

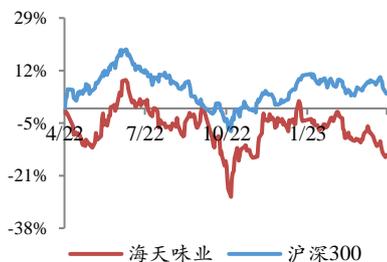
## 稳健发展，拐点将至

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价(元)	70.75
近12个月最高/最低(元)	81.93/59.68
总股本(百万股)	4,634
流通股本(百万股)	4,634
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	3,278
流通市值(亿元)	3,278

### 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

1. 业绩不及预期，静待未来改善  
2022-10-27

2. 经营环比改善，降本增效与渠道精耕并行  
2022-08-30

3. 品牌势能+渠道壁垒+规模优势，共促长久发展  
2022-08-18

### 主要观点：

#### ● 事件

4月25日晚，公司发布22年年报及一季度报，22年实现营业总收入256.10亿元，同比增长2.42%，归母净利润61.98亿元，同比减少7.09%，其中22Q4营业收入65.15亿元，同比减少7.05%，归母净利润15.31亿元，同比减少22.0%。23Q1实现营业总收入69.81亿元，同比减少3.17%，归母净利润17.16亿元，同比减少6.20%。

#### ● 渠道不断精耕，逐步良性发展

**分产品来看：**22年酱油/调味酱/蚝油/其他分别实现营收138.61亿/25.84亿/44.17亿/29.32亿，同比增减-2.30%/-3.07%/-2.54%/32.61%，其他调味品中料酒、醋等品类增长较好，未来将继续围绕消费需求，加快推进科技成果创新转化、营销转型，持续提升产品力、消费力，推动细分品类的提速发展。23Q1 酱油/调味酱/蚝油-8.94%/-6.77%/3.32%；  
**2) 分区域来看：**22年东部/南部/中部/北部/西部区域营收分别为46.95亿/45.99亿/52.70亿/62.23亿/30.07亿，同比增减-2.55%/2.89%/-0.73%/2.76%/2.14%，公司加快转型，强化渠道精耕。23Q1 东部/南部/中部/北部/西部区域分别同比变动-5.42%/-8.60%/0.08%/-6.61%/3.24%，西部区域表现稳健；  
**3) 线上线下渠道融合发展：**22年线下/线上渠道营收分别实现228.05亿/9.89亿元，分别同比变动-0.38%/40.39%，公司积极构建新零售团队及线上网络，电商、新零售等线上业务取得较大突破。23Q1 线下/线上渠道营收分别为62.66亿/2.41亿元，同比降低3.45%/17.69%。

#### ● 成本上涨影响22年毛利率，盈利能力环比改善

22年公司全年毛利率35.7%，同比下滑3.0PCT，主要系22年成本上升所致，原材料成本呈持续上涨态势，此外蚝油新增基地投产，导致制造费用、直接人工均增长较大。22年公司全年管理/销售费用4.42亿/13.78亿元，同比增长12.11%/1.56%，管理费用率/销售费用率变动分别为+0.1/0PCT，费用率较为稳定，22年销售净利率24.22%，同比下降2.46PCT。未来实施“全方位全员降本增效”对冲成本压力，对冲部分成本上涨带来的不利影响。23Q1管理/销售费用1.13亿/3.65亿元，同比增减15.50%/-6.80%，管理费用率/销售费用率变动分别为+0.3PCT/-0.2PCT。23Q1销售净利率为24.6%，同比下降0.8PCT，环比提升1.1PCT，利润率环比改善。

#### ● 投资建议

23年Q1收入利润表现有一定压力，但一季度逐步清理渠道库存，渠道库存逐步趋于良性，成本端有望改善，盈利能力具备修复空间，我们认为23年公司营收利润将实现10%水平增长，预计23-25年收入增速分别为10.3%/10.5%/10.3%，归母净利润增长分别为10%/15.7%/14.6%，EPS分别为1.47/1.7/1.95元/股，对应估值分别为48/42/36X。

**● 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	25610	28238	31208	34436
收入同比 (%)	2.4%	10.3%	10.5%	10.3%
归属母公司净利润	6198	6819	7893	9041
净利润同比 (%)	-7.1%	10.0%	15.7%	14.6%
毛利率 (%)	35.7%	36.4%	37.1%	37.9%
ROE (%)	23.5%	20.5%	19.2%	19.6%
每股收益 (元)	1.34	1.47	1.70	1.95
P/E	59.40	48.08	41.54	36.26
P/B	13.97	9.87	7.97	7.09
EV/EBITDA	47.81	36.86	32.43	28.09

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	26974	39226	46570	54150	<b>营业收入</b>	25610	28238	31208	34436
现金	18223	29296	36194	42955	营业成本	16472	17965	19616	21370
应收账款	188	193	206	215	营业税金及附加	207	246	275	303
其他应收款	11	28	24	40	销售费用	1378	1553	1810	1997
预付账款	25	27	31	36	管理费用	442	494	546	603
存货	2392	3197	3123	3407	财务费用	-732	-759	-1229	-1521
其他流动资产	6134	6484	6992	7497	资产减值损失	-17	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7086	6694	6343	5897	公允价值变动收益	121	150	140	145
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	13	14	6	3
固定资产	4207	3872	3565	3151	<b>营业利润</b>	7352	8085	9363	10744
无形资产	685	685	685	685	营业外收入	13	13	10	10
其他非流动资产	2194	2137	2094	2062	营业外支出	1	8	9	9
<b>资产总计</b>	34059	45920	52913	60047	<b>利润总额</b>	7364	8090	9365	10745
<b>流动负债</b>	6719	11760	10859	12879	所得税	1161	1270	1470	1698
短期借款	132	142	150	158	<b>净利润</b>	6203	6820	7894	9048
应付账款	1300	1694	1358	1848	少数股东损益	5	1	2	6
其他流动负债	5287	9924	9351	10873	<b>归属母公司净利润</b>	6198	6819	7893	9041
<b>非流动负债</b>	455	455	455	455	EBITDA	7339	8107	9002	10154
长期借款	94	94	94	94	EPS (元)	1.34	1.47	1.70	1.95
其他非流动负债	362	362	362	362					
<b>负债合计</b>	7175	12215	11314	13335					
少数股东权益	487	488	490	496					
股本	4634	4634	4634	4634					
资本公积	142	142	142	142					
留存收益	21621	28440	36333	41440					
归属母公司股东权益	26398	33217	41109	46216					
<b>负债和股东权益</b>	34059	45920	52913	60047					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	3830	11782	7888	11653	<b>成长能力</b>				
净利润	6203	6820	7894	9048	营业收入	2.4%	10.3%	10.5%	10.3%
折旧摊销	837	945	1014	1080	营业利润	-6.0%	10.0%	15.8%	14.7%
财务费用	-733	15	16	17	归属于母公司净利	-7.1%	10.0%	15.7%	14.6%
投资损失	-13	-14	-6	-3	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-2404	4171	-889	1658	毛利率 (%)	35.7%	36.4%	37.1%	37.9%
其他经营现金流	8548	2494	8642	7243	净利率 (%)	24.2%	24.1%	25.3%	26.3%
<b>投资活动现金流</b>	-4659	-704	-983	-948	ROE (%)	23.5%	20.5%	19.2%	19.6%
资本支出	-1513	-545	-659	-629	ROIC (%)	20.2%	17.8%	16.1%	16.3%
长期投资	-3891	-290	-440	-435	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	745	131	116	116	资产负债率 (%)	21.1%	26.6%	21.4%	22.2%
<b>筹资活动现金流</b>	-4018	-5	-8	-3943	净负债比率 (%)	26.7%	36.2%	27.2%	28.5%
短期借款	27	10	9	8	流动比率	4.01	3.34	4.29	4.20
长期借款	94	0	0	0	速动比率	3.65	3.05	3.98	3.92
普通股增加	421	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.71	0.63	0.61
其他筹资现金流	-4560	-15	-16	-3951	应收账款周转率	209.54	148.15	156.52	163.64
<b>现金净增加额</b>	-4849	11073	6898	6762	应付账款周转率	11.33	12.00	12.86	13.33

资料来源: 公司公告, 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。