

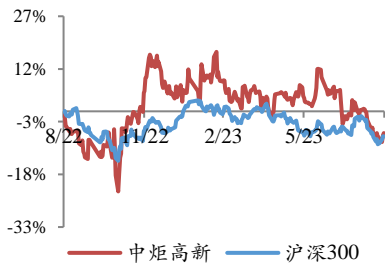
美味鲜毛利率改善明显，盈利能力持续提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-30

收盘价(元)	32.91
近12个月最高/最低(元)	40.92/27.17
总股本(百万股)	785
流通股本(百万股)	785
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	258
流通市值(亿元)	258

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. 美味鲜收入端超预期，净利率同比改善 2023-04-28

2. 经营表现稳健，渠道持续下沉 2022-11-09

主要观点：

● 事件

8月30日晚，公司发布23年半年报，23年H1实现营业总收入26.54亿元，同比增长0.08%，归母净利润亏损14.43亿元，同比下降561.01%，扣非归母净利润为2.96亿元，同比下降1.99%。23年Q2实现营业总收入12.88亿元，同比下降1.36%，归母净利润亏损15.93亿元，同比下降1,129.44%，扣非归母净利润为1.52亿元，同比上升3.79%。公司总部根据判决计提预计负债17.47亿元，是导致上述指标大幅变化的主要原因。美味鲜23H1实现营业收入25.72亿元，同比增长4.37%，归母净利润3.16亿元，同比增长10.40%。其中美味鲜Q2实现收入12.46亿元，同比增长0.89%，归母净利润为1.63亿元，同比增长8.67%。

● 经销商数量稳步增长，鸡精鸡粉增速领跑

1) 从调味品细分品类来看：23Q2 酱油/鸡精鸡粉/食用油的营收同比增长率分别为4.02%/20.78%/-22.12%。酱油、鸡精鸡粉品类均实现正向增长，主要系餐饮市场恢复。食用油营收同比下滑，主要是销售价格上涨导致销量有所下降；2) 从销售地区来看：23Q2 东部/南部/中西部/北部的营收同比增长率分别为-0.18%/-1.18%/10.48%/-1.92%，中西部地区实现正向增长，主要系空白区域开发，网点不断完善；3) 从经销商数量来看：上半年完成净增经销商103个，经销商累计总数2106个，完成上半年计划的80.46%。其中，已完成开发地级市317个，地级市开发率为94.06%，区县开发率达71.46%。

● 成本改善明显，美味鲜净利率持续提升。

美味鲜业务23H1毛利率达到31.92% (同比增长0.87PCT)，其中23Q2毛利率为32.66% (同比增长1.24PCT)，23年Q1毛利率为31.22%，毛利率环比同比均实现提升，成本改善明显。23H1销售费用率8.56%，同比上升0.13PCT，主要是人工成本、广告宣传费、促销推广费支出同比增加。管理费用率4.58%，同比下降0.04个PCT。研发费用率3.46%，同比上升0.08PCT。23Q2净利率为14.13%，同比增长1.17PCT，环比Q1提升1.84PCT。

● 投资建议

美味鲜部分稳健发展，经销商空白网点持续推进，预计下半年持续改善。结合上半年业绩情况，我们下调盈利预测，预计23-25年公司收入端增速分别为4.6%/11.5%/10.8%，归母净利润增速分别为217.8%/17.2%/14%，EPS分别为0.89/1.04/1.19元/股，对应PE为37/32/28X。

● 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	5341	5585	6228	6901
收入同比 (%)	4.4%	4.6%	11.5%	10.8%
归属母公司净利润	-592	697	818	932
净利润同比 (%)	-179.8%	217.8%	17.2%	14.0%
毛利率 (%)	31.7%	32.2%	33.1%	34.1%
ROE (%)	-19.7%	18.8%	18.1%	17.1%
每股收益 (元)	-0.77	0.89	1.04	1.19
P/E	—	37.06	31.61	27.73
P/B	9.62	6.97	5.71	4.74
EV/EBITDA	33.37	27.78	23.11	18.93

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	3237	3996	4813	5822	营业收入	5341	5585	6228	6901
现金	628	1353	1964	2773	营业成本	3648	3785	4170	4545
应收账款	50	28	31	34	营业税金及附加	88	73	81	90
其他应收款	21	32	34	38	销售费用	473	470	523	578
预付账款	18	12	13	14	管理费用	324	352	392	435
存货	1670	1690	1851	1992	财务费用	-4	-9	-20	-29
其他流动资产	851	881	920	970	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2986	3135	3271	3395	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	3	投资净收益	32	89	81	41
固定资产	1609	1777	1933	2075	营业利润	706	853	1001	1144
无形资产	188	188	188	188	营业外收入	3	8	9	9
其他非流动资产	1185	1165	1146	1128	营业外支出	1183	7	8	8
资产总计	6223	7131	8084	9217	利润总额	-474	854	1002	1145
流动负债	1427	1599	1690	1842	所得税	80	119	140	164
短期借款	0	0	0	0	净利润	-555	736	862	981
应付账款	651	570	605	672	少数股东损益	38	38	44	49
其他流动负债	776	1029	1085	1170	归属母公司净利润	-592	697	818	932
非流动负债	1331	1331	1331	1331	EBITDA	849	882	1034	1219
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.77	0.89	1.04	1.19
其他非流动负债	1331	1331	1331	1331					
负债合计	2759	2930	3022	3173					
少数股东权益	456	494	538	587	主要财务比率				
股本	785	785	785	785	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
资本公积	3	3	3	3	成长能力				
留存收益	2221	2918	3736	4668	营业收入	4.4%	4.6%	11.5%	10.8%
归属母公司股东权益	3009	3707	4524	5456	营业利润	-19.6%	20.9%	17.3%	14.3%
负债和股东权益	6223	7131	8084	9217	归属于母公司净利	-179.8%	217.8%	17.2%	14.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	31.7%	32.2%	33.1%	34.1%
					净利率 (%)	-11.1%	12.5%	13.1%	13.5%
					ROE (%)	-19.7%	18.8%	18.1%	17.1%
					ROIC (%)	22.6%	14.7%	14.4%	14.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	44.3%	41.1%	37.4%	34.4%
					净负债比率 (%)	79.6%	69.8%	59.7%	52.5%
					流动比率	2.27	2.50	2.85	3.16
					速动比率	1.09	1.43	1.74	2.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	0.78	0.77	0.75
					应收账款周转率	107.47	201.66	202.78	203.91
					应付账款周转率	5.60	6.64	6.89	6.76
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.77	0.89	1.04	1.19
					每股经营现金流(薄)	0.86	1.20	1.07	1.38
					每股净资产	3.83	4.72	5.76	6.95
					估值比率				
					P/E	—	37.06	31.61	27.73
					P/B	9.62	6.97	5.71	4.74
					EV/EBITDA	33.37	27.78	23.11	18.93

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。