

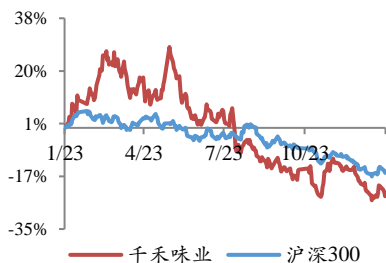
## 零添加赛道新征程

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-05

收盘价(元)	15.44
近12个月最高/最低(元)	25.97/15.16
总股本(百万股)	1,028
流通股本(百万股)	959
流通股比例(%)	93.26
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	148

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师: 陈姝

执业证书号: S0010522080001

邮箱: chenshu@hazq.com

### 相关报告

1. 定睛明年战略定位, 短期无需过度悲观 2023-12-10

2. 明年白酒宴席或延续热度, 把握配置机会 2023-11-27

3. 社零餐饮持续改善, 复苏趋势明显 2023-11-20

### 主要观点:

#### ● 零添加赛道龙头, 业务高速发展

公司专业从事高品质酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售。公司目前有眉山工厂、柳州恒泰、潍坊恒泰、丰城恒泰、镇江金山寺5个生产基地。公司销售主要采取“经销为主+直销为辅”的双组合销售模式。业绩层面, 2023 Q1-3 实现营业收入 23.31 亿元, 同比+50.04%; 实现归母净利润 3.87 亿元, 同比+106.61%。其中, 2023Q3 实现营业收入 8 亿元, 同比+48.45%; 实现归母净利润 1.31 亿元, 同比+90.43%, 维持业绩高增长。公司持续维持高成长, 得益于零添加产品的快速增长, 并且 KA 及线上渠道等快速放量。长期来看, 零添加产品符合健康消费趋势, 渗透率有望持续提升。

#### ● 线上线下打造立体化渠道, 顺势而为新开启征程

渠道网络健全, 零售特通划分清晰。1) 当前渠道特征: 当前调味品行业终端渠道多样化, KA 渠道客流量逐渐下滑、加速向线上和社区门店转换, 消费者减少到店频次, 集中采购、网上采购渐成常态。公司坚持以市场为导向, 以客户为中心, 覆盖渠道包括零售渠道、线上渠道、餐饮渠道, 销售网络覆盖 KA 超市、中小连锁超市、社区生鲜、农贸副食干杂店、农贸市场、电商平台等。2) 持续拓展市场和服务客商: 公司成立了零售事业部、特通事业部、运营部, 零售事业部负责调味品零售渠道(包括线上和线下)网络拓展和产品销售, 特通事业部负责工厂类、直供餐饮类客户的开拓和产品销售, 特通锤筑负责强化研发和生产赋能, 及时响应客户需求, 抓好客户服务。运营部负责产销协调、处理订单、售后服务、客户资料管理、营销人员绩效考核等后勤保障工作。

线上线下一体化经营, 顺势而为新征程。1) 线下: 一是强化营销网络建设, 加快渠道开发, 横向拓展与纵向渗透并进; 二是继续强化因地制宜的精准营销策略, 根据不同市场、不同渠道的特性, 配置适宜的产品, 投放适宜的营销资源; 2) 线上: 一是强化品牌推广引领消费心智, 公司零添加系列酱油不添加着色剂、增鲜剂、防腐剂, 原汁原味、原酿原香, 顺应产品潮流; 二是用好大数据, 紧跟消费趋势, 捕捉营销机会, 满足、引领消费者需求; 三是持续优化产品结构和价格体系; 四是敢于打破惯性思维, 积极尝试新型营销渠道、营销方式, 增强网络营销的沉浸式体验感。

#### ● 投资建议: 成长可期, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司产品具备差异化特征, 零添加产品行业渗透率具备提升空间, 收入维持高增长, 渠道端推陈出新, 注重线上线下一体化融合以及新渠道的开展。预计 2023-2025 年收入分别为 32.86、40.31、48.56 亿元, 对应增速分别为 34.9%、22.7%、20.5%, 归母净利润分别为 5.28、6.73、8.27 亿元, 对应增速分别为 53.4%、27.5%、22.9%, 对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 30、24、19X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**● 风险提示**

新品及渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，宏观经济不及预期等。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2436	3286	4031	4856
收入同比 (%)	26.6%	34.9%	22.7%	20.5%
归属母公司净利润	344	528	673	827
净利润同比 (%)	55.4%	53.4%	27.5%	22.9%
毛利率 (%)	36.6%	37.9%	38.4%	38.7%
ROE (%)	14.6%	14.8%	15.9%	16.3%
每股收益 (元)	0.36	0.51	0.65	0.80
P/E	57.92	30.07	23.58	19.19
P/B	8.53	4.44	3.74	3.13
EV/EBITDA	38.70	21.95	17.05	13.16

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1、零添加赛道龙头，业务高速发展.....	5
2、线上线下渠道立体化，顺势而为新征程.....	6
3、投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级.....	6
风险提示：.....	6
财务报表与盈利预测.....	7

## 图表目录

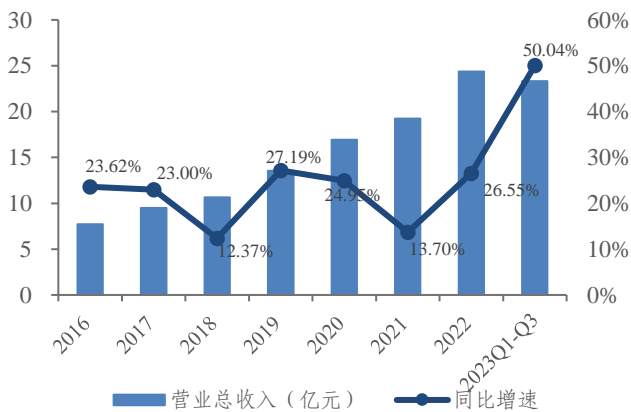
图表 1 公司营收及增速.....	5
图表 2 公司归母净利润及增速.....	5

## 1、零添加赛道龙头，业务高速发展

公司专业从事高品质酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售。公司目前有眉山工厂、柳州恒泰、潍坊恒泰、丰城恒泰、镇江金山寺 5 个生产基地。公司销售主要采取“经销为主+直销为辅”的双组合销售模式。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 23.31 亿元，同比+50.04%；实现归母净利 3.87 亿元，同比+106.61%。其中，2023Q3 实现营业收入 8 亿元，同比+48.45%；实现归母净利 1.31 亿元，同比+90.43%。

公司持续维持高成长，得益于零添加产品的快速增长，并且 KA 及线上渠道等快速放量。长期来看，零添加产品符合健康消费趋势，渗透率有望持续提升。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺，华安证券研究所

资料来源：同花顺，华安证券研究所

## 2、线上线下渠道立体化，顺势而为新征程

**渠道网络健全，零售特通划分清晰。**1) **当前渠道特征：**当前调味品行业终端渠道多样化，KA 渠道客流量逐渐下滑、加速向线上和社区门店转换，消费者减少到店频次，集中采购、网上采购渐成常态。公司坚持以市场为导向，以客户为中心，覆盖渠道包括零售渠道、线上渠道、餐饮渠道，销售网络覆盖 KA 超市、中小连锁超市、社区生鲜、农贸副食干杂店、农贸市场、电商平台等。2) **持续拓展市场和服务客商：**公司成立了零售事业部、特通事业部、运营部，零售事业部负责调味品零售渠道（包括线上和线下）网络拓展和产品销售，特通事业部负责工厂类、直供餐饮类客户的开拓和产品销售，强化研发和生产赋能，及时响应客户需求，抓好客户服务。运营部负责产销协调、处理订单、售后服务、客户资料管理、营销人员绩效考核等后勤保障工作。

**线上线下一体化经营，顺势而为新征程。**1) **线下：**一是强化营销网络建设，加快渠道开发，横向拓展与纵向渗透并进；二是继续强化因地制宜的精准营销策略，根据不同市场、不同渠道的特性，配置适宜的产品，投放适宜的营销资源；2) **线上：**一是强化品牌推广引领消费心智，公司零添加系列酱油不添加着色剂、增鲜剂、防腐剂，原汁原味、原酿原香，顺应产品潮流；二是用好大数据，紧跟消费趋势，捕捉营销机会，满足、引领消费者需求；三是持续优化产品结构和价格体系；四是敢于打破惯性思维，积极尝试新型营销渠道、营销方式，增强网络营销的沉浸式体验感。

## 3、投资建议：成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级

公司产品具备差异化特征，零添加产品行业渗透率具备提升空间，收入维持高速增长，渠道端推陈出新，注重线上线下一体化融合以及新渠道的开展。预计 2023-2025 年收入分别为 32.86、40.31、48.56 亿元，对应增速分别为 34.9%、22.7%、20.5%，归母净利润分别为 5.28、6.73、8.27 亿元，对应增速分别为 53.4%、27.5%、22.9%，对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 30、24、19X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示：

新品及渠道拓展不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，宏观经济不及预期等。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1802	2947	3773	4722	<b>营业收入</b>	2436	3286	4031	4856
现金	409	1374	1750	2601	营业成本	1546	2042	2482	2975
应收账款	200	263	324	408	营业税金及附加	21	29	35	43
其他应收款	12	18	18	23	销售费用	331	407	496	592
预付账款	25	41	50	59	管理费用	73	131	160	192
存货	595	652	1001	980	财务费用	-8	-12	-14	-14
其他流动资产	561	600	631	650	资产减值损失	-14	-1	-1	-1
<b>非流动资产</b>	1369	1373	1377	1380	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	883	835	788	741	<b>营业利润</b>	400	624	792	974
无形资产	98	98	98	98	营业外收入	2	2	3	4
其他非流动资产	389	441	491	541	营业外支出	1	3	2	2
<b>资产总计</b>	3172	4320	5150	6102	<b>利润总额</b>	402	622	793	975
<b>流动负债</b>	776	706	863	988	所得税	58	95	121	148
短期借款	65	65	65	65	<b>净利润</b>	344	528	673	827
应付账款	131	164	180	233	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	581	477	617	690	<b>归属母公司净利润</b>	344	528	673	827
<b>非流动负债</b>	42	42	42	42	EBITDA	510	663	832	1013
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.51	0.65	0.80
其他非流动负债	42	42	42	42					
<b>负债合计</b>	819	748	905	1030					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	965	1028	1028	1028					
资本公积	90	824	824	824					
留存收益	1297	1721	2393	3220					
归属母公司股东权益	2353	3572	4245	5072					
<b>负债和股东权益</b>	3172	4320	5150	6102					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	773	374	465	928
净利润	344	528	673	827
折旧摊销	107	56	56	57
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	311	-209	-262	47
其他经营现金流	45	737	933	777
<b>投资活动现金流</b>	-613	-101	-89	-78
资本支出	-215	-61	-59	-58
长期投资	-400	-40	-30	-20
其他投资现金流	3	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	52	691	0	0
短期借款	65	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	167	62	0	0
资本公积增加	-109	733	0	0
其他筹资现金流	-71	-104	0	0
<b>现金净增加额</b>	212	964	376	851

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.6%	34.9%	22.7%	20.5%
营业利润	48.3%	55.7%	27.1%	22.9%
归属于母公司净利	55.4%	53.4%	27.5%	22.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	36.6%	37.9%	38.4%	38.7%
净利率 (%)	14.1%	16.1%	16.7%	17.0%
ROE (%)	14.6%	14.8%	15.9%	16.3%
ROIC (%)	14.3%	14.2%	15.3%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	25.8%	17.3%	17.6%	16.9%
净负债比率 (%)	34.8%	21.0%	21.3%	20.3%
流动比率	2.32	4.17	4.37	4.78
速动比率	1.33	2.98	2.98	3.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.87	0.88	0.85	0.86
应收账款周转率	14.10	14.27	13.85	13.33
应付账款周转率	14.30	13.85	14.40	14.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.36	0.51	0.65	0.80
每股经营现金流薄)	0.75	0.36	0.45	0.90
每股净资产	2.44	3.48	4.13	4.93
<b>估值比率</b>				
P/E	57.92	30.07	23.58	19.19
P/B	8.53	4.44	3.74	3.13
EV/EBITDA	38.70	21.95	17.05	13.16

资料来源:公司公告,华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。