

2024年04月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

四季度业绩承压，成本优化利好毛利

—爱普股份（603020.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年04月22日，爱普股份发布2023年年报。

投资要点

基本数据

2024-04-22

当前股价（元）	7.69
总市值（亿元）	29
总股本（百万股）	383
流通股本（百万股）	383
52周价格范围（元）	5.82-9.56
日均成交额（百万元）	30.08

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《爱普股份（603020）：业绩符合预期，海外市场持续扩张》2023-11-01
- 《爱普股份（603020）：业绩符合预期，主业稳增长》2023-08-30
- 《爱普股份（603020）：核心主业地位稳固，打造第二增长曲线》2023-06-07

■ 四季度业绩承压，成本优化释放毛利

2023年公司总营收为27.83亿元（-13%），主要系市场需求承压所致，归母净利润0.91亿元（-17%）；2023Q4公司总营收6.85亿元（-21%），归母净利润0.01亿元（2022年同期为-0.04亿元）。2023年公司毛利率为14.82%（+0.4pct），主要系原材料成本控制成效显著；2023年公司销售/管理费用率分别为3.88%/5.27%，分别同增1pct/1pct，其中销售费用率增加主要系销售人员业务活动同比增加所致。综合来看，公司2023年净利率为4.00%（+0.1pct），基本维持稳定。现金流端，公司2023年经营净现金流为2.25亿元（+173.53%），主要系公司购买商品、接受劳务支付现金减少所致。

■ 香精香料盈利能力提升，工业巧克力有望放量

分产品看，香精量升价跌，成本管控良好，2023年公司香精营收5.42亿元（+5%），其中销量0.97万吨（+6%），吨价5.57万元/吨（-1%），虽受下游需求不足影响，但公司及时调整产品结构、加大客户服务支持力度，实现收入增长，同时得益于成本管控有效，香精毛利率同增3pct至35.73%；香料量跌价增，盈利能力提升，2023年香料营收1.92亿元（-11%），其中销量0.06万吨（-29%），吨价32.97万元/吨（+25%），叠加公司合理管控原材料成本波动，香料毛利率同增3pct至31.62%；食品配料量跌价增，工业巧克力放量可期，2023年食品配料营收20.23亿元（-17%），其中销量3.26万吨（-26%），主要系需求端变化，乳制品行业低迷、工业巧克力制造业务相对承压所致，随着工业巧克力新产能投产、意向订单推进、客户资源拓展，销量有望进一步提升。同时，工业巧克力板块高毛利产品占比提升、工艺改善，拉升食品配料吨价同增11%至6.21万元/吨，但受制于乳制品盈利拖累，食品配料板块毛利率同减2pct至7.10%。分渠道看，公司经销/直销渠道营收分别为5.74/21.83亿元，分别同减20%/11%。

■ 盈利预测

公司坚持“香精香料为引领，食品配料融合发展”的理念，深耕主营业务，同时持续关注乳品、饮料等传统领域及其他新兴业态的发展方向，我们看好公司工业巧克力扩产，打造第二增长曲线。根据年报，预计 2024-2026 年 EPS 为 0.36/0.42/0.47 元，当前股价对应 PE 分别为 22/18/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、政策变动风险、原材料上涨风险、工业巧克力增长不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,783	3,067	3,333	3,582
增长率（%）	-13.1%	10.2%	8.7%	7.4%
归母净利润（百万元）	91	137	160	182
增长率（%）	-17.5%	51.3%	16.8%	13.1%
摊薄每股收益（元）	0.24	0.36	0.42	0.47
ROE（%）	2.7%	3.9%	4.4%	4.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	405	572	728	919
应收款	426	504	502	491
存货	629	569	576	573
其他流动资产	809	846	864	875
流动资产合计	2,270	2,492	2,670	2,857
非流动资产:				
金融类资产	719	739	754	764
固定资产	687	682	653	616
在建工程	69	27	11	4
无形资产	92	87	83	78
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	704	704	704	704
非流动资产合计	1,551	1,500	1,450	1,402
资产总计	3,820	3,992	4,120	4,260
流动负债:				
短期借款	98	103	107	110
应付账款、票据	187	249	253	254
其他流动负债	66	66	66	66
流动负债合计	364	433	442	446
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	68	68	68	68
非流动负债合计	68	68	68	68
负债合计	432	501	510	515
所有者权益				
股本	383	383	383	383
股东权益	3,389	3,491	3,611	3,745
负债和所有者权益	3,820	3,992	4,120	4,260

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	111	155	181	205
少数股东权益	21	18	21	23
折旧摊销	62	50	50	48
公允价值变动	17	9	8	6
营运资金变动	14	29	-3	15
经营活动现金净流量	225	262	257	297
投资活动现金净流量	-165	26	30	34
筹资活动现金净流量	106	-48	-58	-67
现金流量净额	167	240	230	263

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,783	3,067	3,333	3,582
营业成本	2,371	2,583	2,788	2,975
营业税金及附加	14	15	15	15
销售费用	108	104	117	129
管理费用	147	144	160	175
财务费用	-9	-12	-16	-21
研发费用	34	43	47	50
费用合计	280	279	307	333
资产减值损失	-13	-5	-4	-3
公允价值变动	17	9	8	6
投资收益	13	12	10	8
营业利润	142	215	246	276
加:营业外收入	2	0	1	0
减:营业外支出	2	10	8	6
利润总额	142	205	239	270
所得税费用	30	50	58	65
净利润	111	155	181	205
少数股东损益	21	18	21	23
归母净利润	91	137	160	182

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	-13.1%	10.2%	8.7%	7.4%
归母净利润增长率	-17.5%	51.3%	16.8%	13.1%
盈利能力				
毛利率	14.8%	15.8%	16.4%	16.9%
四项费用/营收	10.1%	9.1%	9.2%	9.3%
净利率	4.0%	5.1%	5.4%	5.7%
ROE	2.7%	3.9%	4.4%	4.8%
偿债能力				
资产负债率	11.3%	12.6%	12.4%	12.1%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	6.5	6.1	6.6	7.3
存货周转率	3.8	4.6	4.9	5.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.24	0.36	0.42	0.47
P/E	32.5	21.5	18.4	16.2
P/S	1.1	1.0	0.9	0.8
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。