

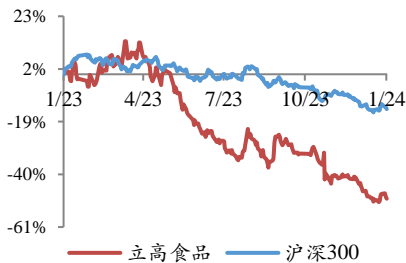
## 渠道多元化发展新征程

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-05

收盘价 (元)	46.77
近 12 个月最高/最低 (元)	105.75/45.49
总股本 (百万股)	169
流通股本 (百万股)	71
流通股比例 (%)	41.95
总市值 (亿元)	79
流通市值 (亿元)	33

### 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:

#### ● 冷冻烘焙龙头, 业务高速发展

公司专业从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产及销售。公司目前在国内华南、华东地区拥有广州增城、佛山三水、广州南沙、浙江长兴 4 个生产基地, 在华北地区拥有河南卫辉生产基地。公司目前的销售模式为以经销和直销相结合的模式, 并补充少量线上电商。业绩层面, 2023 Q1-3 实现营业收入 25.83 亿元, 同比+25.9%; 实现归母净利润 1.58 亿元, 同比+57.66%。其中, 2023Q3 实现营业收入 9.46 亿元, 同比+30.07%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比+66.94%, 维持业绩高速增长。

#### ● 产品+研发+渠道, 齐头并进

**产品品类多样化, 研发体系清晰高效。** 1) **产品:** 种类丰富且各类产品均拥有众多的产品品规, 公司奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规超过 1,000 种。从客户需求角度来看, 多样化的产品种类及品规, 有利于客户进行一站式采购, 节约了客户的采购成本, 提升了客户的采购效率, 从而增强了客户的需求粘性。2023 年公司新品及应用方案数量较 22 年同期明显增加, 其中重点单品依乐斯乳脂植脂奶油、稀奶油 360PRO、机制仿手工蛋挞皮等新品接续上市, 产品不断迭代。未来公司也会深化大单品战略, 将公司资源调度优先向潜力大单品倾斜, 并基于产能优势做好盈利能力与市场影响力的平衡。2) **研发体系:** 公司目前已成立 50 余个产品项目组, 按照“责任田”机制配置一定研发、技术、产品和市场人员, 围绕特定的产品方向进行研发。同时针对客户实际需求, 研发部门可以快速升级改进。从长期角度来看, 深入终端的服务方式, 能够高效、直接地了解客户实际需求, 具备快速的产品迭代能力, 有助于公司业务持续发展。

**渠道多样化发展, 销售渠道全面融合, 深挖营销效率。** 1) **多样化发展:** 公司营销网络广泛而深入, 为适应烘焙市场向中小城市渗透的变化趋势, 公司建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道。多样化的销售渠道一方面促进了公司产品的销售扩大, 另一方面也增加了公司新品研发的方向与应用空间, 进一步促进和发挥了公司的技术优势。2) **全面性融合:** 23 年起公司对商超、重客以外的销售渠道进行了全面融合, 实现了公司全品类一体销售。通过强化渠道融合, 经销体系和业务人员的多产线销售能力得以提升, 销售团队规模发展基础之上, 深挖营销效率。

#### ● 投资建议

我们预计 2023-2025 年收入分别为 36.3、43.92、52.18 亿元, 对应增速分别为 24.7%、21%、18.8%, 归母净利润分别为 2.11、3.24、4.21 亿元, 对应增速分别为 47%、53.3%、29.9%, 对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 38、25、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	2911	3630	4392	5218
收入同比 (%)	3.3%	24.7%	21.0%	18.8%
归属母公司净利润	144	211	324	421
净利润同比 (%)	-49.2%	47.0%	53.3%	29.9%
毛利率 (%)	31.8%	32.4%	33.0%	33.4%
ROE (%)	6.8%	9.4%	12.6%	14.1%
每股收益 (元)	0.85	1.25	1.91	2.49
P/E	113.29	38.06	24.83	19.11
P/B	7.68	3.58	3.13	2.69
EV/EBITDA	55.39	20.49	13.92	10.46

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1、冷冻烘焙龙头，业务高速发展.....	5
2、产品+研发+渠道，齐头并进.....	6
3、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	6
风险提示：.....	7
财务报表与盈利预测.....	8

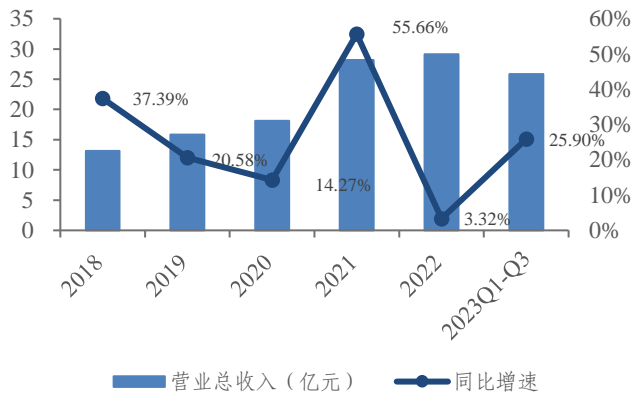
## 图表目录

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

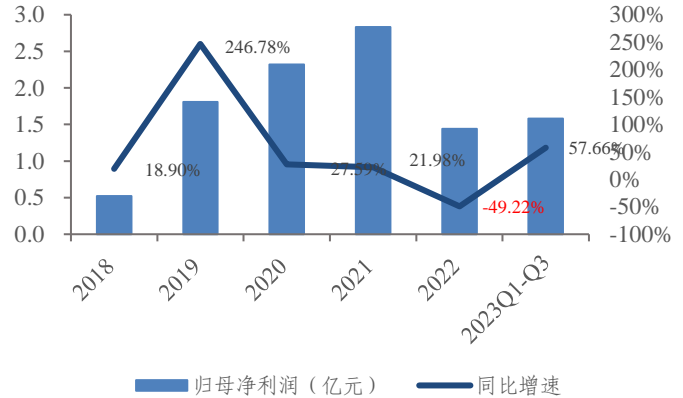
## 1、冷冻烘焙龙头，业务高速发展

公司专业从事烘焙食品原料及冷冻烘焙食品的研发、生产及销售。公司目前在国内华南、华东地区拥有广州增城、佛山三水、广州南沙、浙江长兴 4 个生产基地，在华北地区拥有河南卫辉生产基地。公司目前的销售模式为以经销和直销相结合的模式，并补充少量线上电商。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 25.83 亿元，同比+25.9%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比+57.66%。其中，2023Q3 实现营业收入 9.46 亿元，同比+30.07%；实现归母净利润 0.5 亿元，同比+66.94%，维持业绩高速增长。

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、产品+研发+渠道，齐头并进

**产品品类多样化，研发体系清晰高效。**1) **产品：**种类丰富且各类产品均拥有众多的产品品规，公司奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的品规超过 1,000 种。从客户需求角度来看，多样化的产品种类及品规，有利于客户进行一站式采购，节约了客户的采购成本，提升了客户的采购效率，从而增强了客户的需求粘性。2023 年公司新品及应用方案数量较 22 年同期明显增加，其中重点单品依乐斯乳脂植脂奶油、稀奶油 360PRO、机制仿手工蛋挞皮等新品接续上市，产品不断迭代。未来公司也会深化大单品战略，将公司资源调度优先向潜力大单品倾斜，并基于产能优势做好盈利能力与市场影响力的平衡。2) **研发体系：**公司目前已成立 50 余个产品项目组，按照“责任田”机制配置一定研发、技术、产品和市场人员，围绕特定的产品方向进行研发。同时针对客户实际需求，研发部门可以快速升级改进。从长期角度来看，深入终端的服务方式，能够高效、直接地了解客户实际需求，具备快速的产品迭代能力，有助于公司业务持续发展。

**渠道多样化发展，销售渠道全面融合，深挖营销效率。**1) **多样化发展：**公司营销网络广泛而深入，为适应烘焙市场向中小城市渗透的变化趋势，公司建立了覆盖烘焙店、饮品店、商超、餐饮、便利店等多样化的销售渠道。多样化的销售渠道一方面促进了公司产品的销售扩大，另一方面也增加了公司新品研发的方向与应用空间，进一步促进和发挥了公司的技术优势。2) **全面性融合：**23 年起公司对商超、重客以外的销售渠道进行了全面融合，实现了公司全品类一体销售。通过强化渠道融合，经销体系和业务人员的多产线销售能力得以提升，销售团队规模发展基础之上，深挖营销效率。

## 3、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

### 业绩拆分：

- **冷冻烘焙食品：**前三季度冷冻烘焙食品收入占比约 64%，收入同比增长约 30%，主要系核心商超渠道收入表现稳健增长，上市多年的老品仍保持增长趋势，近一年内上市的新品均达到较为理想的销售体量，新老结构合理。流通饼房渠道业务环比改善，整体表现较优秀。23 年餐饮、茶饮等新渠道保持较快增长趋势，头部连锁客户合作取得积极进展，预计未来 2 年具备增长性。结合以上，预计 23 年增速保持在 30% 以上水平，24-25 年能够维持高双位数增长。
- **烘焙食品原料（奶油、酱料及其他烘焙原材料）：**前三季度烘焙食品原料收入占比约 36%，同比增长约 18%，主要系稀奶油新品和核心餐饮客户的稳健增长，因此奶油业务增速高于其他部分。公司在 23 年初对烘焙、奶油、酱料营销组织架构进行了初步整合，三产线、双产线经销商比例有所提升，市场覆盖力度增加，对于后续业务发展有持续的推动力。结合以上，我们预计 23 年增速与前三季度增速基本持平，后续 2 年增速有所回落，保持低双位数增长。

### 成本&费用：

- 从成本端来看，23 年部分原材料价格较 22 年同期有所回落，其中主要用于奶油生产的棕榈仁油的平均采购单价下降幅度较多，公司 23H1 已根据

全年需求抓住有利窗口期分批次进行了锁价。此外，23H1 产能利用率提升，对公司制造费用率优化有一定贡献，有利于后续发展。由此预计 23 年成本改善明显，毛利率有所提升，24-25 年毛利率稳步上行。

- 从费用端来看，公司为提高产品市场竞争力，通过成立产品中心专职研发及组织产品推新、老品升级，加大了产品的研发投入力度，预计 23 年研发费用率有所提升。同时 23 年公司为推进渠道下沉及深耕市场，销售人员较 2022 年底增加百余人，销售人员相关费用有所增长，并且为扩大品牌市场影响力，公司积极举办经销商大会及行业烘焙展会，销售推广费用有所增加，预计 23 年销售费用率有所下降。24-25 年。随着公司销售规模上升，规模效应提升，研发费用率及销售费用率同比会有所下降，三费整体比率保持稳中有降的趋势。公司计提激励成本对于管理费用影响较大，由此 2023 年管理费用率较去年同期有所提升，24-25 年逐步下降。

结合以上，我们预计 2023-2025 年收入分别为 36.3、43.92、52.18 亿元，对应增速分别为 24.7%、21%、18.8%，归母净利润分别为 2.11、3.24、4.21 亿元，对应增速分别为 47%、53.3%、29.9%，对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 38、25、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>	1199	1214	1616	2064	<b>营业收入</b>	2911	3630	4392	5218
现金	532	527	908	1381	营业成本	1986	2452	2943	3474
应收账款	265	280	282	240	营业税金及附加	25	32	39	46
其他应收款	11	14	16	19	销售费用	347	450	531	626
预付账款	23	54	53	52	管理费用	248	287	303	350
存货	312	283	301	315	财务费用	-8	-13	-12	-13
其他流动资产	57	56	56	56	资产减值损失	-24	-18	-19	-21
<b>非流动资产</b>	1656	1745	1725	1695	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	0	0	0	0
固定资产	794	891	878	856	<b>营业利润</b>	178	258	396	515
无形资产	287	287	287	287	营业外收入	0	1	1	2
其他非流动资产	575	567	560	552	营业外支出	2	2	1	2
<b>资产总计</b>	2855	2959	3341	3760	<b>利润总额</b>	176	257	396	515
<b>流动负债</b>	675	645	698	691	所得税	32	46	74	96
短期借款	85	85	86	87	<b>净利润</b>	144	211	323	419
应付账款	350	372	396	415	少数股东损益	0	-1	-1	-2
其他流动负债	240	187	215	189	<b>归属母公司净利润</b>	144	211	324	421
<b>非流动负债</b>	52	60	67	73	EBITDA	287	374	524	653
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.25	1.91	2.49
其他非流动负债	52	60	67	73					
<b>负债合计</b>	727	705	765	764					
少数股东权益	8	7	6	4					
股本	169	169	169	169					
资本公积	1273	1273	1273	1273					
留存收益	678	804	1128	1549					
归属母公司股东权益	2120	2247	2571	2992					
<b>负债和股东权益</b>	2855	2959	3341	3760					

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>	343	276	477	571
净利润	144	211	323	419
折旧摊销	108	111	120	130
财务费用	5	3	4	5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	76	-68	11	-4
其他经营现金流	79	298	330	444
<b>投资活动现金流</b>	-579	-201	-100	-100
资本支出	-578	-201	-100	-100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-18	-80	4	2
短期借款	85	0	1	1
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	75	0	0	0
其他筹资现金流	-179	-80	3	1
<b>现金净增加额</b>	-254	-5	381	473

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.3%	24.7%	21.0%	18.8%
营业利润	-50.1%	45.5%	53.4%	29.9%
归属于母公司净利	-49.2%	47.0%	53.3%	29.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	31.8%	32.4%	33.0%	33.4%
净利率 (%)	4.9%	5.8%	7.4%	8.1%
ROE (%)	6.8%	9.4%	12.6%	14.1%
ROIC (%)	6.4%	9.0%	12.0%	13.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	25.5%	23.8%	22.9%	20.3%
净负债比率 (%)	34.2%	31.3%	29.7%	25.5%
流动比率	1.78	1.88	2.32	2.99
速动比率	1.20	1.27	1.73	2.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.08	1.25	1.39	1.47
应收账款周转率	12.51	13.33	15.65	20.00
应付账款周转率	6.79	6.79	7.66	8.57
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.85	1.25	1.91	2.49
每股经营现金流薄)	2.02	1.63	2.82	3.37
每股净资产	12.52	13.27	15.18	17.67
<b>估值比率</b>				
P/E	113.29	38.06	24.83	19.11
P/B	7.68	3.58	3.13	2.69
EV/EBITDA	55.39	20.49	13.92	10.46

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。