

马铮 食品饮料首席分析师

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

餐饮复苏，势能向上

2023年04月27日

事件：公司发布 2023 年一季度报告：23Q1 公司实现营收 4.29 亿元，同比+23.18%；实现归母净利润 0.30 亿元，同比+5.49%；实现归母扣非净利润 0.30 亿元，同比+23.83%。

点评：

- **23Q1 收入保持稳健增长，基本符合预期。**随着餐饮场景的恢复，以及春节消费旺季的带动下，23Q1 公司营收增速环比有改善。2023 年，公司将继续围绕核心大单品开展业务，在保持核心单品优势的基础上，再培育和打造其他产品。公司中长期发展规划明晰，不断打磨产品梯队。渠道方面，公司聚焦大客户深度服务，支持重点经销商做强做大，23 年头部经销商数量有望增加。小 B 端，我们认为消费复苏有利于宴席类点心产品的需求回升。由于 22 年大 B 客户受疫情影响较大，部分门店不能正常营业，因此业绩基数较低。23 年我们认为大 B 客户经营有望恢复，同时新品切入也有望带来增量。
- **产品结构优化，23Q1 毛利率同比改善。**23Q1 毛利率为 24.0%，同比提升 1.4 个点，我们认为主要由于烘焙类产品占比提升带来的结构优化。23Q1 销售费用率为 5.1%，同比提升 1.9 个百分点，我们认为主要由于公司增设华东仓导致仓储成本增加，以及增加预制菜子公司导致销售费用增加。23Q1 管理费用率为 7.8%，同比下降 0.9 个百分点，我们认为主要由于人效提升，规模效应提升所致。23Q1 研发费用率为 0.8%，与同期基本持平。23Q1 营业外收入同比减少 520 万元，主要由于 22Q1 有上市补贴 500 万所致。23Q1 实现归母净利率 7.1%，同比下降 1.2 个百分点，主要由于政府补助减少所致。23Q1 归母扣非净利率为 6.9%，同比基本持平。
- **盈利预测与投资评级：**展望 2023 年，随着消费复苏，我们认为公司在大 B 端、宴席类等渠道有望实现高增长。公司收购味宝食品，也有望为收入带来增量。随着产品结构的优化，23 年毛利率仍有望提升。不考虑定增项目，我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.66/2.17/2.74 元，对应 PE 分别为 42.13/32.19/25.51 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**原材料价格上涨超预期；新品推广不及预期；产能投放不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,274	1,489	1,928	2,405	2,938
增长率 YoY %	34.9%	16.9%	29.5%	24.8%	22.2%
归属母公司净利润 (百万元)	88	102	144	188	237
增长率 YoY%	15.5%	15.2%	40.8%	30.9%	26.2%
毛利率%	22.4%	23.4%	24.6%	24.6%	24.7%
净资产收益率 ROE%	9.3%	9.6%	11.9%	13.5%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	1.25	1.20	1.66	2.17	2.74
市盈率 P/E(倍)	46.57	54.63	42.13	32.19	25.51
市净率 P/B(倍)	5.29	5.35	5.02	4.34	3.71

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	593	670	781	908	1,129	
货币资金	332	381	419	474	620	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	62	67	90	105	121	
预付账款	5	8	10	13	15	
存货	162	182	227	278	333	
其他	32	31	35	37	40	
非流动资产	747	917	1,091	1,265	1,407	
长期股权投资	0	30	30	30	30	
固定资产(合计)	606	633	697	781	863	
无形资产	38	38	48	58	68	
其他	103	216	316	396	446	
资产总计	1,341	1,587	1,872	2,173	2,536	
流动负债	326	350	493	608	736	
短期借款	15	15	15	15	15	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	144	191	239	298	364	
其他	168	144	239	295	357	
非流动负债	61	176	176	176	176	
长期借款	35	147	147	147	147	
其他	26	29	29	29	29	
负债合计	388	526	668	784	912	
少数股东权益	0	0	-1	-3	-5	
归属母公司股东权益	954	1,061	1,204	1,392	1,629	
负债和股东权益	1,341	1,587	1,872	2,173	2,536	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,274	1,489	1,928	2,405	2,938	
同比(%)	34.9%	16.9%	29.5%	24.8%	22.2%	
归属母公司净利润	88	102	144	188	237	
同比(%)	15.5%	15.2%	40.8%	30.9%	26.2%	
毛利率(%)	22.4%	23.4%	24.6%	24.6%	24.7%	
ROE%	9.3%	9.6%	11.9%	13.5%	14.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.25	1.20	1.66	2.17	2.74	
P/E	46.57	54.63	42.13	32.19	25.51	
P/B	5.29	5.35	5.02	4.34	3.71	
EV/EBITDA	28.54	29.49	24.44	18.64	15.00	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,274	1,489	1,928	2,405	2,938	
营业成本	989	1,140	1,453	1,813	2,213	
营业税金及附加	12	12	17	22	26	
销售费用	42	58	77	91	112	
管理费用	107	139	179	212	253	
研发费用	9	16	19	24	29	
财务费用	5	2	5	5	4	
减值损失合计	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
其他	2	2	4	4	4	
营业利润	112	123	180	242	305	
营业外收支	2	6	5	0	0	
利润总额	113	129	185	242	305	
所得税	26	28	42	56	70	
净利润	87	101	142	186	235	
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2	
归属母公司净利润	88	102	144	188	237	
EBITDA	167	186	238	309	374	
EPS(当年)(元)	1.25	1.20	1.66	2.17	2.74	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	98	211	272	305	365	
净利润	87	101	142	186	235	
折旧摊销	52	60	56	66	69	
财务费用	7	7	9	9	9	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	-50	48	69	43	52	
其它	3	-6	-5	0	0	
投资活动现金流	-183	-251	-225	-240	-210	
资本支出	-183	-221	-225	-240	-210	
长期投资	0	-30	0	0	0	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	299	88	-9	-9	-9	
吸收投资	349	2	0	0	0	
借款	212	135	0	0	0	
支付利息或股息	-7	-20	-9	-9	-9	
现金流净增加额	215	48	38	55	145	

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。

娄青丰，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	18513322185
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。