

立足长远，收入为先

2023年4月28日

事件：公司发布 2022 年报及 2023 一季报：2022 年公司实现收入 29.11 亿元，同比+3.32%，实现归母净利润 1.44 亿元，同比-49.22%。其中，22Q4 公司实现营收 8.59 亿元，同比+0.43%，实现归母净利润 0.43 亿元，同比-49.44%。23Q1 公司实现营收 7.94 亿元，同比+26.19%，实现归母净利润 0.50 亿元，同比+24.60%。

点评：

- **23Q1 营收增速环比改善，符合预期。**22Q4 公司营收同比基本持平，我们认为主要由于公司经营受疫情影响较大。23Q1 营收同比增长 26.19%，同比增速较 22Q4 有进步。分品类来看，23Q1 冷冻烘焙食品收入占比约 75%，同比增长约 50%；烘焙食品原料收入占比约 25%，同比下降约 15%。烘焙原料业务收入下降，我们认为主要由于 22 年末公司对代表性原料大单品进行折扣促销，经销商备货增加，导致 23Q1 公司出货减少。结合一季度末公司经销渠道调研，主要烘焙原料单品经销商库存水平理想，推算终端客户实际使用同比有所增长。
- **人工成本增加和资产减值损失影响利润率。**23Q1 公司毛利率为 32.0%，同比下降 1.1 个百分点，环比四季度下滑 0.4 个百分点，我们认为主要原因：一是新产线投产，提前对工人进行储备培训导致人工成本增加；二是产品结构变化，高毛利的奶油业务占比下降。23Q1 销售费用率为 11.9%，同比下降 1.1 个百分点，我们认为主要由于营销团队产线融合后人员、差旅等费用使用效率上升所致。23Q1 管理费用率 7.3%，同比下降 1.6 个百分点，剔除股份支付费用后，管理费用率同比下降约 0.5 个百分点，我们认为主要由于规模效应提升。23Q1 公司计提资产减值损失 606 万元，同比增加 400 万元，我们认为主要由于公司前期对新产品进行试产及试销，财务核算的成本高于产品预计市场可售价格。23Q1 公司经营性净利率为 8.11%，同比下降 0.58%。
- **公司积极变革，已初见成效。**产品层面，依乐斯乳脂植脂奶油、稀奶油 360PRO 等新一代奶油产品正式上市或已投产成功，多款创新烘焙单品在重要客户渠道上架并取得理想销售结果。在营销层面，23Q1 营销中心按追溯口径计算，平均人效同比提升约 10%，隶属于各区域分公司的前置技术服务中心已进入实质推进状态，未来将为终端客户提供更为高效快捷的技术支持。
- **盈利预测与投资评级：**冷冻烘焙食品行业处于发展初期，行业集中度低，市场空间大。展望 2023 年，随着烘焙行业需求复苏、新品上市，公司有望重回高增长态势。公司积极推动渠道融合，人效同比已有提升。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.83/2.57/3.50 元，对应 PE 分别为 52.71/37.6/27.59 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；食品安全事故。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,817	2,911	3,952	4,979	6,243
增长率 YoY %	55.7%	3.3%	35.8%	26.0%	25.4%
归属母公司净利润 (百万元)	283	144	310	435	592
增长率 YoY%	22.0%	-49.2%	115.6%	40.2%	36.3%
毛利率%	34.9%	31.8%	33.5%	34.0%	34.4%
净资产收益率ROE%	14.3%	6.8%	13.3%	16.5%	19.4%
EPS(摊薄)(元)	1.67	0.85	1.83	2.57	3.50
市盈率 P/E(倍)	79.00	113.29	52.71	37.60	27.59
市净率 P/B(倍)	11.26	7.68	7.01	6.20	5.36

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,333	1,199	958	1,037	1,271
货币资金	784	532	168	134	196
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	200	265	325	341	393
预付账款	33	23	32	36	41
存货	282	312	360	450	561
其他	34	67	74	76	80
非流动资产	1,200	1,656	2,168	2,533	2,869
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	525	794	1,003	1,184	1,339
无形资产	156	287	442	475	507
其他	519	575	723	873	1,023
资产总计	2,533	2,855	3,125	3,570	4,140
流动负债	483	675	735	875	1,034
短期借款	0	85	80	80	80
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	236	350	360	432	505
其他	247	240	296	363	449
非流动负债	65	52	52	52	52
长期借款	0	0	0	0	0
其他	65	52	52	52	52
负债合计	547	727	788	927	1,086
少数股东权益	0	8	8	8	8
归属母公司股东权益	1,986	2,120	2,330	2,635	3,047
负债和股东权益	2,533	2,855	3,125	3,570	4,140

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,817	2,911	3,952	4,979	6,243
同比(%)	55.7%	3.3%	35.8%	26.0%	25.4%
归属母公司净利润	283	144	310	435	592
同比(%)	22.0%	-49.2%	115.6%	40.2%	36.3%
毛利率(%)	34.9%	31.8%	33.5%	34.0%	34.4%
ROE%	14.3%	6.8%	13.3%	16.5%	19.4%
EPS(摊薄)(元)	1.67	0.85	1.83	2.57	3.50
P/E	79.00	113.29	52.71	37.60	27.59
P/B	11.26	7.68	7.01	6.20	5.36
EV/EBITDA	51.69	54.75	35.37	25.46	18.93

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,817	2,911	3,952	4,979	6,243
营业成本	1,834	1,986	2,627	3,287	4,094
营业税金及附加	18	25	36	45	56
销售费用	365	347	458	573	718
管理费用	173	248	308	364	431
研发费用	82	122	158	194	237
财务费用	-3	-8	1	2	2
减值损失合计	-8	-24	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	16	11	21	22	27
营业利润	356	178	385	537	731
营业外收支	-3	-2	0	0	0
利润总额	353	176	385	537	731
所得税	70	32	75	102	139
净利润	283	144	310	435	592
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	283	144	310	435	592
EBITDA	419	290	461	642	860
EPS(当年)(元)	1.67	0.85	1.83	2.57	3.50

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	291	343	352	587	733
净利润	283	144	310	435	592
折旧摊销	74	108	97	125	153
财务费用	3	5	4	4	4
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-70	76	-57	26	-13
其它	1	11	-2	-2	-3
投资活动现金流	-712	-579	-607	-488	-487
资本支出	-714	-578	-610	-490	-490
长期投资	0	0	0	0	0
其他	2	0	3	2	3
筹资活动现金流	1,000	-18	-109	-134	-184
吸收投资	1,105	8	0	0	0
借款	0	85	-5	0	0
支付利息或股息	-85	-86	-104	-134	-184
现金流净增加额	580	-254	-364	-35	63

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	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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。