

立足长远，份额优先

2021年10月29日

事件: 公司发布 2021 年三季度报告, 21 Q1-3 实现营业收入 19.61 亿元, 同比+63.39%; 归母净利润 1.98 亿元, 同比+24.47%; 扣非归母净利润 1.92 亿元, 同比+25.06%。其中, 21Q3 实现营业收入 7.10 亿元, 同比+33.84%; 归母净利润 0.61 亿元, 同比-26.50%; 扣非归母净利润 0.62 亿元, 同比-23.90%。

点评:

- **收入增长符合预期。** 21Q3 收入维持高增长, 主要由于山姆商超渠道快速扩张、冷冻蛋糕和麻薯等储备产品放量。分品类来看, 21Q3 冷冻烘焙/烘焙原料收入同比增长分别为 58.4%/6.4%。由于去年同期高基数, 21Q3 烘焙原料收入增速明显放缓。挞皮与甜甜圈受制于产能紧缺, 收入增速略低。冷冻烘焙产品快速增长, 21Q3 收入占比达到 62.5%, 终端需求依然旺盛。河南工厂部分产线已投入运作, 21Q4 公司产能会有增长, 将会收入有积极贡献。考虑到春节备货, 我们预计 21Q4 客户需求依然旺盛。
- **原材料涨价和产品结构变化影响利润率。** 21Q3 毛利率为 33.6%, 较同期下滑 9.7 个百分点, 环比二季度下滑 1.8 个百分点, 主要原因是: 一是冷冻蛋糕等低毛利的产品占营业收入的比例上升; 二是油脂、面粉等原材料价格上涨。21Q3 销售费用率为 14.2%, 同比下降 2.2 个百分点, 主要由于规模效应体现; 环比二季度下滑 0.4 个百分点, 由于 21Q3 展会费用减少。21Q3 管理费用率 4.5%, 同比提升 0.7 个百分点, 主要由于三季度计提了股份支付费用 778 万元。考虑到 21Q4 公司仍将计提股份支付费用和超额业绩奖励, 我们预计 21Q4 管理费用率环比会有提升。
- **盈利预测与投资评级:** 冷冻烘焙食品行业处于发展初期, 行业集中度低, 市场空间大。公司作为行业龙头, 规模和渠道优势明显。短期市场需求旺盛, 公司产能迅速扩张, 市场占有率有望进一步提升。我们认为行业景气度高, 公司快速扩张, 维持“买入”评级。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.66/2.23/3.07 元, 对应 PE 分别为 84.2/62.7/45.6 倍。
- **风险因素:** 原材料价格上涨超预期; 新品推广不及预期; 食品安全事故。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,584	1,810	2,711	3,455	4,433
增长率 YoY %	20.6%	14.3%	49.8%	27.5%	28.3%
归属母公司净利润 (百万元)	181	232	281	378	519
增长率 YoY%	246.8%	27.9%	21.2%	34.3%	37.4%
毛利率%	41.3%	38.3%	35.6%	35.7%	35.8%
净资产收益率ROE%	38.5%	35.6%	13.7%	16.5%	19.7%
EPS(摊薄)(元)	1.07	1.37	1.66	2.23	3.07
市盈率 P/E(倍)	0.00	0.00	84.17	62.68	45.61
市净率 P/B(倍)	0.00	0.00	11.57	10.32	8.99

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	441	482	1,901	2,091	2,392
货币资金	193	204	1,512	1,599	1,765
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	80	113	134	170	219
预付账款	16	14	21	24	28
存货	117	141	215	274	351
其他	35	11	19	23	28
非流动资产	354	492	644	828	1,032
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	266	291	375	455	531
无形资产	48	69	87	111	138
其他	40	132	182	262	362
资产总计	795	975	2,545	2,919	3,423
流动负债	281	310	486	612	777
短期借款	30	0	20	20	20
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	119	141	215	274	351
其他	132	170	251	318	406
非流动负债	44	13	13	13	13
长期借款	29	0	0	0	0
其他	15	13	13	13	13
负债合计	325	323	498	624	790
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	471	652	2,047	2,295	2,634
负债和股东权益	795	975	2,545	2,919	3,423

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,584	1,810	2,711	3,455	4,433
同比 (%)	20.6%	14.3%	49.8%	27.5%	28.3%
归属母公司净利润	181	232	281	378	519
同比 (%)	246.8%	27.9%	21.2%	34.3%	37.4%
毛利率 (%)	41.3%	38.3%	35.6%	35.7%	35.8%
ROE%	38.5%	35.6%	13.7%	16.5%	19.7%
EPS (摊薄)(元)	1.07	1.37	1.66	2.23	3.07
P/E	0.00	0.00	84.17	62.68	45.61
P/B	0.00	0.00	11.57	10.32	8.99
EV/EBITDA	-0.53	-0.62	64.24	47.85	34.33

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,584	1,810	2,711	3,455	4,433
营业成本	930	1,117	1,746	2,222	2,846
营业税金及附加	12	13	18	24	31
销售费用	308	253	358	449	567
管理费用	71	87	168	207	239
研发费用	42	53	98	117	142
财务费用	2	0	-8	-14	-16
减值损失合	-1	-3	0	0	0
投资净收益	0	0	10	10	10
其他	9	5	10	13	16
营业利润	226	290	352	472	649
营业外收支	-1	0	0	0	0
利润总额	226	290	352	472	649
所得税	44	58	70	94	130
净利润	181	232	281	378	519
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	181	232	281	378	519
EBITDA	252	328	345	462	639
EPS (当	1.07	1.37	1.66	2.23	3.07

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	264	285	337	416	570
净利润	181	232	281	378	519
折旧摊销	31	40	22	27	32
财务费用	2	2	0	1	1
投资损失	0	0	-10	-10	-10
营运资金变	46	9	45	23	31
其它	3	2	-2	-2	-3
投资活动现金流	-124	-157	-162	-199	-222
资本支出	-104	-156	-174	-211	-235
长期投资	0	0	0	0	0
其他	-20	-2	12	12	13
筹资活动现金流	-39	-118	1,133	-131	-181
吸收投资	0	0	42	0	0
借款	-4	-60	20	0	0
支付利息或股息	-35	-53	-84	-131	-181
现金流净增加额	100	10	1,308	87	167

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。