

南侨食品 (605339)

证券研究报告

2022年03月18日

发布 21 年年报, 实现归母净利润 3.68 亿元同增 13%, 产能释放渠道开拓业绩稳健增长

公司发布 2021 年年度报告。2021 年公司实现营业收入 28.73 亿元, 同增 23.71%; 实现归母净利润 3.68 亿元, 同增 13.27%。其中 2021Q4 公司实现营业收入 8.18 亿元, 同增 15.09%。

收入端: 2021 年公司实现营业收入 28.73 亿元, 同增 23.71%。其中 21Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营业收入 6.47/7.14/6.93/8.18 亿元, 分别同增 49.69%/29.92%/10.14%/15.09%。分产品看, 2021 年公司烘焙应用油脂/淡奶油/进口品/冷冻面团/馅料分别实现营收 16.91/4.77/5.02/1.78/0.17 亿元。

毛利率: 公司 2021 年度毛利率为 31.12%, 同减 7.66pct。分季度看, 2021 年 Q1-Q4 毛利率分别为 38.80%/35.92%/29.95%/22.14%。分产品看, 烘焙应用油脂/淡奶油/进口品/冷冻面团/馅料毛利率分别为 30.88%/36.37%/27.69%/32.67%/-30.57%。

费用端: 公司 2021 年期间费用率为 14.86%, 同减 6.01pct。其中销售费用率为 7.36%, 同减 3.77pct; 财务费用率为-0.74%, 同减 0.57pct, 主要由于公司本期收到首发募集资金的存款利息。

利润端: 公司 2021 年度实现归母净利润 3.68 亿元, 同增 13.27%。后疫情时代消费趋势逐步改变。2021 年 Q1-Q4 分别实现归母净利润 0.98/0.98/0.78/0.95 亿元, 同比变动+126.99%/+27.17%/-9.54%/-20.28%。

渠道端: 公司经销商数量为 305 家, 新增 54 家, 其中华南/华中/华东/西南分别拥有经销商 77/58/50/32 家, 分别同比变动 +4.05%/+11.54%/-10.71%/-13.51%。报告期内, 公司不断拓展渠道, 加速一、二线城市销售网络细化及下沉工作及提升三、四线城市成长动能。

供给端: 冷冻面团产能逐步释放, 公司 2021 年有序推进了各产线的升级和建设工作, 通过新建、扩建冷冻面团生产线进一步增加产能、提升盈利。上海南侨二期冷冻面团项目展开工作, 产能有望逐步释放。

投资建议: 公司作为烘焙油脂行业领军者, 雄厚的技术积累助力产品品质稳定。公司将持续深耕烘焙市场, 解锁茶饮、餐饮等新消费场景, 释放海外业务潜能, 未来业绩有望继续高速发展。受原材料价格影响, 我们调整公司 2022-2023 年归母净利润预测为 4.4/5.4 亿元 (前值 5.2/7.4 亿元), 对应 PE23X/19X, 维持买入评级。

风险提示: 疫情反复风险、原材料价格波动风险、公司经营不及预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,322.40	2,872.99	3,418.86	4,048.27	4,769.35
增长率(%)	(1.22)	23.71	19.00	18.41	17.81
EBITDA(百万元)	581.84	606.17	589.96	713.04	855.61
净利润(百万元)	325.25	368.40	435.02	538.06	663.23
增长率(%)	9.02	13.27	18.08	23.69	23.26
EPS(元/股)	0.76	0.86	1.02	1.26	1.55
市盈率(P/E)	31.27	27.60	23.38	18.90	15.33
市净率(P/B)	5.23	3.18	2.76	2.42	2.09
市销率(P/S)	4.38	3.54	2.97	2.51	2.13
EV/EBITDA	0.00	20.41	13.17	10.18	7.66

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	24.46 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	427.65
流通 A 股股本(百万股)	63.53
A 股总市值(百万元)	10,460.43
流通 A 股市值(百万元)	1,553.93
每股净资产(元)	7.48
资产负债率(%)	22.31
一年内最高/最低(元)	76.76/20.38

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
董懿夫	联系人
dongyifu@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 聚源数据

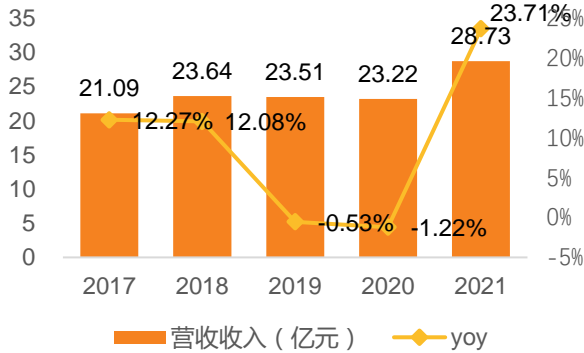
相关报告

- 《南侨食品-季报点评:21Q3 营收同增 10%, 渠道下沉拓展烘焙新消费场景》 2021-11-01
- 《南侨食品-半年报点评:21H1 归母净利润同增 63%, 上半年量价齐升高速增长, 逐步开拓新型烘焙消费场景前景可期》 2021-08-13
- 《南侨食品-首次覆盖报告:烘焙油脂领军者, 产能释放+冷冻面团打开成长新空间》 2021-06-04

1. 事件

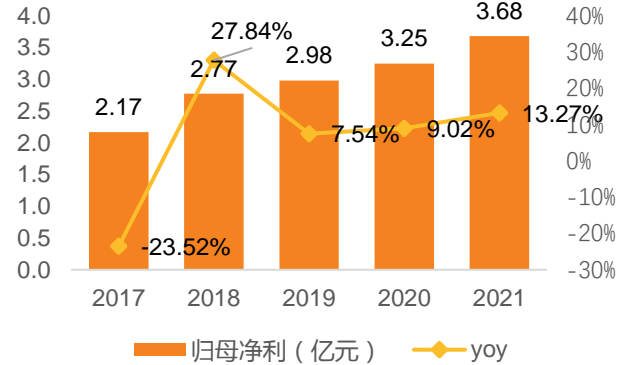
公司发布 2021 年年度报告。2021 年公司实现营业收入 28.73 亿元，同增 23.71%；实现归母净利润 3.68 亿元，同增 13.27%。其中 2021Q4 公司实现营业收入 8.18 亿元，同增 15.09%，归母净利润为 0.95 亿元，同减 20.28%。

图 1：2021 营收同增 23.71%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2021 归母净利润同增 13.27%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

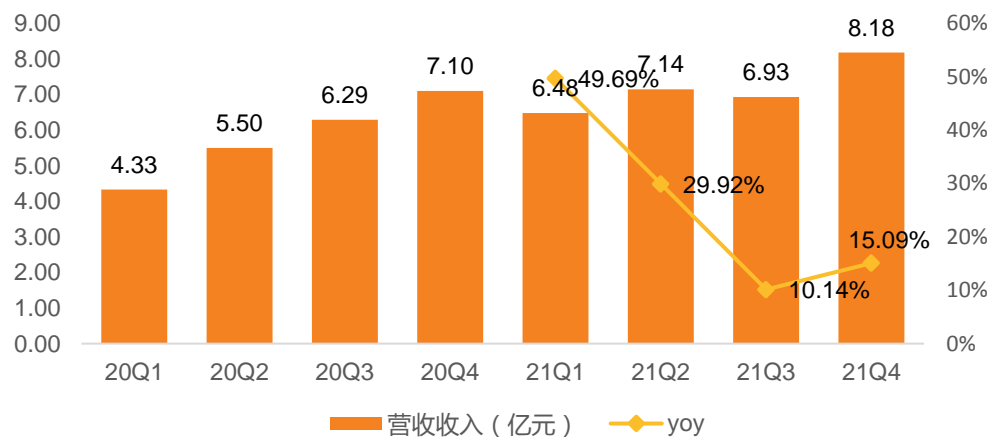
2. 点评

2.1. 收入端

2021 年公司实现营业收入 28.73 亿元，同增 23.71%。公司根据经营计划、结合市场环境，加大主营业务的投入，通过扩大产能、开拓渠道实现营收稳健增长。

分季度看，其中 21Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营业收入 6.47/7.14/6.93/8.18 亿元，分别同增 49.69%/29.92%/10.14%/15.09%。

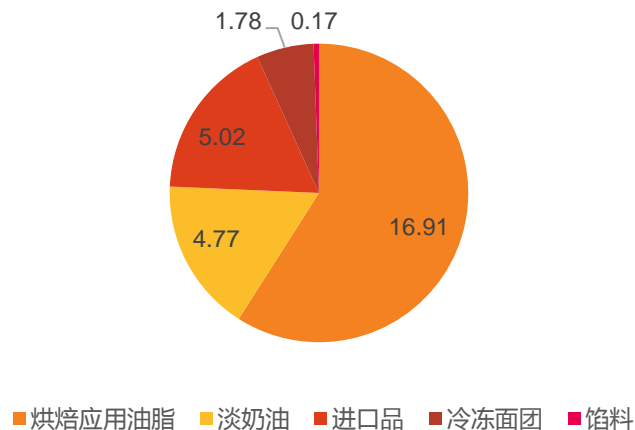
图 3：21Q4 营收同增 15.09%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

分产品看，2021 年公司烘焙应用油脂/淡奶油/进口品/冷冻面团/馅料分别实现营收 16.91/4.77/5.02/1.78/0.17 亿元，分别同比变动+18.48%/+35.54%/+23.67%/+55.01%/+11.18%。其中，淡奶油和冷冻面团的销售额同比增长较快，主要由于疫情常态化下，内循环消费持续增长，消费者习惯改变，烘焙食品市场规模不断扩大。

图 4：各产品营收比例分布（单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

分销售模式看，公司经销模式/直营模式分别实现营收 17.26/11.42 亿元，同增 20.37%/29.28%，分别占营业收入的 60%/40%，收入占比稳定。

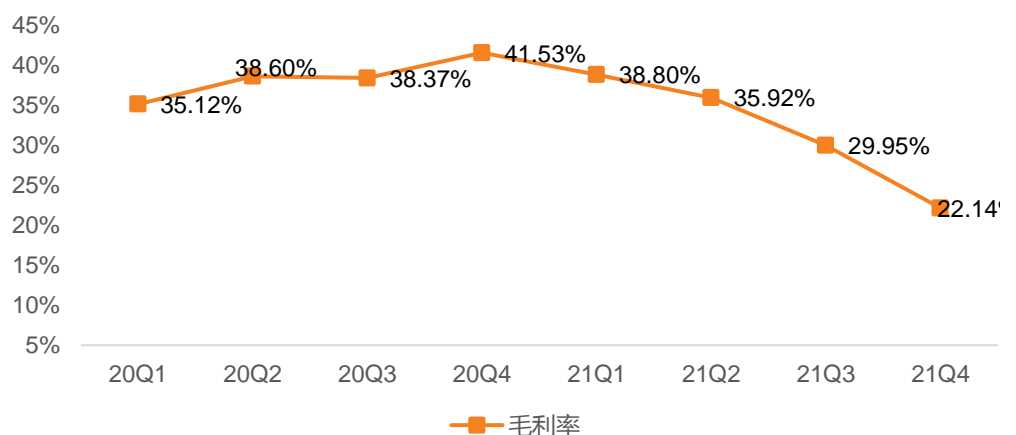
2.2.毛利端

公司 2021 年度毛利率为 31.12%，同减 7.66pct。主要由于本期产品销售数量增加和原材料采购单价上升，以及销售费用中的运费重分类入成本，造成营业成本增加。

分季度看，2021 年 Q1-Q4 毛利率分别为 38.80%/35.92%/29.95%/22.14%，分别同比变动 3.68pct/-2.68pct/-8.42pct/-19.39pct。

分产品看，烘焙应用油脂/淡奶油/进口品/冷冻面团/馅料毛利率分别为 30.88%/36.37%/27.69%/32.67%/-30.57%，分别同减 9.47/7.39/0.48/13.23/19.43pct。

图 5：季度毛利率变化

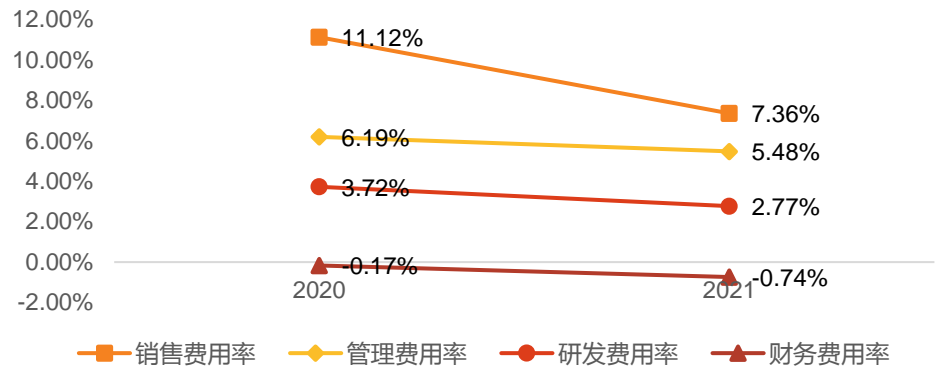


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3.费用端

公司 2021 年期间费用率为 14.86%，同减 6.01pct。其中，①销售费用率为 7.36%，同减 3.77pct；②管理费用率为 5.48%，同减 0.72pct；③研发费用率为 2.77%，同减 0.96pct；④财务费用率为 -0.74%，同减 0.57pct，主要由于公司本期收到首发募集资金的存款利息。

图 6：费用率变化



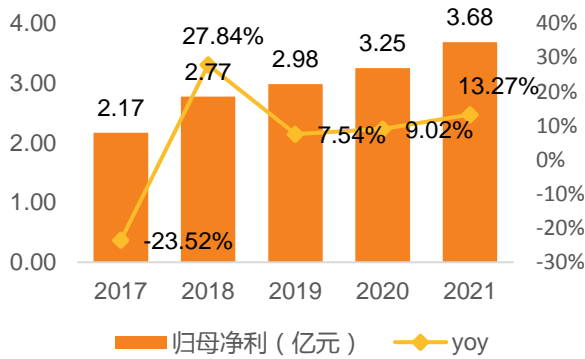
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.4. 利润端

公司 2021 年度实现归母净利润 3.68 亿元，同增 13.27%，主要由于内循环消费的快速提升加速了三四线城市烘焙、餐饮市场的蓬勃发展，后疫情时代消费趋势逐步改变，冷冻面团产品深受青睐，有效驱动公司业绩提升。

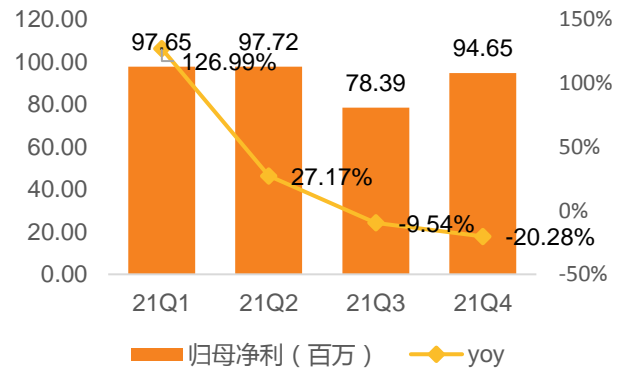
分季度看，2021 年 Q1-Q4 公司分别实现归母净利润 0.98/0.98/0.78/0.95 亿元，分别同比变动+126.99%/+27.17%/-9.54%/-20.28%。

图 7：年度归母净利润变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：分季度归母净利润变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.5. 渠道端

公司巩固一二线城市深耕三四线市场，不断拓展渠道开发新业态。截止报告期末，公司经销商数量为 305 家，新增 54 家，其中华南/华中/华东/西南分别拥有经销商 77/58/50/32 家，分别同比变动+4.05%/+11.54%/-10.71%/-13.51%。报告期内，公司不断拓展渠道，加速一、二线城市销售网络细化及下沉工作，深挖及提升三、四线城市成长动能，同时针对不同渠道采取相对应策略，深度开发便利店、商超会员店及餐饮市场等多种业态。

2.6. 供给端

冷冻面团产能逐步释放，提升公司盈利空间。公司 2021 年有序推进了各产线的升级和建设，通过新建、扩建冷冻面团生产线进一步增加产能、提升盈利。截止报告期末，冷冻面团设计产能 4725 吨，实际产能 4343 吨，在建产能 4737 吨。2022 年 1 月 6 日，上海南侨二期冷冻面团项目正式投产，上海厂成为继天津厂后的第二座冷冻面团生产基地，产

能有望逐步释放。

3. 投资建议

公司作为烘焙油脂行业领军者，在烘焙原材料领域已有雄厚的技术积累，助力产品高质稳定。随着冷冻面团等业务产能逐步落地，人才培养机制逐渐成熟，公司将持续深耕烘焙市场，解锁茶饮、餐饮等新消费场景，释放海外业务潜能，未来业绩有望继续高速发展。受原材料价格影响，我们调整公司 2022-2023 年归母净利润预测为 4.4/5.4 亿元(前值 5.2/7.4 亿元)，对应 PE23X/19X，维持买入评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,078.67	2,037.95	2,316.82	2,824.26	3,521.67	营业收入	2,322.40	2,872.99	3,418.86	4,048.27	4,769.35
应收票据及应收账款	160.59	218.70	232.95	303.02	327.36	营业成本	1,421.67	1,978.79	2,406.88	2,760.92	3,218.87
预付账款	16.20	19.46	26.13	26.61	33.54	营业税金及附加	18.61	22.25	28.11	31.81	37.96
存货	350.95	555.91	552.14	731.32	753.14	销售费用	258.34	211.32	222.23	283.38	348.16
其他	80.66	8.95	42.05	21.25	35.84	管理费用	143.84	157.35	184.62	226.70	262.31
流动资产合计	1,687.07	2,840.97	3,170.08	3,906.45	4,671.56	研发费用	86.46	79.51	85.47	129.54	143.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(3.91)	(21.24)	(49.07)	(66.51)	(82.10)
固定资产	1,089.76	1,032.87	939.11	845.35	751.59	资产/信用减值损失	(6.35)	(4.05)	(4.70)	(4.23)	(2.85)
在建工程	12.77	42.51	42.51	42.51	42.51	公允价值变动收益	1.96	0.00	(3.00)	(4.00)	(5.00)
无形资产	53.09	59.88	56.41	52.93	49.46	投资净收益	0.13	0.96	1.37	1.37	1.56
其他	50.03	144.26	86.82	87.62	97.94	其他	(5.02)	(12.28)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,205.64	1,279.51	1,124.84	1,028.41	941.49	营业利润	406.67	460.39	534.29	675.56	834.78
资产总计	2,892.71	4,120.48	4,294.92	4,934.86	5,613.05	营业外收入	6.57	1.50	10.39	9.69	7.04
短期借款	469.21	290.61	0.00	0.00	0.00	营业外支出	5.46	2.50	3.61	4.16	3.93
应付票据及应付账款	170.03	220.64	255.32	305.92	336.20	利润总额	407.79	459.39	541.07	681.09	837.89
其他	198.87	256.05	322.33	372.86	356.82	所得税	82.19	90.34	106.05	143.03	174.28
流动负债合计	838.11	767.29	577.66	678.78	693.02	净利润	325.60	369.04	435.02	538.06	663.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.35	0.64	0.00	0.00	0.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	325.25	368.40	435.02	538.06	663.23
其他	13.07	83.64	35.94	44.22	54.60	每股收益 (元)	0.76	0.86	1.02	1.26	1.55
非流动负债合计	13.07	83.64	35.94	44.22	54.60						
负债合计	946.61	919.35	613.59	723.00	747.62	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	1.90	2.54	2.54	2.54	2.92	成长能力					
股本	360.00	427.65	427.65	427.65	427.65	营业收入	-1.22%	23.71%	19.00%	18.41%	17.81%
资本公积	245.73	1,241.94	1,241.94	1,241.94	1,241.94	营业利润	15.02%	13.21%	16.05%	26.44%	23.57%
留存收益	1,338.47	1,596.75	2,031.78	2,569.84	3,233.07	归属于母公司净利润	9.02%	13.27%	18.08%	23.69%	23.26%
其他	0.00	(67.75)	(22.58)	(30.11)	(40.15)	获利能力					
股东权益合计	1,946.10	3,201.13	3,681.33	4,211.86	4,865.43	毛利率	38.78%	31.12%	29.60%	31.80%	32.51%
负债和股东权益总计	2,892.71	4,120.48	4,294.92	4,934.86	5,613.05	净利率	14.00%	12.82%	12.72%	13.29%	13.91%
						ROE	16.73%	11.52%	11.83%	12.78%	13.64%
						ROIC	24.03%	28.57%	29.54%	37.66%	45.86%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	32.72%	22.31%	14.29%	14.65%	13.32%
净利润	325.60	369.04	435.02	538.06	663.23	净负债率	-31.32%	-54.24%	-62.93%	-67.05%	-72.31%
折旧摊销	96.21	103.49	97.23	97.23	97.23	流动比率	1.81	3.40	5.49	5.76	6.74
财务费用	(3.97)	(21.60)	(49.07)	(66.51)	(82.10)	速动比率	1.43	2.73	4.53	4.68	5.65
投资损失	(0.13)	(0.96)	(1.37)	(1.37)	(1.56)	营运能力					
营运资金变动	155.73	(275.16)	3.00	(120.33)	(57.03)	应收账款周转率	15.03	15.15	15.14	15.11	15.13
其它	(69.52)	38.09	(3.00)	(4.00)	(4.62)	存货周转率	6.86	6.34	6.17	6.31	6.43
经营活动现金流	503.92	212.91	481.82	443.09	615.14	总资产周转率	0.84	0.82	0.81	0.88	0.90
资本支出	87.96	8.69	47.70	(8.28)	(10.38)	每股指标 (元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.76	0.86	1.02	1.26	1.55
其他	(143.38)	(45.61)	(43.34)	13.64	16.94	每股经营现金流	1.18	0.50	1.13	1.04	1.44
投资活动现金流	(55.42)	(36.92)	4.37	5.37	6.56	每股净资产	4.55	7.48	8.60	9.84	11.37
债权融资	30.91	(146.44)	(252.49)	66.51	85.75	估值比率					
股权融资	0.00	885.99	45.17	(7.53)	(10.04)	市盈率	31.27	27.60	23.38	18.90	15.33
其他	(221.71)	22.79	0.00	0.00	(0.00)	市净率	5.23	3.18	2.76	2.42	2.09
筹资活动现金流	(190.80)	762.34	(207.32)	58.98	75.71	EV/EBITDA	0.00	20.41	13.17	10.18	7.66
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	24.42	15.77	11.79	8.65
现金净增加额	257.70	938.33	278.86	507.44	697.42						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com