

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

收入稳健增长，成本压力犹存

2022年10月26日

事件：公司发布2022年三季度报告，22Q1-3实现营收89.83亿元，同比+18.29%；实现归母净利润8.97亿元，同比-11.87%；实现扣非归母净利润8.07亿元，同比-10.15%。其中22Q3实现营收28.92亿元，同比+22.55%；实现归母净利润2.29亿元，同比+20.59%；实现扣非归母净利润2.12亿元，同比+22.64%。

点评：

- **22Q3 营收增长表现超预期，海外业务继续高增长。**分业务看，22Q3酵母系列/包装类/制糖/其他分别实现收入19.8/1.1/4.0/3.9亿元，同比增长分别为8.3%/17.0%/165.1%/62.4%。22Q3制糖业务收入占比为13.9%，环比提升6.5个百分点，低毛利率的业务占比提升对盈利能力形成拖累。分区域看，22Q3年国内/国外分别实现收入18.9/10.0亿元，同比增长11.9%/55.8%。受益于全球供应链受阻，人民币贬值以及公司加强海外销售，海外市场表现持续较强，展望22Q4，海外市场高增的态势仍有望延续。国内市场复苏较慢，仍然受国内烘焙、动物营养和保健品业务的拖累。
- **原材料价格上涨，产品结构变化，利润端承压。**22Q3公司毛利率为21.9%，同比下降2.6个百分点，主要由于原材料价格上涨，以及低毛利率的制糖业务占比的提升。单三季度看，销售费用率为5.9%，同比基本持平；管理费用率为3.9%，同比下降0.6个百分点，主要由于规模效应体现；22Q3财务费用为-0.3亿元，同比减少0.4亿元，主要由于人民币贬值产生汇兑收益所致。22Q3归母净利率7.9%，同比减少0.1个百分点。
- **盈利预测与投资评级：**由于原材料价格继续上涨，22Q3利润端继续承压。展望22Q4，海外业务高增趋势仍有望延续，全年收入目标也有望达成。若疫情缓解，国内烘焙、动物营养和保健品等业务也有望恢复。我们预计公司22-24年EPS分别为1.51/1.95/2.47元，对应PE分别为25.99/20.09/15.90倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**糖蜜价格上涨超预期；汇率波动；产能投放不及预期。

| 重要财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,933 | 10,675 | 12,671 | 14,858 | 17,370 |
| 增长率 YoY % | 16.7% | 19.5% | 18.7% | 17.3% | 16.9% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,372 | 1,309 | 1,312 | 1,698 | 2,145 |
| 增长率 YoY% | 52.1% | -4.6% | 0.3% | 29.4% | 26.3% |
| 毛利率% | 34.0% | 27.3% | 25.7% | 27.0% | 27.9% |
| 净资产收益率 ROE% | 23.3% | 19.1% | 14.2% | 16.2% | 17.7% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.66 | 1.59 | 1.51 | 1.95 | 2.47 |
| 市盈率 P/E(倍) | 30.69 | 38.01 | 25.99 | 20.09 | 15.90 |
| 市净率 P/B(倍) | 7.53 | 7.65 | 3.70 | 3.25 | 2.81 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年10月25日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

| 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 4,445 | 5,468 | 9,181 | 8,758 | 9,362 | | 营业收入 | 8,933 | 10,675 | 12,671 | 14,858 | 17,370 |
| 货币资金 | 1,107 | 1,296 | 3,050 | 2,050 | 2,050 | | 营业成本 | 5,896 | 7,757 | 9,411 | 10,850 | 12,519 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 4 | 5 | | 营业税金及附加 | 79 | 87 | 101 | 119 | 139 |
| 应收账款 | 799 | 1,123 | 1,736 | 1,832 | 1,904 | | 销售费用 | 646 | 668 | 786 | 921 | 1,060 |
| 预付账款 | 179 | 279 | 376 | 434 | 501 | | 管理费用 | 314 | 359 | 456 | 505 | 556 |
| 存货 | 1,993 | 2,251 | 3,352 | 3,716 | 4,116 | | 研发费用 | 386 | 475 | 558 | 639 | 730 |
| 其他 | 367 | 519 | 667 | 723 | 787 | | 财务费用 | 104 | 79 | 125 | 149 | 153 |
| 非流动资产 | 6,362 | 7,978 | 9,729 | 11,793 | 12,940 | | 减值损失合计 | -47 | -32 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 投资净收益 | -3 | 8 | 13 | 15 | 17 |
| 固定资产(合计) | 5,204 | 5,659 | 6,959 | 8,889 | 9,900 | | 其他 | 168 | 273 | 279 | 282 | 261 |
| 无形资产 | 368 | 532 | 672 | 762 | 852 | | 营业利润 | 1,626 | 1,499 | 1,525 | 1,972 | 2,491 |
| 其他 | 770 | 1,787 | 2,098 | 2,143 | 2,188 | | 营业外收支 | 2 | 18 | -1 | -1 | -1 |
| 资产总计 | 10,807 | 13,446 | 18,910 | 20,551 | 22,301 | | 利润总额 | 1,627 | 1,517 | 1,524 | 1,971 | 2,490 |
| 流动负债 | 3,125 | 4,469 | 7,558 | 7,905 | 8,009 | | 所得税 | 205 | 195 | 198 | 256 | 324 |
| 短期借款 | 1,141 | 2,035 | 4,952 | 4,950 | 4,654 | | 净利润 | 1,422 | 1,321 | 1,326 | 1,715 | 2,166 |
| 应付票据 | 94 | 160 | 155 | 163 | 171 | | 少数股东损益 | 51 | 13 | 13 | 17 | 22 |
| 应付账款 | 1,088 | 1,317 | 1,444 | 1,665 | 1,921 | | 归属母公司净利润 | 1,372 | 1,309 | 1,312 | 1,698 | 2,145 |
| 其他 | 802 | 956 | 1,007 | 1,126 | 1,263 | | EBITDA | 2,247 | 2,132 | 2,351 | 2,988 | 3,625 |
| 非流动负债 | 1,494 | 1,776 | 1,776 | 1,776 | 1,776 | | EPS(当年)(元) | 1.66 | 1.59 | 1.51 | 1.95 | 2.47 |
| 长期借款 | 1,245 | 1,468 | 1,468 | 1,468 | 1,468 | | | | | | | |
| 其他 | 249 | 308 | 308 | 308 | 308 | | | | | | | |
| 负债合计 | 4,619 | 6,245 | 9,334 | 9,681 | 9,784 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 298 | 347 | 360 | 377 | 399 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 5,890 | 6,854 | 9,216 | 10,493 | 12,118 | | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 10,807 | 13,446 | 18,910 | 20,551 | 22,301 | | | | | | | |
| 重要财务指标 | | | | | | 单位:百万元 | 现金流量表 | | | | | |
| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入 | 8,933 | 10,675 | 12,671 | 14,858 | 17,370 | | 经营活动现金流 | 1,869 | 1,319 | 400 | 2,545 | 3,134 |
| 同比 (%) | 16.7% | 19.5% | 18.7% | 17.3% | 16.9% | | 净利润 | 1,422 | 1,321 | 1,326 | 1,715 | 2,166 |
| 归属母公司净利润 | 1,372 | 1,309 | 1,312 | 1,698 | 2,145 | | 折旧摊销 | 509 | 563 | 715 | 886 | 1,003 |
| 同比 (%) | 52.1% | -4.6% | 0.3% | 29.4% | 26.3% | | 财务费用 | 58 | 87 | 158 | 187 | 184 |
| 毛利率 (%) | 34.0% | 27.3% | 25.7% | 27.0% | 27.9% | | 投资损失 | 3 | -8 | -13 | -15 | -17 |
| ROE% | 23.3% | 19.1% | 14.2% | 16.2% | 17.7% | | 营运资金变动 | -212 | -704 | -1,787 | -229 | -203 |
| EPS(摊薄)(元) | 1.66 | 1.59 | 1.51 | 1.95 | 2.47 | | 其它 | 89 | 59 | 1 | 1 | 1 |
| P/E | 30.69 | 38.01 | 25.99 | 20.09 | 15.90 | | 投资活动现金流 | -777 | -1,951 | -2,454 | -2,936 | -2,134 |
| P/B | 7.53 | 7.65 | 3.70 | 3.25 | 2.81 | | 资本支出 | -777 | -1,978 | -2,201 | -2,951 | -2,151 |
| EV/EBITDA | 19.37 | 24.69 | 16.01 | 12.93 | 10.58 | | 长期投资 | 0 | 27 | -260 | 0 | 0 |
| | | | | | | | 其他 | 0 | 0 | 7 | 15 | 17 |
| | | | | | | | 筹资活动现金流 | -467 | 840 | 3,808 | -609 | -1,001 |
| | | | | | | | 吸收投资 | 3 | 268 | 1,400 | 0 | 0 |
| | | | | | | | 借款 | 3,140 | 3,142 | 2,917 | -2 | -296 |
| | | | | | | | 支付利息或股息 | -416 | -519 | -508 | -607 | -704 |
| | | | | | | | 现金流净增加额 | 655 | 190 | 1,754 | -1,000 | 0 |



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，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）。

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 | hanqiyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@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 |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | 18513322185 |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 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 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |

| | | | |
|----------|-----|-------------|---------------------------|
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5%以下。 | 看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | | |
| | | |

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。