

C 端下滑 B 端降速，单四季度扭亏为盈

2024 年 03 月 27 日

➤ **事件：**公司 3 月 26 日发布 2023 年年报，受市场变化影响，2023 年全年实现营业收入 40.49 亿元，同比-16.2%；受原材料市场行情变动及汇率波动等影响，归母净利润 6344 万元，同比-53.9%；扣非归母净利润 717 万元，同比-89.6%，利润高于此前业绩预告中枢。其中，单 23Q4 实现营业收入 9.7 亿元，同比-2.7%；归母净利润及扣非净利润分别 2956/908 万元，同比扭亏为盈。

➤ **C 端下滑 B 端降速，Q4 推出芝士零食系列新品以焕新产品线。分业务看，**公司奶酪/贸易/液态奶分别实现营收 31.37/5.67/3.33 亿元，同比-18.9%/-5.4%/-4.3%；奶酪板块 23 年双位数下滑，但下半年降幅较上半年有所收窄。受规模效应削弱叠加原材料市场行情与汇率波动的双重影响，主要原材料成本较上年同期上升，导致公司奶酪板块毛利率同比下滑 3.72pcts。**奶酪业务细分下：**即食营养/家庭餐桌/餐饮工业分别实现营收 19.01/3.48/8.88 亿元，同比-24.0%/-36.1%/+7.6%。①以低温奶酪棒为代表的即食营养系列 23 年加速下滑，常温奶酪棒受益于渠道拓展和场景破圈实现逆势上涨。②以奶酪片为代表、主打早餐场景的家庭餐桌系列 23 年营收下滑，但 23 年下半年降幅环比收窄。③受益于出行链恢复及餐饮消费场景复苏，餐饮工业系列整体维持增长但亦有降速。

➤ **渠道拓展及场景破圈，积极布局新零售渠道。分区域看，**北区/中区/南区同比-23.8%/-9.6%/-11.7%，**分销售模式看，**公司在经销/直营/贸易同比-15.16%/-29.22%/-5.44%。公司在渠道模式上积极求变，大力开发烘焙、零食量贩、母婴等特渠，加大新零售渠道资源投入。**经销商数量上：**23 年末公司共有经销商 5,036 家，全年减少 182 家，销售网络覆盖约 80 万个零售终端。

➤ **成本上升毛利率承压，Q4 主动控费+股权激励费用冲回改善利润水平。**23 年毛利率 29.24%，同比-4.92pcts。归母净利率 1.57%，同比-1.24pcts。盈利能力下行主因高毛利产品奶酪棒占比下降，干酪等原材料价格上涨。费用端 23 年公司销售/管理费用率 23.18%/3.66%，同比-2.06pcts/-1.38pcts。其中单 Q4 分别为 21.1%/-2.6%，同比-9.86/2.07pcts，四季度公司主动收缩销售费用投放，股权激励费用在 Q4 冲回改善了利润水平。

➤ **投资建议：**公司积极加强品牌建设，根据凯度统计 23 年奶酪市场占有率持续提升，稳居第一。随着 Q4 推出众多零食形态的 C 端新品，未来产品端建议关注公司 C 端高毛利产品形态创新及新品反馈，渠道端随着零售新渠道场景开拓，以及 B 端餐饮供应链领域专业化服务优势打造，或能带公司走出困境。预计公司 24-26 年归母净利润分别为 1.3/1.8/2.3 亿元，同比+98.4%/39.3%/31.7%，当前股价对应 P/E 分别为 56/40/31X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**食品安全问题，原材料价格上涨，奶酪行业竞争加剧，新品销售不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

13.74 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

1.乳制品 4-5 线上线月度数据跟踪：成本下探，竞争趋缓，行业进入逐季改善的复苏-2023/07/01

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,049	4,722	5,639	6,791
增长率 (%)	-16.2	16.6	19.4	20.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	63	126	175	231
增长率 (%)	-53.9	98.4	39.3	31.7
每股收益 (元)	0.12	0.24	0.34	0.45
PE	111	56	40	31
PB	1.6	1.6	1.5	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,049	4,722	5,639	6,791
营业成本	2,865	3,291	3,872	4,560
营业税金及附加	27	28	31	41
销售费用	939	1,096	1,325	1,664
管理费用	148	175	220	278
研发费用	46	45	54	78
EBIT	90	135	182	224
财务费用	25	37	34	32
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	52	47	56	68
营业利润	84	145	205	261
营业外收支	0	5	3	2
利润总额	84	150	208	263
所得税	4	24	33	32
净利润	80	126	175	231
归属于母公司净利润	63	126	175	231
EBITDA	279	327	381	427

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,396	2,682	2,842	3,055
应收账款及票据	108	116	138	166
预付款项	340	269	317	373
存货	533	654	769	906
其他流动资产	332	340	345	352
流动资产合计	3,708	4,060	4,411	4,852
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,482	1,569	1,628	1,667
无形资产	135	135	135	135
非流动资产合计	3,124	3,124	3,122	3,121
资产合计	6,833	7,184	7,533	7,973
短期借款	995	995	995	995
应付账款及票据	415	421	495	583
其他流动负债	383	604	703	824
流动负债合计	1,793	2,019	2,193	2,402
长期借款	423	423	423	423
其他长期负债	314	314	314	314
非流动负债合计	737	737	737	737
负债合计	2,530	2,757	2,931	3,140
股本	514	514	514	514
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,303	4,427	4,603	4,833
负债和股东权益合计	6,833	7,184	7,533	7,973

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-16.16	16.62	19.41	20.44
EBIT 增长率	-36.60	49.68	35.15	23.14
净利润增长率	-53.90	98.38	39.27	31.72
盈利能力 (%)				
毛利率	29.24	30.31	31.33	32.85
净利润率	1.57	2.67	3.11	3.40
总资产收益率 ROA	0.93	1.75	2.33	2.90
净资产收益率 ROE	1.47	2.84	3.81	4.78
偿债能力				
流动比率	2.07	2.01	2.01	2.02
速动比率	1.52	1.50	1.46	1.44
现金比率	1.34	1.33	1.30	1.27
资产负债率 (%)	37.03	38.37	38.90	39.38
经营效率				
应收账款周转天数	10.26	8.50	8.10	8.07
存货周转天数	77.61	64.91	66.15	66.11
总资产周转率	0.57	0.67	0.77	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.24	0.34	0.45
每股净资产	8.37	8.62	8.96	9.41
每股经营现金流	0.54	0.96	0.71	0.80
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	111	56	40	31
PB	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	22.97	19.58	16.83	14.99
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	80	126	175	231
折旧和摊销	189	192	198	203
营运资金变动	5	161	-17	-19
经营活动现金流	279	493	363	411
资本开支	-289	-157	-164	-170
投资	1,593	0	0	0
投资活动现金流	1,368	-110	-108	-102
股权募资	0	0	0	0
债务募资	86	0	0	0
筹资活动现金流	-591	-97	-96	-96
现金净流量	1,054	286	160	214

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026