

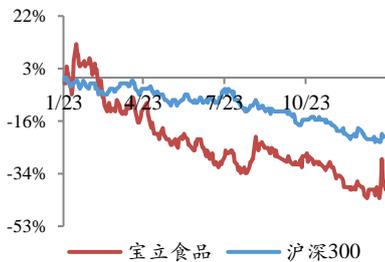
BC 端双轮驱动

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-29

收盘价 (元)	16.52
近 12 个月最高/最低 (元)	30.80/15.52
总股本 (百万股)	400
流通股本 (百万股)	159
流通股比例 (%)	39.70
总市值 (亿元)	66
流通市值 (亿元)	26

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. 千禾味业: 零添加赛道新征程

2024/01/05

2. 天味食品: 双轮驱动, 盈利释放

2023/10/30

3. 中炬高新: 扬帆起航, 加速成长

2023/10/25

主要观点:

● 复调龙头, 百胜餐饮供应链上游

公司主要从事食品调味料的研发生产和技术服务, 主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等。公司目前拥有位于上海松江、上海金山、山东和浙江嘉兴四个生产基地。公司的销售模式分为直销和非直销, 其中直销模式收入占比在 80% 以上。公司与百胜中国合作关系持续稳定, 始终为百胜中国提供优质畅销的产品和全方位的技术服务。业绩层面, 2023 Q1-3 实现营业收入 17.59 亿元, 同比+19.24%; 实现归母净利润 2.41 亿元, 同比+57.02%。其中, 2023Q3 实现营业收入 6.31 亿元, 同比+11.80%; 实现归母净利润 0.75 亿元, 同比+23.68%, 大 B 端业务景气度较高。

● B 端业务强壁垒, C 端品类持优势

产品端推陈出新, 烘焙类别新增量, 研发能力较强。 1) **产品端加速推新:** 公司在复合调味料领域深耕多年, 持续不断地向市场推出新产品。目前公司研发和生产的產品覆盖了裹粉、面包糠、腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、果酱、调理包、果蔬罐头、烘焙预拌粉、即食饮料等 10 多个细分品类, 每年向客户提供超千余种单品。公司持续不断为大客户推出新品促进规模增长, 23H1 同比去年同期开发数量上升近 14%; 2) **烘焙产品贡献新增量:** 公司不断扩充产品品类, 其中烘焙类产品于 2023 年 3 月起陆续推向会员制卖场, 获得市场初步肯定。公司新拓展的烘焙业务, 是和现有研发团队、供应链资源、生产管理能力和具备协同效应的, 因此具有增量业务特征, 公司在业务协同、客户资源、一站式服务等方面具有一定的竞争特色; 3) **研发能力优势突出:** 公司研发团队具有敏锐的市场反应能力, 对餐饮市场和终端消费者持续追踪和分析。此外, 公司为研发驱动的食品风味及产品解决方案服务商, 积累了大量的配方数据, 可以在经典配方的基础上不断根据市场口味变化传承创新, 现已形成强大的技术经验壁垒。

B 端业务壁垒强, C 端品类差异化竞争。 1) **B 端业务壁垒较强:** 公司力求在稳健发展中同步实现突破。在客户拓展和渠道方面, 公司会继续加深与现有客户的合作纽带, 且注重新兴渠道的客户开发, 例如进一步就已经取得合作的 costco、山姆、宜家等新零售渠道客户拓宽业务范围, 实现客户类型的有机补充; 2) **C 端品类差异化竞争:** 空刻意面线上销售额较优, 在天猫、抖音、京东三大平台上实现意大利面类龙头品类, 行业地位较为稳固。未来公司将持续布局 C 端业务线下增量渠道, 扩大线下团队人员规模, 加快入驻线下商超体系, 继续深拓新零售渠道。

● 投资建议

我们预计 2023-2025 年收入分别为 24.16、28.56、33.54 亿元, 对应增速分别为 18.6%、18.2%、17.4%, 归母净利润分别为 3.06、3.71、4.51 亿元, 对应增速分别为 41.9%、21.2%、21.8%, 对应 2023-2025

年 PE 估值分别为 22、18、15X，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，海外业务拓展不及预期，食品安全事件。

● **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	2037	2416	2856	3354
收入同比 (%)	29.1%	18.6%	18.2%	17.4%
归属母公司净利润	215	306	371	451
净利润同比 (%)	16.2%	41.9%	21.2%	21.8%
毛利率 (%)	34.6%	34.1%	33.9%	33.8%
ROE (%)	19.1%	22.9%	21.7%	20.9%
每股收益 (元)	0.57	0.76	0.93	1.13
P/E	49.70	21.62	17.84	14.64
P/B	10.05	4.95	3.88	3.07
EV/EBITDA	32.24	15.35	11.78	9.17

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1、复调龙头，百胜餐饮供应链上游.....	5
2、B端业务强壁垒，C端品类持优势.....	5
3、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	6
风险提示：	6

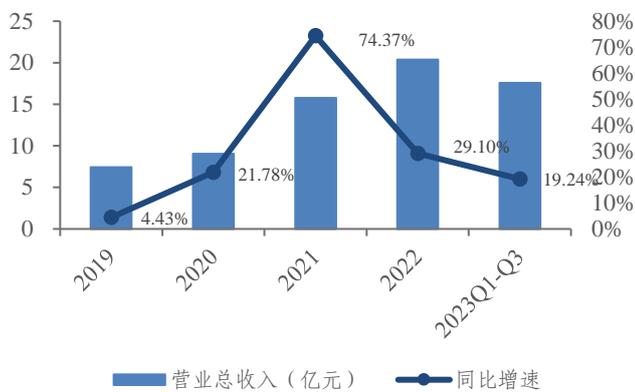
图表目录

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、复调龙头，百胜餐饮供应链上游

公司主要从事食品调味料的研发生产和技术服务，主要产品包括复合调味料、轻烹解决方案和饮品甜点配料等。公司目前拥有位于上海松江、上海金山、山东和浙江嘉兴四个生产基地。公司的销售模式分为直销和非直销，其中直销模式收入占比在 80%以上。公司与百胜中国合作关系持续稳定，始终为百胜中国提供优质畅销的产品和全方位的技术服务。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 17.59 亿元，同比+19.24%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比+57.02%。其中，2023Q3 实现营业收入 6.31 亿元，同比+11.80%；实现归母净利润 0.75 亿元，同比+23.68%，大 B 端业务景气度较高。

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、B 端业务强壁垒，C 端品类持优势

产品端推陈出新，烘焙类别新增量，研发能力较强。1) **产品端加速推新**：公司在复合调味料领域深耕多年，持续不断地向市场推出新产品。目前公司研发和生产的產品覆盖了裹粉、面包糠、腌料、撒粉、调味酱、沙拉酱、果酱、调理包、果蔬罐头、烘焙预拌粉、即食饮料等 10 多个细分品类，每年向客户提供超千余种单品。公司持续不断为大客户推出新品促进规模增长，23H1 同比去年同期开发数量上升近 14%；2) **烘焙产品贡献新增量**：公司不断扩充产品品类，其中烘焙类产品于 2023 年 3 月起陆续推向会员制卖场，获得市场初步肯定。公司新拓展的烘焙业务，是和现有研发团队、供应链资源、生产管理能力和具备协同效应的，因此具有增量业务特征，公司在业务协同、客户资源、一站式服务等方面具有一定的竞争特色；3) **研发能力优势突出**：公司研发团队具有敏锐的市场反应能力，对餐饮市场和终端消费者持续追踪和分析。此外，公司为研发驱动的食品风味及产品解决方案服务商，积累了大量的配方数据，可以在经典配方的基础上不断根据市场口味变化传承创新，现已形成强大的技术经验壁垒。

B 端业务壁垒强，C 端品类差异化竞争。1) **B 端业务壁垒较强**：公司力求在稳健发展中同步实现突破。在客户拓展和渠道方面，公司会继续加深与现有客户的合作纽带，且注重新兴渠道的客户开发，例如进一步就已经取得合作的 costco、山姆、

宜家等新零售渠道客户拓宽业务范围, 实现客户类型的有机补充; 2) **C端品类差异化竞争**: 空刻意面线上销售额较优, 在天猫、抖音、京东三大平台上实现意大利面类龙头品类, 行业地位较为稳固。未来公司将持续布局 C 端业务线下增量渠道, 扩大线下团队人员规模, 加快入驻线下商超体系, 继续深拓新零售渠道。

3、投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

➤ 业务拆分:

1) 复合调味料

23 年公司 B 端业务景气度较高, 公司与大客户合作关系持续稳定, 始终为大客户提供优质畅销的产品和全方位的技术服务。23 年大客户 B 端恢复较好, 公司 B 端业务高速增长。预计未来 24-25 年增速有所放缓, 但随着新品不断上市, 仍能保持双位数增长。

2) 轻烹解决方案

C 端空刻意面不断拓展新零售渠道, 预计未来随着线下渠道的补充, 增速有望在 24 年回升。同时公司加大补充烘焙品类, 预计带来良好增量, 预计 24-25 年整体轻烹解决方案实现低双位数增长。

3) 饮品甜点配料

随着大客户产品结构调整进入新阶段+公司积极拓展新渠道, 预计该业务重回双位数增长阶段, 预计 24-25 年努力实现双位数增长。

➤ 成本&费用:

从成本端看, 23 年原材料价格相对稳定, 对毛利率的影响有限。分产品看, 复合调味料毛利率同比提升, 饮品配料有所下滑, 主要还是和产品结构以及一些客户策略有关。因 B 端客户以定制化需求为主, 产品差异化特征明显, 且主要为成本加成的定价模式, 毛利率有望保持稳定。23 年 C 端高毛利率业务占比降低, 预计 23 年毛利率有所下降。未来若成本上升, 同时下游竞争导致盈利空间受到挤压, 针对成本端, 公司将会通过规模化采购、供应链优化管理、提升生产效率等方式进一步降本增效, 但由于 B 端业务增速较快, 预计占比逐步提升, 但毛利率低于 C 端, 预计 24-25 年毛利率有所下降, 但整体维持在较为稳健水平。

随着规模效应提升, 预计 23-25 年公司销售费用率、管理费用率、研发费用率均呈现下降趋势。

我们预计 2023-2025 年收入分别为 24.16、28.56、33.54 亿元, 对应增速分别为 18.6%、18.2%、17.4%, 归母净利润分别为 3.06、3.71、4.51 亿元, 对应增速分别为 41.9%、21.2%、21.8%, 对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 22、18、15X, 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, 海外业务拓展不及预期, 食品安全事件。

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	935	1147	1540	2015	营业收入	2037	2416	2856	3354
现金	404	469	909	1295	营业成本	1333	1593	1886	2221
应收账款	255	307	291	337	营业税金及附加	16	17	20	23
其他应收款	5	3	6	5	销售费用	311	353	411	476
预付账款	37	96	57	67	管理费用	58	75	80	91
存货	220	257	263	296	财务费用	0	-8	-9	-17
其他流动资产	15	15	15	15	资产减值损失	-10	-1	-3	-5
非流动资产	597	631	663	694	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	350	391	431	468	营业利润	295	420	507	617
无形资产	76	74	71	69	营业外收入	1	1	1	2
其他非流动资产	171	166	162	157	营业外支出	0	0	1	1
资产总计	1531	1778	2204	2709	利润总额	295	420	507	618
流动负债	344	375	419	459	所得税	65	105	125	153
短期借款	0	3	9	17	净利润	230	315	382	465
应付账款	153	156	168	177	少数股东损益	15	9	11	14
其他流动负债	191	216	242	265	归属母公司净利润	215	306	371	451
非流动负债	43	43	43	43	EBITDA	340	403	488	587
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.57	0.76	0.93	1.13
其他非流动负债	42	42	42	42					
负债合计	387	418	462	502					
少数股东权益	16	26	37	51					
股本	400	400	400	400					
资本公积	283	283	283	283					
留存收益	445	651	1021	1473					
归属母公司股东权	1128	1334	1704	2156					
负债和股东权益	1531	1778	2204	2709					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	252	183	448	385
净利润	230	315	382	465
折旧摊销	46	46	53	60
财务费用	4	0	1	1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-40	-122	78	-65
其他经营现金流	282	379	238	453
投资活动现金流	-71	-20	-14	-6
资本支出	-70	-20	-14	-6
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1	0	0	0
筹资活动现金流	123	-97	5	7
短期借款	-87	3	6	8
长期借款	-52	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	245	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-100	-1	-1
现金净增加额	304	66	439	386

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	29.1%	18.6%	18.2%	17.4%
营业利润	17.0%	42.6%	20.6%	21.7%
归属于母公司净利	16.2%	41.9%	21.2%	21.8%
获利能力				
毛利率 (%)	34.6%	34.1%	33.9%	33.8%
净利率 (%)	10.6%	12.7%	13.0%	13.5%
ROE (%)	19.1%	22.9%	21.7%	20.9%
ROIC (%)	19.3%	19.0%	18.2%	17.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	25.3%	23.5%	21.0%	18.5%
净负债比率 (%)	33.8%	30.8%	26.5%	22.8%
流动比率	2.72	3.06	3.67	4.39
速动比率	1.93	2.08	2.88	3.57
营运能力				
总资产周转率	1.54	1.46	1.43	1.37
应收账款周转率	8.77	8.57	9.47	10.59
应付账款周转率	9.31	10.29	11.61	12.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.76	0.93	1.13
每股经营现金流薄)	0.63	0.46	1.12	0.96
每股净资产	2.82	3.33	4.26	5.39
估值比率				
P/E	49.70	21.62	17.84	14.64
P/B	10.05	4.95	3.88	3.07
EV/EBITDA	32.24	15.35	11.78	9.17

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。