有望得到修复。长期看, 冷冻半成品渗透率低, 市场空间大, 公司产品和渠道双驱动, 多元化渠道有利于抢占更多增量市场。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.96/1.82/2.54 元, 对应 PE 分别为 96.23/50.75/36.41 倍, 维持“买入”评级。
- **股价催化剂:** 原材料价格下降; 业绩超预期等。
- **风险因素:** 原材料价格上涨超预期; 新品推广不及预期; 疫情反复。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,810	2,817	2,921	3,892	4,891
增长率 YoY %	14.3%	55.7%	3.7%	33.2%	25.7%
归属母公司净利润 (百万元)	232	283	162	308	429
增长率 YoY%	27.9%	22.0%	-42.6%	89.6%	39.4%
毛利率%	38.3%	34.9%	31.3%	33.8%	34.5%
净资产收益率ROE%	35.6%	14.3%	7.5%	12.9%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.67	0.96	1.82	2.54
市盈率 P/E(倍)	-	79.00	96.23	50.75	36.41
市净率 P/B(倍)	-	11.26	7.25	6.55	5.78

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 1 月 20 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	482	1,333	1,172	1,221	1,392
货币资金	204	784	666	595	635
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	113	200	192	235	281
预付账款	14	33	24	28	32
存货	141	282	247	318	395
其他	11	34	43	46	49
非流动资产	492	1,200	1,593	1,902	2,192
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	291	525	614	740	847
无形资产	69	156	310	343	375
其他	132	519	669	819	969
资产总计	975	2,533	2,766	3,123	3,584
流动负债	310	483	545	674	816
短期借款	0	0	80	80	80
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	141	236	247	318	395
其他	170	247	217	277	341
非流动负债	13	65	65	65	65
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	65	65	65	65
负债合计	323	547	609	739	880
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	652	1,986	2,156	2,384	2,704
负债和股东权益	975	2,533	2,766	3,123	3,584

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,810	2,817	2,921	3,892	4,891
同比(%)	14.3%	55.7%	3.7%	33.2%	25.7%
归属母公司净利润	232	283	162	308	429
同比(%)	27.9%	22.0%	-42.6%	89.6%	39.4%
毛利率(%)	38.3%	34.9%	31.3%	33.8%	34.5%
ROE%	35.6%	14.3%	7.5%	12.9%	15.9%
EPS(摊薄)(元)	1.37	1.67	0.96	1.82	2.54
P/E	-	79.00	96.23	50.75	36.41
P/B	-	11.26	7.25	6.55	5.78
EV/EBITDA	-0.62	51.69	61.17	34.39	24.95

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,810	2,817	2,921	3,892	4,891
营业成本	1,117	1,834	2,007	2,578	3,206
营业税金及附加	13	18	26	35	44
销售费用	253	365	351	451	567
管理费用	87	173	240	311	372
研发费用	53	82	117	156	196
财务费用	0	-3	-5	-2	-2
减值损失合计	-3	-8	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	5	16	16	18	22
营业利润	290	356	202	380	530
营业外收支	0	-3	0	0	0
利润总额	290	353	202	380	530
所得税	58	70	39	72	101
净利润	232	283	162	308	429
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	283	162	308	429
EBITDA	328	419	247	441	607
EPS(当年)(元)	1.37	1.67	0.96	1.82	2.54

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	285	291	253	401	541
净利润	232	283	162	308	429
折旧摊销	40	74	67	81	101
财务费用	2	3	2	4	4
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	9	-70	24	10	11
其它	2	1	-2	-2	-3
投资活动现金流	-157	-712	-458	-388	-387
资本支出	-156	-714	-460	-390	-390
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-2	2	2	2	3
筹资活动现金流	-118	1,000	87	-84	-114
吸收投资	0	1,105	0	0	0
借款	-60	0	80	0	0
支付利息或股息	-53	-85	-52	-84	-114
现金流净增加额	10	580	-118	-71	40

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，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

姜青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）

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
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com

华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@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。