

环比改善显著，盈利底或将确认

核心观点

事件：公司近期发布 2022 年三季报，前三季度实现营业收入 6.5 亿元，同比 +18.7%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比 -16.1%。单三季度来看，公司实现营业收入 2.3 亿元（+16.9%），实现归母净利润 0.3 亿元（-36.5%）。环比来看，单三季度较上一季度收入变动+12.1%，归母净利润+34.5%

- **收入同比环比双位数增长，毛利率料企稳回升。**收入端：Q3 营收同比+16.91%，环比+12.07%，主要由奶油业务贡献，预计受益于新经销渠道拓展、老渠道需求提升及公司对部分产品进行提价提价；成本端：Q3 毛利率 32.32%，环比微降 0.22pct，预计 Q3 末原料锁价合同逐步到期，棕榈油价格回落将在 Q4 完成对生产端传导，毛利率料将企稳回升。
- **营销活动恢复费用率回升，财务费用贡献额外收益。**Q3 销售费用率 14.25%，同比-1.14pct，环比+0.68pct，管理费用率 6.71%，同比-0.97pct，环比+0.48pct，Q3 华东等地疫情得到控制，公司营销推广等活动恢复，费用率环比提升；Q3 财务费用 -529.73 万元，环比扩大 58.30%，同比扩大 572.84%，预计主要由存款利息和汇兑收益贡献。
- **盈利能力环比改善，盈利底或将确认。**Q3 实现归母净利润 0.27 亿元，同比下降 36.48%，主要受原料价格上涨影响，但环比+34.5%改善明显，归母净利润率 11.62%，同比-9.77pct，环比+1.94pct；毛利率回升趋势下，盈利能力料将持续改善，Q3 或为公司盈利底部，宜把握布局机会。
- **募投项目扩大投入，布局长远。**公司调整募投项目投入，其中奶油扩产升级项目计划投入资金提升至 3.28 亿元，为原计划投入资金规模近 5 倍，达产规模提升至 8 万吨，果酱、冷冻甜点项目计划投入均有提升；产能扩充凸显公司对烘焙原料行业长期信心，预计华东以外地区产能将有效支撑公司国内外市场开发，进一步提升公司市场占有率。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年 EPS 分别为 1.26/1.47/1.64 元；使用可比公司估值法给予公司 22 年 51 倍 PE，对应目标价 64.26 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 原料价格波动；市场需求不及预期；食品安全风险；海外业务风险；募投项目风险

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	572	747	894	1,040	1,205
同比增长(%)	-2.0%	30.7%	19.7%	16.3%	15.8%
营业利润(百万元)	102	130	132	154	173
同比增长(%)	11.6%	27.8%	1.8%	16.7%	11.9%
归属母公司净利润(百万元)	87	112	113	132	148
同比增长(%)	13.2%	29.5%	0.6%	16.8%	12.0%
每股收益(元)	0.96	1.25	1.26	1.47	1.64
毛利率(%)	52.9%	43.7%	38.6%	40.8%	41.5%
净利率(%)	15.2%	15.1%	12.6%	12.7%	12.3%
净资产收益率(%)	10.9%	8.3%	7.9%	8.6%	8.8%
市盈率	40.7	31.4	31.2	26.7	23.9
市净率	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0

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。

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声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年11月21日）	39.25 元
目标价格	64.26 元
52 周最高价/最低价	66.16/32.45 元
总股本/流通 A 股（万股）	9,000/2,480
A 股市值（百万元）	3,533
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 11 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	8.36	15.43	-2.63	-33.81
相对表现	9.02	14.73	6.57	-10.89
沪深 300	-0.66	0.7	-9.2	-22.92



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

联系人

张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

产品矩阵扩容升级，关注成本下行后盈利能力改善	2022-09-05
烘焙原料产品渠道齐头并进，冷冻烘焙布局未来	2022-08-18

投资建议

我们预测公司 22-24 年 EPS 分别为 1.26/1.47/1.64 元；使用可比公司估值法，选取同业食品类公司立高食品、佳禾食品、南侨食品、日辰股份、干味央厨为可比公司，给予公司 22 年 51 倍 PE，对应目标价 64.26 元，维持“买入”评级。

可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元) 22/11/21	每股收益 (元)				市盈率			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
立高食品	300973	86.95	1.67	1.00	1.79	2.51	52.01	87.11	48.55	34.58
佳禾食品	605300	14.55	0.38	0.30	0.62	0.89	38.61	48.56	23.45	16.39
南侨食品	605339	20.30	0.86	0.47	0.71	0.92	23.56	43.19	28.59	22.07
干味央厨	001215	58.05	1.02	1.16	1.53	2.00	56.87	50.21	38.05	29.00
日辰股份	603755	37.37	0.82	0.71	1.03	1.36	45.34	52.94	36.45	27.53
	调整后 平均							50.57	34.36	26.20

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,229	342	575	840	1,032	营业收入	572	747	894	1,040	1,205
应收票据、账款及款项融资	25	34	40	46	54	营业成本	269	421	549	615	704
预付账款	5	8	8	9	10	营业税金及附加	2	3	3	4	4
存货	65	138	137	154	176	销售费用	136	131	129	170	204
其他	2	902	702	502	402	管理费用及研发费用	71	96	104	123	148
流动资产合计	1,326	1,424	1,462	1,551	1,674	财务费用	0	(2)	(4)	(6)	(9)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	(3)	1	(0)	0	0
固定资产	100	117	151	202	264	公允价值变动收益	0	1	1	1	1
在建工程	31	12	54	67	57	投资净收益	0	24	10	10	10
无形资产	25	25	24	24	23	其他	5	7	9	9	9
其他	7	20	17	17	17	营业利润	102	130	132	154	173
非流动资产合计	163	175	246	310	360	营业外收入	0	1	1	1	1
资产总计	1,489	1,599	1,708	1,861	2,034	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	15	17	16	16	16	利润总额	101	130	132	154	172
应付票据及应付账款	49	62	93	104	119	所得税	14	17	19	22	24
其他	98	118	118	128	139	净利润	87	112	113	132	148
流动负债合计	162	197	227	248	274	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	87	112	113	132	148
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.96	1.25	1.26	1.47	1.64
其他	6	6	6	6	6						
非流动负债合计	6	6	6	6	6						
负债合计	168	203	233	254	280						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
实收资本 (或股本)	60	90	90	90	90		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	997	967	967	967	967	成长能力					
留存收益	267	343	421	553	701	营业收入	-2.0%	30.7%	19.7%	16.3%	15.8%
其他	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)	营业利润	11.6%	27.8%	1.8%	16.7%	11.9%
股东权益合计	1,321	1,396	1,475	1,607	1,755	归属于母公司净利润	13.2%	29.5%	0.6%	16.8%	12.0%
负债和股东权益总计	1,489	1,599	1,708	1,861	2,034	获利能力					
						毛利率	52.9%	43.7%	38.6%	40.8%	41.5%
						净利率	15.2%	15.1%	12.6%	12.7%	12.3%
						ROE	10.9%	8.3%	7.9%	8.6%	8.8%
						ROIC	10.9%	8.1%	7.6%	8.2%	8.3%
						偿债能力					
						资产负债率	11.3%	12.7%	13.6%	13.6%	13.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	8.18	7.24	6.44	6.25	6.11
						速动比率	7.79	6.54	5.84	5.63	5.47
						营运能力					
						应收账款周转率	22.6	25.1	24.1	24.2	24.1
						存货周转率	4.7	4.2	4.0	4.2	4.3
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.96	1.25	1.26	1.47	1.64
						每股经营现金流	1.32	0.63	1.66	1.58	1.87
						每股净资产	14.68	15.52	16.39	17.85	19.50
						估值比率					
						市盈率	40.7	31.4	31.2	26.7	23.9
						市净率	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
						EV/EBITDA	20.1	16.4	15.4	12.9	11.0
						EV/EBIT	22.6	18.0	17.9	15.6	14.0

资料来源：东方证券研究所

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。