

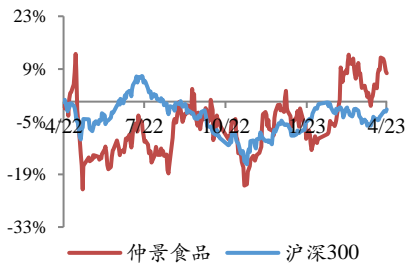
葱油产品高速发展，经销商网络稳步拓展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-09

收盘价(元)	42.00
近12个月最高/最低(元)	44.02/30.34
总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	39
流通股比例(%)	38.69
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	16

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

相关报告

- 葱油产品有望延续增长势能，成本改善逻辑清晰 2023-03-24
- 品牌力优势凸出，葱油产品快速发展 2023-02-28

主要观点：

● 事件

4月7日晚，公司发布年报，22年实现营业总收入8.82亿元，同比增长9.35%，归母净利润1.26亿元，同比增长6.27%；22Q4实现营业总收入2.27亿元，同比增长14%，归母净利润为0.24亿元，同比增长95.98%。

● 京东等线上平台实现高速增长，持续优化经销商体系

1) 按照业务划分：公司调味食品业务实现营收4.68亿元，同比增长12.38%，其中仲景香菇酱全年实现销售3.24亿元，大单品优势进一步巩固，上海葱油全年实现销售5,372万元，成长为食品业务第二大单品。调味配料业务实现营收4.1亿元，同比增长7.12%；2) 按照销售模式划分：公司经销部分实现营业收入4.34亿元，同比增长3.95%，直销模式实现收入4.45亿元，同比增长16.31%，其中电商渠道整体实现销售9446万元，同比增长69.98%，成为推动业绩增长的重要引擎，京东等平台实现良好拓展，其中京东超市香菇酱及上海葱油等产品实现营收1089万元，同比增长565.28%；3) 按区域划分：公司华中/华东/华北/华南地区分别实现营业收入2.89/2.69/1.29/0.62亿元，同比增长分别为10.49%/6.92%/10.07%/24.14%，公司经销商达到1746家，较21年增加103家，其中华南华中华东地区增长较多，分别增长37/34/21家，持续优化经销商结构，拓展和扩大销售网络。公司22年末合同负债为2636万元，22年初为1176万元，主因预收货款增加。

● 原材料价格上涨导致毛利率承压，有望进一步提升费效比

公司22年毛利率为36.9%，同比下滑2.1PCT，其中22年Q4毛利率为34.7%，同比上升2.9PCT，主因原材料成本上涨较多；公司22年销售费用率为16%，同比基本持平，其中22年Q4销售费用率为14.4%，同比下滑7.4%，主因21年Q4基数较高，具体来看公司广告宣传费较上年增加1,638.51万元，同比增长59.13%，主要系公司为提高品牌知名度和影响力，加大广告投放，其中央视广告投入2549.43万元；公司22年管理费用率/研发费用率同比分别下滑0.1/0.4PCT，归母净利率为14.3%，同比下滑0.4PCT，控费取得一定效果，未来公司有望加强市场推广费用管理，降低无效和低效费用投入，进一步提高费用使用的有效性和合理性。

● 投资建议

公司目前已形成120余个SKU，努力实现产品系列化，完成仲景香菇酱、上海葱油、劲道牛肉酱、贵州辣子鸡等佐餐酱料的升级迭代，渠道端加大扩展力度及经销商网络建设，结合以上，我们预计公司23-25年营业收入分别为10.16/11.63/13.23亿元，同比增长分别为15.3%/14.5%/13.8%，23-25年归母净利润为1.66/2.00/2.36亿元，同比增长分别为31.9%/20.5%/17.8%，EPS分别为1.66/2.00/2.36元/股，

对应 PE 为 25/21/18 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	882	1016	1163	1323
收入同比 (%)	9.4%	15.3%	14.5%	13.8%
归属母公司净利润	126	166	200	236
净利润同比 (%)	6.3%	31.9%	20.5%	17.8%
毛利率 (%)	36.9%	38.3%	39.3%	40.2%
ROE (%)	7.9%	9.4%	10.2%	10.7%
每股收益 (元)	1.26	1.66	2.00	2.36
P/E	30.44	25.26	20.97	17.80
P/B	2.39	2.37	2.13	1.90
EV/EBITDA	20.08	15.06	12.11	9.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。