

南侨食品(605339)

报告日期: 2023年03月26日

22年业绩受损, 23年需求上行成本下行带来业绩改善

——南侨食品 2022 年年报点评报告

投资要点

- **2022 年公司收入同比持平, 主要系疫情对于烘焙行业终端需求产生较大影响; 归母净利润同比下滑明显, 系棕榈油等原材料价格上涨, 毛利率降幅较大, 从而影响 22 年业绩水平。伴随 23 年防控放开, 终端需求快速修复和回暖, 棕榈油价格同比下行, 看好需求向上, 成本下行背景下公司业绩的边际改善, 重点提示标的投资机会。**
- **2022 年业绩受疫情和成本上行影响, 业绩同比下滑, 符合市场预期。**
2022 年公司实现营业收入 28.61 亿元, 同比下滑 0.40%; 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比下滑 56.41%; 实现扣非归母净利润 1.48 亿元, 同比下滑 58.20%。其中 22Q4 实现营收 7.82 亿元, 同比下滑 4.38%; 实现归母净利润 0.28 亿元, 同比下滑 70.69%; 实现扣非归母净利 0.23 亿元, 同比下滑 75.41%。22 年业绩符合市场预期, 由于疫情导致终端需求下降, 棕榈油价格持续上行导致利润端受损。
- **烘焙油脂略有受损, 冷冻面团及进口乳制品保持增长**
产品端来看: 22 年主业烘焙油脂实现收入 15.39 亿元 (-8.91%), 收入略有下滑主要系疫情对于线下消费产生较大影响, 终端需求减少所致; 淡奶油实现收入 5.10 亿元 (+6.90%); 乳制品收入 5.93 亿元 (+18.05%); 冷冻面团收入 1.96 亿元 (+10.35%); 馅料营业收入 0.14 亿元 (-12.88%)。
- **经销渠道略有下滑, 直营渠道保持增长**
分渠道来看: 公司渠道结构保持稳定, 经销商渠道实现收入 15.87 亿元 (-8.01%); 直营渠道实现收入 12.67 亿元 (+11.02%)。其中经销商渠道收入占比略有下降主要系经销商主要经营中小型客户, 受疫情影响较大。
- **毛利率受到原材料上行压力较大, 净利率有所下滑**
2022 年公司毛利率为 21.73% (-9.39pct), 其中烘焙油脂、淡奶油、乳制品、冷冻面团和馅料毛利率分别减少 11.01pct、8.31pct、4.08pct、15.56pct、18.03pct。毛利率下滑主要系棕榈油等原材料受到产地缺工和出口政策变动等因素叠加导致价格大幅上涨, 毛利率受损严重。由此净利率有所下滑, 22 年实现 5.61% (-7.24pct)。
- **22 年业绩受损, 但 23 年成本下行, 需求上行, 看好公司后续业绩的持续恢复**
22 年由于疫情和成本影响, 公司业绩受损严重, 但 23 年伴随需求的修复和棕榈油价格的下行, 公司业绩有望持续改善。
1) 收入端: 23 年公司主业烘焙油脂在线下门店的重新开店下将得到恢复; 冷冻面团在山姆对于贝果产品需求的快速提升下, 产能有望翻倍, 当前公司冷冻面团在建产能 1.2 万吨, 年内达产后产能相比现在翻倍, 拉动业绩快速增长, 与此同时贝果产品放量带来新的增量, 由此我们预计冷冻面团业务 23 年有望实现 4-5 亿元左右的收入; 同时伴随奶油行业的产品升级, 淡奶油和进口乳制品的需求也将快速提升, 其中淡奶油在建产能 2 万吨, 新品的推广拉动公司业务的增长, 由此我们预计淡奶油收入增速有望实现 30% 以上的增长。2023 年 1 月+2 月公司收入预计同比增长 6.5%, 边际改善明显。
2) 利润端: 考虑到当前棕榈油等原材料的供求关系逐步平衡等, 价格同比将有所回落, 有利于公司毛利率的快速回升和改善。我们看好公司 23 年需求向上, 成本下行带来的业绩持续改善和修复。
- **调整此前盈利预测, 上调至“买入”评级。**
考虑到 22 年业绩受损严重, 23 年边际改善明显, 我们调整此前盈利预测, 预计 2023-2025 年收入分别为 38.40、47.87、58.68 亿元, 同比增长分别为 34.21%、

投资评级: 买入(上调)

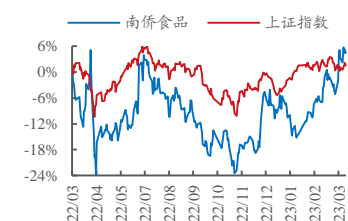
分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师: 杜宛泽
执业证书号: S1230521070001
17621373969
duwanze@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.12
总市值(百万元)	10,750.77
总股本(百万股)	427.98

股票走势图



相关报告

- 1 《受成本上涨影响业绩承压, 期待 Q4 环比改善 ——南侨食品 22Q3 业绩点评报告》 2022.10.31
- 2 《【浙商餐饮】南侨食品: 首次覆盖: 烘焙油脂龙头, 冷冻烘焙空间广阔》 2022.05.27

24.65%、22.58%；归母净利润分别为 3.88、5.21、6.67 亿元，同比增长分别为 142%、34%、28%。预计 23-25 年 EPS 分别为 0.91、1.22、1.56 元，对应 PE 分别为 27.70、20.62、16.11 倍。我们基于行业平均估值，给予 23 年 35 倍 PE，对应当前市值仍有空间，上调至“买入”评级，并进行推荐！

风险提示：原材料价格上涨；终端需求疲软；产能释放不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2861.40	3840.15	4786.67	5867.61
(+/-) (%)	-0.40%	34.21%	24.65%	22.58%
归母净利润	160.58	388.16	521.30	667.49
(+/-) (%)	-57.35%	141.73%	34.30%	28.04%
每股收益(元)	0.38	0.91	1.22	1.56
P/E	66.95	27.70	20.62	16.11

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2887	3581	4234	5091
现金	2085	2508	2918	3530
交易性金融资产	0	17	6	8
应收账款	200	279	353	426
其它应收款	4	7	7	9
预付账款	15	26	30	34
存货	570	730	911	1072
其他	13	14	11	13
非流动资产	1274	1226	1186	1132
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1065	1016	952	903
无形资产	58	57	56	54
在建工程	15	35	36	33
其他	136	118	141	142
资产总计	4161	4807	5420	6223
流动负债	833	1045	1121	1257
短期借款	348	369	336	351
应付款项	204	301	355	414
预收账款	0	0	0	0
其他	280	375	431	492
非流动负债	76	58	73	69
长期借款	0	0	0	0
其他	76	58	73	69
负债合计	909	1103	1194	1326
少数股东权益	3	4	4	8
归属母公司股东权益	3250	3700	4222	4889
负债和股东权益	4161	4807	5420	6223

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2861	3840	4787	5868
营业成本	2240	2799	3433	4118
营业税金及附加	22	31	38	47
营业费用	216	288	364	458
管理费用	164	184	220	293
研发费用	70	96	129	176
财务费用	(36)	(14)	(20)	(28)
资产减值损失	5	(3)	(2)	(2)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
其他经营收益	17	13	10	10
营业利润	197	473	635	816
营业外收支	(1)	2	2	2
利润总额	196	475	637	818
所得税	35	85	115	147
净利润	161	389	522	671
少数股东损益	0	1	1	3
归属母公司净利润	161	388	521	667
EBITDA	281	532	690	864
EPS (最新摊薄)	0.38	0.91	1.22	1.56

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-0.40%	34.21%	24.65%	22.58%
营业利润	-57.95%	139.91%	34.29%	28.56%
归属母公司净利润	-57.35%	141.73%	34.30%	28.04%
获利能力				
毛利率	21.73%	27.12%	28.28%	29.81%
净利率	5.61%	10.14%	10.91%	11.43%
ROE	4.98%	11.16%	13.15%	14.63%
ROIC	4.06%	9.13%	10.89%	12.17%
偿债能力				
资产负债率	21.84%	22.95%	22.03%	21.31%
净负债比率	39.63%	34.18%	29.00%	27.23%
流动比率	3.47	3.43	3.78	4.05
速动比率	2.78	2.73	2.96	3.20
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.86	0.94	1.01
应收账款周转率	13.67	16.24	15.46	15.37
应付账款周转率	10.81	11.42	10.66	10.97
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.91	1.22	1.56
每股经营现金	0.47	0.92	0.98	1.38
每股净资产	7.59	8.65	9.86	11.42
估值比率				
P/E	66.95	27.70	20.62	16.11
P/B	3.31	2.91	2.55	2.20
EV/EBITDA	28.74	16.25	11.95	8.85

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	201	393	419	592
净利润	161	389	522	671
折旧摊销	99	74	75	76
财务费用	(36)	(14)	(20)	(28)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(49)	108	34	41
其它	25	(164)	(192)	(167)
投资活动现金流	(77)	(61)	1	(23)
资本支出	(4)	(38)	(5)	(17)
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(73)	(22)	5	(7)
筹资活动现金流	(93)	92	(10)	44
短期借款	58	21	(33)	15
长期借款	0	0	0	0
其他	(151)	71	23	28
现金净增加额	31	423	409	612

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>