



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 业绩超预期，盈利能力持续改善

### 买入（维持）

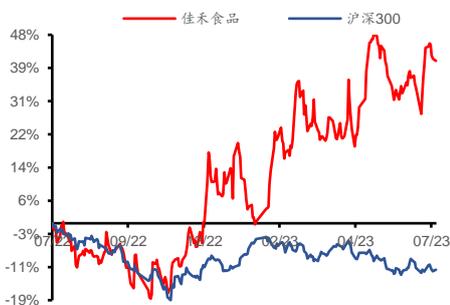
行业：食品饮料  
日期：2023年07月11日

分析师：王盼  
Tel: 021-53686243  
E-mail: wangpan@shzq.com  
SAC 编号: S0870523030001  
联系人：梁瑞  
Tel: 021-53686409  
E-mail: liangrui@shzq.com  
SAC 编号: S0870123050017

#### 基本数据

最新收盘价（元）	21.24
12mth A 股价格区间（元）	12.25-22.33
总股本（百万股）	400.01
无限售 A 股/总股本	14.39%
流通市值（亿元）	12.23

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《多曲线协同发力，盈利改善与成长性兼备》

——2023年06月30日

《多曲线协同发力，盈利改善与成长性兼备》

——2023年06月30日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

7月10日，公司发布23H1业绩预告，预计23H1实现归母净利润1.31-1.45亿元，同增291%-332%；预计23H1扣非归母净利润1.10-1.24亿元，同增393%-455%。我们推算，23Q2归母净利润0.68-0.82亿元，同增316%-400%；23Q2扣非归母净利润0.59-0.73亿元，同增606%-771%。

##### 分析与判断

**原材料成本回落，预计盈利能力持续改善。**根据公司招股说明书，公司原材料成本占总成本比重达80%以上，主要原材料包括乳粉、食用植物油、玉米淀粉及咖啡豆。2022年下半年随着各国防疫政策的逐渐调整，生产和物流逐渐恢复正常，原材料价格呈现回落态势，公司产品毛利率有所增长，从而带动公司盈利能力将持续改善。

##### 22Q2低基数叠加下游茶饮逐渐复苏，预计植脂末业务恢复较快增长。

22Q2公司销售受到疫情因素冲击，存在低基数效应。根据公司招股说明书，公司客户以连锁茶饮品牌为主，如蜜雪冰城、古茗、都可CoCo、沪上阿姨和益禾堂等，疫情放开后，线下茶饮市场受益于人流恢复，带动植脂末的销售增长。并且预计随着茶饮品牌门店数量的拓展，公司产品有望持续放量。

##### 预计咖啡业务销售高增，第二增长曲线持续发力。

2022年，公司咖啡业务收入达2.14亿元（同比+109%），营收占比达9%，已逐渐成长为第二增长曲线。公司通过引进全套先进的生产设备和技术，金猫咖啡打造了从烘焙、研磨到萃取的咖啡加工全产业链生态平台，有助于增强客户的粘性。并且公司2023年5月发布定增公告，募集资金将用于咖啡产能建设，预计募投项目投产后将提高公司在咖啡领域的生产能力。此外，公司推出C端咖啡产品，向附加值更高的咖啡产业链下游延伸布局，2B+2C共同赋能，进一步拓展咖啡业务的增长空间。

#### ■ 投资建议

公司作为植脂末行业龙头企业，在产品品质、生产规模、渠道和客户等方面已经形成多重优势壁垒。同时前瞻布局市场快速扩容的咖啡业务，第二增长曲线明晰，中长期增长动能强劲。此外，原料成本上行的不利因素已经逐步得到缓解，短期盈利能力将迎来修复。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为30.91、38.19、46.28亿元，同比+27.3%、+23.5%、+21.2%，归母净利润分别为2.66、3.65、4.75亿元，同比+130.7%、+37.1%、+30.3%，对应EPS分别为0.67/0.91/1.19元，对应PE分别为32、23、18倍。维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示

原材料价格波动；食品安全风险；咖啡业务拓展不及预期；市场需求下降的风险；汇率变动的风险；产业政策变动的风险等。

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2428	3091	3819	4628
年增长率	1.2%	27.3%	23.5%	21.2%
归母净利润	115	266	365	475
年增长率	-23.4%	130.7%	37.1%	30.3%
每股收益（元）	0.29	0.67	0.91	1.19
市盈率（X）	73.64	31.92	23.29	17.88
市净率（X）	4.20	3.78	3.25	2.75

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023年07月10日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	541	783	1077	1631
应收票据及应收账款	422	353	408	465
存货	360	413	491	575
其他流动资产	831	1046	1246	1445
流动资产合计	2154	2595	3222	4116
长期股权投资	39	52	69	92
投资性房地产	25	20	15	8
固定资产	670	733	771	793
在建工程	44	44	52	51
无形资产	55	60	61	62
其他非流动资产	123	137	138	138
非流动资产合计	957	1047	1105	1143
<b>资产总计</b>	<b>3111</b>	<b>3642</b>	<b>4327</b>	<b>5259</b>
短期借款	555	740	987	1316
应付票据及应付账款	362	460	519	623
合同负债	15	20	23	29
其他流动负债	109	118	130	149
流动负债合计	1040	1339	1659	2117
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	49	53	53	53
非流动负债合计	49	53	53	53
<b>负债合计</b>	<b>1090</b>	<b>1392</b>	<b>1713</b>	<b>2170</b>
股本	400	400	400	400
资本公积	793	793	793	793
留存收益	830	1058	1423	1898
归属母公司股东权益	2022	2250	2615	3090
少数股东权益	0	0	-1	-1
<b>股东权益合计</b>	<b>2022</b>	<b>2250</b>	<b>2614</b>	<b>3089</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3111</b>	<b>3642</b>	<b>4327</b>	<b>5259</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>124</b>	<b>502</b>	<b>437</b>	<b>612</b>
净利润	115	266	364	475
折旧摊销	78	93	106	116
营运资金变动	-72	103	-73	-26
其他	3	40	40	47
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-429</b>	<b>-386</b>	<b>-363</b>	<b>-353</b>
资本支出	-107	-163	-154	-140
投资变动	-284	-209	-212	-216
其他	-38	-14	3	3
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>389</b>	<b>129</b>	<b>221</b>	<b>294</b>
债权融资	50	184	247	329
股权融资	0	0	0	0
其他	339	-55	-26	-35
<b>现金净流量</b>	<b>101</b>	<b>243</b>	<b>294</b>	<b>554</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2428</b>	<b>3091</b>	<b>3819</b>	<b>4628</b>
营业成本	2129	2516	3016	3559
营业税金及附加	10	13	16	20
销售费用	67	94	148	209
管理费用	69	88	116	156
研发费用	29	45	68	95
财务费用	-18	-8	-13	-19
资产减值损失	-5	-6	-6	-6
投资收益	3	1	2	3
公允价值变动损益	16	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>157</b>	<b>352</b>	<b>479</b>	<b>627</b>
营业外收支净额	-4	-2	-2	-2
<b>利润总额</b>	<b>153</b>	<b>350</b>	<b>477</b>	<b>625</b>
所得税	37	84	113	150
净利润	115	266	364	475
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>115</b>	<b>266</b>	<b>365</b>	<b>475</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	12.3%	18.6%	21.0%	23.1%
净利率	4.8%	8.6%	9.6%	10.3%
净资产收益率	5.7%	11.8%	14.0%	15.4%
资产回报率	3.7%	7.3%	8.4%	9.0%
投资回报率	3.5%	8.7%	9.8%	10.4%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	1.2%	27.3%	23.5%	21.2%
EBIT 增长率	-32.3%	183.3%	35.7%	30.5%
归母净利润增长率	-23.4%	130.7%	37.1%	30.3%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.29	0.67	0.91	1.19
每股净资产	5.05	5.62	6.54	7.72
每股经营现金流	0.31	1.26	1.09	1.53
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.87	0.92	0.96	0.97
应收账款周转率	7.30	7.98	10.04	10.60
存货周转率	5.88	6.51	6.67	6.68
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	35.0%	38.2%	39.6%	41.3%
流动比率	2.07	1.94	1.94	1.94
速动比率	1.69	1.59	1.62	1.65
<b>估值指标</b>				
P/E	73.64	31.92	23.29	17.88
P/B	4.20	3.78	3.25	2.75
EV/EBITDA	35.72	19.43	14.76	11.34

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级	
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断