



南侨食品(605339)

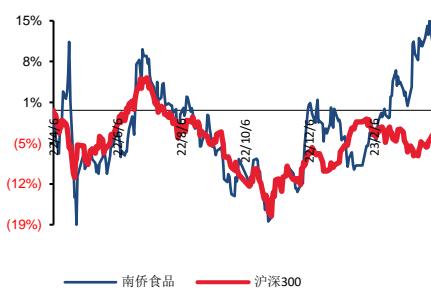
目标价: 34

昨收盘: 25.21

食品饮料 休闲食品

南侨食品：股权激励锚定目标，成本下降释放弹性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	428/68
总市值/流通(百万元)	10,789/1,709
12个月最高/最低(元)	26.09/18.47

相关研究报告:

证券分析师: 李鑫鑫

电话: 021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519100001

证券分析师: 李梦鹏

电话: 15216670756

E-MAIL: limx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522080002

事件: 公司发布 2022 年年报, 2022 全年营业收入 28.61 亿元 (-0.4%), 归母净利润 1.61 亿元 (-56.4%), 扣非归母净利润 1.48 亿元 (-58.2%)。2022Q4 营业收入 7.82 亿元 (-4.4%), 归母净利润 0.28 亿元 (-70.7%), 扣非归母净利润 0.23 亿元 (-75.4%)。

2022 年收入分析: 受疫情影响, 2022 年整体收入略下滑。

2022 全年, 公司实现营收 28.61 亿元, 同比-0.4% (Q1: +1.9%; Q2: +4.7%, Q3: +1.2%, Q4:-0.4%), 公司 2022 年业绩受损, 主系疫情反复对线下消费市场造成了不可避免的负面影响, 导致公司主要产品的销量相比去年同期略有下降。分产品看, 2022 全年烘焙应用油脂收入 15.40 亿 (-8.9%), 淡奶油收入 5.10 亿 (+6.9%), 乳制品收入 5.93 亿 (+18.1%), 冷冻面团收入 1.96 亿 (+10.4%), 馅料收入 0.14 亿 (-12.9%), 烘焙油脂收入略有下滑, 主要系疫情反复导致终端需求减少, 淡奶油、乳制品、冷冻面团收入快速增长, 主要系公司积极推新以迎合市场。分地区看, 华南、华中地区表现亮眼, 2022 年华中收入 6.77 亿 (+8.0%), 华南收入 7.27 亿 (+19.3%); 华东和华北地区则表现低迷, 2022 年华东收入 5.77 亿 (-19.1%), 华北收入 2.91 (-10.2%)。经销渠道略有下滑, 主要系经销商主要经营中小型客户, 受疫情影响较大。截至 2022 年末, 截至 2022 末经销商数量为 305 家, 相较于 2021 年底减少 3 家, 较 2022Q3 减少 16 家。

2022 年本费利分析: 原材料成本上行压力导致净利率下滑。

2022 年公司归母净利率 5.6% (-7.2pct), 主要系毛利率下降影响。2022 年公司毛利率为 21.7% (-9.4pct), 主要系因国际环境、主要原材料产地的缺工和出口政策变动、国际航运物流不畅等多种因素叠加影响, 棕榈油价格出现了大幅波动, 成本与去年同期相比大幅上升, 导致毛利率严重受损。费用率方面, 2022 年销售费用率 7.6% (+0.2pct), 管理费用率 5.7% (+0.2pct), 研发费用率 2.5% (-0.3pct), 财务费用率-1.2% (-0.5pct)。销售费用率增加主要系公司徐州、天津和深圳客户服务进行升级改造所致的装修摊销费增加。

行业分析: 烘焙行业规模快速发展, 冷冻面团行业快速成长。

中国烘焙食品行业近年来呈现快速增长, 2022 年市场规模达到 2853 亿元, 2025 年预计将达到 3518 亿元。尽管人均消费量低于发达国家

和地区，但随着人们对生活品质的关注度提高，中国烘焙食品行业的人均消费量将持续上升，具有广阔的发展前景。冷冻面团是烘焙产业增长较快的细分领域，属于食品供应链工业化主线下标的，对下游烘焙业态起到降本增效，丰富SKU的作用。目前规模90亿，渗透率10%左右，有较大提升空间。目前行业处于快速成长期，行业新品，各家企業快速扩产，景气度高，行业集中度低，龙头立高市占率10%左右。

23年展望：需求逐步复苏叠加股权激励，收入目标可看30%增长，棕榈油价格下行利润弹性释放。

随着行业需求的复苏，公司预计通过重新开店等措施恢复油脂销量至正常水平。2022年，公司冷冻面团业务收入为1.95亿元，产能为1.3万吨。预计公司冷冻面团业务将在2023年快速扩张，收入预计达到4-5亿。贝果在山姆的放量和新建1.2万吨产能将带来冷冻面团业务快速增长。同时公司正在积极扩大渠道结构，与连锁咖啡店和烘焙店合作。此外，淡奶油行业升级将提高淡奶油和进口乳制品的需求，使公司淡奶油业务获得快速增长。公司将重点推广的蛋糕专用油，并推出新产品以满足客户需求。公司淡奶油已守住中端市场，未来将向高端推进，与进口品构成高端和中端产品组合。

公司股权激励解锁条件要求今年收入达到35.3亿-38.3亿，同比增速23%-34%。目前完成情况良好，仍以实现股权激励目标为业绩目标，即收入端实现34%左右的增长，对应收入38.3亿。

棕榈油自2022年7月以来持续下行，目前已经回到2021年底水平。并且于去年底，公司已经消化完毕高价原材料库存，今年轻装上阵。预计2023年，原材料价格回落后趋于稳定叠加销售端正常化，产能利用率提升，预计盈利弹性较大。

中长期展望：产品持续推新，渠道稳步推进，产能升级扩张。

1) 产品端：一方面公司主要收入来源的烘焙油脂系列品类齐全，知名度高，可以持续发挥品牌效应稳定收入，另一方面公司加大对侨艺淡奶油（蛋糕专用）等新品的研发和推广，紧跟市场潮流风向，充分满足烘焙、餐饮、食品工业等不同领域客户的多样需求，稳步提高公司的市场占有率和产品综合竞争力。
2) 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。公司通过在天猫平台开设南侨食品旗舰店开展线上零售业务，以触达更多青睐公司产品的C端消费者。未来，公司也将继续努力研究、开拓新渠道，提高公司整体销售水平。
3) 产能端：为满足大客户及市场日渐增加的需求，缓解热门产品供不应求的情况，公司加大了冷冻面团产能的建设，并增设了预烤焙产品的产线。同时公司也在积极加大对天津、广州、上海

生产基地的投资，持续扩充冷冻面团及预烤焙产品产能。公司规划投资重庆全资子公司约 4.8 亿元人民币，以此作为公司在国内中西部乃至辐射东南亚市场的生产基地。

盈利预测与估值：公司 2022 年业绩下挫，动销受疫情影响放缓。2023 年随高价棕榈油库存基本消化完毕，棕榈油价格下行，成本压力逐步减小，后续公司盈利有望持续转好。我们预计公司 2023-2025 年收入增速 28.5%/21.9%/21.0%，归母净利润增速 129.6%/34.2%/25.0%，按照 2023 年业绩给 40X 估值，一年目标价 34 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争剧烈风险、原材料价格波动风险、食品安全风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2861	3678	4486	5430
(+/-%)	-0.40%	28.53%	21.99%	21.03%
净利润(百万元)	161	369	495	618
(+/-%)	-56.41%	129.56%	34.16%	25.02%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.86	1.16	1.44
市盈率(PE)	67	29	22	17

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafli@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。