

海外延续高增，期待国内复苏

2023年5月4日

事件: 公司发布 2023 年一季度报告, 23Q1 公司实现营业收入 33.97 亿元, 同比增长 12.0%; 实现归母净利润 3.52 亿元, 同比增长 12.8%; 实现扣非归母净利润 3.30 亿元, 同比增长 24.8%。

点评:

- **23Q1 营收增长表现符合预期, 海外业务继续保持高增长。**分业务看, 23Q1 酵母系列/包装类/制糖/其他分别实现收入 23.25/1.09/4.83/4.60 亿元, 同比增长分别为 5.4%/1.7%/33.2%/48.8%, 制糖和其他业务对营收增长贡献较大。分区域看, 23Q1 年国内/国外分别实现收入 22.04/11.74 亿元, 同比增长 1.7%/40.7%, 海外市场带动整体营收增长。我们认为受益于全球供应链受阻, 同时公司加强海外销售团队建设, 海外市场的表现有望持续亮眼。2023 年一季度末公司经销商数量达到 20,821 家, 较年初净增加 73 家。
- **公司加强费用管控, 23Q1 归母净利率继续改善。**23Q1 公司毛利率为 25.4%, 同比下降 1.3 个百分点, 我们认为主要由于产品结构变化导致毛利率下降, 23Q1 公司酵母系列业务收入占比下降, 制糖和其他业务收入占比提升。23Q1 公司销售费用率为 5.2%, 同比下降 1.5 个百分点。23Q1 管理费用率为 3.3%, 同比提升 0.1 个百分点。23Q1 研发费用率为 3.8%, 同比下降 0.1 个百分点。23Q1 归母净利率 10.4%, 同比提升 0.3 个百分点。
- **盈利预测与投资评级:** 23Q1 公司实现了收入、利润持续稳定的增长。公司充分利用海外子公司及六个海外事业部当地员工的作用, 深度融入当地市场, 巩固国际市场的良好增长趋势。随着消费复苏, 国内烘焙、动物营养和保健品等业务也有望恢复增长。当前原材料成本仍在高位, 我们认为未来公司自建水解糖产能落地, 成本端压力有望得到缓解。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.72/2.12/2.40 元, 对应 PE 分别为 23.29/18.87/16.65 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 糖蜜价格上涨超预期; 汇率波动; 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)	10,675	12,843	14,576	16,796	19,129
增长率 YoY %	19.5%	20.3%	13.5%	15.2%	13.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,309	1,321	1,492	1,842	2,088
增长率 YoY%	-4.6%	1.0%	12.9%	23.4%	13.4%
毛利率%	27.3%	24.8%	25.1%	25.9%	25.6%
净资产收益率 ROE%	19.1%	14.3%	14.3%	15.6%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	1.59	1.57	1.72	2.12	2.40
市盈率 P/E(倍)	37.96	28.80	23.29	18.87	16.65
市净率 P/B(倍)	7.65	4.24	3.34	2.94	2.60

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 28 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	5,468	6,667	6,879	7,345	7,915	
货币资金	1,296	1,291	1,050	1,050	1,050	
应收票据	0	0	0	5	5	
应收账款	1,123	1,583	1,597	1,657	1,782	
预付账款	279	233	273	311	356	
存货	2,251	3,007	3,242	3,566	3,925	
其他	519	553	716	756	797	
非流动资产	7,978	10,263	11,641	13,239	14,616	
长期股权投资	0	25	25	25	25	
固定资产(合计)	5,659	7,066	7,938	9,087	10,103	
无形资产	532	610	750	840	930	
其他	1,787	2,562	2,928	3,288	3,558	
资产总计	13,446	16,930	18,519	20,584	22,531	
流动负债	4,469	6,705	7,137	7,762	8,120	
短期借款	2,035	2,515	2,908	3,172	3,120	
应付票据	160	154	180	188	195	
应付账款	1,317	1,769	1,676	1,911	2,183	
其他	956	2,267	2,374	2,491	2,622	
非流动负债	1,776	616	616	616	616	
长期借款	1,468	310	310	310	310	
其他	308	306	306	306	306	
负债合计	6,245	7,321	7,753	8,378	8,736	
少数股东权益	347	351	366	385	406	
归属母公司股东权益	6,854	9,257	10,400	11,821	13,389	
负债和股东权益	13,446	16,930	18,519	20,584	22,531	

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	10,675	12,843	14,576	16,796	19,129	
同比(%)	19.5%	20.3%	13.5%	15.2%	13.9%	
归属母公司净利润	1,309	1,321	1,492	1,842	2,088	
同比(%)	-4.6%	1.0%	12.9%	23.4%	13.4%	
毛利率(%)	27.3%	24.8%	25.1%	25.9%	25.6%	
ROE%	19.1%	14.3%	14.3%	15.6%	15.6%	
EPS(摊薄)(元)	1.59	1.57	1.72	2.12	2.40	
P/E	37.96	28.80	23.29	18.87	16.65	
P/B	7.65	4.24	3.34	2.94	2.60	
EV/EBITDA	24.69	19.20	15.05	12.53	11.05	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	10,675	12,843	14,576	16,796	19,129	
营业成本	7,757	9,658	10,924	12,453	14,226	
营业税金及附加	87	93	117	134	153	
销售费用	668	730	875	991	1,109	
管理费用	359	390	466	537	593	
研发费用	475	536	627	705	803	
财务费用	79	6	55	64	66	
减值损失合计	-32	-60	-50	-50	-50	
投资净收益	8	6	9	9	10	
其他	273	204	262	269	287	
营业利润	1,499	1,581	1,734	2,139	2,425	
营业外收支	18	14	-1	-1	-1	
利润总额	1,517	1,595	1,733	2,138	2,424	
所得税	195	246	225	278	315	
净利润	1,321	1,349	1,507	1,860	2,109	
少数股东损益	13	28	15	19	21	
归属母公司净利润	1,309	1,321	1,492	1,842	2,088	
EBITDA	2,132	2,203	2,551	3,085	3,492	
EPS(当年)(元)	1.59	1.57	1.72	2.12	2.40	

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	1,319	1,069	1,938	2,726	3,045	
净利润	1,321	1,349	1,507	1,860	2,109	
折旧摊销	563	617	778	902	1,023	
财务费用	87	56	73	79	81	
投资损失	-8	-6	-9	-9	-10	
营运资金变动	-704	-1,023	-462	-156	-210	
其它	59	76	51	51	51	
投资活动现金流	-1,951	-2,514	-2,148	-2,492	-2,391	
资本支出	-1,978	-2,512	-2,151	-2,501	-2,401	
长期投资	27	-2	0	0	0	
其他	0	0	3	9	10	
筹资活动现金流	840	1,411	-31	-235	-654	
吸收投资	268	1,408	0	0	0	
借款	3,142	4,509	392	265	-52	
支付利息或股息	-519	-570	-423	-499	-601	
现金流净增加额	190	-6	-241	0	0	

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。