

拓展暑期冰品市场，发力餐饮和商超渠道

核心观点

- 暑期冰淇淋新品上市，有望显著推动冰品业务增长。**7月15日公司公众号公布推出麻薯冰淇淋、方形冰淇淋蛋糕、冰淇淋蛋糕三款新品，解决下游烘焙店暑期冷清的痛点，打造夏季引流品。我们认为这一新产品线有助于帮助下游客户吸引客流进店，带动全品类销售和拉升客单价，最终有利于公司铺货销售（奥昆内部冰品同比出库金额+253%）。
- 携明星单品布局北美市场，国际业务增长可期。**6月公司携瑞士卷和千层蛋糕两款龙头产品参加芝加哥 KeHE Holiday Show（北美行业盛会）。通过美国天然有机健康食品分销巨头 KeHE Distributors, LLC 强大的销售网络，快速进入美国主流烘焙市场，展会上与多家连锁商超采购负责人洽谈，收获多品牌定制化需求，并与主流电商平台达成选品合作意向。
- 餐饮及商超渠道表现亮眼，多元渠道布局持续释放潜力。**24年公司总营收 38.35 亿元/同比+9.61%，归母净利润 2.68 亿元/同比+266.94%，主要受益于费用管控带来的期间费用率同比大降 5.57pct。25Q1 总营收 10.46 亿元/同比+14.13%，归母净利润 0.88 亿元/同比+15.11%。25Q1 传统饼房渠道收入占比略超 40%、收入同比有所下降，与春节提前、渠道备货前置有关；商超渠道收入占比约 40%、收入同比+40%以上，主要由核心客户定制新品贡献并把握住商超调改机会；餐饮新零售渠道收入占比近 20%、收入同比+20%以上。公司多场合表示餐饮渠道将成为未来增长的重要方向，目前正积极探索咖啡厅、西式快餐、火锅等多元细分场景的产品解决方案。

盈利预测与投资建议

- 考虑渠道结构调整与核心品类竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.89/2.26/2.62 元（前次预测 2025 年 EPS 为 2.28 元）。考虑公司多元渠道布局稳步推进，未来盈利增长确定性较强，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 28 倍 PE，对应目标价 52.92 元，维持“增持”评级。

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,499	3,835	4,395	4,896	5,384
同比增长(%)	20.2%	9.6%	14.6%	11.4%	10.0%
营业利润(百万元)	98	336	404	481	557
同比增长(%)	-44.8%	242.8%	20.3%	19.0%	15.8%
归属母公司净利润(百万元)	73	268	320	382	443
同比增长(%)	-49.2%	266.9%	19.6%	19.2%	16.0%
每股收益(元)	0.43	1.58	1.89	2.26	2.62
毛利率(%)	31.4%	31.5%	32.7%	33.0%	33.3%
净利率(%)	2.1%	7.0%	7.3%	7.8%	8.2%
净资产收益率(%)	3.2%	10.6%	11.8%	12.8%	13.4%
市盈率	107.1	29.2	24.4	20.5	17.7
市净率	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	增持（维持）
股价（2025年07月22日）	47.37 元
目标价格	52.92 元
52 周最高价/最低价	56.63/21.94 元
总股本/流通 A 股（万股）	16,934/11,653
A 股市值（百万元）	8,022
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 22 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.31	0.97	17.36	77.66
相对表现%	-3.8	-6.11	8.51	60.48
沪深 300%	2.49	7.08	8.85	17.18



证券分析师	
谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520070001

投资建议

- 考虑渠道结构调整与核心品类竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.89/2.26/2.62 元（前次预测 2025 年 EPS 为 2.28 元）。考虑公司多元渠道布局稳步推进，未来盈利增长确定性较强，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 28 倍 PE，对应目标价 52.92 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/7/22	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
海天味业	603288	39.50	1.08	1.20	1.33	1.46	36.44	32.80	29.71	27.07
安井食品	603345	74.43	4.46	4.82	5.33	5.86	16.71	15.45	13.96	12.71
千味央厨	001215	28.74	0.86	1.02	1.15	1.30	33.36	28.23	24.92	22.09
千禾味业	603027	12.02	0.50	0.55	0.61	0.68	23.97	21.80	19.68	17.76
佳禾食品	605300	13.90	0.18	0.36	0.44	0.64	75.26	38.40	31.82	21.63
调整后平均							27.61	24.77	20.50	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,061	558	996	1,189	1,423	营业收入	3,499	3,835	4,395	4,896	5,384
应收票据、账款及款项融资	219	286	334	373	410	营业成本	2,401	2,628	2,958	3,281	3,591
预付账款	22	31	32	36	40	销售费用	474	464	540	600	659
存货	262	380	405	449	492	管理费用	334	256	290	319	347
其他	413	322	308	323	337	研发费用	148	112	127	141	154
流动资产合计	1,977	1,577	2,076	2,369	2,701	财务费用	12	15	40	36	34
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	31	25	24	22	22
固定资产	1,065	1,427	1,456	1,487	1,511	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	303	352	422	470	504	投资净收益	2	5	2	2	2
无形资产	321	339	330	320	310	其他	(3)	(4)	(14)	(19)	(23)
其他	274	683	362	327	313	营业利润	98	336	404	481	557
非流动资产合计	1,963	2,801	2,569	2,603	2,638	营业外收入	1	2	1	1	1
资产总计	3,940	4,378	4,644	4,972	5,339	营业外支出	8	2	4	4	4
短期借款	77	176	176	176	176	利润总额	90	335	400	477	553
应付票据及应付账款	264	401	432	480	525	所得税	19	71	85	101	118
其他	230	327	284	290	295	净利润	71	264	315	376	436
流动负债合计	571	904	893	945	996	少数股东损益	(2)	(4)	(5)	(6)	(7)
长期借款	88	51	51	51	51	归属于母公司净利润	73	268	320	382	443
应付债券	729	776	776	776	776	每股收益（元）	0.43	1.58	1.89	2.26	2.62
其他	65	71	64	64	64	主要财务比率					
非流动负债合计	882	898	891	891	891		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	1,453	1,802	1,784	1,836	1,887	成长能力					
少数股东权益	15	12	7	1	(6)	营业收入	20.2%	9.6%	14.6%	11.4%	10.0%
实收资本（或股本）	169	169	169	169	169	营业利润	-44.8%	242.8%	20.3%	19.0%	15.8%
资本公积	1,384	1,326	1,386	1,386	1,386	归属于母公司净利润	-49.2%	266.9%	19.6%	19.2%	16.0%
留存收益	666	816	1,052	1,334	1,657	获利能力					
其他	252	252	246	246	246	毛利率	31.4%	31.5%	32.7%	33.0%	33.3%
股东权益合计	2,487	2,576	2,861	3,136	3,452	净利率	2.1%	7.0%	7.3%	7.8%	8.2%
负债和股东权益总计	3,940	4,378	4,644	4,972	5,339	ROE	3.2%	10.6%	11.8%	12.8%	13.4%
现金流量表						ROIC	3.1%	7.8%	9.2%	10.1%	10.7%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	71	264	315	376	436	资产负债率	36.9%	41.2%	38.4%	36.9%	35.3%
折旧摊销	126	164	192	216	215	净负债率	0.0%	20.4%	1.6%	0.0%	0.0%
财务费用	12	15	40	36	34	流动比率	3.46	1.74	2.33	2.51	2.71
投资损失	(2)	(5)	(2)	(2)	(2)	速动比率	2.98	1.32	1.86	2.02	2.20
营运资金变动	(109)	5	(78)	(52)	(51)	营运能力					
其它	207	9	46	4	3	应收账款周转率	13.7	14.5	13.5	13.2	13.1
经营活动现金流	305	453	513	577	635	存货周转率	8.1	8.0	7.4	7.5	7.4
资本支出	(318)	(589)	(250)	(250)	(250)	总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
长期投资	0	(362)	241	0	0	每股指标（元）					
其他	(389)	67	40	2	2	每股收益	0.43	1.58	1.89	2.26	2.62
投资活动现金流	(708)	(884)	31	(248)	(248)	每股经营现金流	1.80	2.67	3.03	3.41	3.75
债权融资	826	68	(42)	0	0	每股净资产	14.60	15.14	16.85	18.51	20.42
股权融资	111	(59)	60	0	0	估值比率					
其他	(8)	(88)	(125)	(136)	(154)	市盈率	107.1	29.2	24.4	20.5	17.7
筹资活动现金流	929	(78)	(106)	(136)	(154)	市净率	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3
汇率变动影响	(0)	(0)	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	33.8	15.5	12.5	10.9	9.9
现金净增加额	526	(510)	438	193	234	EV/EBIT	72.5	22.7	17.9	15.4	13.5

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。