

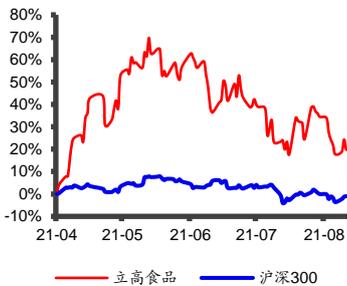
全年营收高增无忧，短期盈利承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-27

收盘价(元)	118.88
近12个月最高/最低(元)	85.74/175.67
总股本(百万股)	169
流通股本(百万股)	36
流通股比例(%)	21.34
总市值(亿元)	201
流通市值(亿元)	43

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：陆鑫鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

相关报告

1. 冷冻烘焙崭露头角，构建烘焙供应链新格局 2021-06-23

主要观点：

● 事件描述：

公司公布21年中报，营收12.52亿元，同比+86.8%，归母净利润1.37亿元，同比+80.0%；2Q21营收6.73亿元，同比+60.6%，归母净利润0.64亿元，同比+10.2%。

● **冷冻烘焙食品、华南及直销渠道营收增速更高，占比分别提升至59%、42%、31%**。1H21冷冻烘焙食品营收同比+103.4%，烘焙原料营收同比+67.6%，其中奶油+64.8%、水果制品+71.8%，酱料+79.3%。区域方面，华南营收同比+107.0%，明显快于另一主销区华东(+68.1%)。渠道方面，受仓储超市等NKA大订单拉动，直销收入同比+159.0%，大幅领先经销渠道(+64.9%)。

● **降本增效、产品优化未能全部抵消原料上涨影响，毛利率环比下滑**。

2020、1Q21、2Q21毛利率分别为38.27%、36.49%、35.40%。分部来看，1H21对比2020年，冷冻烘焙食品、奶油、酱料毛利率分别为37.94%、39.62%、21.87%，下降2.85pct、2.83pct、7.50pct，水果制品毛利率28.13%，增加1.62pct。分渠道来看，1H21对比2020年，经销、直销整体、直销(商超)毛利率分别为33.50%、40.87%、43.48%，下降3.64pct、1.54pct、2.28pct。

● **2Q21期间费用率环比增加，单季归母净利率降至9.45%**。2020、1Q21、2Q21销售费用率分别为14.00%、13.13%、14.56%，管理费用率分别为7.69%、4.13%、5.56%，研发费用率分别为2.91%、2.28%、3.94%。市场深耕、渠道拓展、新产品开发、新产能开办短期造成费用投放速度快于营收增速，叠加毛利率承压，净利率由1Q21的12.64%降至2Q21的9.45%。

● **冷冻烘焙食品、奶油已经满产，年底卫辉项目有望投产，新增2.25万吨冷冻烘焙产能**。另由于华东市场需求的快速增长，公司于5月取得了与原长兴项目实施地同辖区的地块及地面建筑物，将构建浙江长兴第二厂区，建设具备现代化、智能化配置的工厂厂房、中央冻库和冷链物流中心，购置先进生产设备等，充分优化华东地区生产资源。

● **信息化建设提速，加速数字化转型升级**。公司与观远数据达成合作，将围绕移动端和数据大屏的应用，打造一站式智能分析平台，实现跨区域、跨门店的数据实时追踪以及细化至SKU的全链路精细化运营，为公司规划决策赋能。

● 投资建议

维持“买入”评级。公司规模扩张有加速势头，冷冻烘焙龙头地位不断巩固。21年原材料上涨、费用上升可能压制全年净利润增速，但随着全国供应链逐步成熟，22年开始盈利增速有望回升。预计2021-2023年公司营收27.11、38.16、53.04亿元，同比增长50%/41%/39%。考虑期权激励带来的管理费用增加，归母净利润为2.71、3.69、5.48亿元，同比增长17%/36%/49%，EPS分别为1.60、2.18、3.241，对应PE分别为74.3、54.6、36.7，维持“买入”评级。

● 风险提示

原料价格大幅上涨风险，食品安全风险，新品推广、新渠道拓展、产能建设不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

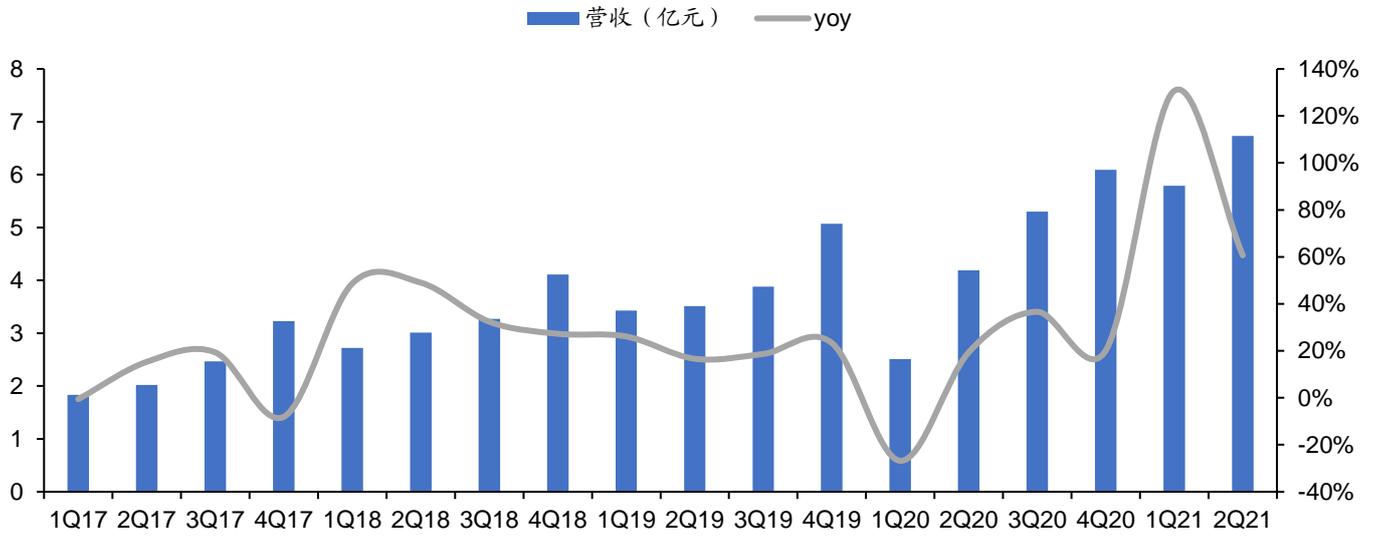
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1810	2711	3816	5304
收入同比 (%)	14.3%	49.8%	40.8%	39.0%
归属母公司净利润	232	271	369	548
净利润同比 (%)	27.9%	16.8%	36.1%	48.5%
毛利率 (%)	38.3%	36.1%	35.7%	35.7%
ROE (%)	35.6%	11.8%	12.3%	13.4%
每股收益 (元)	1.83	1.60	2.18	3.24
P/E	0.00	74.26	54.58	36.74
P/B	0.00	8.79	6.69	4.93
EV/EBITDA	-0.62	49.85	38.66	25.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表目录

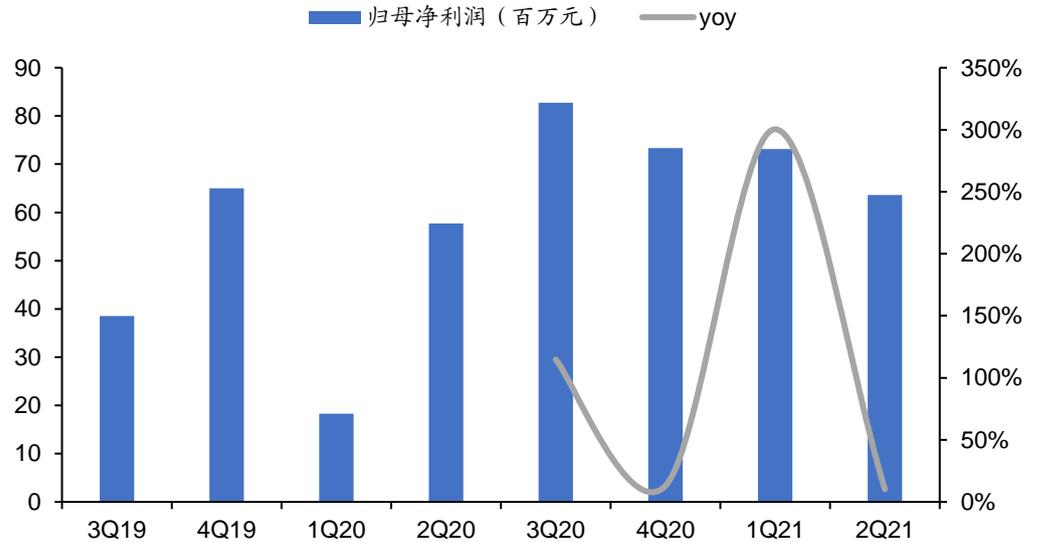
图表 1 公司 2Q21 营收 6.73 亿, 同比+60.6%	4
图表 2 公司 2Q21 归母净利润 0.64 亿, 同比+10.2%.....	4
图表 3 公司 2Q21 毛利率、净利率环比下降.....	5
图表 4 华南营收占比提升, 华东下降 (百万元)	5
图表 5 区域毛利率下降主要受会计准则影响.....	6
图表 6 冷冻烘焙食品营收占比快速上升 (百万元)	6
图表 7 各分部开工率均有所提升	6
图表 8 除水果制品保持稳定外, 其他分部毛利率均有所下降.....	7
图表 9 直销收入占比明显增加 (百万元)	7
图表 10 各渠道毛利率均有所下滑	7

图表 1 公司 2Q21 营收 6.73 亿，同比+60.6%



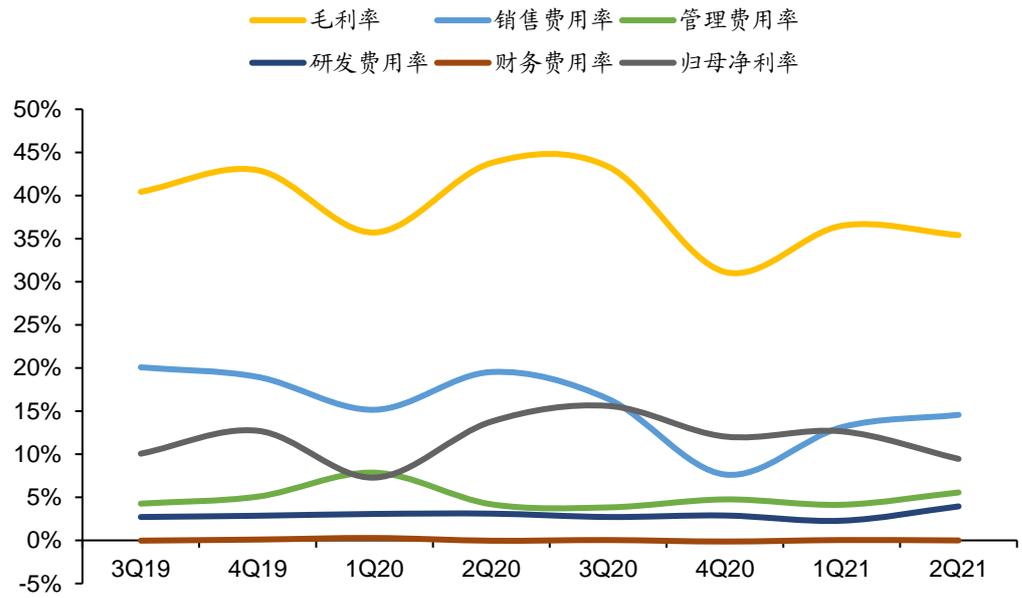
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 公司 2Q21 归母净利润 0.64 亿，同比+10.2%



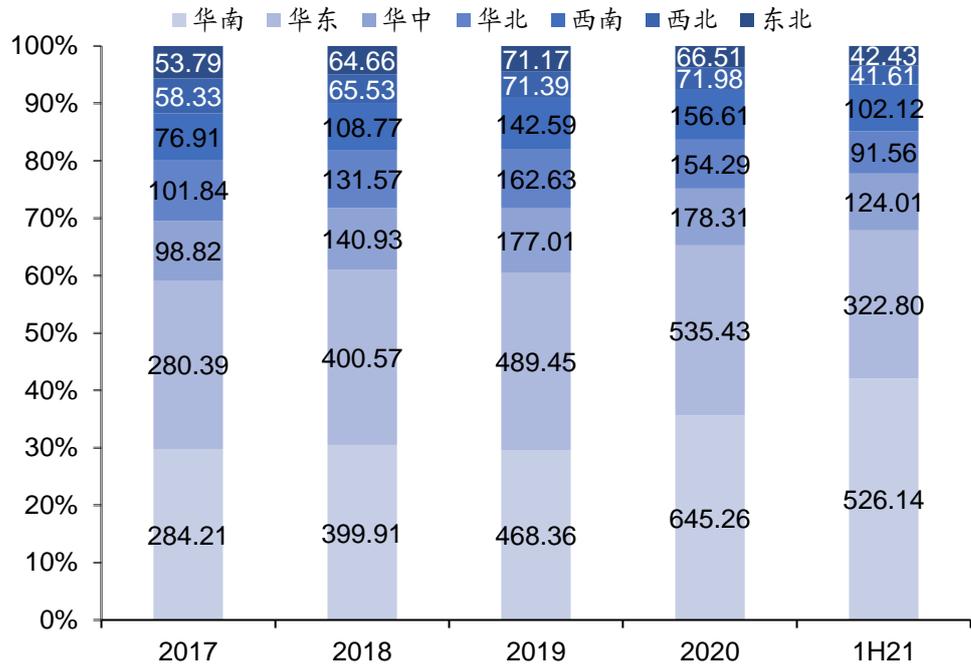
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司 2Q21 毛利率、净利率环比下降



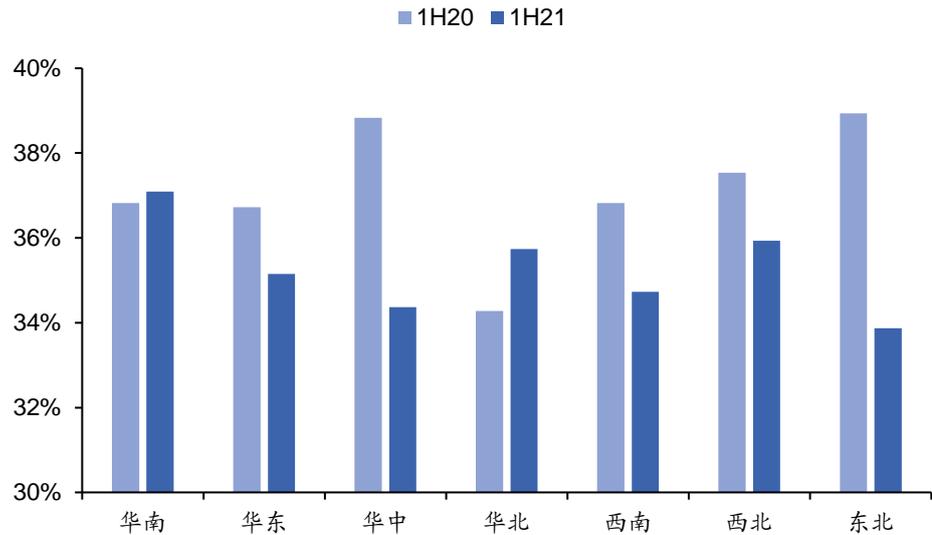
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 4 华南营收占比提升, 华东下降 (百万元)



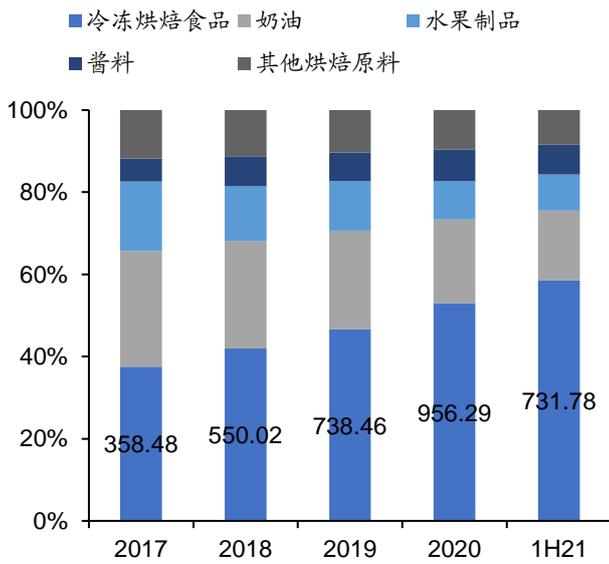
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 区域毛利率下降主要受会计准则影响



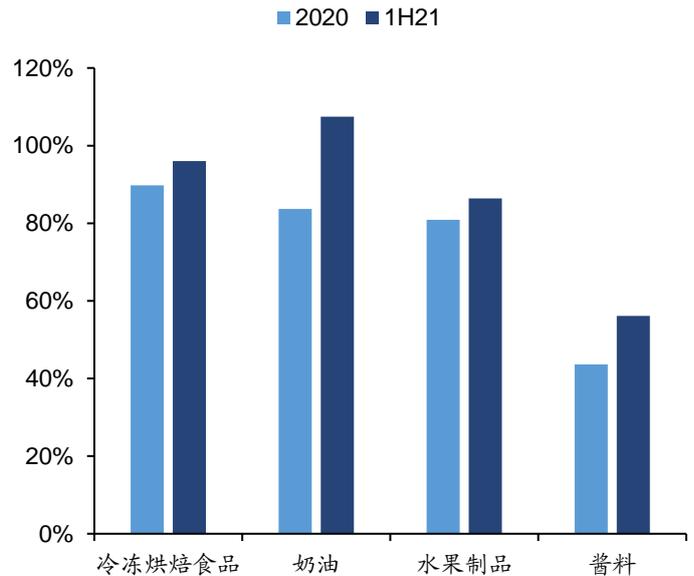
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 冷冻烘焙食品营收占比快速上升 (百万元)



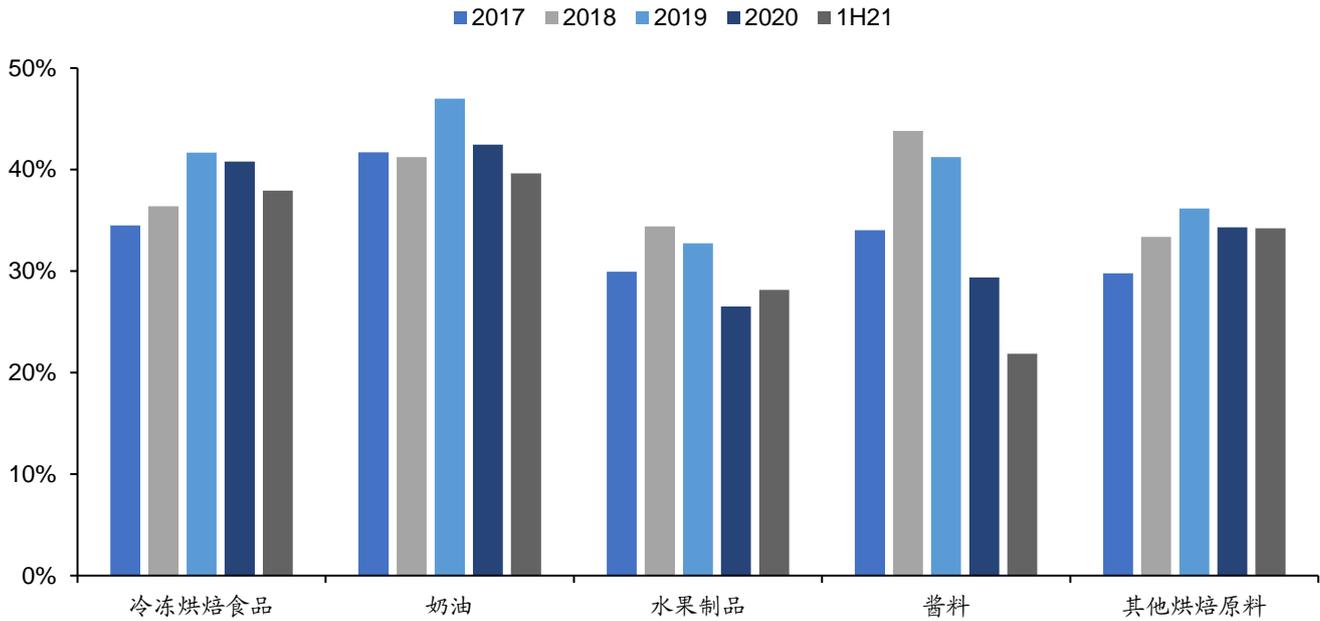
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 7 各分部开工率均有所提升



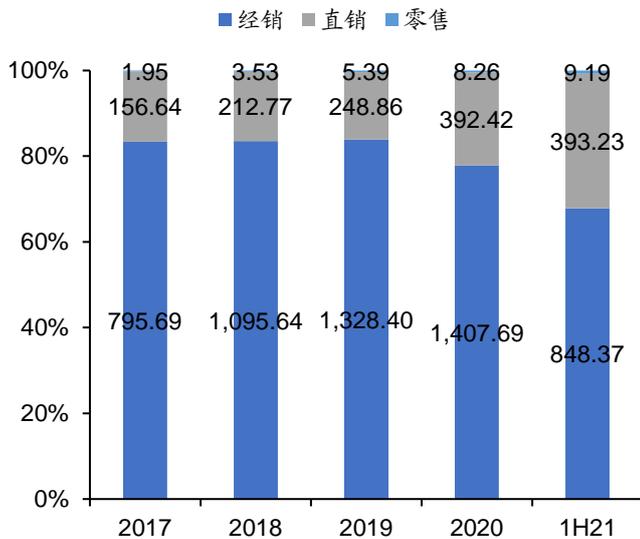
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 除水果制品保持稳定外，其他分部毛利率均有所下降



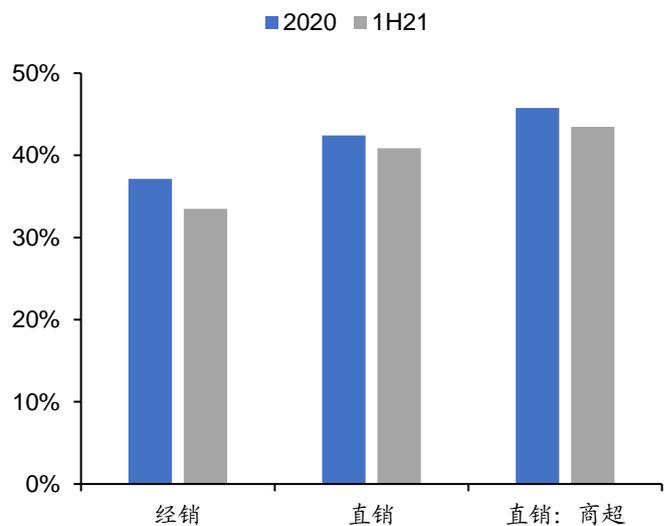
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 直销收入占比明显增加 (百万元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 各渠道毛利率均有所下滑



资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示:

原料价格大幅上涨风险，食品安全风险，新品推广、新渠道拓展、产能建设不及预期风险。

分析师与研究助理简介

分析师: 文献, 华安证券食品饮料首席分析师, 十三年食品饮料研究经验。

联系人: 陆金鑫, 北京大学生物学学士, 中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

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述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;
- 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。