

# 南侨食品 (605339)

证券研究报告

2021年08月13日

## 21H1 归母净利润同增 63%，上半年量价齐升高速增长，逐步开拓新型烘焙消费场景前景可期

### 事件：

公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 13.62 亿元，同增 38.62%；归母净利润为 1.95 亿元，同增 63.00%，扣非后归母净利润 1.91 亿元，同增 64.58%。

### 点评：

**1、收入端：**公司 2021H1 实现营业收入 13.62 亿元，同比增长 38.62%。其中 2021Q1/Q2 分别实现营业收入 6.48/7.14 亿元，同比增长 49.7%/29.9%，主要由于本期产品销售数量增加和销售价格上升。

**2、毛利率：**2021 年上半年公司毛利率为 37.29%，较 2020 年 H1 上升 0.22pct。分季度来看，2021Q1 及 Q2 毛利率分别为 38.8%/35.9%。公司毛利率水平基本保持稳定，主要由于当期原材料采购单价上升造成营业成本增加。

**3、期间费用率：**2021 年上半年公司期间费用率为 18.82%，较 2020 年 H1 降低 2.18pct。期间费用率中，2021H1 销售费用率为 10.85%，较 2020 年 H1 下降 0.74pct；管理费用率为 5.72%，较去年同期下降 1.05pct；财务费用率为 -0.47%，较去年同期下降 0.67pct，主要由于利息收入的增加；研发费用率为 2.72%，较去年同期增加 0.28pct，主要由于本期发生的新品研发支出增加。

**4、净利润：**上半年公司归母净利润 1.95 亿元，同比增长 63.00%，归母净利率为 14.34%，较 2020 年增长 2.14pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 0.98/0.98 亿元，同比增长 127.0%/27.1%。

**5、产品端与渠道端：**1) 产品方面，面对传统烘焙及新业态客户不同需求，持续产品细分、多元化。公司持续扩大进口乳制品产品线，增加黄油、芝士等产品，同时强化公司研发、生产的冷冻产品、淡奶油系列产品扩充，以满足不同客户的细分需求，获取业绩增长。2) 渠道方面，公司深耕烘焙市场，积极拓展非传统烘焙市场、新型业态的发展。通过加强和便利店供应商的合作，开发、提供因应客户需求的功能性油脂和冷冻产品，使得便利店业绩显著成长；公司一方面深耕三四线城市烘焙市场，一方面通过强化茶饮、餐饮等非传统烘焙市场的开拓，加大一二线城市烘焙市场的持续发展。

### 盈利预测：

公司作为烘焙油脂行业领军者，在烘焙原材料领域已有雄厚的技术积累，助力产品高质稳定。公司 2021 上半年很好地消化了原材料采购价格的上涨，成功实现了产品量价齐升，并且随着公司冷冻面团等业务产能逐步落地，持续深耕烘焙市场的同时不断拓展茶饮、餐饮等烘焙新消费场景，公司未来有望继续高速发展，因此我们对公司的盈利预测有所调整。我们预计公司 2021-2023 年营收在 30.2/38.1/46.1 亿元，归母净利润在 4.7/6.0/7.4 亿元（前值为 4.1/4.8/5.9 亿元），对应 PE32X/25X/21X，维持买入评级。

**风险提示：**食品安全风险、技术风险、下游行业波动风险、经销商管理风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,351.09	2,322.40	3,023.08	3,810.28	4,607.89
增长率(%)	(0.53)	(1.22)	30.17	26.04	20.93
EBITDA(百万元)	521.75	581.84	631.43	801.44	971.04
净利润(百万元)	298.33	325.25	471.15	601.83	738.69
增长率(%)	7.54	9.02	44.86	27.74	22.74
EPS(元/股)	0.70	0.77	1.11	1.42	1.74
市盈率(P/E)	50.95	46.73	32.26	25.26	20.58
市净率(P/B)	8.37	7.82	6.13	4.93	3.98
市销率(P/S)	6.47	6.55	5.03	3.99	3.30
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.27	17.07	13.25

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	35.81 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	423.53
流通 A 股股本(百万股)	63.53
A 股总市值(百万元)	15,166.59
流通 A 股市值(百万元)	2,274.99
每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	22.83
一年内最高/最低(元)	76.76/20.38

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《南侨食品-首次覆盖报告:烘焙油脂领军者，产能释放+冷冻面团打开成长新空间》 2021-06-04

## 1. 事件

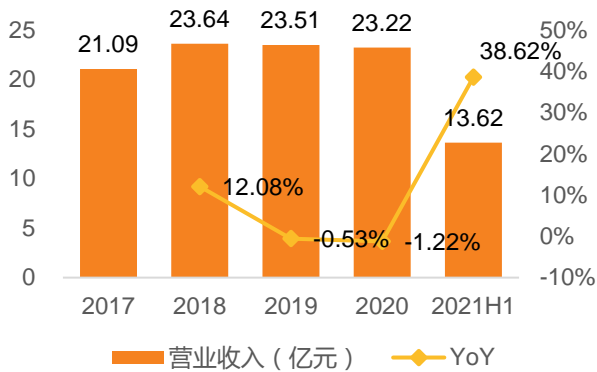
公司发布 2021 年半年报。公司 2021 年上半年实现营业收入 13.62 亿元,同比增长 38.62%;归母净利润为 1.95 亿元,同比增长 63.00%,扣非后归母净利润 1.91 亿元,同比增长 64.58%。

## 2. 点评

### 2.1. 收入端

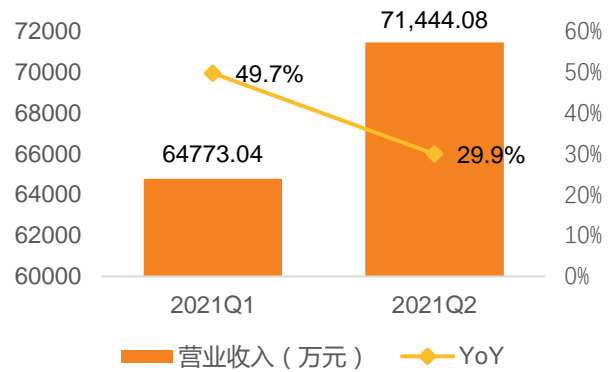
公司 2021H1 实现营业收入 13.62 亿元,同比增长 38.62%。其中 2021Q1/Q2 分别实现营业收入 6.48/7.14 亿元,同比增长 49.7%/29.9%, 主要由于本期产品销售数量增加和销售价格上升。

图 1: 公司近年营业收入情况



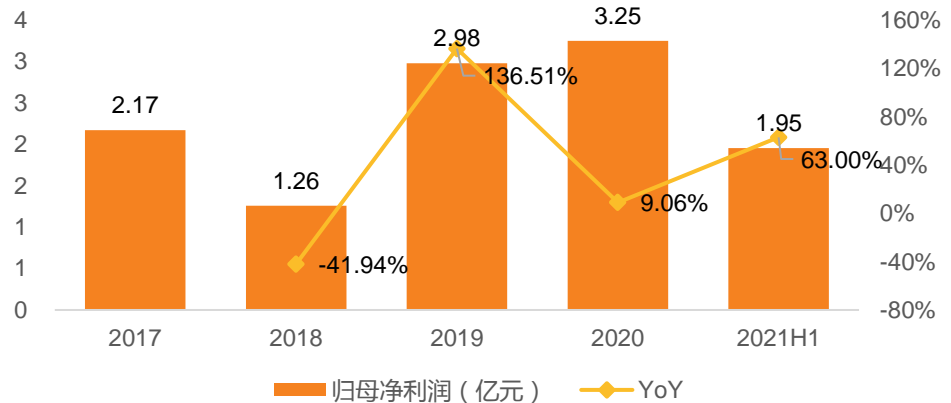
资料来源:公司公告、天风证券研究所

图 2: 公司 2021 年分季度营业收入



资料来源:公司公告、天风证券研究所

图 3: 公司近年归母净利润情况

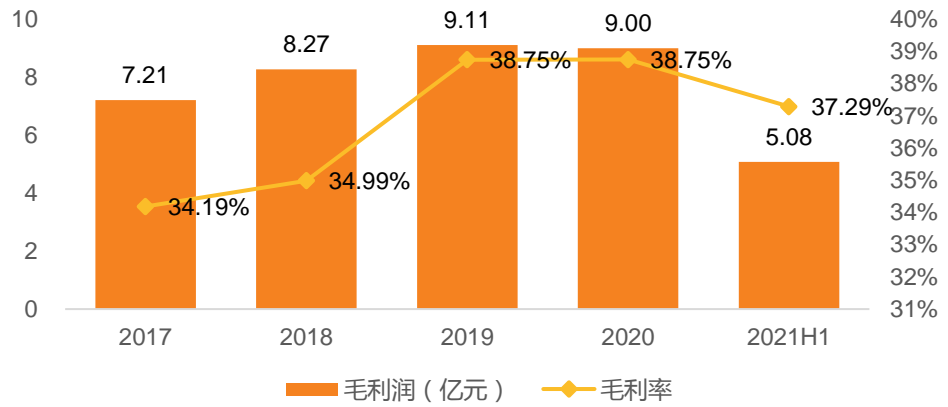


资料来源:公司公告、天风证券研究所

### 2.2. 毛利率

2021 年上半年公司毛利率为 37.29%,较 2020 年 H1 上升 0.22pct。分季度来看,2021Q1 及 Q2 毛利率分别为 38.8%/35.9%。公司毛利率水平基本保持稳定,主要由于当期原材料采购单价上升造成营业成本增加。

图 4: 公司近年毛利情况 (亿元)

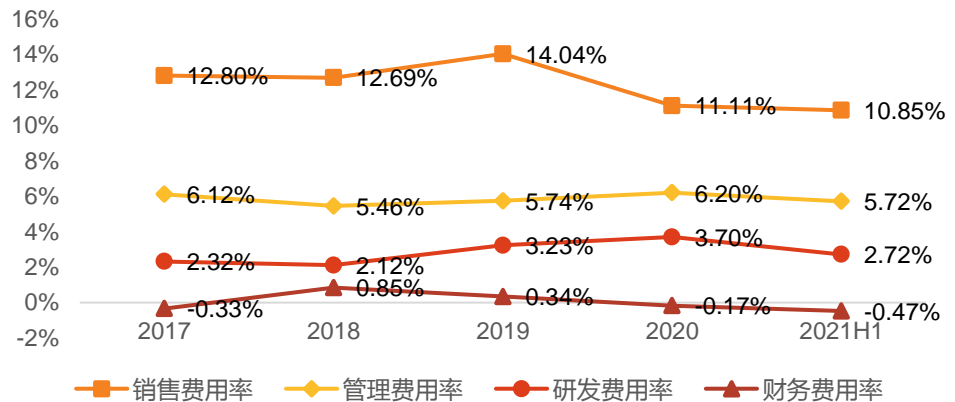


资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 2.3. 期间费用率

2021 年上半年公司期间费用率为 18.82%，较 2020 年 H1 降低 2.18pct。期间费用率中，2021H1 销售费用率为 10.85%，较 2020 年 H1 下降 0.74pct；管理费用率为 5.72%，较去年同期下降 1.05pct；财务费用率为-0.47%，较去年同期下降 0.67pct，主要由于利息收入的增加；研发费用率为 2.72%，较去年同期增加 0.28pct，主要由于本期发生的新品研发支出增加。

图 5：公司近年期间费用情况



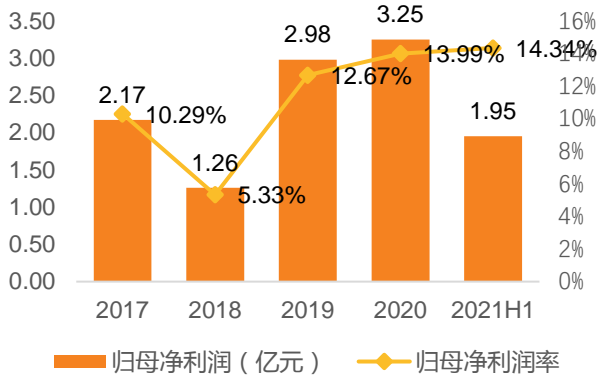
资料来源：公司公告、天风证券研究所

### 2.4. 净利润

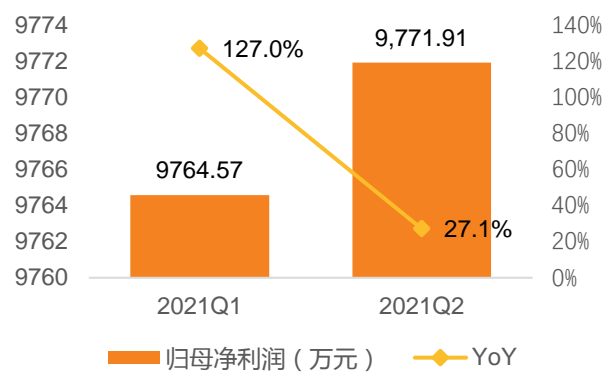
上半年公司归母净利润 1.95 亿元，同比增长 63.00%，归母净利率为 14.34%，较 2020 年增长 2.14pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 0.98/0.98 亿元，同比增长 127.0%/27.1%。

图 6：公司近年归母净利率情况

图 7：公司 2021 年分季度归母净利润



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2.5. 产品端与渠道端

1) 产品方面，面对传统烘焙及新业态客户不同需求，持续产品细分、多元化。公司持续扩大进口乳制品产品线，增加黄油、芝士等产品，同时强化公司研发、生产的冷冻产品、淡奶油系列产品扩充，以满足不同客户的细分需求，获取业绩增长。

2) 渠道方面，公司深耕烘焙市场，积极拓展非传统烘焙市场、新型业态的发展。通过加强和便利店供应商的合作，开发、提供因应客户需求的功能性油脂和冷冻产品，使得便利店业绩显著成长；公司一方面深耕三四五线城市烘焙市场，一方面通过强化茶饮、餐饮等非传统烘焙市场的开拓，加大一二线城市烘焙市场的持续发展。

## 3. 投资建议及盈利预测

公司作为烘焙油脂行业领军者，在烘焙原材料领域已有雄厚的技术积累，助力产品高质稳定。公司 2021 上半年很好地消化了原材料采购价格的上涨，成功实现了产品量价齐升，并且随着公司冷冻面团等业务产能逐步落地，持续深耕烘焙市场的同时不断拓展茶饮、餐饮等烘焙新消费场景，公司未来有望继续高速发展，因此我们对公司的盈利预测有所调整。我们预计公司 2021-2023 年营收在 30.2/38.1/46.1 亿元，归母净利润在 4.7/6.0/7.4 亿元(前值为 4.1/4.8/5.9 亿元)，对应 PE32X/25X/21X，维持买入评级。

## 4. 风险提示

**食品安全风险：**若公司在原材料采购、生产过程中未严格执行公司的食品质量安全体系产生疏忽，或公司产品在流通至终端消费者的过程中出现食品安全的疏忽，将对公司产品的质量产生影响。同时，若同行业其他公司发生食品安全问题，可能将引发终端消费者对公司产品食品质量安全的担忧。

**技术风险：**若公司不能提高研发实力，或者公司的技术与工艺未能跟上竞争对手新技术、新工艺的持续升级或者消费者对烘焙食品的需求变化，则可能面临市场的竞争地位下降的风险。**市场竞争风险：**若公司不能持续创新，抓住机遇扩大业务规模，不断适应消费者需求的升级，将会在未来的市场竞争中处于不利地位。

**下游行业波动风险：**若消费者的消费习惯发生变化，或者下游连锁饼店、面包房等烘焙食品加工销售企业出现经营不善等经营问题，将会对公司的产品需求产生不利影响。

**经销商管理风险：**公司主要通过经销商对外销售产品。若公司对经销商管理不善，可能造成经销商不能很好地理解公司品牌和发展目标，影响公司声誉，并且导致客户关系疏离，影响公司的销售和经营。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	812.46	1,078.67	1,485.17	1,882.70	2,848.40
应收票据及应收账款	148.44	160.59	245.63	260.72	354.17
预付账款	12.73	16.20	19.14	24.18	28.28
存货	325.67	350.95	456.85	559.96	659.27
其他	101.32	80.66	56.67	46.65	55.30
<b>流动资产合计</b>	<b>1,400.61</b>	<b>1,687.07</b>	<b>2,263.47</b>	<b>2,774.21</b>	<b>3,945.42</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,036.63	1,089.76	1,065.58	1,059.28	1,050.72
在建工程	72.05	12.77	43.66	74.20	74.52
无形资产	52.15	53.09	50.58	48.07	45.55
其他	57.78	50.03	54.49	56.46	50.16
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,218.61</b>	<b>1,205.64</b>	<b>1,214.31</b>	<b>1,238.00</b>	<b>1,220.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,619.21</b>	<b>2,892.71</b>	<b>3,477.78</b>	<b>4,012.22</b>	<b>5,166.36</b>
短期借款	416.06	469.21	400.00	420.00	560.00
应付票据及应付账款	135.16	170.03	166.02	265.80	259.56
其他	239.86	294.30	419.06	231.78	513.16
<b>流动负债合计</b>	<b>791.08</b>	<b>933.54</b>	<b>985.08</b>	<b>917.58</b>	<b>1,332.72</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.10	13.07	11.92	12.03	12.34
<b>非流动负债合计</b>	<b>11.10</b>	<b>13.07</b>	<b>11.92</b>	<b>12.03</b>	<b>12.34</b>
<b>负债合计</b>	<b>802.18</b>	<b>946.61</b>	<b>997.00</b>	<b>929.61</b>	<b>1,345.06</b>
少数股东权益	1.55	1.90	1.90	1.90	1.90
股本	360.00	360.00	423.53	423.53	423.53
资本公积	245.73	245.73	245.73	245.73	245.73
留存收益	1,455.48	1,584.20	2,055.35	2,657.18	3,395.87
其他	(245.73)	(245.73)	(245.73)	(245.73)	(245.73)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,817.03</b>	<b>1,946.10</b>	<b>2,480.78</b>	<b>3,082.61</b>	<b>3,821.30</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,619.21</b>	<b>2,892.71</b>	<b>3,477.78</b>	<b>4,012.22</b>	<b>5,166.36</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	298.46	325.60	471.15	601.83	738.69
折旧摊销	96.24	96.21	55.80	58.27	60.76
财务费用	7.07	(3.97)	9.98	6.27	5.01
投资损失	0.00	(0.13)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(10.22)	251.15	(106.69)	(202.57)	76.25
其它	53.76	(164.95)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>445.32</b>	<b>503.92</b>	<b>430.24</b>	<b>463.80</b>	<b>880.71</b>
资本支出	105.43	87.96	61.15	79.89	49.69
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(310.57)	(143.38)	(69.19)	(159.89)	(99.69)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(205.14)</b>	<b>(55.42)</b>	<b>(8.04)</b>	<b>(80.00)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	442.24	469.24	400.00	420.00	560.00
股权融资	210.25	221.97	53.55	(6.27)	(5.01)
其他	(721.86)	(882.00)	(469.24)	(400.00)	(420.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(69.36)</b>	<b>(190.80)</b>	<b>(15.69)</b>	<b>13.73</b>	<b>134.99</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>170.82</b>	<b>257.70</b>	<b>406.51</b>	<b>397.53</b>	<b>965.70</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,351.09</b>	<b>2,322.40</b>	<b>3,023.08</b>	<b>3,810.28</b>	<b>4,607.89</b>
营业成本	1,440.33	1,421.67	1,782.81	2,217.02	2,635.83
营业税金及附加	17.53	18.61	24.85	30.09	37.06
营业费用	330.12	258.34	335.56	430.56	529.91
管理费用	135.21	143.84	187.43	240.05	299.51
研发费用	75.79	86.46	116.39	148.60	193.53
财务费用	7.80	(3.91)	9.98	6.27	5.01
资产减值损失	(0.82)	(4.67)	0.41	0.80	1.76
公允价值变动收益	0.77	1.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
其他	(9.20)	(6.71)	(10.98)	(16.33)	(21.07)
<b>营业利润</b>	<b>353.58</b>	<b>406.67</b>	<b>576.63</b>	<b>753.23</b>	<b>926.34</b>
营业外收入	20.32	6.57	13.35	13.41	11.11
营业外支出	5.06	5.46	3.97	4.83	4.75
<b>利润总额</b>	<b>368.83</b>	<b>407.79</b>	<b>586.01</b>	<b>761.81</b>	<b>932.69</b>
所得税	70.37	82.19	114.86	159.98	194.00
<b>净利润</b>	<b>298.46</b>	<b>325.60</b>	<b>471.15</b>	<b>601.83</b>	<b>738.69</b>
少数股东损益	0.13	0.35	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>298.33</b>	<b>325.25</b>	<b>471.15</b>	<b>601.83</b>	<b>738.69</b>
每股收益(元)	0.70	0.77	1.11	1.42	1.74

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-0.53%	-1.22%	30.17%	26.04%	20.93%
营业利润	13.86%	15.02%	41.79%	30.63%	22.98%
归属于母公司净利润	7.54%	9.02%	44.86%	27.74%	22.74%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.74%	38.78%	41.03%	41.81%	42.80%
净利率	12.69%	14.00%	15.59%	15.79%	16.03%
ROE	16.43%	16.73%	19.01%	19.54%	19.34%
ROIC	21.98%	24.03%	38.20%	44.74%	47.18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	30.63%	32.72%	28.67%	23.17%	26.03%
净负债率	-20.37%	-31.32%	-43.74%	-47.45%	-59.89%
流动比率	1.77	1.81	2.30	3.02	2.96
速动比率	1.36	1.43	1.83	2.41	2.47
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	15.24	15.03	14.88	15.05	14.99
存货周转率	7.31	6.86	7.48	7.49	7.56
总资产周转率	0.94	0.84	0.95	1.02	1.00
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.70	0.77	1.11	1.42	1.74
每股经营现金流	1.05	1.19	1.02	1.10	2.08
每股净资产	4.29	4.59	5.85	7.27	9.02
<b>估值比率</b>					
市盈率	50.95	46.73	32.26	25.26	20.58
市净率	8.37	7.82	6.13	4.93	3.98
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.27	17.07	13.25
EV/EBIT	0.00	0.00	24.43	18.41	14.13

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com