

南侨食品（605339）

22年收入同减0.4%，盈利能力有望修复，冷冻面团积极扩产高增可期

事件：公司发布2022年年度报告。2022年公司实现营业收入28.61亿元，同减0.4%；实现归母净利润1.61亿元，同减56.41%。其中2022Q4公司实现营业收入7.82亿元，同减4.38%，归母净利润为0.28亿元，同减70.69%。

收入端：22年公司实现营业收入28.61亿元，同比减少0.40%，主要是由于国内经济环境的变化对线下消费市场带来了不可避免的冲击，导致公司主要产品的销量相比去年同期略有下降。1)分季度来看，2022年Q1/Q2/Q3/Q4公司分别实现收入6.60亿元/7.66亿元/6.54亿元/7.82亿元，同比变动1.94%/7.17%/-5.71%/-4.38%。2)分产品来看，2022年公司在烘焙应用油脂、淡奶油、乳制品、冷冻面团、馅料上分别实现营业收入15.40亿元/5.10亿元/5.93亿元/1.96亿元/0.14亿元，同比变动-8.91%/6.90%/18.05%/10.35%/-12.88%。淡奶油、乳制品、冷冻面团产品实现快速增长的原因在于积极推出广受消费者好评的新产品，其中淡奶油增长最快，主要原因是公司新引进了英国的红米稀奶油，其35%的乳脂含量以及高稳定性的特性深受客户青睐；公司冷冻面团业务快速扩张，上海厂投产后产能紧张问题缓解，后续有望持续放量。3)分销售模式看，经销和直营为主要收入渠道，分别实现15.87亿元和12.68亿元的营收，分别占比55.57%和44.38%，同比变动-8.01%和11.02%。

费用：2022年期间费用率为14.50%，同比减少0.36pct。其中，销售费用率为7.56%，同增0.20pct；管理费用率为5.72%，同增0.24pct；研发费用率为2.46%，同减0.31pct；财务费用率为-1.24%，同减0.50pct。销售费用率与管理费用率整体平稳，变动主要来自职工薪酬费用支出占比的增加。

利润端：公司22Q1-Q4单季度归母净利润分别0.53亿元/0.73亿元/0.07亿元/0.28亿元，同比变动-45.70%/-25.62%/-90.90%/-70.69%，公司22Q1-Q4单季度净利率分别为8.04%/9.48%/1.09%/3.55%，同比变动-7.06%/-4.22%/-10.24%/-8.04pct。

净利率下降或主要由于1)因内外部因素影响，线下消费仍未恢复，主要产品销量降低；2)主要受原材料价格波动影响，营业成本增加。

盈利能力走出低谷期，持续新品开发。当前公司利润端边际好转，22年12月份公司实现收入2.8亿元，利润0.18亿元，对应净利率6.51%，环比11月份+4.33pct，我们认为公司成本压力逐步减小，后续公司盈利有望持续转好。渠道端，公司巩固一二线城市下沉三四线城市，针对不同业态采取不同的策略。截至2022年底，经销商数量360家，新增90家，减少35家，新增的经销商2022年度销售收入合计6535.09万元，减少的经销商对应上年销售收入1034.82万元。

投资建议：随着冷冻面团等业务产能落地，公司将深耕烘焙市场，解锁茶饮、餐饮等新消费场景，未来业绩有望高速发展。我们预测公司2023-2024年归母净利润在3.7/4.8亿元，对应PE29X/22X，维持买入评级。

风险提示：产品推广不及预期；营收增长不及预期；新业务拓展不及预期；食品安全风险

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,872.99 | 2,861.40 | 3,615.96 | 4,378.38 | 5,417.26 |
| 增长率(%) | 23.71 | (0.40) | 26.37 | 21.08 | 23.73 |
| EBITDA(百万元) | 606.17 | 320.15 | 470.07 | 625.80 | 721.96 |
| 净利润(百万元) | 368.40 | 160.58 | 370.92 | 477.63 | 572.81 |
| 增长率(%) | 13.27 | (56.41) | 130.99 | 28.77 | 19.93 |
| EPS(元/股) | 0.86 | 0.38 | 0.87 | 1.12 | 1.34 |
| 市盈率(P/E) | 28.86 | 66.21 | 28.66 | 22.26 | 18.56 |
| 市净率(P/B) | 3.32 | 3.27 | 2.89 | 2.56 | 2.25 |
| 市销率(P/S) | 3.70 | 3.72 | 2.94 | 2.43 | 1.96 |
| EV/EBITDA | 20.41 | 24.62 | 17.94 | 12.87 | 10.72 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 食品饮料/休闲食品 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 24.84元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 427.98 |
| 流通A股股本(百万股) | 67.79 |
| A股总市值(百万元) | 10,630.94 |
| 流通A股市值(百万元) | 1,683.92 |
| 每股净资产(元) | 7.59 |
| 资产负债率(%) | 21.84 |
| 一年内最高/最低(元) | 26.86/18.21 |

作者

| | |
|--------------------------|-----|
| 刘章明 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110516060001 | |
| liuzhangming@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《南侨食品-半年报点评:发布半年报,受疫情&上游成本压力影响,积极布局冷冻面团产能扩建》2022-08-13
- 《南侨食品-年报点评报告:发布21年年报,实现归母净利润3.68亿元同增13%,产能释放渠道开拓业绩稳健增长》2022-03-18
- 《南侨食品-季报点评:21Q3营收同增10%,渠道下沉拓展烘焙新消费场景》2021-11-01

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 2,037.95 | 2,084.92 | 2,491.86 | 2,878.65 | 3,346.89 |
| 应收票据及应收账款 | 218.70 | 200.04 | 295.86 | 310.55 | 451.45 |
| 预付账款 | 19.46 | 15.06 | 31.62 | 21.22 | 43.71 |
| 存货 | 555.91 | 570.05 | 677.43 | 804.19 | 1,076.80 |
| 其他 | 8.95 | 17.33 | 26.19 | 13.67 | 29.03 |
| 流动资产合计 | 2,840.97 | 2,887.40 | 3,522.95 | 4,028.28 | 4,947.87 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 1,032.87 | 1,064.50 | 1,041.49 | 1,035.92 | 1,027.82 |
| 在建工程 | 42.51 | 15.35 | 45.21 | 75.13 | 75.08 |
| 无形资产 | 59.88 | 58.34 | 54.59 | 50.85 | 47.11 |
| 其他 | 144.26 | 135.84 | 106.51 | 120.69 | 110.73 |
| 非流动资产合计 | 1,279.51 | 1,274.03 | 1,247.81 | 1,282.59 | 1,260.73 |
| 资产总计 | 4,120.48 | 4,161.44 | 4,770.75 | 5,310.87 | 6,208.60 |
| 短期借款 | 290.61 | 348.31 | 400.00 | 420.00 | 560.00 |
| 应付票据及应付账款 | 220.64 | 203.84 | 318.45 | 286.02 | 467.93 |
| 其他 | 324.46 | 280.48 | 316.99 | 377.04 | 383.74 |
| 流动负债合计 | 835.71 | 832.63 | 1,035.44 | 1,083.06 | 1,411.67 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 83.64 | 76.24 | 57.65 | 72.51 | 68.80 |
| 非流动负债合计 | 83.64 | 76.24 | 57.65 | 72.51 | 68.80 |
| 负债合计 | 919.35 | 908.87 | 1,093.09 | 1,155.57 | 1,480.47 |
| 少数股东权益 | 2.54 | 2.56 | 2.56 | 2.56 | 2.59 |
| 股本 | 427.65 | 428.12 | 427.98 | 427.98 | 427.98 |
| 资本公积 | 1,241.94 | 1,267.35 | 1,259.42 | 1,259.42 | 1,259.42 |
| 留存收益 | 2,838.69 | 2,884.14 | 3,247.12 | 3,724.76 | 4,297.57 |
| 其他 | (1,309.69) | (1,329.61) | (1,259.42) | (1,259.42) | (1,259.42) |
| 股东权益合计 | 3,201.13 | 3,252.57 | 3,677.66 | 4,155.29 | 4,728.13 |
| 负债和股东权益总计 | 4,120.48 | 4,161.44 | 4,770.75 | 5,310.87 | 6,208.60 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 369.04 | 160.60 | 370.92 | 477.63 | 572.81 |
| 折旧摊销 | 103.49 | 99.16 | 56.89 | 59.40 | 61.90 |
| 财务费用 | (21.60) | (36.95) | (35.56) | (16.44) | (28.51) |
| 投资损失 | (0.96) | 0.00 | (0.36) | (0.36) | (0.24) |
| 营运资金变动 | (302.18) | (140.66) | (54.86) | (90.24) | (260.46) |
| 其它 | 65.11 | 118.42 | (3.00) | (4.00) | (4.98) |
| 经营活动现金流 | 212.91 | 200.57 | 334.03 | 425.99 | 340.52 |
| 资本支出 | 8.69 | 104.55 | 78.59 | 65.14 | 53.71 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (45.61) | (181.08) | (135.23) | (140.78) | (98.47) |
| 投资活动现金流 | (36.92) | (76.53) | (56.64) | (75.64) | (44.76) |
| 债权融资 | 301.56 | 360.19 | 400.00 | 420.00 | 563.96 |
| 股权融资 | 1,017.35 | 66.94 | 89.73 | 16.44 | 28.51 |
| 其他 | (556.56) | (520.09) | (360.19) | (400.00) | (420.00) |
| 筹资活动现金流 | 762.34 | (92.95) | 129.55 | 36.44 | 172.48 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 938.33 | 31.08 | 406.94 | 386.79 | 468.24 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 2,872.99 | 2,861.40 | 3,615.96 | 4,378.38 | 5,417.26 |
| 营业成本 | 1,978.79 | 2,239.56 | 2,604.37 | 3,086.60 | 3,860.36 |
| 营业税金及附加 | 22.25 | 21.77 | 27.86 | 34.01 | 41.68 |
| 营业费用 | 211.32 | 216.30 | 253.12 | 319.62 | 394.72 |
| 管理费用 | 157.35 | 163.66 | 202.49 | 240.81 | 303.72 |
| 研发费用 | 79.51 | 70.41 | 115.71 | 131.35 | 156.39 |
| 财务费用 | (21.24) | (35.56) | (35.56) | (16.44) | (28.51) |
| 资产减值损失 | (2.31) | (5.83) | (3.41) | (4.05) | (4.43) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | (3.00) | (4.00) | (5.00) |
| 投资净收益 | 0.96 | 0.00 | 0.36 | 0.36 | 0.24 |
| 其他 | (14.02) | (5.92) | (11.94) | (12.32) | (16.39) |
| 营业利润 | 460.39 | 197.01 | 465.95 | 602.43 | 714.48 |
| 营业外收入 | 1.50 | 1.37 | 7.44 | 4.22 | 4.34 |
| 营业外支出 | 2.50 | 2.48 | 3.88 | 3.58 | 3.31 |
| 利润总额 | 459.39 | 195.90 | 469.51 | 603.07 | 715.51 |
| 所得税 | 90.34 | 35.31 | 98.60 | 125.44 | 142.68 |
| 净利润 | 369.04 | 160.60 | 370.92 | 477.63 | 572.83 |
| 少数股东损益 | 0.64 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.02 |
| 归属于母公司净利润 | 368.40 | 160.58 | 370.92 | 477.63 | 572.81 |
| 每股收益(元) | 0.86 | 0.38 | 0.87 | 1.12 | 1.34 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 23.71% | -0.40% | 26.37% | 21.08% | 23.73% |
| 营业利润 | 13.21% | -57.21% | 136.51% | 29.29% | 18.60% |
| 归属于母公司净利润 | 13.27% | -56.41% | 130.99% | 28.77% | 19.93% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.12% | 21.73% | 27.98% | 29.50% | 28.74% |
| 净利率 | 12.82% | 5.61% | 10.26% | 10.91% | 10.57% |
| ROE | 11.52% | 4.94% | 10.09% | 11.50% | 12.12% |
| ROIC | 28.57% | 10.02% | 24.43% | 31.37% | 34.85% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 22.31% | 21.84% | 22.91% | 21.76% | 23.85% |
| 净负债率 | -54.24% | -53.03% | -56.88% | -59.17% | -58.86% |
| 流动比率 | 3.40 | 3.47 | 3.40 | 3.72 | 3.50 |
| 速动比率 | 2.73 | 2.78 | 2.75 | 2.98 | 2.74 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 15.15 | 13.67 | 14.58 | 14.44 | 14.22 |
| 存货周转率 | 6.34 | 5.08 | 5.80 | 5.91 | 5.76 |
| 总资产周转率 | 0.82 | 0.69 | 0.81 | 0.87 | 0.94 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.86 | 0.38 | 0.87 | 1.12 | 1.34 |
| 每股经营现金流 | 0.50 | 0.47 | 0.78 | 1.00 | 0.80 |
| 每股净资产 | 7.47 | 7.59 | 8.59 | 9.70 | 11.04 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 28.86 | 66.21 | 28.66 | 22.26 | 18.56 |
| 市净率 | 3.32 | 3.27 | 2.89 | 2.56 | 2.25 |
| EV/EBITDA | 20.41 | 24.62 | 17.94 | 12.87 | 10.72 |
| EV/EBIT | 24.42 | 34.88 | 20.42 | 14.22 | 11.73 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |