

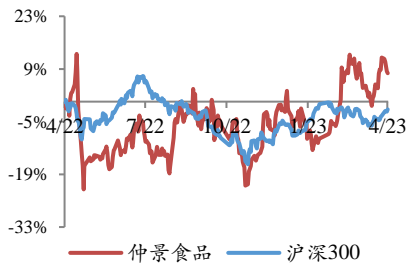
大包装规格布局餐饮渠道，电商平台持续高增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-07

收盘价(元)	43.33
近12个月最高/最低(元)	50.67/30.34
总股本(百万股)	100
流通股本(百万股)	39
流通股比例(%)	38.69
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	17

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. 葱油产品有望延续增长势能，成本改善逻辑清晰 2023-03-24
2. 品牌力优势凸出，葱油产品快速发展 2023-02-28

主要观点：

● 事件

8月7日晚，公司发布23年半年报，23年H1实现营业总收入4.6亿元，同比增加10.37%，归母净利润8955.38万元，同比增长41.84%，扣非归母净利润为8379.50万元，同比增长113.54%。23年Q2实现营业总收入2.37亿元，同比增长8.64%，归母净利润5046.17万元，同比增长8.93%，扣非归母净利润为4515.58万元，同比增长63.48%。

● 葱油产品持续高增长，收入端具备增长活力

1) 公司不断丰富产品线，实现BC端通用：公司目前已有120余个SKU，公司在C端基础上不断发展大包装规格，主要服务于团餐、预制菜等餐饮客户，实现产品BC通用，为未来B端业务发展奠定良好基础；2) 调味食品增长稳健，增速优于调味配料：调味食品实现营收2.69亿元，同比增长12.94%，调味配料实现营收1.89亿元，同比增长6.71%，调味配料细分品类增长明显，受益于高倍辣椒汁的技术创新，辣椒系列调味配料上半年增长明显，实现营收超过2600万元，同比增长16.38%；3) 核心产品稳步发展：23H1仲景香菇酱实现销售1.74亿元，花椒系列调味配料实现销售8,974万元，仲景上海葱油保持增长势头，实现销售4,395万元，同比增长93.41%；4) 电商平台持续高增长：电商平台23H1实现营收6324万元，同比增长83.91%，其中天猫超市增长较快，同比实现210%以上增长，拼多多延续22年高增趋势，23H1同比增长105.62%，实现翻倍以上增长。

● 毛利率改善趋势明显，盈利能力持续提升

23H1毛利率为40.62%（同比提升2.88PCT），其中23年Q2毛利率为41.12%（同比提升3.65PCT），23年Q1毛利率为40.1%，22年Q4毛利率为34.7%，毛利率连续3个季度持续提升，改善趋势明显。公司23年H1销售费用率为13.41%，同比下降5.65PCT，23年Q2销售费用率为14.73%，同比下降0.51PCT，主因央视等广告费用支出减少2322.47万元，费用优化较为明显。公司23年Q2管理费用率为4.63%，同比下降1.17PCT，研发费用率为2.56%，同比下降0.48PCT。23年Q2公司归母净利率为21.32%，同比提升0.05PCT，为近五年单季度最高水平，23年Q2公司扣非归母净利率为19.08%，同比提升6.4PCT，盈利能力持续提升。

● 投资建议

公司优化渠道布局，在保持商超零售、食品工业渠道优势外，加快拓展电商、餐饮渠道，积极构建覆盖B端C端，为未来第二曲线的发展奠定基础。毛利率持续优化，连续3季度不断提升，费用端费效比优化，盈利能力持续提升。结合以上，我们预计公司23-25年营业收入分别为10.16/11.63/13.23亿元，同比增长分别为15.3%/14.5%/13.8%，23-25年归母净利润为1.66/1.99/2.35亿元，同比增长分别为

31.9%/20%/17.9%，EPS 分别为 1.66/1.99/2.35 元/股，对应 PE 为 26/22/18 倍，维持“买入”评级。

● **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	882	1016	1163	1323
收入同比 (%)	9.4%	15.3%	14.5%	13.8%
归属母公司净利润	126	166	199	235
净利润同比 (%)	6.3%	31.9%	20.0%	17.9%
毛利率 (%)	36.9%	38.3%	39.3%	40.2%
ROE (%)	7.9%	9.9%	10.7%	11.2%
每股收益 (元)	1.26	1.66	1.99	2.35
P/E	30.44	26.06	21.73	18.43
P/B	2.39	2.59	2.32	2.06
EV/EBITDA	20.08	16.16	13.06	10.02

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
流动资产	1301	1248	1477	1724	营业收入	882	1016	1163	1323
现金	908	942	1131	1454	营业成本	556	627	707	791
应收账款	104	93	133	95	营业税金及附加	7	8	9	10
其他应收款	4	0	4	0	销售费用	141	142	163	185
预付账款	3	3	4	4	管理费用	45	53	60	69
存货	271	199	193	159	财务费用	-8	-9	-9	-11
其他流动资产	11	11	12	12	资产减值损失	-1	-12	-10	-9
非流动资产	519	563	548	524	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	20	24	27	24
固定资产	367	422	417	403	营业利润	140	187	228	268
无形资产	20	20	20	20	营业外收入	5	5	4	4
其他非流动资产	132	120	110	101	营业外支出	2	2	4	4
资产总计	1820	1811	2025	2249	利润总额	143	190	228	269
流动负债	189	115	129	118	所得税	17	24	29	34
短期借款	10	10	10	10	净利润	126	166	199	235
应付账款	122	69	80	65	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	57	35	39	43	归属母公司净利润	126	166	199	235
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	146	210	246	288
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.26	1.66	1.99	2.35
其他非流动负债	26	26	26	26					
负债合计	215	140	155	144					
少数股东权益	0	0	0	-1					
股本	100	100	100	100					
资本公积	886	886	886	886					
留存收益	618	685	884	1119					
归属母公司股东权益	1605	1671	1870	2106					
负债和股东权益	1820	1811	2025	2249					

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	
经营活动现金流	121	207	202	331	成长能力				
净利润	126	166	199	235	营业收入	9.4%	15.3%	14.5%	13.8%
折旧摊销	34	45	45	47	营业利润	5.5%	33.5%	21.7%	17.9%
财务费用	1	0	0	0	归属于母公司净利	6.3%	31.9%	20.0%	17.9%
投资损失	-20	-24	-27	-24	获利能力				
营运资金变动	-26	12	-25	65	毛利率 (%)	36.9%	38.3%	39.3%	40.2%
其他经营现金流	157	164	234	179	净利率 (%)	14.3%	16.4%	17.1%	17.8%
投资活动现金流	752	-73	-13	-7	ROE (%)	7.9%	9.9%	10.7%	11.2%
资本支出	-61	-98	-40	-32	ROIC (%)	6.1%	8.6%	9.4%	10.0%
长期投资	-1	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	814	24	27	24	资产负债率 (%)	11.8%	7.7%	7.6%	6.4%
筹资活动现金流	-43	-100	0	0	净负债比率 (%)	13.4%	8.4%	8.3%	6.8%
短期借款	10	0	0	0	流动比率	6.86	10.89	11.44	14.59
长期借款	0	0	0	0	速动比率	5.38	9.06	9.85	13.15
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-1	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.56	0.61	0.62
其他筹资现金流	-52	-100	0	0	应收账款周转率	9.89	10.29	10.29	11.61
现金净增加额	830	34	189	323	应付账款周转率	4.96	6.55	9.47	10.91

每股指标 (元)				
每股收益	1.26	1.66	1.99	2.35
每股经营现金流(薄)	1.21	2.07	2.02	3.31
每股净资产	16.05	16.71	18.70	21.06

估值比率				
P/E	30.44	26.06	21.73	18.43
P/B	2.39	2.59	2.32	2.06
EV/EBITDA	20.08	16.16	13.06	10.02

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。