

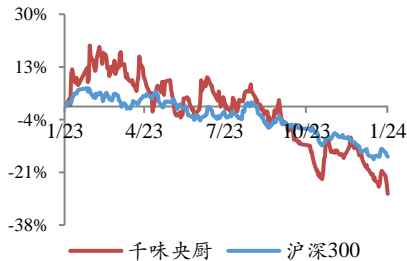
大 B 端打造核心壁垒

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-05

收盘价 (元)	47.90
近 12 个月最高/最低 (元)	79.52/47.90
总股本 (百万股)	87
流通股本 (百万股)	45
流通股比例 (%)	52.19
总市值 (亿元)	42
流通市值 (亿元)	22

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

主要观点:

● 餐饮供应链龙头, 业务景气度较高

公司主营从事速冻面米制品的研发、生产和销售, 下游客户主要为餐饮企业 (酒店、团餐、宴席) 等 B 端客户。公司目前在郑州和上海有两大研发基地, 在河南郑州、新乡、鹤壁、安徽芜湖、辽宁阜新有 5 个生产基地。公司主要采取直营和经销两种模式进行销售。业绩层面, 2023 Q1-3 实现营业收入 13.28 亿元, 同比+28.88%; 实现归母净利润 0.94 亿元, 同比+35.29%。其中, 2023Q3 实现营业收入 4.77 亿元, 同比+25.04%; 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比+60.35%, 景气度较高。

● 大 B 端建立核心壁垒, 产品研发优势明显

大 B 端: 公司与头部餐饮客户稳定合作, 建立核心壁垒。1) 先发优势: 公司目前是百胜中国、海底捞、华莱士、真功夫、老乡鸡、瑞幸咖啡等连锁餐饮企业的优质供应商。公司能够根据大客户的需求, 迅速响应, 在最短的时间给客户多项可选提案, 提案会综合考虑客户各项成本, 包括采购成本、加工成本、出餐成本等, 满足客户场景化产品需求、质控要求以及消费者需求; **2) 引领效应:** 头部客户具有较强的引领效应, 使得公司产品更容易在其他餐饮渠道进行推广; **3) 壁垒性:** 大客户与供应商合作的稳定性强, 具有较强的进入壁垒。公司已形成了与餐饮头部客户的稳定合作关系, 为公司建立核心壁垒, 未来发展也将充分受益。

小 B 端: 1) 核心优质经销商建设: 公司扎实地做渠道建设, 为经销商不断赋能, 在逐步积累的过程中, 有望从量变到质变, 提升市场占有率; **2) 匹配新场景:** 公司加大产品研发投入, 不断创新适合不同场景销售的新产品。从长期角度来看, 经过创新和投入, 小 B 端业务未来有望持续向好。

产品线优势明显, 研发迭代能力较强。1) 产品线: 油条类、油炸糯米类、蒸煎饺类、烘焙类是公司的四大产品线, 从研发、生产、质控到销售全过程来看, 均具备优势; **2) 大单品:** 在优势产品线的基础上, 公司大单品培育体系完整, 近两年公司产品研发比较成功的新品是蒸煎饺, 团餐市场放量明显, 该产品的技术还在迭代, 有望进一步突破; **3) 研发:** 公司在产品上不断推陈出新, 以新品引领市场发展。目前形成需求导向型的研发体系, 从客户需求出发, 还原餐饮后厨操作环境, 为客户提供标准化的餐饮供应链解决方案, 有利于客户的开拓和维护。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年收入分别为 18.93、23.16、28.02 亿元, 对应增速分别为 27.2%、22.3%、21%, 归母净利润分别为 1.46、1.89、2.41 亿元, 对应增速分别为 43.1%、29.4%、27.6%, 对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 28、22、17X, 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	1489	1893	2316	2802
收入同比 (%)	16.9%	27.2%	22.3%	21.0%
归属母公司净利润	102	146	189	241
净利润同比 (%)	15.2%	43.1%	29.4%	27.6%
毛利率 (%)	23.4%	23.3%	23.6%	24.0%
ROE (%)	9.6%	12.2%	13.7%	14.9%
每股收益 (元)	1.20	1.68	2.18	2.78
P/E	54.63	28.45	21.98	17.22
P/B	5.35	3.48	3.01	2.56
EV/EBITDA	29.49	16.87	12.27	9.03

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1、餐饮供应链龙头，业务景气度较高.....	5
2、大 B 端建立核心壁垒，产品研发优势明显	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

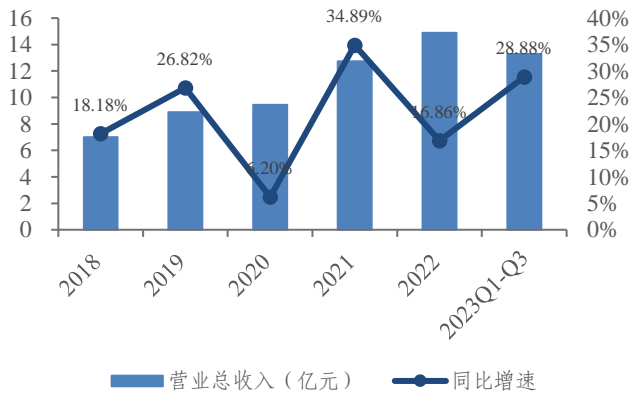
图表目录

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

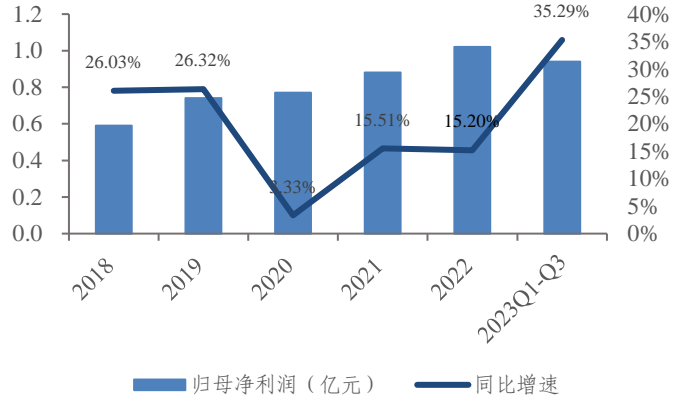
1、餐饮供应链龙头，业务景气度较高

公司主营从事速冻面米制品的研发、生产和销售，下游客户主要为餐饮企业(酒店、团餐、宴席)等B端客户。公司目前在郑州和上海有两大研发基地，在河南郑州、新乡、鹤壁、安徽芜湖、辽宁阜新有5个生产基地。公司主要采取直营和经销两种模式进行销售。业绩层面，2023 Q1-3实现营业收入13.28亿元，同比+28.88%；实现归母净利润0.94亿元，同比+35.29%。其中，2023Q3实现营业收入4.77亿元，同比+25.04%；实现归母净利润0.38亿元，同比+60.35%，景气度较高。

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、大 B 端建立核心壁垒，产品研发优势明显

大 B 端：公司与头部餐饮客户稳定合作，建立核心壁垒。1) **先发优势：**公司目前是百胜中国、海底捞、华莱士、真功夫、老乡鸡、瑞幸咖啡等连锁餐饮企业的优质供应商。公司能够根据大客户的需求，迅速响应，在最短的时间给客户id提供多项可选提案，提案会综合考虑客户各项成本，包括采购成本、加工成本、出餐成本等，满足客户场景化产品需求、质控要求以及消费者需求；2) **引领效应：**头部客户具有较强的引领效应，使得公司产品更容易在其他餐饮渠道进行推广；3) **壁垒性：**大客户与供应商合作的稳定性强，具有较强的进入壁垒。公司已形成了与餐饮头部客户的稳定合作关系，为公司建立核心壁垒，未来发展也将充分受益。

小 B 端：1) 核心优质经销商建设：公司扎实地做渠道建设，为经销商不断赋能，在逐步积累的过程中，有望从量变到质变，提升市场占有率；2) **匹配新场景：**公司加大产品研发投入，不断创新适合不同场景销售的新产品。从长期角度来看，经过创新和投入，小 B 端业务未来有望持续向好。

产品线优势明显，研发迭代能力较强。1) **产品线：**油条类、油炸糯米类、蒸煎饺类、烘焙类是公司的四大产品线，从研发、生产、质控到销售全过程来看，均具备优势；2) **大单品：**在优势产品线的基础上，公司大单品培育体系完整，近两年公司产品研发比较成功的新品是蒸煎饺，团餐市场放量明显，该产品的技术还在迭代，有望进一步突破；3) **研发：**公司在产品上不断推陈出新，以新品引领市场发展。目前形成需求导向型的研发体系，从客户需求出发，还原餐饮后厨操作环境，为客户提供标准化的餐饮供应链解决方案，有利于客户的开拓和维护。

3、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

业绩拆分：

- **油炸：**油条是公司核心大单品，公司对油条细分场景下的市场进行研究，逐步推出外卖油条、火锅油条、安心油条、香脆油条、麻辣烫油条等多种油条类产品，涵盖了火锅、快餐、自助餐、宴席、早餐、外卖六大场景，基本覆盖了餐饮油条消费的主流场景。当前油条在行业上仍处于增量市场，公司为国内油条行业龙头，产品性价比高，未来公司希望在油条这一品类上继续保持领先优势，同时预计 23-25 年收入增长主要由量增驱动。
- **烘焙：**公司核心单品酥脆蛋挞皮动销良好，品牌“焙伦”主要用于烘焙类产品，逐步打开销路，同时公司努力跨出速冻面米赛道，向茶饮客户扩展业务，预计烘焙产品与茶饮赛道融合性较好，预计 23 年实现高速增长，24-25 年基数不断上升，增速回落，保持高双位数增长态势，增厚上市公司业绩。
- **蒸煮：**23 年米糕增幅较快，春卷、烧卖等实现高速增长，同时公司积极拓展产品类别，新品早餐大包丰富消费场景，预计随着渠道复苏及渠道拓展，该业务有望保持低双位数增长。
- **菜肴及其他业务：**预制菜是 2023 年公司重点关注的业务。公司预制菜分为两个渠道，一个为经销商渠道，专门为乡村宴席等场景打造的预制菜肴类，另一个为围绕核心大客户需求做定制化和个性化开发，未来公司将继续围绕 B 端客户做预制菜的研发和生产。结合以上，预计该业务 23-25 年收入快速增长，高于公司整体。

成本&费用：

- **毛利率：**公司生产所需的主要原材料为大宗农产品，包括面粉、糯米粉、食用油、白砂糖等，原材料价格的波动直接影响公司的盈利。2023年虽然部分产品价格相比2022年有所改善，但整体看成本压力依然存在，因而公司采取了一系列降低成本的措施，比如锁定价格、开辟新供应渠道等。同时毛利率提升的影响因素有公司产品结构的调整 and 核心大单品的打造。比如公司加大了烘焙类产品的研发和销售的力度，尤其是在小B端一些烘焙类产品，希望烘焙类产品对公司的毛利率产生正向的影响。结合以上，我们预期毛利率23年同比22年有小幅下滑，随着后续措施及调整的不断进行，24-25年毛利率实现稳步提升。
- **费用：**公司目前处于一个快速发展的阶段，预计23年销售费用率同比有所提升，随着规模不断提升，24-25年销售费用率下降趋势。随着规模提升，预计23-25年公司管理费用率及研发费用率逐步下降。我们预计2023-2025年收入分别为18.93、23.16、28.02亿元，对应增速分别为27.2%、22.3%、21%，归母净利润分别为1.46、1.89、2.41亿元，对应增速分别为43.1%、29.4%、27.6%，对应2023-2025年PE估值分别为28、22、17X，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
流动资产	670	873	1132	1458	营业收入	1489	1893	2316	2802
现金	381	495	719	1021	营业成本	1140	1453	1768	2130
应收账款	67	97	108	125	营业税金及附加	12	16	19	23
其他应收款	7	6	7	8	销售费用	58	85	100	118
预付账款	8	9	11	13	管理费用	139	151	181	213
存货	182	237	254	255	财务费用	2	1	1	1
其他流动资产	24	28	32	36	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	917	938	947	948	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	30	30	30	投资净收益	0	0	0	-1
固定资产	633	655	664	666	营业利润	123	172	231	299
无形资产	38	37	36	36	营业外收入	7	18	16	16
其他非流动资产	216	216	216	216	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1587	1811	2079	2406	利润总额	129	190	246	314
流动负债	350	438	514	598	所得税	28	45	59	75
短期借款	15	15	15	15	净利润	101	144	187	239
应付账款	191	244	306	369	少数股东损益	-1	-1	-2	-2
其他流动负债	144	178	194	214	归属母公司净利润	102	146	189	241
非流动负债	176	183	187	192	EBITDA	186	228	295	368
长期借款	147	152	155	159	EPS (元)	1.20	1.68	2.18	2.78
其他非流动负债	29	31	32	33					
负债合计	526	620	701	790					
少数股东权益	0	-1	-3	-6					
股本	87	87	87	87					
资本公积	565	565	565	565					
留存收益	410	541	730	971					
归属母公司股东权益	1061	1192	1381	1622					
负债和股东权益	1587	1811	2079	2406					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	211	181	278	352	成长能力				
净利润	101	144	187	239	营业收入	16.9%	27.2%	22.3%	21.0%
折旧摊销	60	55	64	69	营业利润	10.6%	39.8%	33.8%	29.4%
财务费用	7	1	1	1	归属于母公司净利	15.2%	43.1%	29.4%	27.6%
投资损失	0	0	0	1	获利能力				
营运资金变动	48	-2	42	59	毛利率 (%)	23.4%	23.3%	23.6%	24.0%
其他经营现金流	47	127	129	163	净利率 (%)	6.8%	7.7%	8.2%	8.6%
投资活动现金流	-251	-58	-57	-54	ROE (%)	9.6%	12.2%	13.7%	14.9%
资本支出	-221	-57	-56	-54	ROIC (%)	7.9%	9.5%	11.2%	12.5%
长期投资	-30	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	-1	资产负债率 (%)	33.1%	34.3%	33.7%	32.8%
筹资活动现金流	88	-9	3	4	净负债比率 (%)	49.6%	52.1%	50.9%	48.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	1.91	1.99	2.20	2.44
长期借款	112	5	3	4	速动比率	1.30	1.37	1.62	1.93
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	18	0	0	0	总资产周转率	1.02	1.11	1.19	1.25
其他筹资现金流	-42	-14	0	0	应收账款周转率	23.10	23.08	22.50	24.00
现金净增加额	48	114	224	302	应付账款周转率	6.80	6.67	6.43	6.32

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。