

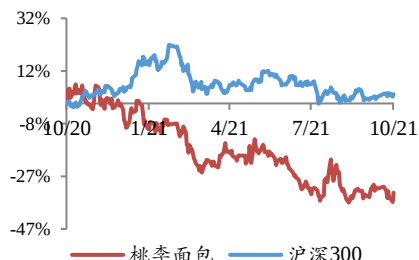
区域表现分化，短期增长承压

投资评级：增持（维持）

报告日期：2021-10-19

收盘价（元） 28.44
近 12 个月最高/最低（元） 45.94/26.85
总股本（百万股） 952
流通股本（百万股） 952
流通股比例（%） 100.00
总市值（亿元） 271
流通市值（亿元） 271

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：陆金鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

相关报告

1. 财务指标边际改善，旺季表现值得期待 2021-08-10

2. 营收回归双位数增长，业务盈利能力稳定 2021-07-19

3. 疫情扰动增长节奏，全国布局前景明朗 2021-04-27

主要观点：

● 事件描述：

公司公布 21 年三季报，1-3Q21 营收 46.63 亿元，同比+6.67%，归母净利润 5.68 亿元，同比-17.16%；3Q21 营收 17.24 亿元，同比+5.57%；归母净利润 1.99 亿元，同比-25.82%。

● **主要受西北、西南负增长影响，单季营收增速再度放缓。**今年前三季度单季营收同比增长 0.31%、13.87%、5.57%。1H21 和 3Q21 营收增速按区域拆分：东北保持稳定（4.5%，4.5%），华北恢复增长（0.4%，4.1%），华东持续提速（10.5%，19.3%），华南有所降速（19.2%，14.5%），西南（13.4%，-4.9%）、西北（-0.5%，-5.5%）则出现下滑。目前，华东占比（18.2%）已接近华北，随着产能释放料成为公司规模增长主引擎。成熟的北方区域预计增速逐步回升至 10% 中枢，而西南、西北的下滑情况则值得重点关注。

● **成本上涨、退货率上升致使毛利率承压。**今年前三季度单季毛利率分别为 26.56%、26.56%、25.68%。若剔除 2020 年影响，并按可比口径还原，公司历史平均毛利率在 27% 以上。今年面粉、糖、汽油等大宗商品价格上涨，均对成本控制带来挑战。另一方面，产能释放、市场拓展过程中单位制造费用、退货率等指标也会有所抬升，共同影响毛利水平。

● **销售费用率压控未抵消毛利率下行影响，归母净利率同步下降但仍处于历史平均水平。**今年前三季度单季销售费用率分别为 9.22%、8.84%、8.43%，归母净利率分别为 12.27%、12.83%、11.54%，呈现旺季下滑的特征，但与 17-19 三年平均 11.65% 接近。

● 投资建议

维持“增持”评级。预计 2021-2023 年营收 63.93、71.90、80.86 亿元，同比增长 7%/13%/13%，归母净利润为 7.86、8.84、10.06 亿元，同比增长-11%/13%/14%，EPS 分别为 0.82、0.93、1.06，对应 PE 分别为 34.47、30.65、26.93，维持“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨风险，食品安全风险，产能建设不及预期风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

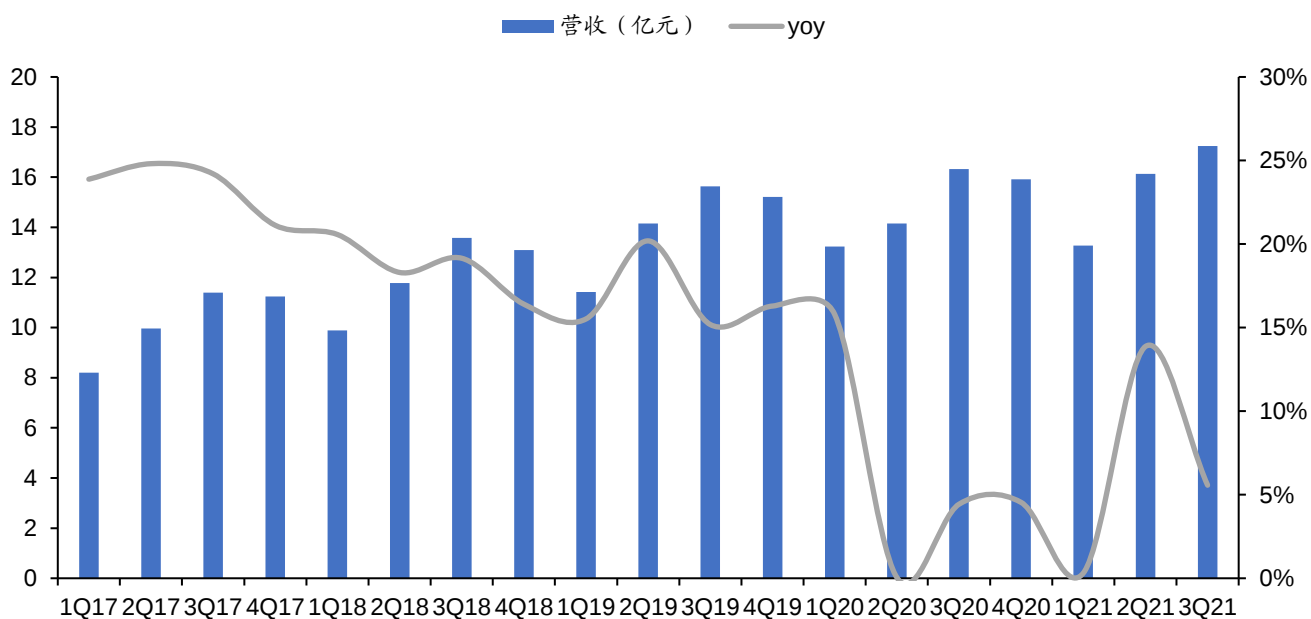
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5963	6393	7190	8086
收入同比（%）	5.7%	7.2%	12.5%	12.5%
归属母公司净利润	883	786	884	1006
净利润同比（%）	29.2%	-11.0%	12.5%	13.9%
毛利率（%）	30.0%	26.6%	26.7%	26.9%
ROE（%）	18.3%	14.3%	14.0%	14.0%
每股收益（元）	1.33	0.82	0.93	1.06
P/E	63.74	34.47	30.65	26.92
P/B	11.64	4.92	4.29	3.77
EV/EBITDA	32.23	24.61	21.68	18.77

资料来源：wind，华安证券研究所

图表目录

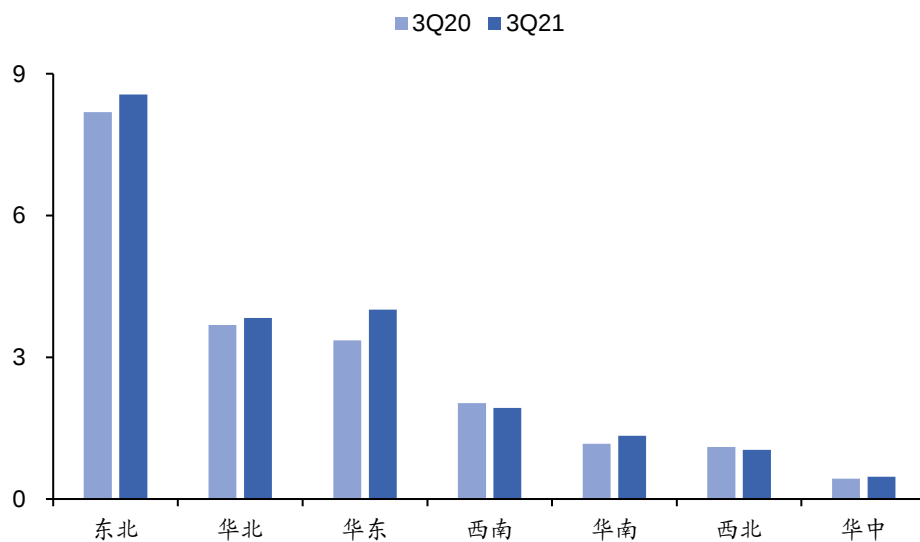
图表 1 公司 3Q21 营收增速回落.....	3
图表 2 华东、华南营收占比提升	4
图表 3 华中、华东、华南营收增速较快（1-3Q21 同比）	4
图表 4 公司净利率环比下滑	5
图表 5 公司毛销差逐渐收窄	4

图表 1 公司 3Q21 营收增速回落



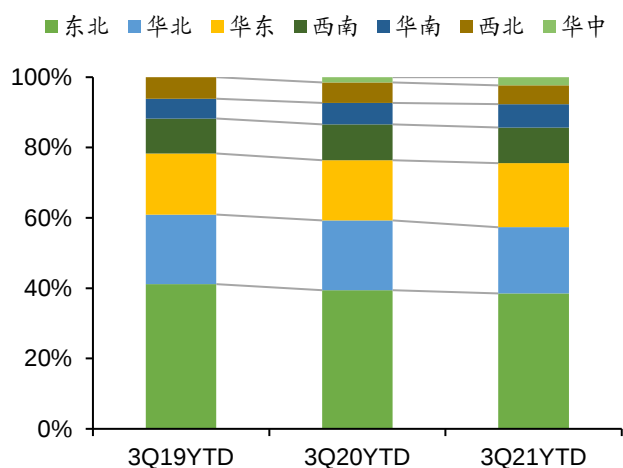
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 3Q 华东较快增长 (亿元)



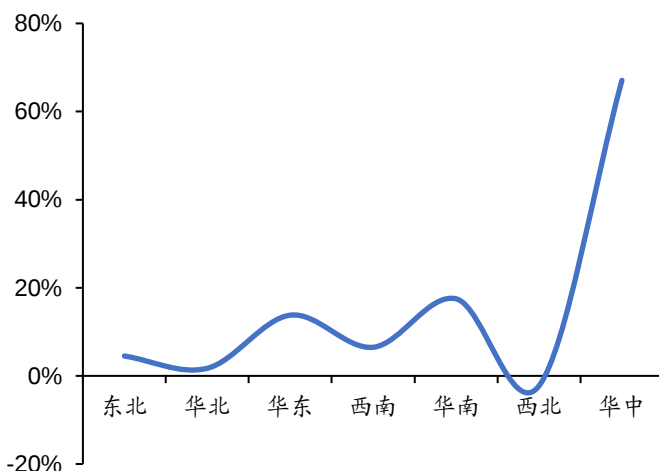
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 华东、华南营收占比提升



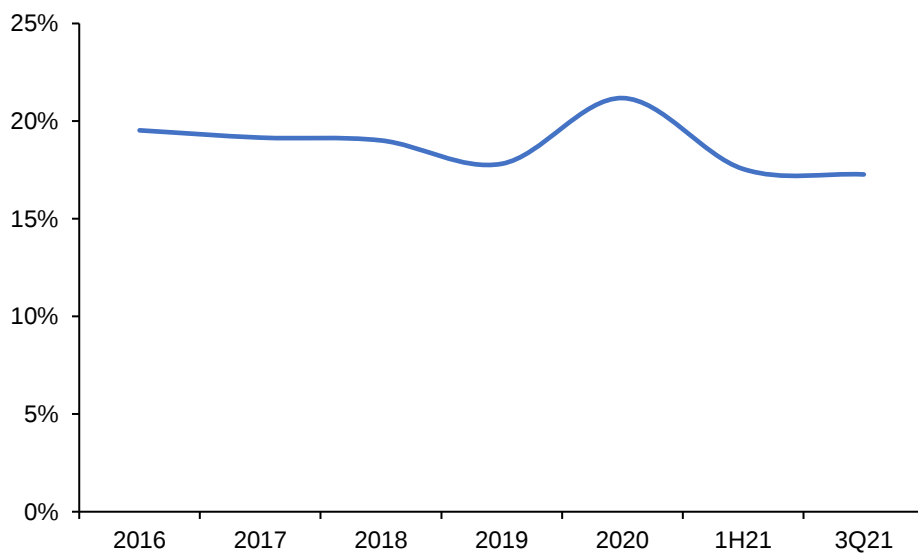
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 4 华中、华东、华南营收增速较快 (3Q21YTD 同比)



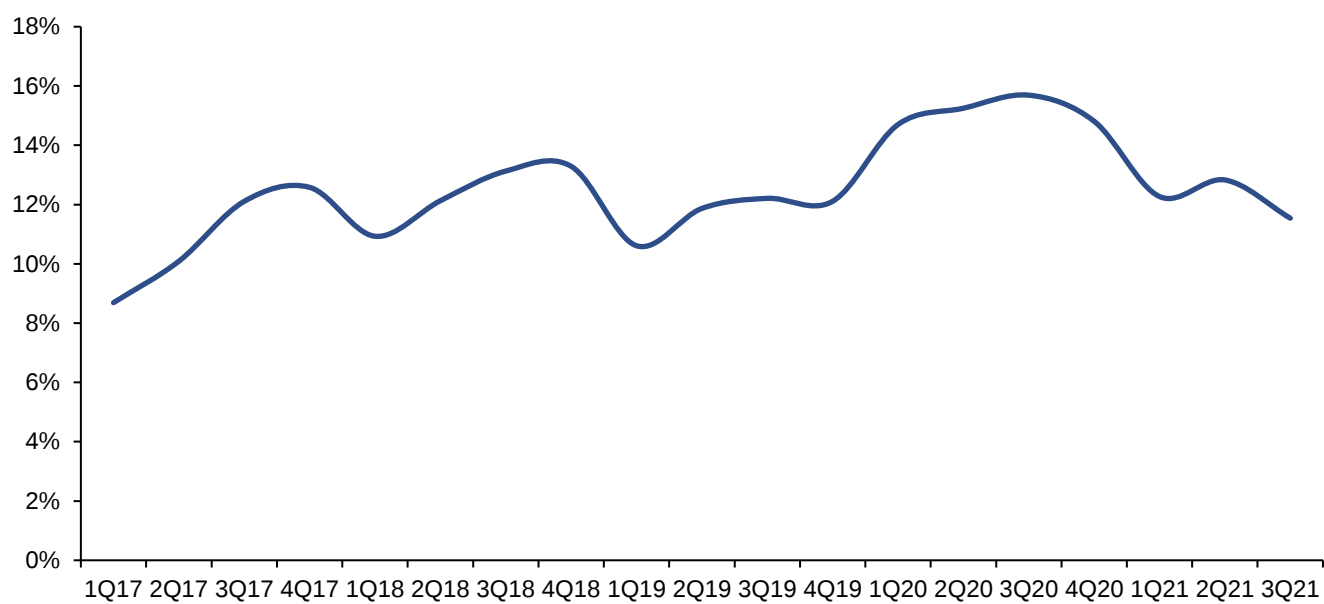
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 5 公司毛销差逐渐收窄



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 公司净利率环比下滑



资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

原材料价格大幅上涨风险，食品安全风险，产能建设不及预期风险。

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	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2419	2673	3087	3570	营业收入	5963	6393	7190	8086
现金	715	924	1257	1678	营业成本	4176	4693	5267	5907
应收账款	492	522	552	598	营业税金及附加	66	71	80	90
其他应收款	35	32	35	40	销售费用	524	569	647	728
预付账款	26	32	36	40	管理费用	100	115	129	146
存货	138	170	190	178	财务费用	22	-3	-6	-11
其他流动资产	1014	994	1017	1036	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3266	3850	4413	4959	公允价值变动收益	-17	-22	-23	-19
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	17	0	0	0
固定资产	1794	1957	2194	2480	营业利润	1127	1001	1130	1284
无形资产	342	402	435	473	营业外收入	16	12	10	11
其他非流动资产	1129	1491	1783	2005	营业外支出	5	6	7	6
资产总计	5685	6524	7500	8529	利润总额	1138	1007	1133	1290
流动负债	849	1022	1183	1350	所得税	255	222	249	284
短期借款	205	205	205	205	净利润	883	786	884	1006
应付账款	399	527	649	744	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	245	290	328	400	归属母公司净利润	883	786	884	1006
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	1231	1071	1201	1364
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	1.33	0.82	0.93	1.06
其他非流动负债	3	3	3	3					
负债合计	852	1025	1186	1353					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	680	952	952	952					
资本公积	2035	2035	2035	2035					
留存收益	2118	2511	3327	4189					
归属母公司股东权益	4833	5499	6315	7176					
负债和股东权益	5685	6524	7500	8529					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
经营活动现金流	1101	1054	1117	1279	成长能力				
净利润	883	786	884	1006	营业收入	5.7%	7.2%	12.5%	12.5%
折旧摊销	146	139	149	165	营业利润	30.6%	-11.2%	12.9%	13.7%
财务费用	32	8	8	8	归属于母公司净利	29.2%	-11.0%	12.5%	13.9%
投资损失	-17	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	79	150	102	124	毛利率（%）	30.0%	26.6%	26.7%	26.9%
其他经营现金流	784	607	755	857	净利率（%）	14.8%	12.3%	12.3%	12.4%
投资活动现金流	-999	-428	-336	-269	ROE（%）	18.3%	14.3%	14.0%	14.0%
资本支出	-891	-416	-324	-257	ROIC（%）	16.7%	12.8%	12.6%	12.7%
长期投资	-145	-22	-23	-19	偿债能力				
其他投资现金流	37	10	11	7	资产负债率（%）	15.0%	15.7%	15.8%	15.9%
筹资活动现金流	-466	-416	-448	-588	净负债比率（%）	17.6%	18.6%	18.8%	18.8%
短期借款	205	0	0	0	流动比率	2.85	2.62	2.61	2.65
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.66	2.42	2.42	2.48
普通股增加	21	272	0	0	营运能力				
资本公积增加	996	0	0	0	总资产周转率	1.05	0.98	0.96	0.95
其他筹资现金流	-1688	-688	-448	-588	应收账款周转率	12.12	12.25	13.04	13.52
现金净增加额	-363	210	333	421	应付账款周转率	10.46	8.90	8.11	7.93

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	1.33	0.82	0.93	1.06	P/E	63.74	34.47	30.65	26.92
每股经营现金流	1.16	1.11	1.17	1.34	P/B	11.64	4.92	4.29	3.77
每股净资产	5.08	5.77	6.63	7.54	EV/EBITDA	32.23	24.61	21.68	18.77

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：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人：陆金鑫，北京大学生物学本科，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。