

2022年07月16日

日辰股份(603755):定制餐调引领者,研发+渠道双管齐下

推荐 (维持)

投资要点

分析师: 孙山山
执业证书编号: S1050521110005
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

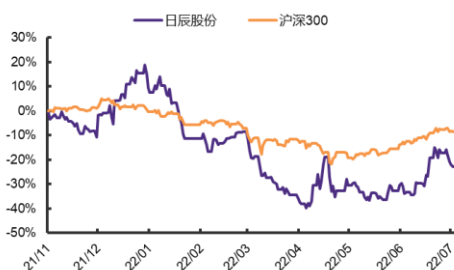
联系人: 何宇航
执业证书编号: S1050122010030
邮箱: heyh1@cfsc.com.cn

基本数据

2022-07-15

当前股价(元)	35.43
总市值(亿元)	34.9
总股本(百万股)	98.6
流通股本(百万股)	34.2
52周价格范围(元)	29-61.93
日均成交额(百万元)	41.9

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《日辰股份(603755):工作正常开展,静待下半年改善》2022-07-09

《日辰股份(603755):疫情短期困扰,激励优化下目标有望达成》2022-04-27

■ 专注定制餐调,打造多元复合调味品企业

总部位于青岛的日辰,主要从事定制餐调业务,营收从2014年1.2亿元增至2021年3.4亿元,归母净利润从2014年0.2亿元增至2021年0.8亿元,7年CAGR分别16%、20%。

■ 复合调味品快速发展,定制餐饮赛道空间大

复合调味品市场规模从2011年432亿元增至2020年1440亿元,9年CAGR为14%,预计2025年市场规模达2300亿元。火锅底料市场规模从2017年169亿元增至2020年249亿元,3年CAGR为14%,预计2025年达到400亿元。中式复合调味料市场规模从2010年55亿元增至2020年268亿元,10年CAGR为17.4%。从集中度看,火锅底料CR3为35%,中式复合调味料CR3仅3%,仍有较大提升空间。目前国内定制餐调市场规模超过400亿,并以每年20%以上增速发展。连锁餐饮、外卖等B端需求推动定制餐调发展。

■ 重研发、强渠道,股权激励彰显信心

产品: 研发能力强,核心产品酱汁类/粉体类调味品 2021年营收分别2.5/0.8亿元,7年CAGR分别20%/7%,营收占比分别74%/24%。研发能力强,产品质量优秀。**渠道:** 直销为主,注重发展餐饮渠道,食品加工企业、餐饮企业、品牌定制 2021年营收占比43%、43%、11%,合计97%。C端为重点发展渠道,占比有望持续提升。**产能:** 目前1.68万吨产能,远期规划3.68万吨。**股权激励落地:** 业绩目标2022-2025年营收或净利均同增30%。随着消费需求复苏,原材料价格有望回落,公司利润弹性有望释放。

■ 盈利预测

预计2022-2024年EPS为0.94/1.22/1.58元,当前股价对应PE分别为38/29/22倍,维持“推荐”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、客户开发不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	339	390	508	660
增长率	28.6%	15.3%	30.2%	30.0%
归母净利润(百万元)	81	93	121	156
增长率	0.0%	14.1%	30.0%	29.6%
摊薄每股收益(元)	0.82	0.94	1.22	1.58
ROE	12.3%	13.1%	15.6%	18.3%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

正文目录

1、专注定制餐调，打造多元复合调味品企业	5
1.1、 专注定制餐调，业务类型多元化发展	5
1.2、 股权集中，员工持股平台激励充足	6
1.3、 业绩整体稳健，盈利能力较强	7
2、复合调味品快速发展，定制餐饮赛道空间大	9
2.1、 复合调味品行业快速增长，2025 年市场规模预计达 2300 亿元	9
2.2、 火锅业与中式复合调料需求提升，有望保持两位数增长	10
3、重研发、强渠道，股权激励彰显信心	12
3.1、 优秀的产品研发能力，打造强产品力	12
3.2、 严把食品安全环节，产品质量优秀	17
3.3、 B+C 端齐发力，营销网络逐渐完善	18
3.4、 股权激励落地，充分展现公司信心	22
3.5、 消费需求迎复苏，原材料价格望回落	24
4、盈利预测与评级	28
5、风险提示	29

图表目录

图表 1：日辰股份成立于 2001 年，2019 年成功上市	5
图表 2：日辰股份全面发展，客户逐渐多元化	6
图表 3：公司股权结构集中	6
图表 4：营收从 2014 年 1.2 亿元增至 2021 年 3.4 亿元，7 年 CAGR 为 16%	7
图表 5：归母净利润从 2014 年 0.2 亿元增至 2021 年 0.8 亿元，7 年 CAGR 为 20%	7
图表 6：2022Q1 日辰股份毛利率 39%	8
图表 7：2022Q1 日辰股份销售费用率 6%	8
图表 8：2022Q1 日辰股份管理费用率 15%	8
图表 9：2022Q1 日辰股份净利率 18%	8
图表 10：2021 年日辰股份 ROE 为 13%	9
图表 11：ROE 主要受总资产周转率和净利率影响	9
图表 12：复合调味品市场规模从 2016 年 854 亿元增至 2020 年 1440 亿元，10 年 CAGR 为 14%	9
图表 13：复合调味品细分品类市占率情况	9
图表 14：我国复合调味品渗透率近 26%，有待提升	10
图表 15：复合调味品 2015-2020 年人均支出 CAGR 为 15%	10

图表 16: 火锅底料市场规模从 2017 年 169 亿元增至 2020 年 249 亿元, 3 年 CAGR 为 14%.....	11
图表 17: 川式火锅占比达 65%.....	11
图表 18: 火锅底料 CR3 为 35%.....	11
图表 19: 中高端火锅底料占比相对集中.....	11
图表 20: 预计中式复合调味料 2025 年市场规模达 430 亿元.....	12
图表 21: 中式复合调味料 CR3 为 8%.....	12
图表 22: 公司定制化直销模式流程.....	12
图表 23: 公司主要产品为酱汁和粉体类调味料.....	13
图表 24: 酱汁类、粉体类调味料 2021 年营收 2.5、0.8 亿元, 7 年 CAGR 为 20%、7%.....	13
图表 25: 酱汁类、粉体类调味料 2021 年营收占比 74%、24%.....	13
图表 26: 酱汁类调味料销量从 2014 年 0.6 万吨增至 2021 年 1.5 万吨, 7 年 CAGR 为 15%.....	14
图表 27: 粉体类调味料销量从 2014 年 3858 吨增至 2021 年 5707 吨, 7 年 CAGR 为 6%.....	14
图表 28: 2014-2021 年酱汁、粉体调料吨价 CAGR 为 5%、1%.....	14
图表 29: 2014-2021 年酱汁、粉体调料单吨成本 CAGR 为 5%、1%.....	14
图表 30: 酱汁类、粉体类调料 2021 年毛利率 (剔除运费) 分别为 46%、44%.....	15
图表 31: 2021 年日辰股份有 49 名研发人员.....	15
图表 32: 2021 年日辰股份研发人员占比 14%.....	15
图表 33: 2021 年日辰股份研发费用 1135 万元.....	16
图表 34: 2021 年日辰股份研发支出占比 3%.....	16
图表 35: 远期产能翻倍增至 3.68 万吨.....	17
图表 36: 公司 IPO 新建 2 万吨复合调味品产能.....	17
图表 37: 公司建立起全面质量控制系统.....	18
图表 38: 退换货占比小, 2019H1 仅 0.03%.....	18
图表 39: 公司设立检测中心确保食品安全.....	18
图表 40: 华东占比维持在 60%以上.....	19
图表 41: 华北 2016-2021 年 CAGR 为 27%.....	19
图表 42: 公司主要销售模式.....	19
图表 43: 食品加工企业、餐饮企业、品牌定制 2021 年营收占比 43%、43%、11%.....	20
图表 44: 公司代表性客户有圣农食品、正大食品、凤祥食品等.....	20
图表 45: 前五大客户销售占比 2021 年高达 49%.....	21
图表 46: 主要大客户较为稳定.....	21
图表 47: 2021 年 C 端销售额 307 万元, 占比 1%.....	21
图表 48: 味之物语品牌旗舰店.....	21
图表 49: 升级建设营销中心.....	22
图表 50: 日辰股份与呷哺呷哺成立合资公司.....	22
图表 51: 2021 年股权激励计划授予对象增加.....	23

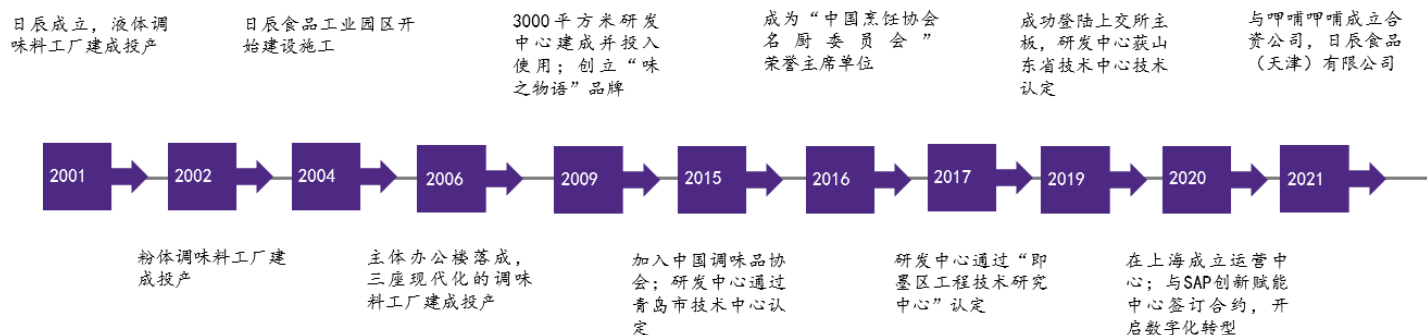
图表 52: 两次股权激励计划业绩考核要求	23
图表 53: 2022 年股权激励计划授予对象更多	24
图表 54: 2021 年餐饮收入 4.69 万亿, 同增 18.6%, 恢复至疫情前水平, 11 年 CAGR 为 9%.....	24
图表 55: 餐饮业企业法人数量 2020 年 3.29 万家, 9 年 CAGR 为 4.3%.....	24
图表 56: 中国餐饮企业连锁化率提升至 15%	25
图表 57: 连锁企业门店从 2012 年 1.8 万家增至 2020 年 3.7 万家, 8 年 CAGR 为 9.4%。	25
图表 58: 外卖用户规模快速增长	25
图表 59: 外卖行业收入持续增长	25
图表 60: 公司设立网上商城进军 C 端市场	26
图表 61: 日辰股份设立上海运营中心	26
图表 62: 日辰股份主要成本拆分	26
图表 63: 棕榈油均价有所下滑	26
图表 64: 玉米淀粉出厂报价仍处于较高位置 (元/吨)	27
图表 65: 白砂糖现货价仍处于较高位置 (元/吨)	27
图表 66: 日辰股份原材料成本变动敏感性分析	27
图表 67: 盈利预测	28

1、 专注定制餐调， 打造多元复合调味品企业

1.1、 专注定制餐调， 业务类型多元化发展

专注定制餐调， 业务类型多元化发展。日辰股份长期致力于复合调味料的定制、研发、生产与销售，主要面向食品加工企业和餐饮企业等B端企业，提供复合调味料解决方案。公司主要产品包括酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂三大类，千余个品种。公司还致力于发力C端渠道，拥有“味之物语”自有品牌，在商超、电商等终端消费市场进行布局。

图表 1：日辰股份成立于 2001 年，2019 年成功上市



资料来源：日辰股份官网，华鑫证券研究

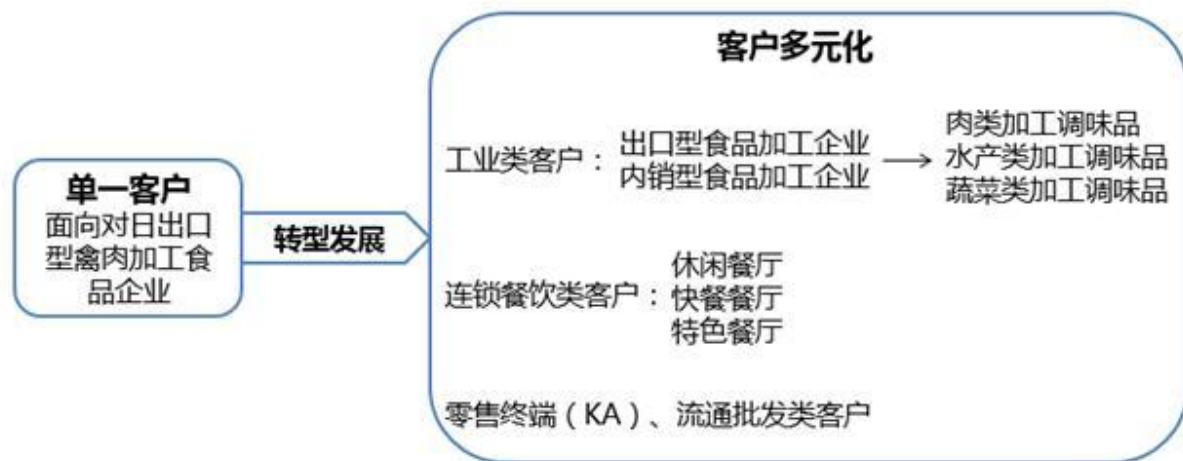
我们将日辰股份的发展历史分为三个阶段：

起步和发展阶段（2001-2007 年）：面向对日出口的鸡肉调理品加工企业。公司成立于 2001 年，早期主要为对日出口鸡肉调理品企业提供鸡肉碳烤类或油炸类产品所用的酱汁类调味料、粉体类调味料。2006 年投资建成行业内技术和设备水平领先的现代化工厂和领先的食物安全检测中心，用于生产液体复合调味料、粉体复合调味料及抽提类天然调味料。公司凭借多年来对日出口市场中积累的技术研发优势及食物安全控制优势，在国内鸡肉调理食品的辅料生产领域占有领先的市场份额。

转型调整阶段（2008-2012 年）：坚守创新，调整产品结构。2008 年受日本“毒饺子事件”食物安全事件的冲击，以及世界金融危机的爆发、人民币持续升值的不利影响，我国加工食物对日出口大幅下降。公司随着出口型食物加工行业的深度调整也进入调整阶段。这个阶段公司利用多年来服务国外市场的研发和产品品质优势，调整发展方向和产品结构，将国外先进的饮食理念引入国内，创建自有品牌“味之物语”，逐步将未来战略发展重点转向国内。

恢复及全面发展阶段（2012 年至今）：业务类型多元化发展。2012 年以来随着出口市场的恢复发展，公司保持在境外终端市场份额优势的同时，大力拓展国内市场，为国内食品加工企业、餐饮连锁企业提供个性化的调味料定制服务。开拓味千拉面、鱼酷等知名连锁餐饮品牌，内销产品比例不断上升。公司还通过标准化产品进入零售终端及流通批发市场销售。2019 年成功登陆 A 股上市。

图表 2：日辰股份全面发展，客户逐渐多元化

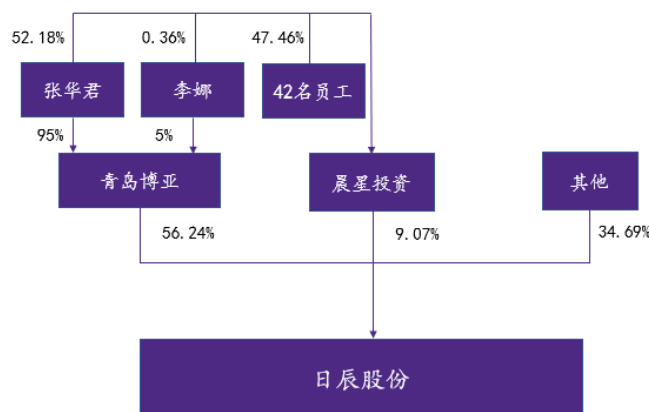


资料来源：日辰股份招股说明书，华鑫证券研究

1.2、 股权集中，员工持股平台激励充足

公司股权集中，创始人即为实控人。青岛博亚持有公司 56.24% 股权，公司创始人、董事长张华君持有青岛博亚 95% 股权，是公司实际控制人，其妻子李娜持有青岛博亚剩余 5% 股权。

图表 3：公司股权结构集中



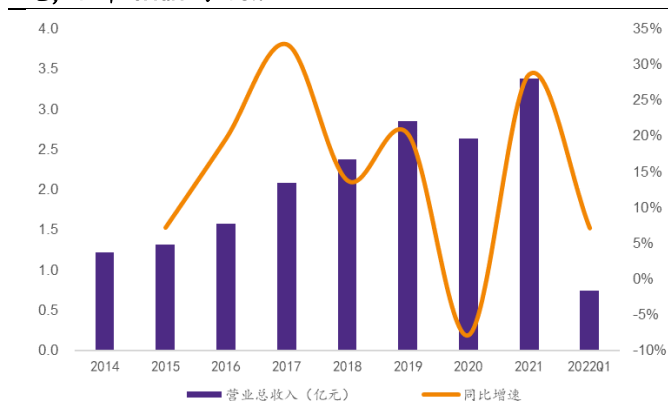
资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

设立员工持股平台，加大激励。公司设立青岛晨星投资作为员工持股平台，青岛晨星拥有公司 9.07% 股权，其中董事长张华君持有青岛晨星 52.18% 股权，公司的 42 名中高层管理人员和核心骨干通过此平台间接持有剩下 47.82% 股权。员工持股平台的设立能有效绑定核心团队利益，提升员工积极性和公司运营能力。

1.3、 业绩整体稳健，盈利能力较强

经营业绩稳健，受疫情影响略有下滑。公司业绩拉长看较为稳健，2020 年由于餐饮渠道受疫情影响较为严重，公司业绩略有下滑，2021 年营收实现恢复性增长。公司营收从 2014 年 1.23 亿元增至 2021 年 3.39 亿元，7 年 CAGR 为 15.62%。归母净利润从 2014 年 0.23 亿元增至 2021 年 0.81 亿元，7 年 CAGR 为 19.85%。2022Q1 实现营收、归母净利润分别 0.75、0.14 亿元，分别同比+7.11%、-7.51%，营收实现恢复性增长，净利润由于原材料价格持续位于高位略有下滑。

图表 4：营收从 2014 年 1.2 亿元增至 2021 年 3.4 亿元，7 年 CAGR 为 16%



资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

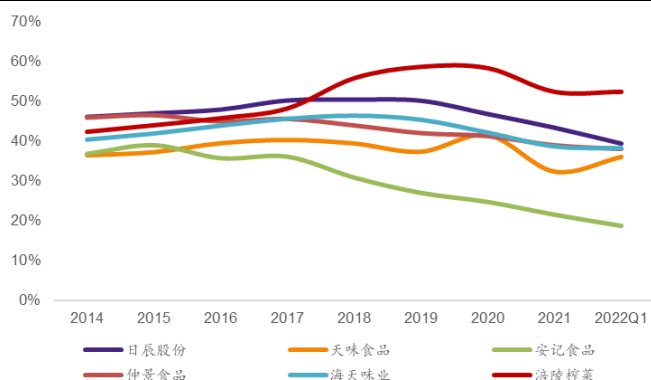
图表 5：归母净利润从 2014 年 0.2 亿元增至 2021 年 0.8 亿元，7 年 CAGR 为 20%



资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

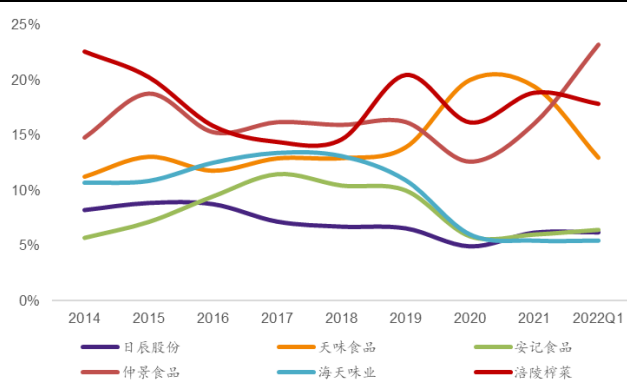
盈利能力稳定，处于行业中上游水平。公司毛利率长期稳定，2021 年由于会计准则变更后运输费用计入营业成本、原材料涨价以及产品结构变化，毛利率长期维持在 40% 以上，2022Q1 由于原材料成本持续上涨略下滑至 39.43%，仍在行业中处于较高水平。由于主要是面向 B 端客户，销售费用率较低，2022Q1 仅为 6.23%。管理费用率较高，在 10% 以上，2022Q1 为 14.74%，主要为人力成本。综合来看，公司净利率水平较高，长期维持在 25% 及以上，2022Q1 为 18.21%，行业中仍处于较高水平。

图表 6: 2022Q1 日辰股份毛利率 39%



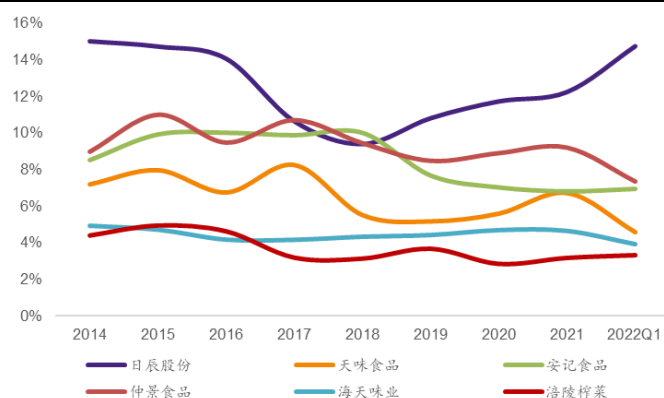
资料来源: 日辰股份、天味食品、安记食品、仲景食品、海天味业、涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

图表 7: 2022Q1 日辰股份销售费用率 6%



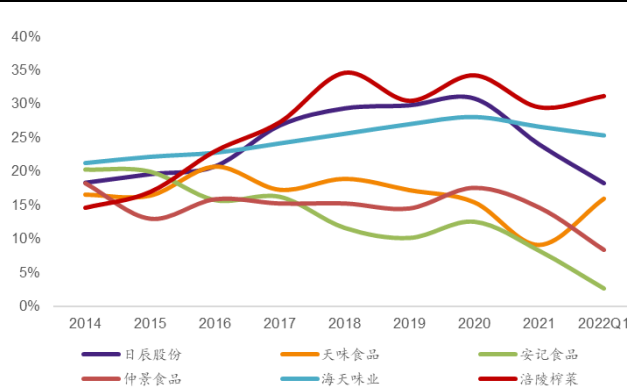
资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

图表 8: 2022Q1 日辰股份管理费用率 15%



资料来源: 日辰股份、天味食品、安记食品、仲景食品、海天味业、涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

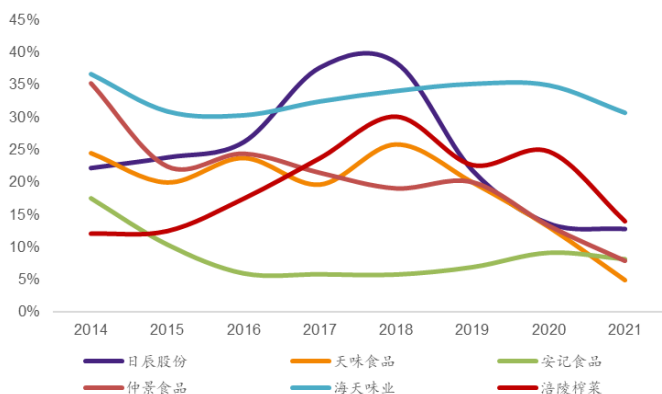
图表 9: 2022Q1 日辰股份净利率 18%



资料来源: 日辰股份、天味食品、安记食品、仲景食品、海天味业、涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

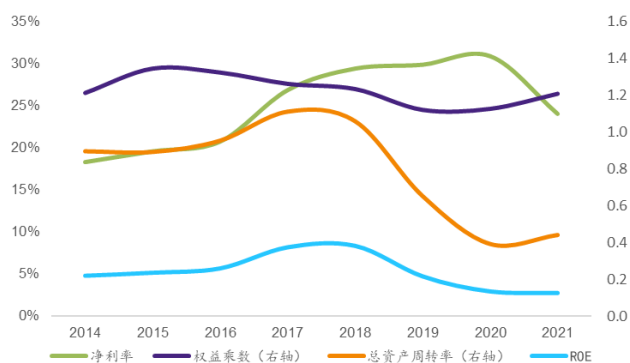
ROE 水平略有下滑, 仍处于行业中位。公司 ROE 水平在行业中长期处于较高水平, 2018 年甚至达到 38%。2021 年有所下滑至 12.80%。杜邦拆分来看, 公司 ROE 主要受净利率水平和总资产周转率影响。长期高净利率使得 ROE 维持较高水平, 权益乘数一直稳定在 1.1-1.3 之间, ROE 水平在 2019 年和 2020 年的下滑主要系公司在 2019 年上市成功融资后总资产扩大导致总资产周转率下降明显。高毛利率、低费用率、高净利率, 体现公司产品柔性定制的行业特点。我们认为随着餐饮消费的复苏以及产能的释放, 公司 ROE 水平将稳步提升。

图表 10: 2021 年日辰股份 ROE 为 13%



资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

图表 11: ROE 主要受总资产周转率和净利率影响



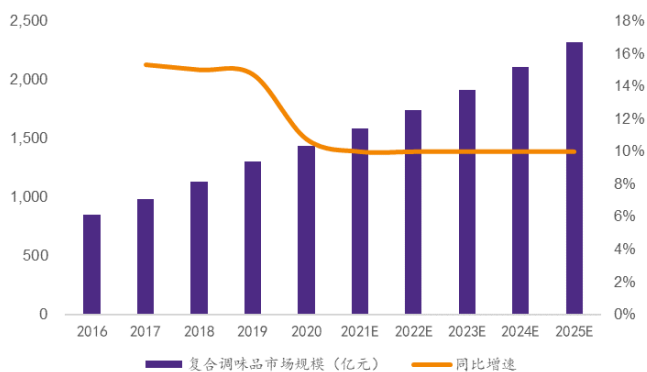
资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

2、复合调味品快速发展, 定制餐饮赛道空间大

2.1、复合调味品行业快速增长, 2025 年市场规模预计达 2300 亿元

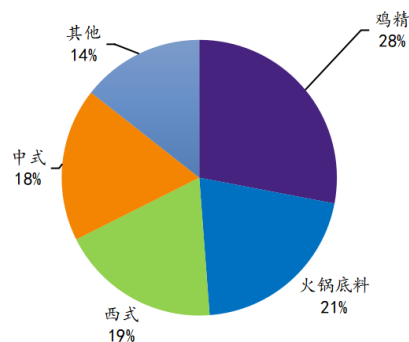
复合调味品市场规模快速增长。复合调味品指由两种或两种以上调味品经过加工形成的复合性调味品。随着居民生活水平的提升和收入增长带来的消费升级趋势, 我国复合调味品快速增长, 市场规模从 2011 年 854 亿元增至 2020 年 1440 亿元, 9 年 CAGR 为 14.31%, 预计 2025 年达 2300 亿元。在复合调味品细分品类中, 鸡精、火锅底料、西式复合调味品和中式复合调味品占比较高, 分别为 28%、21%、19%、18%, 其中中式复合调味品和火锅底料增速最快。

图表 12: 复合调味品市场规模从 2016 年 854 亿元增至 2020 年 1440 亿元, 10 年 CAGR 为 14%



资料来源: 中商产业研究院, 华鑫证券研究预测

图表 13: 复合调味品细分品类市占率情况

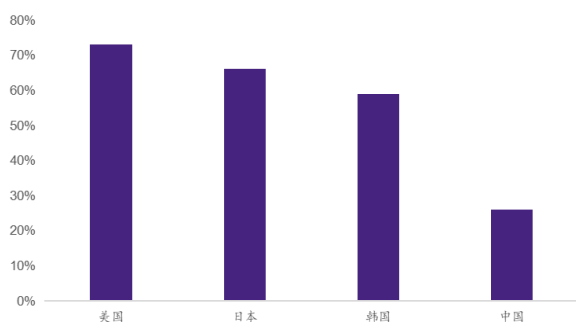


资料来源: 海豚投研, 华鑫证券研究所

我国复合调味品人均支出快速增长，渗透率仍有待提高。我国复合调味品人均支出持续提升，2015 年达到 54.6 元/人，2020 年达到 105 元/人，5 年 CAGR 达 14%，并有望延续增长态势。从渗透率来看，我国复合调味品渗透率仅为 26%，远低于美日韩等国，其中美国最高达 73%。由于我国与日韩两国饮食习惯有一定相似，因此我们认为随着生活节奏的加快以及居民消费水平的提高，未来中国复合调味品仍有巨大提升空间。

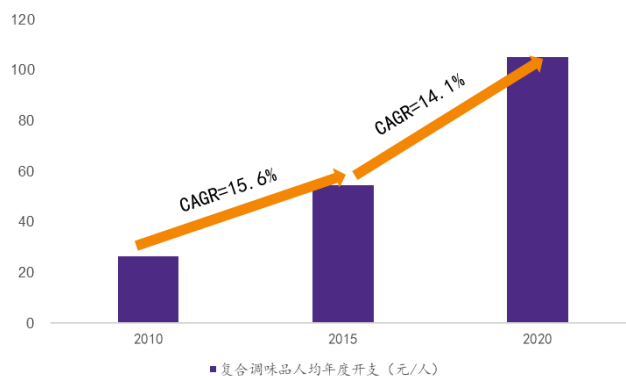
定制餐调随着餐饮市场发展快速崛起。不同的餐饮企业由于菜式、做法、厨师习惯等不用，导致对调味品的需求不同。定制餐调则能满足不同餐饮企业的个性化需求，以餐饮定制为主提供解决方案。定制餐调的出现可以降低对厨师的依赖程度，提高出餐速度，同时也可以使用标准化的调味品，提高菜品口味的稳定性，符合连锁化餐企发展的趋势。目前国内定制餐调市场总体规模超过 400 亿元，并以每年 20% 以上的增速快速发展。

图表 14：我国复合调味品渗透率近 26%，有待提升



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 15：复合调味品 2015-2020 年人均支出 CAGR 为 15%



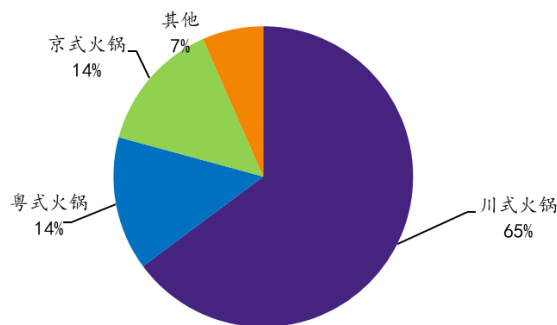
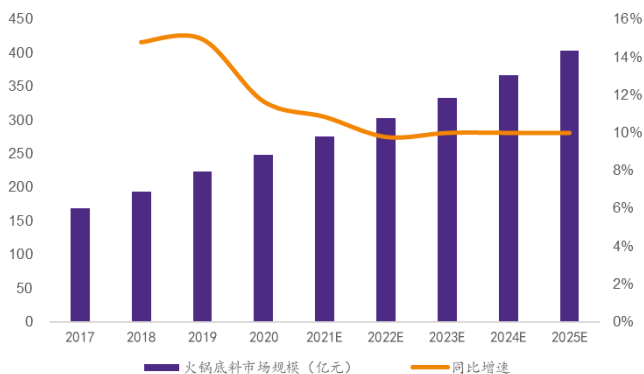
资料来源：智研咨询，华鑫证券研究

2.2、 火锅业与中式复合调料需求提升，有望保持两位数增长

火锅业的兴盛和快速发展，将推动火锅调味料需求增长。火锅市场的占比持续提升至 14.1%。目前全国已经有超过 60 万家火锅店，火锅业的发展极大促进了复合调味品中细分类别火锅底料的需求。我国火锅底料市场规模从 2017 年 169 亿元增至 2020 年 249 亿元，3 年 CAGR 为 13.79%。我们假设未来 5 年年均复合增速为 10%，则市场规模将达到 400 亿元。

图表 16: 火锅底料市场规模从 2017 年 169 亿元增至 2020 年 249 亿元, 3 年 CAGR 为 14%

图表 17: 川式火锅占比达 65%



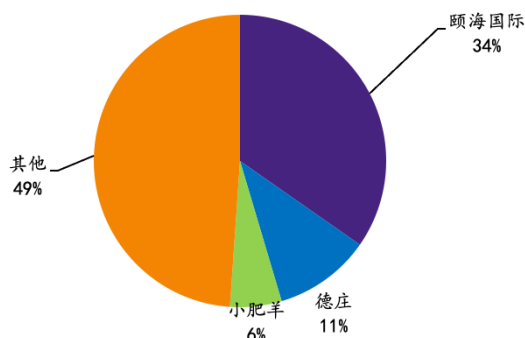
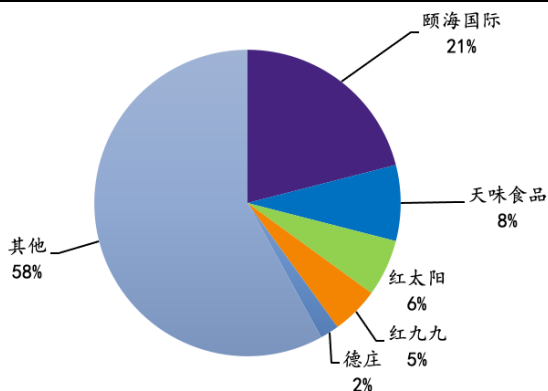
资料来源: 中商产业研究院, 华鑫证券研究

资料来源: 中商产业研究院, 华鑫证券研究

整体市场较为分散, 高端火锅底料较集中。从市场占有率情况来看, 由于准入门槛较低, 我国火锅底料市场仍较为分散, 充斥着许多作坊式的小型企业。其中颐海国际市占率最高, 达 21%, 天味、红太阳、红九九、德庄分别占比约 8%、6%、5%、2%, CR3 为 35%。颐海国际在中高端火锅底料市场占有率较高, 达 34%, 德庄和小肥羊分别占比 11%、6%, 行业 CR3 为 51%。我们认为不论是中高端亦或是全行业, 火锅底料集中度有望获得持续增长, 其中龙头企业将长期受益。

图表 18: 火锅底料 CR3 为 35%

图表 19: 中高端火锅底料占比相对集中

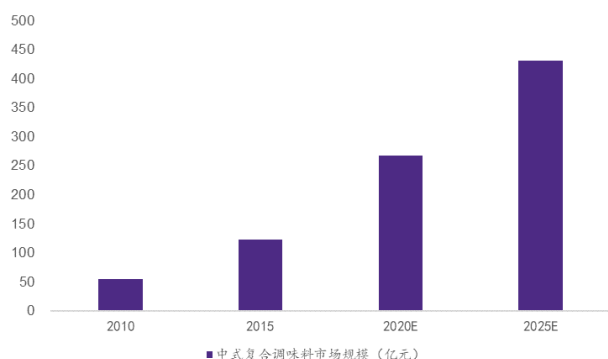


资料来源: 产业信息网, 华鑫证券研究

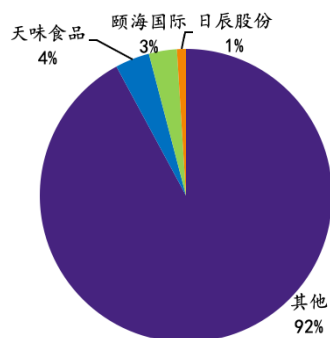
资料来源: 立鼎产业研究中心, 华鑫证券研究

中式复合调味料市场规模快速增长, 集中度仍较低。中式复合调味品行业热度持续高涨, 特别是疫情后以及 90 后懒人经济的形成, 方便简单却能快速制作出美味食品的中式复合调味料迎来快速增长。中式复合调味料市场规模从 2010 年 55 亿元增至 2020 年 268 亿元, 10 年 CAGR 为 17.4%。我们假设未来 5 年中式复合调味料年均复合增速为 10%, 则 2025 年中式复合调味料市场规模有望达 430 亿元。中式复合调味料尚处在快速发展阶段, 市场集中度较低, 天味食品、颐海国际和日辰股份作为市占率前三的企业, CR3 仅 8%, 仍有较大提升空间。

图表 20：预计中式复合调味料 2025 年市场规模达 430 亿元



图表 21：中式复合调味料 CR3 为 8%



资料来源：颐海国际招股说明书，华鑫证券研究

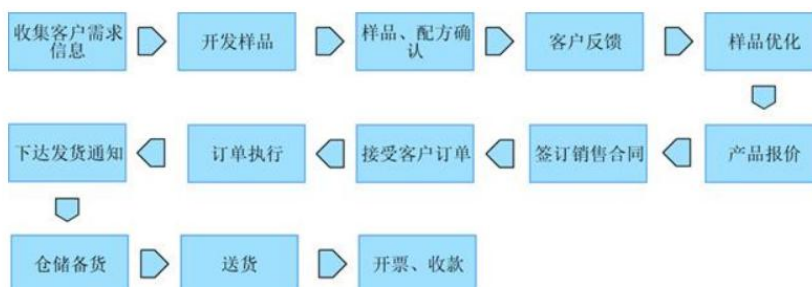
资料来源：产业信息网，华鑫证券研究

3、重研发、强渠道，股权激励彰显信心

3.1、优秀的产品研发能力，打造强产品力

产品以多品种、小规模的定制化模式为主。公司对食品加工企业、餐饮企业提供定制化服务，由研发部进行产品样品研发，形成新产品配方，进入订单生产，已有配方产品直接进入订单生产。公司主要生产酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂。根据 B 端客户的需求，研发定制化的酱汁类调味料主要包括腌制酱（液）、涂抹酱、炒制酱等，粉体类调味料主要包括裹粉裹浆、腌制类调味粉、复合汤粉、烘焙粉等。公司还针对餐饮企业和家庭烹饪生产标准化产品，包括有牛排酱、烤肉酱、中式烹饪酱等酱汁类以及天妇罗粉、黄金炸粉等粉体类调味料。

图表 22：公司定制化直销模式流程



资料来源：日辰股份招股说明书，华鑫证券研究

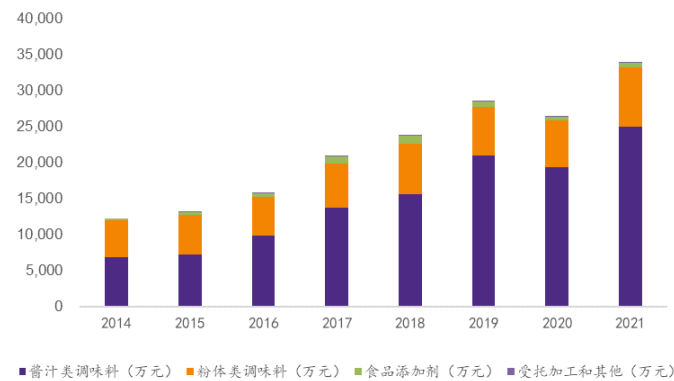
图表 23: 公司主要产品为酱汁和粉体类调味料



资料来源: 日辰股份招股说明书, 日辰股份公司官网, 华鑫证券研究

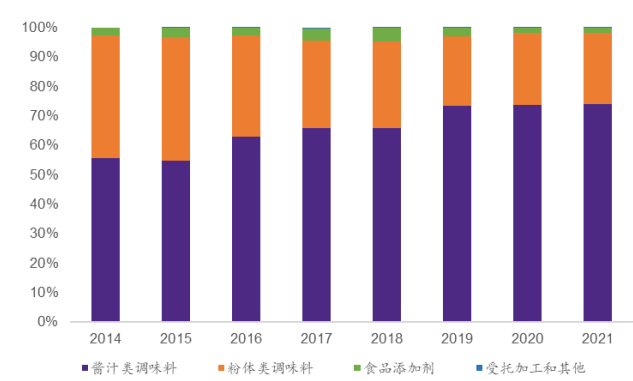
酱汁类调味料为主, 产销稳步提升。从销售收入看, 公司主要产品为酱汁类调味品, 营收从 2014 年的 6826.08 万元增至 2021 年的 2.50 亿元, 7 年 CAGR 为 20.40%, 2021 年占营收比 73.97%。粉体类调味品营收从 2014 年的 5112.85 万元增至 2021 年 8246.22 万元, 7 年 CAGR 为 7.07%, 2021 年占营收比 24.36%。食品添加剂 2021 年收入 548.96 万元, 占比为 1.62%。从销量看, 酱汁类调味料销量从 2014 年 0.59 万吨增至 2021 年 1.54 万吨, 7 年 CAGR 为 14.53%。粉体类调味料销量从 2014 年 3857.89 吨增至 2021 年 5707.13 吨, 7 年 CAGR 为 5.75%。

图表 24: 酱汁类、粉体类调味料 2021 年营收 2.5、0.8 亿元, 7 年 CAGR 为 20%、7%



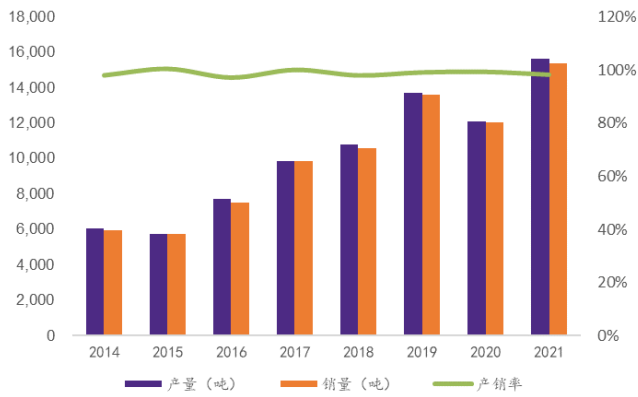
资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

图表 25: 酱汁类、粉体类调味料 2021 年营收占比 74%、24%



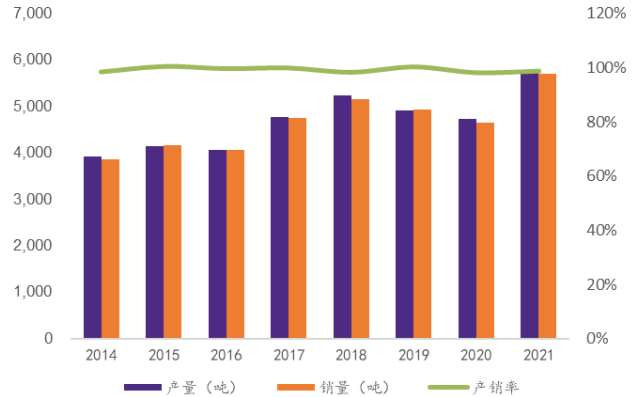
资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

图表 26: 酱汁类调味料销量从 2014 年 0.6 万吨增至 2021 年 1.5 万吨, 7 年 CAGR 为 15%



资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

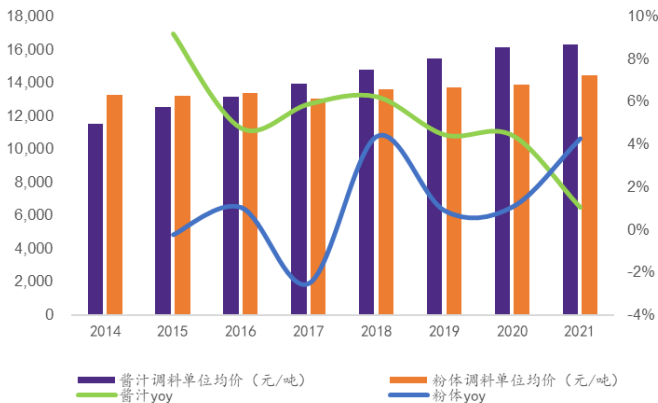
图表 27: 粉体类调味料销量从 2014 年 3858 吨增至 2021 年 5707 吨, 7 年 CAGR 为 6%



资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

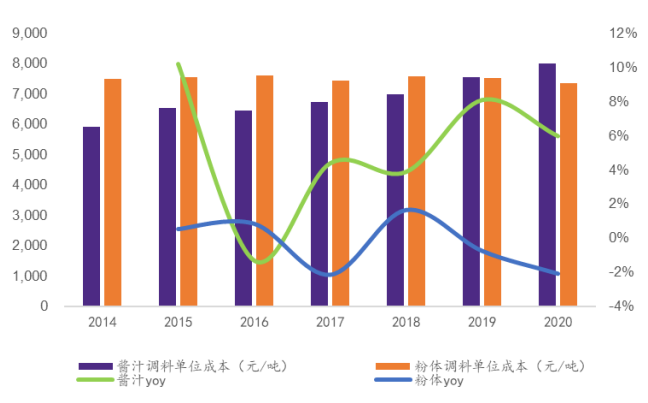
主要产品单位均价保持增长。拆分价看, 公司主要产品单位均价均保持增长, 其中酱汁类均价从 2014 年 1.15 万元/吨增至 2021 年 1.63 万元/吨, 7 年 CAGR 为 5.13%, 粉体类均价从 2014 年 1.33 万元/吨增至 2021 年 1.44 万元/吨, 7 年 CAGR 为 1.24%。从成本端看, 酱汁类单位成本从 2014 年 0.59 万元/吨增至 2021 年 0.86 万元/吨, 7 年 CAGR 为 5.49%; 粉体类单位成本从 2014 年 0.75 万元/吨增至 2021 年 0.80 万元/吨, 7 年 CAGR 为 0.97%。综合来看, 除 2021 年外, 均价的上涨高于单位成本的涨幅, 主要产品毛利率也呈稳步增长态势, 酱汁类、粉体类毛利率 2021 年分别为 46.19%、43.83%。2021 年下滑主要系原材料成本上涨所致。

图表 28: 2014-2021 年酱汁、粉体调料吨价 CAGR 为 5%、1%



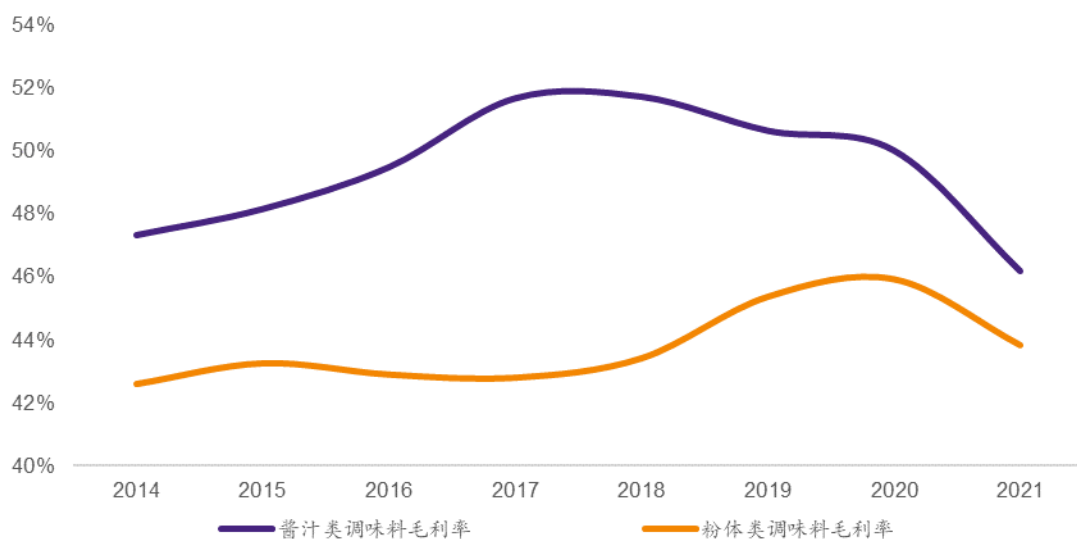
资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

图表 29: 2014-2021 年酱汁、粉体调料单吨成本 CAGR 为 5%、1%



资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

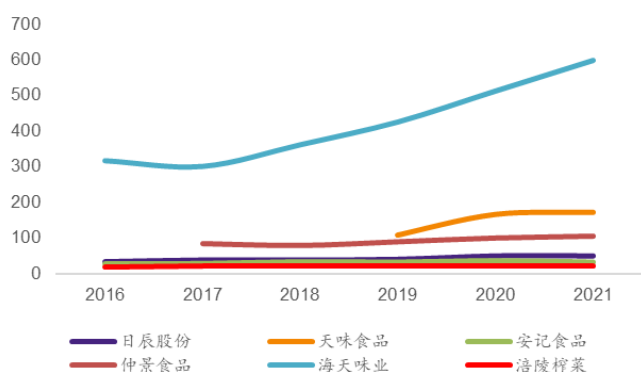
图表 30: 酱汁类、粉体类调料 2021 年毛利率 (剔除运费) 分别为 46%、44%



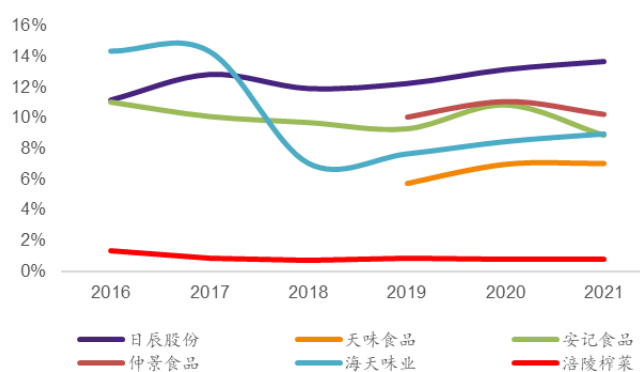
资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

研发投入大, 打造较强研发能力。公司十分注重研发能力的提升, 设有专门的研发团队, 保持对日韩终端市场、国内餐饮市场和终端消费者的追踪和分析。2021 年公司拥有研发人员 49 名, 占员工总数的 13.69%, 研发人员占比行业领先。研发费用率为 3.35%, 同样高于行业可比公司。在大力投入下, 公司目前拥有 10 项发明专利、23 项实用新型专利、14 项生产工艺的自主研发, 是国家级高新技术企业, 青岛市市级企业技术中心。

图表 31: 2021 年日辰股份有 49 名研发人员



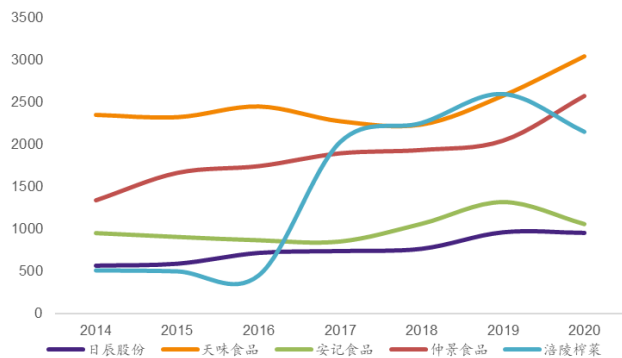
图表 32: 2021 年日辰股份研发人员占比 14%



资料来源: 日辰股份、天味食品、安记食品、仲景食品、海天味业、涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

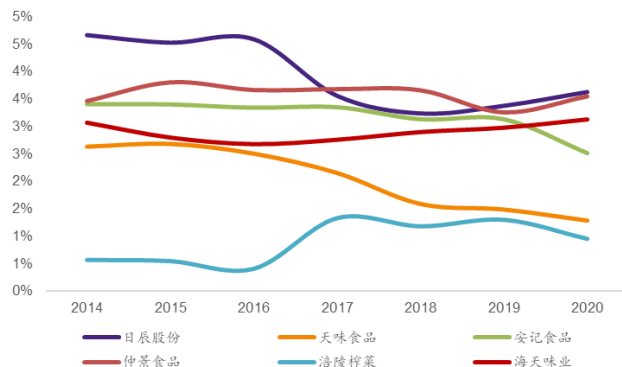
资料来源: 日辰股份、天味食品、安记食品、仲景食品、海天味业、涪陵榨菜公告, 华鑫证券研究

图表 33：2021 年日辰股份研发费用 1135 万元



资料来源：日辰股份、天味食品、安记食品、仲景食品、海天味业、涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

图表 34：2021 年日辰股份研发支出占比 3%

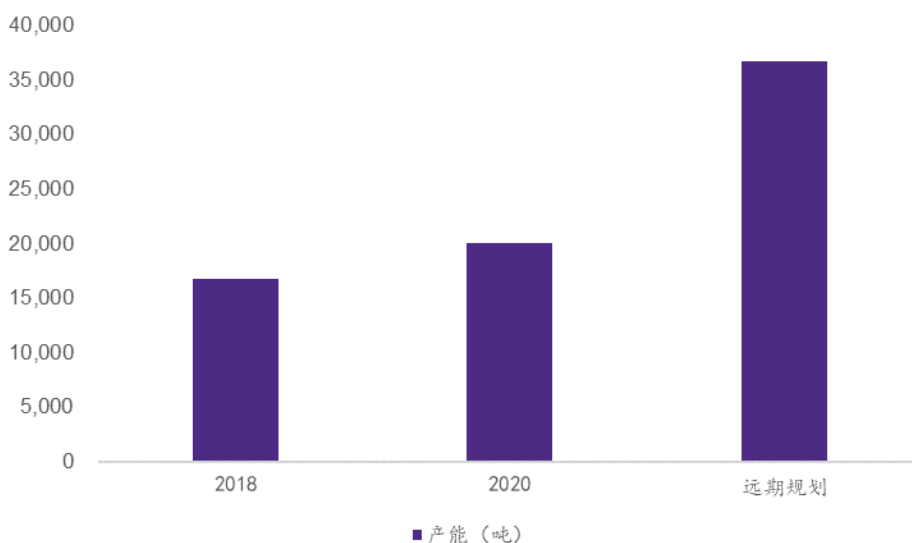


资料来源：日辰股份、天味食品、安记食品、仲景食品、海天味业、涪陵榨菜公告，华鑫证券研究

规划产能翻倍增长，奠定公司发展基础。根据公司招股说明书，2018 年拥有总产能 16750 吨，产能利用率接近 100%。2019 年 IPO 募集资金，并投资 3.41 亿元建设“年产 15000 吨复合调味品生产基地建设项目”、“年产 5000 吨汤类抽提生产线建设项目”，预计第二年上半年即可顺利实现投产，当年达产 30%，第三年达产 70%，第四年开始产能完全释放。该项目将公司复合调味料的生产能力从 16750 吨提升至 36750 吨，显著改善目前产能基本饱和的情况。其中将新增餐饮渠道复合调味品产能 1.1 万吨，新增零售终端复合调味品产能 4000 吨，有助于优化公司的产品结构，提升公司的盈利水平。

随着公司业务拓展和规模扩张，基于对公司未来发展的战略规划，为利用华东地区的区位优势，对公司生产中心进行区域布局，实施主体由日辰股份更为日辰嘉兴，实施地点由青岛变为浙江嘉兴。另外“年产 15000 吨复合调味品生产基地建设项目”、“年产 5000 吨汤类抽提生产线建设项目”预计达到可使用状态时间调整为 2023 年 12 月。2022 年 6 月公司以募集资金对日辰嘉兴增加注册资本 2 亿，日辰嘉兴注册资本将增加至 3 亿，日辰股份对其持股比例仍为 100%。日辰嘉兴是募投项目“年产 15000 吨复合调味品生产基地建设项目、年产 5000 吨汤类抽提生产线建设项目”实施主体，此次增资将推进募投项目稳步实施。

图表 35: 远期产能翻倍增至 3.68 万吨



资料来源: 日辰股份招股说明书, 华鑫证券研究

图表 36: 公司 IPO 新建 2 万吨复合调味品产能

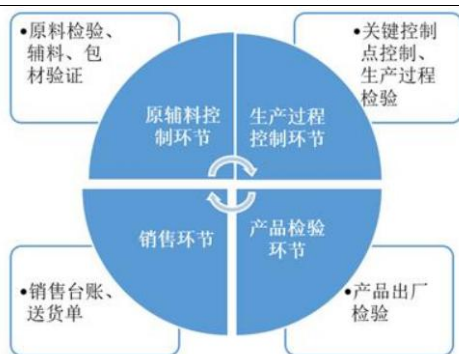
项目名称	投资总额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)
年产 15,000 吨复合调味品生产基地建设项目	20,589.61	16,697.85
年产 5,000 吨汤类抽提生产线建设项目	13,500.00	10,948.00
营销网络建设项目	4,623.76	3,748.71
技术中心升级建设项目	3,540.34	2,871.50
合计	42,253.71	34,266.06

资料来源: 日辰股份招股说明书, 华鑫证券研究

3.2、 严把食品安全环节, 产品质量优秀

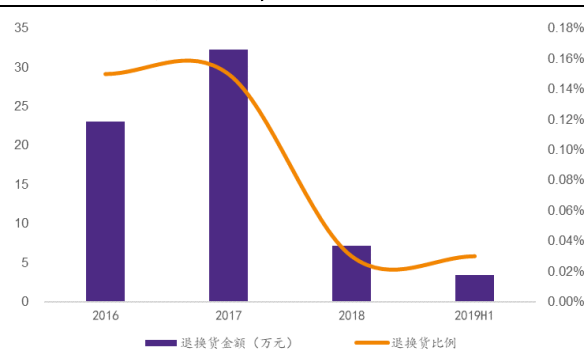
注重产品质量, 严把食品安全环节。公司成立之初即面向日本终端市场, 一直严格执行《日本食品安全基本法》, 对食品安全高度重视, 并为此投入高规格的检验、检测设备, 成立由公司管理层直接负责的食品安全小组, 建立“四环一链”的食品安全追溯体系, 覆盖研发、采购、生产、销售各个环节的全面质量控制系统, 保证每个产品可以得到及时快速的追溯。公司于 2006 年在行业内率先建立食品安全检测中心, 检测范围包括防腐剂、甜味剂、抗氧化剂、农药残留、兽药残留、重金属、非法添加物、过敏原、营养成分检测和食品理化分析九大类别、百余种检测项目, 能够 24 小时连续运转, 产品标准满足对日本食品出口标准。稳定的产品品质和良好的口碑成为公司近年来开拓国内餐饮及终端市场的坚实基础。

图表 37: 公司建立起全面质量控制系统



资料来源：日辰股份招股说明书，华鑫证券研究

图表 38: 退换货占比小, 2019H1 仅 0.03%



资料来源：日辰股份招股说明书，华鑫证券研究

品质严格管控，退换货情况较少。公司 2016 至 2019 年 1-6 月退换货金额分别为 23.03、32.23、7.17、3.44 万元，占营业收入比例分别为 0.15%、0.15%、0.03%、0.03%，发生金额和占比均较小。

图表 39: 公司设立检测中心确保食品安全

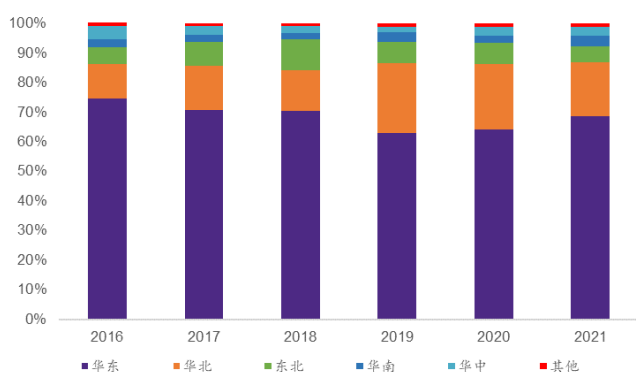


资料来源：日辰股份官网，华鑫证券研究

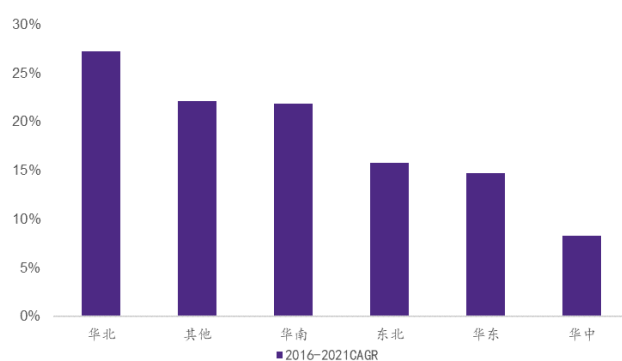
3.3、 B+C 端齐发力，营销网络逐渐完善

华东和华北为公司优势区域。公司主要销售区域集中在华东和华北，华东区域占比虽有所下滑，从 2016 年的 74.53% 降至 2021 年的 68.70%，仍是占比最高的区域；华北区域占比从 2016 年的 11.68% 增至 2021 年的 18.08%。2021 年东北/华南/华中/其他占比分别为 5.50%/3.53%/2.99%/1.18%。从增速看，华北、其他、华南增长最快，2016-2021 年 CAGR 为 27.23%、22.17%、21.83%。

图表 40：华东占比维持在 60% 以上



图表 41：华北 2016-2021 年 CAGR 为 27%

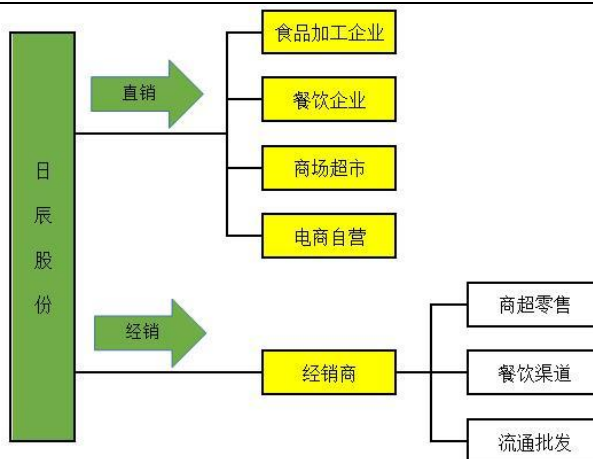


资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

销售渠道以直销为主，注重发展餐饮渠道。公司销售以直销为主，包括对食品加工企业、连锁餐饮企业的销售，部分对商超的销售，以及通过电商平台对消费者的自营销售等，2021 年直销占比达 97.99%；其中对食品加工企业的销售从 2016 年的 62% 下滑至 2021 年的 43%，餐饮企业渠道增长迅速，从 2016 年的 25% 增至 2021 年的 43%。2021 年公司新增品牌定制渠道，2021 年营收占比 11.3%。经销渠道主要通过经销商销往商超零售、餐饮渠道以及流通批发，2021 年占比 2.0%。

图表 42：公司主要销售模式



资料来源：日辰股份招股说明书，华鑫证券研究

图表 43: 食品加工企业、餐饮企业、品牌定制 2021 年营收占比 43%、43%、11%

销售模式		2016	2017	2018	2019	2020	2021
直销	食品加工企业	61.7%	56.6%	56.3%	46.0%	44.7%	42.5%
	餐饮企业	25.2%	29.9%	28.5%	42.1%	42.0%	43.3%
	品牌定制	-	-	-	-	9.8%	11.3%
	商超客户	4.7%	4.7%	4.3%	3.9%	1.2%	0.5%
	电商自营	0.4%	0.6%	1.6%	1.8%	1.2%	0.5%
经销商		8.0%	7.9%	9.3%	6.2%	1.1%	2.0%
受托加工		-	0.3%	0.1%	-	-	-

资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

持续挖掘新客户, 客户粘性强。2012 年公司持续发掘国内餐饮市场, 为连锁餐饮企业提供复合调味料定制业务。餐饮市场上公司拥有呷哺呷哺、味千拉面、永和、鱼酷等一批国内优质连锁餐饮客户。同时公司拥有圣农、正大食品、凤祥食品等大型加工企业客户。从销售额来看, 大客户销售额较为稳定, 2021 年前五大客户共计收入 1.29 亿元, 占比提升至 48.96%。由于餐饮和加工企业注重品质和口味的稳定, 不会轻易更换调味品供应商, 因此客户基本盘稳定。在维持老客户的同时, 公司积极开发新客户, 对大客户依赖有所降低。

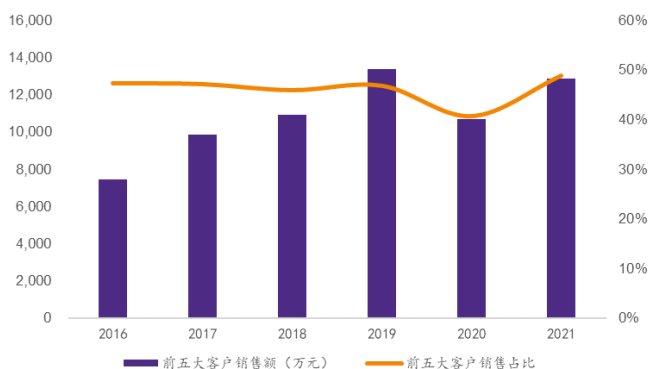
图表 44: 公司代表性客户有圣农食品、正大食品、凤祥食品等



资料来源: 日辰股份招股说明书, 华鑫证券研究

图表 45: 前五大客户销售占比 2021 年高达 49%

图表 46: 主要大客户较为稳定



排名	2016	2017	2018	2019H1
1	圣农食品	圣农食品	圣农食品	圣农食品
2	正大集团	正大集团	味千中国	味千中国
3	味千中国	味千中国	正大集团	呷哺呷哺
4	日盈食品	陈世宏及“鱼酷”	诸城外贸	诸城外贸
5	诸城外贸	诸城外贸	陈钢餐饮	正大集团

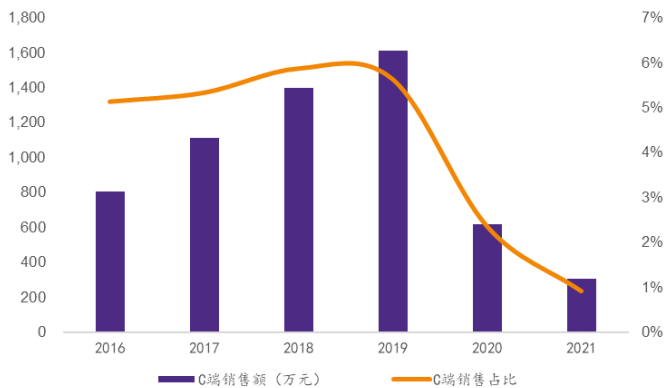
资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

资料来源: 日辰股份招股说明书, 华鑫证券研究

加快 C 端建设, 电商快速增长。公司虽然以 B 端餐饮和加工企业为主要经营渠道, 近年来逐步开展 C 端渠道建设, 并取得较大成果。公司 C 端以自有品牌“味之物语”在商超、电商等终端消费市场进行布局, 公司还在“天猫商城”、“京东”、“抖音”、“拼多多”这四个平台开设味之物语品牌旗舰店。2021 年公司对客户渠道分类进行重新定义和划分, 目前 C 端销售额整体还偏小, 2021 年销售额 307.5 万元, 占比为 0.91%。

图表 47: 2021 年 C 端销售额 307 万元, 占比 1%

图表 48: 味之物语品牌旗舰店



资料来源: 日辰股份公告, 华鑫证券研究

资料来源: 日辰股份天猫旗舰店, 华鑫证券研究

营销网络逐渐完善。在 IPO 的募资项目中, 还包含营销网络建设。公司将投资 4624 万元, 升级建设公司在青岛的营销总部及北京、上海、广州三个一级区域营销中心, 新建大连、长沙、成都、西安四个二级区域营销中心, 及 28 个营销办事处。并在总部及每个营销中心各建立一个营销体验中心——未来厨房, 加强公司销售及服务能力。针对 C 端渠道, 公司组建零售事业部, 并成立上海运营中心, 针对华东长三角区域加大布局。营销网络建设项目预计达到可使用状态时间调整为 2022 年 12 月。

图表 49：升级建设营销中心

功能定位	地点	选址及覆盖范围
营销总部	青岛	全国（山东半岛、中原经济区）
一级区域营销中心	上海	长三角
	北京	京津冀
	广州	珠三角
二级区域营销中心	大连	东三省
	长沙	鄂湘桂赣
	成都	成渝经济区
	西安	西北经济区

资料来源：日辰股份招股说明书，华鑫证券研究

公司还出资 4900 万与呷哺呷哺成立合资公司，占注册资本的 50%，新成立的合资公司将以供应呷哺呷哺原材料为主并将同时对外开放业务。我们认为随着公司营销网络逐步完善，将有效提高公司在复合调味品领域市场竞争力。

图表 50：日辰股份与呷哺呷哺成立合资公司



资料来源：日辰股份官网，华鑫证券研究

3.4、股权激励落地，充分展现公司信心

再次推出股权激励计划，信心充足。公司早在 2021 年 3 月便发布股权激励计划，由于公司新引进人员增加较多，部分激励对象职位调整，原激励计划难以达到预期的激励目的和效果，于是公司在 2021 年 6 月取消股权激励计划。并于 2021 年 10 月根据现实情况，再次发布 2021 年第二期股票期权激励计划。新激励计划拟向 35 名激励对象授予股票期权 138.63 万份，约占激励计划草案公告时公司股本总额的 1.41%，行权价格为 42.50 元/份。业绩目标为定比 2021 年，

2022-2024 年营业收入或净利润增长率为 30%/69%/119%，即 2022-2024 年每年营收或净利润均要实现同比增长 30%。此次激励计划将人员由此前的 27 人扩充至 35 人，其中新增负责销售的副总经理崔正波，将极大调动公司中高层管理人员和核心骨干人员的工作积极性。

图表 51：2021 年股权激励计划授予对象增加

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占本激励计划授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
2021 年 3 月推出				
周庆	财务总监	10	7.21%	0.10%
中层管理人员及核心骨干人员 (26 人)		105.6319	76.20%	1.07%
预留部分		23	16.59%	0.23%
合计		138.6319	100.00%	1.41%
2021 年 10 月推出				
崔正波	副总经理	15	10.82%	0.15%
周庆	财务总监	10	7.21%	0.10%
中层管理人员及核心骨干人员 (33 人)		113.6319	81.97%	1.15%
合计		138.6319	100.00%	1.41%

资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

2022 年 6 月公司再次向董监高等 71 人授予 200 万份股票期权，此次授予主要涵盖新加入公司的管理人员等，约占公司总股本的 2.03%，行权价格为每份 37 元。业绩目标为定比 2021 年，2023-2025 年营收或净利润增长率为 69%/119%/186%，由于 2021 年 10 月公司推出股权激励计划，定比 2021 年，2022-2024 年营收或净利润增长率为 30%/69%/119%，因此 2022-2025 年每年公司均要实现营收或净利润同比增长 30%。股权激励计划的落地将极大调动公司中高层管理人员和核心骨干人员的工作积极性。同时也表明公司管理层对 2022-2025 年业绩具备较强信心。

图表 52：两次股权激励计划业绩考核要求

考核年度	定比 2021 年增速	同比增长	收入 (百万元)	利润 (百万元)
业绩目标 100%达成				
2021			338.5	81.29
2022	30.00%	30.00%	440.05	105.68
2023	69.00%	30.00%	572.07	137.38
2024	119.00%	29.59%	741.32	178.03
2025	185.61%	30.42%	966.79	232.17
业绩目标 80%达成				
2021			338.5	81.29
2022	22.50%	22.50%	414.66	99.58
2023	51.75%	23.88%	513.67	123.36
2024	89.25%	24.71%	640.61	153.84
2025	139.21%	26.40%	809.73	194.45

资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

图表 53：2022 年股权激励计划授予对象更多

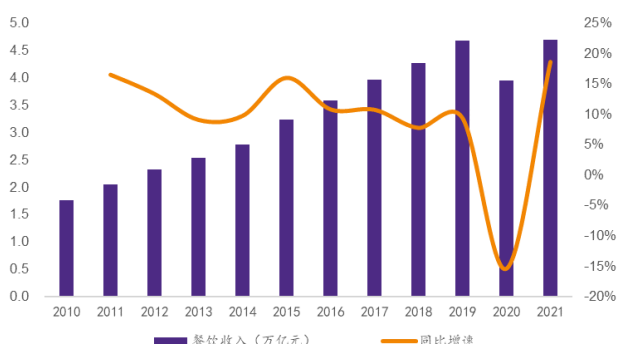
姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占本激励计划授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
崔宝军	董事、副总经理	15	7.50%	0.15%
陈颖	董事、副总经理	10	5.00%	0.10%
屈洪亮	董事、生产副总监	5	2.50%	0.05%
崔正波	副总经理	10	5.00%	0.10%
黄桂琴	副总经理	10	5.00%	0.10%
张伟	财务总监	10	5.00%	0.10%
赵兴健	董事会秘书	10	5.00%	0.10%
中层管理人员及核心骨干人员 (64 人)		130	65.00%	1.32%
合计		200	100%	2.03%

资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

3.5、消费需求迎复苏，原材料价格望回落

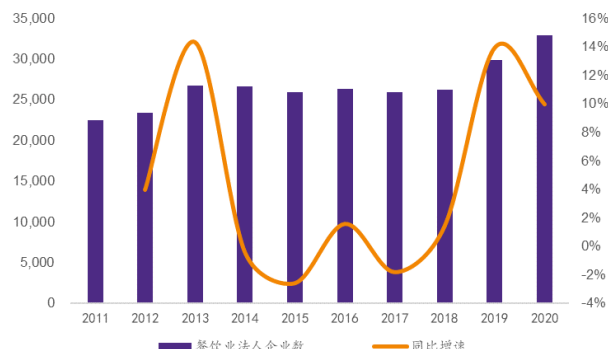
餐饮的恢复将带动公司需求增长。餐饮是公司产品的主要销售渠道，藤椒系调味品销售额 90%以上来自餐饮端消费。疫情零星爆发，对餐饮端影响较大。疫情发生之前，我国餐饮业一直保持着较高的发展速度，2020 年餐饮行业受到疫情影响较重，2021 年餐饮行业恢复至疫情前水平，餐饮收入从 2010 年 1.76 万亿元增至 2021 年 4.69 万亿元，11 年 CAGR 为 9.30%。餐饮业企业数量在 2013 年有较大增长，随后几年略有波动，总体较为稳定，从 2011 年 22496 家增至 2020 年 32901 家，10 年 CAGR 为 4.31%。随着疫情持续好转，餐饮业必将迎来复苏，有望带动餐饮端需求增长。

图表 54：2021 年餐饮收入 4.69 万亿，同增 18.6%，恢复至疫情前水平，11 年 CAGR 为 9%



资料来源：wind，国家统计局，华鑫证券研究

图表 55：餐饮业企业法人数量 2020 年 3.29 万家，9 年 CAGR 为 4.3%

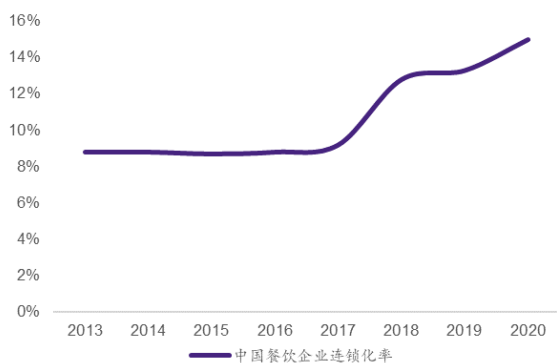


资料来源：wind，国家统计局，华鑫证券研究

餐饮连锁化率的提升有助于提高需求。2020 年我国餐饮连锁化率仅 15%，连锁化水平持续提升，仍远低于美国的 53.3% 和日本的 48.9%，较低的连锁化率为连锁企业发展提供了广阔的空间。随着经济的发展和居民收入的提高，消费者

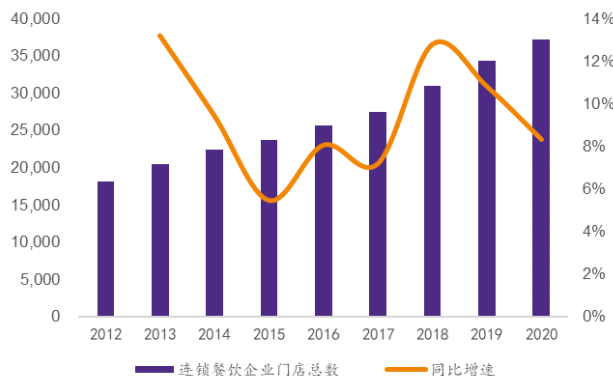
对餐饮品牌和口味提出更高的要求，因此连锁餐饮企业的快速发展成为必然。我国连锁餐饮企业不断增加，从2012年的1.82万家增至2020年的3.72万家，8年CAGR为9.39%。连锁餐饮企业的增长，对标准化甚至特色化的调味品具有一定要求，连锁化率的提升有助于调味品在餐饮渠道扩容从而拉动调味品的需求提升。

图表 56: 中国餐饮企业连锁化率提升至 15%



资料来源: wind, 华鑫证券研究

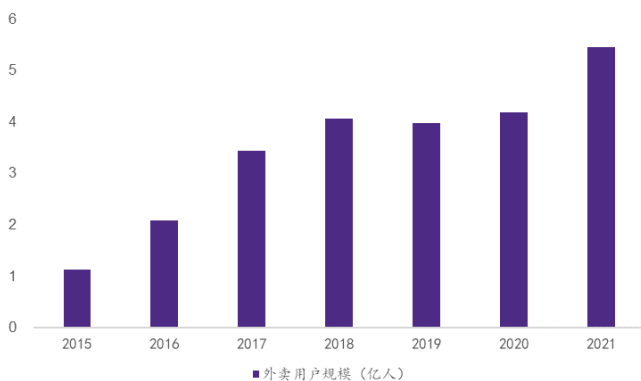
图表 57: 连锁企业门店从 2012 年 1.8 万家增至 2020 年 3.7 万家, 8 年 CAGR 为 9.4%。



资料来源: 国家统计局, 华鑫证券研究

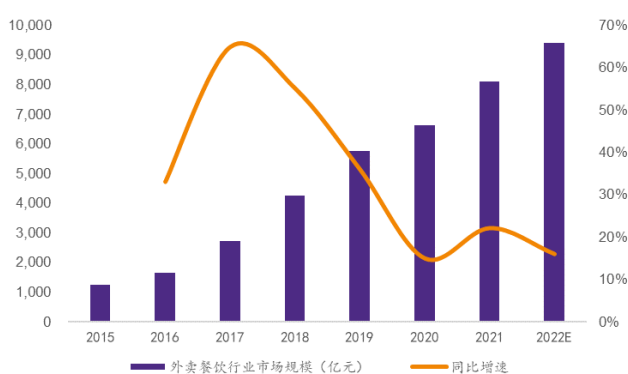
外卖的快速增长推动调味品需求的增长。我国外卖行业发展迅速，收入从2015年的1250亿元增至2021年8117亿元，6年CAGR为36.59%，外卖用户规模从2015年的1.14亿人增至2021年的5.44亿人，6年CAGR为29.84%。随着外卖业务快速发展，有助于提升公司需求的增长。

图表 58: 外卖用户规模快速增长, 2021 年达 5.4 亿人



资料来源: 中商产业研究院, 华鑫证券研究

图表 59: 外卖行业市场规模从 2015 年 1250 亿增至 2021 年 8117 亿, 6 年 CAGR 为 37%



资料来源: 中商产业研究院, 华鑫证券研究

B 端有望稳定基本盘, C 端提供增量空间。日辰股份 90% 以上是 B 端客户, 未来 B 端仍是公司最核心基本盘。除了 B 端以外, 公司仍重视 C 端销售, 组建零售事业部并成立上海运营中心, 将来 C 端销售将纳入上海运营中心, 华东区

域销售也将纳入上海运营中心。公司不断加大长三角、珠三角、华北、北京、河北、河南等地区布局。

图表 60：公司设立网上商城进军 C 端市场



资料来源：抖音、天猫、京东、拼多多 APP，华鑫证券研究

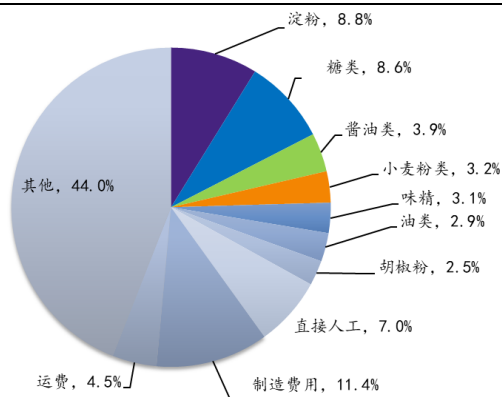
图表 61：日辰股份设立上海运营中心



资料来源：日辰股份公告，华鑫证券研究

原材料价格仍处于较高位置，2022H2 有望下降。日辰股份主要原材料包括淀粉、糖类、酱油类、油类等。自 2021 年以来，由于受到疫情、天气、地缘冲突等影响，大宗商品价值持续上涨，公司主要原材料价格处于历史高位。目前淀粉、白砂糖、棕榈油等价格较高点均有所下滑。根据敏感性分析，我们认为在原材料价格波动-3%至 3%区间，毛利率变动幅度为 1.34pct 至-1.34pct。我们预计原材料价格在 2022 年下半年有望回落，届时公司利润弹性有望释放。

图表 62：日辰股份主要成本拆分



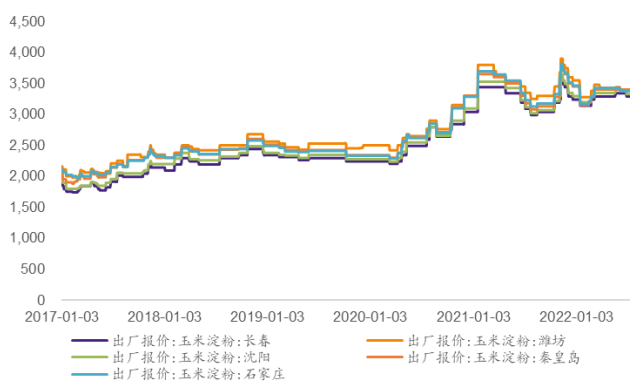
资料来源：日辰股份招股说明书，华鑫证券研究

图表 63：棕榈油平均价有所下滑



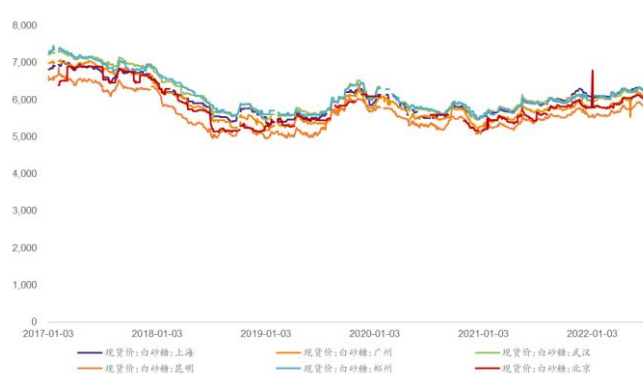
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 64: 玉米淀粉出厂报价仍处于较高位置 (元/吨)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 65: 白砂糖现货价仍处于较高位置 (元/吨)



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 66: 日辰股份原材料成本变动敏感性分析

原材料成本变动	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%
毛利率	44.77%	44.33%	43.88%	43.44%	42.99%	42.55%	42.10%
毛利率变动	1.34%	0.89%	0.45%	0.00%	-0.45%	-0.89%	-1.34%

资料来源: 华鑫证券预测

4、盈利预测与评级

我们认为复合调味品行业空间广阔，预计将维持双位数快速增长。公司专注定制餐调，随着疫情缓解，餐饮端消费复苏以及公司在营销、管理持续完善，2022H2 有望实现较好增长。预计 2022-2024 年 EPS 为 0.94/1.22/1.58 元，当前股价对应 PE 分别为 38/29/22 倍，维持“推荐”评级。

图表 67：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	339	390	508	660
增长率	28.6%	15.3%	30.2%	30.0%
归母净利润（百万元）	81	93	121	156
增长率	0.0%	14.1%	30.0%	29.6%
摊薄每股收益（元）	0.82	0.94	1.22	1.58
ROE	12.3%	13.1%	15.6%	18.3%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 疫情拖累消费；
- (3) 行业竞争加剧；
- (4) 区域扩张不及预期；
- (5) 客户开发不及预期等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	339	390	508	660
现金及现金等价物	143	216	292	373	营业成本	192	219	283	365
应收款	67	75	97	127	营业税金及附加	4	4	6	8
存货	31	37	47	61	销售费用	21	20	27	37
其他流动资产	295	307	320	332	管理费用	30	29	39	51
流动资产合计	535	635	756	893	财务费用	0	-1	-1	-3
非流动资产:					研发费用	11	12	15	21
金融类资产	286	296	305	313	费用合计	62	59	79	106
固定资产	64	122	139	139	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	104	42	17	7	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	38	36	34	32	投资收益	10	0	0	0
长期股权投资	49	49	49	49	营业利润	94	108	140	181
其他非流动资产	34	34	34	34	加: 营业外收入	0	2	2	2
非流动资产合计	289	282	272	261	减: 营业外支出	0	2	2	2
资产总计	824	918	1,029	1,154	利润总额	94	108	140	181
流动负债:					所得税费用	13	15	19	25
短期借款	53	93	123	143	净利润	81	93	121	156
应付账款、票据	56	61	79	102	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	26	26	26	26	归母净利润	81	93	121	156
流动负债合计	134	179	227	270					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	27	27	27	27	成长性				
其他非流动负债	2	2	2	2	营业收入增长率	28.6%	15.3%	30.2%	30.0%
非流动负债合计	29	29	29	29	归母净利润增长率	0.0%	14.1%	30.0%	29.6%
负债合计	163	208	256	299	盈利能力				
所有者权益					毛利率	43.4%	43.8%	44.3%	44.8%
股本	99	99	99	99	四项费用/营收	18.4%	15.2%	15.6%	16.1%
股东权益	661	709	773	855	净利率	24.0%	23.8%	23.7%	23.7%
负债和所有者权益	824	918	1,029	1,154	ROE	12.3%	13.1%	15.6%	18.3%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	19.8%	22.7%	24.9%	25.9%
净利润	81	93	121	156	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6
折旧摊销	7	6	10	11	应收账款周转率	5.1	5.2	5.2	5.2
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	6.3	6.1	6.1	6.1
营运资金变动	-29	-11	-19	-25	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	60	88	112	143	EPS	0.82	0.94	1.22	1.58
投资活动现金净流量	-65	-6	-1	1	P/E	43.0	37.7	29.0	22.4
筹资活动现金净流量	79	-4	-27	-54	P/S	10.3	9.0	6.9	5.3
现金流量净额	74	78	83	90	P/B	5.3	4.9	4.5	4.1

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1.5年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究担任食品饮料助理分析师，负责调味品行业研究工作。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。