

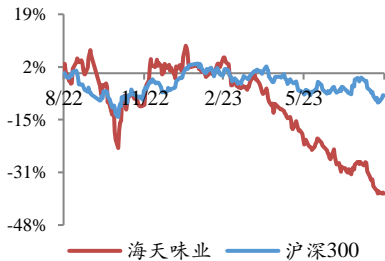
上半年压力释放，下半年预期改善

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2023-08-30

收盘价 (元) 39.82
近 12 个月最高/最低 (元) 70.08/39.82
总股本 (百万股) 5,561
流通股本 (百万股) 5,561
流通股比例 (%) 100.00
总市值 (亿元) 2,214
流通市值 (亿元) 2,214

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: 陈殊

执业证书号: S0010522080001

邮箱: chenshu@hazq.com

相关报告

1. 稳健发展, 拐点将至 2023-04-28

2. 业绩不及预期, 静待未来改善

2022-10-27

主要观点:

● 事件

8月29日晚, 公司发布23年半年报, 23年H1实现营业总收入129.66亿元, 同比下降4.19%, 归母净利润30.96亿元, 同比下降8.76%, 扣非归母净利润为29.7亿元, 同比下降9.79%。23年Q2实现营业总收入59.85亿元, 同比下降5.34%, 归母净利润13.81亿元, 同比下降11.74%, 扣非归母净利润为13.29亿元, 同比下降11.49%。

● 渠道不断精耕, 逐步良性发展

1) 核心产品收入均下滑: 23年Q2酱油/调味酱/蚝油的营收同比增长率分别为-9.68%/-4.89%/-4.59%, 其中调味酱Q1增长率为-6.77%, 环比降幅收窄。2) 西部地区韧性较强: 23年Q2东部/南部/中部/北部/西部的营收同比增长率分别为-7.77%/-7.03%/-0.28%/-10.33%/2.17%, 除西部区域外都有不同程度的下滑, 其中南部区域Q1增长率为-8.6%, 环比降幅收窄。3) 利润表数据表现较差, 整体报表质量仍有亮点: 23H1现金回款增速好于收入端增速, 23Q2存货同比下滑8.66%, 公司积极调整库存, 努力梳理渠道结构。

● 成本上涨影响毛利率, 期待盈利能力改善

23H1毛利率为35.91% (同比下降0.72PCT), 其中23年Q2毛利率为34.73% (同比下降0.14PCT)。公司23年H1销售费用率为5.39%, 同比上升0.31PCT, 23年Q2销售费用率为5.57%, 同比上升0.89PCT。公司23年Q2管理费用率为1.98%, 同比上升0.36PCT, 主要是本期管理人工及折旧支出增加所致。23年Q2研发费用率为2.75%, 同比下降0.49PCT。23年Q2公司归母净利率为23.07%, 同比下降1.67PCT, 23年Q2公司扣非归母净利率为22.21%, 同比下降1.54PCT。

● 投资建议

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, 公司充分挖掘食品工业、头部餐饮等新兴渠道, 加快营销体系布局, 推进销售渠道的多元发展, Q2高基数实现压力释放, 预计下半年实现环比改善。结合上半年业绩情况, 我们下调业绩预期, 预计23-25年收入增速分别为3.9%/10.3%/10.2%, 归母净利润增长分别为4%/13.6%/14.8%, EPS分别为1.16/1.32/1.51元/股, 对应估值分别为34/30/26X。

● 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	26620	29374	32359
收入同比 (%)	2.4%	3.9%	10.3%	10.2%
归属母公司净利润	6198	6446	7324	8411

净利润同比 (%)	-7.1%	4.0%	13.6%	14.8%
毛利率 (%)	35.7%	35.5%	36.3%	37.1%
ROE (%)	23.5%	21.8%	19.8%	20.3%
每股收益 (元)	1.34	1.16	1.32	1.51
P/E	59.40	34.35	30.23	26.33
P/B	13.97	7.48	6.00	5.35
EV/EBITDA	47.83	25.61	22.38	19.16

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	26974	35027	41940	48664	营业收入	25610	26620	29374	32359
现金	18223	25373	31609	37768	营业成本	16472	17160	18710	20350
应收账款	188	171	204	191	营业税金及附加	207	232	258	285
其他应收款	11	26	23	37	销售费用	1378	1384	1645	1780
预付账款	25	26	30	35	管理费用	442	431	476	524
存货	2392	2947	3082	3137	财务费用	-732	-759	-1062	-1326
其他流动资产	6134	6484	6992	7497	资产减值损失	-17	0	0	0
非流动资产	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	13	6	3
固定资产	4207	3872	3565	3151	营业利润	7352	7643	8688	9995
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
资产总计	34059	41721	48283	54562	利润总额	7364	7648	8690	9996
流动负债	6719	11178	10415	12211	所得税	1161	1201	1364	1579
短期借款	132	142	150	158	净利润	6203	6447	7325	8417
应付账款	1300	1560	1351	1702	少数股东损益	5	1	1	6
其他流动负债	5287	9477	8914	10351	归属母公司净利润	6198	6446	7324	8411
非流动负债	455	455	455	455	EBITDA	7337	7665	8494	9600
长期借款	94	94	94	94	EPS (元)	1.34	1.16	1.32	1.51
其他非流动负债	362	362	362	362					
负债合计	7175	11634	10870	12666					
少数股东权益	487	488	490	495					
股本	4634	5561	5561	5561					
资本公积	142	142	142	142					
留存收益	21621	23897	31220	35697					
归属母公司股东权益	26398	29600	36924	41400					
负债和股东权益	34059	41721	48283	54562					

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	3830	11104	7227	11051	成长能力				
净利润	6203	6447	7325	8417	营业收入	2.4%	3.9%	10.3%	10.2%
折旧摊销	837	945	1014	1080	营业利润	-6.0%	3.9%	13.7%	15.0%
财务费用	-733	15	16	17	归属于母公司净利	-7.1%	4.0%	13.6%	14.8%
投资损失	-13	-13	-6	-3	获利能力				
营运资金变动	-2404	3865	-981	1687	毛利率(%)	35.7%	35.5%	36.3%	37.1%
其他经营现金流	8548	2427	8165	6584	净利率(%)	24.2%	24.2%	24.9%	26.0%
投资活动现金流	-4659	-705	-984	-949	ROE(%)	23.5%	21.8%	19.8%	20.3%
资本支出	-1513	-545	-659	-629	ROIC(%)	20.2%	18.7%	16.7%	17.0%
长期投资	-3891	-290	-440	-435	偿债能力				
其他投资现金流	745	130	115	115	资产负债率(%)	21.1%	27.9%	22.5%	23.2%
筹资活动现金流	-4018	-3249	-8	-3943	净负债比率(%)	26.7%	38.7%	29.1%	30.2%
短期借款	27	10	9	8	流动比率	4.01	3.13	4.03	3.99
长期借款	94	0	0	0	速动比率	3.65	2.86	3.71	3.71
普通股增加	421	927	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.70	0.65	0.63
其他筹资现金流	-4560	-4185	-16	-3951	应收账款周转率	209.54	148.15	156.52	163.64
现金净增加额	-4849	7150	6236	6159	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。