

爱普股份(603020)

报告日期: 2022年08月09日

## 爱普股份五问五答: 下半年预计趋势向上, 期待后续成长

### ——爱普股份更新报告

#### 投资要点

此前我们曾发布爱普股份的深度报告《爱普股份: 香精业务有望超预期, 食品配料打开后续空间》, 本篇报告我们希望回应近期市场关注的五大问题, 并进行重点推荐!

- **核心逻辑:** 公司是香精香料龙头公司, 通过工业巧克力和水果制品等食品配料业务的拓展逐步转型成为能够提供产品解决方案的综合供应链龙头。我们认为22Q2是公司基本面和业绩的低点, 伴随后续电子烟业务的落地及食品配料业务产能投产, 公司将进入趋势上行通道, 业绩有望快速改善。

22H1 由于受到疫情叠加 21H1 的高基数, 我们预计公司 22H1 经营业绩有所下降, 但我们能看到公司: **食品配料制造业务**中工业巧克力的需求在快速提升, 纯脂占比持续提升, 拉动食品配料业务盈利能力的提升; **香精香料业务**需求保持稳定增长, 提价背景下叠加下半年原材料价格下降有望释放利润弹性, 电子烟烟油牌照有望年内落地带来新催化。由此我们认为 22Q2 是公司业绩和基本面低点, 下半年将进入上行通道, 后续空间较大。公司通过回购进行员工持股/股权激励计划彰显后续发展信心, 由此我们进行重点推荐, 并希望针对市场此前关心的问题进行解答。

#### □ 问题 1: 疫情对公司业绩的影响大概有多少?

我们认为疫情对公司的影响好于市场预期。首先公司上海香精香料厂在 21 年底处在陆续搬迁至江西的过程中, 由此二季度上海的疫情封控对于公司生产影响相对有限; 与此同时工业巧克力和水果制品工厂正常生产, 未受封控影响; 食品配料贸易预计由于疫情导致需求端减弱, 所受影响较大。由此我们预计公司 22H1 收入下滑幅度在个位数; 同时考虑到封控影响导致运费较高, 由此预计利润下滑幅度在 25% 左右。

#### □ 问题 2: 如何看待公司工业巧克力和水果制品后续的成长?

1) **工业巧克力业务需求旺盛, 纯脂占比持续提升, 拉动盈利能力的提升。**公司 2021 年巧克力业务实现收入 4.56 亿元, 产能 3.8 万吨。由于终端需求的提升, 以及行业供给不足, 公司工业巧克力业务需求旺盛, 淡季仍旧满产。与此同时伴随终端的消费升级, 以及公司与下游大客户合作开发的新品多使用纯脂巧克力, 预计纯脂巧克力的占比有望从 10% 提升至 20%, 从而拉动公司盈利能力的提升。

从产能角度来看, 当前公司巧克力产能 3.8 万吨, 新工厂产能预计在年末或明年年初释放, 从而带来未来三年每年 1.8-2 万吨设计产能的释放, 在产能释放后将作为国内第一大巧克力工厂; 需求端来看, 当前订单充足, 新客户开拓顺利, 按照目前公司已经成为品牌合格供应商的客户来看, 每年对巧克力产能的需求在 20-25 万吨, 需求端空间较大。由此我们认为伴随后续产能释放和需求端的产品结构升级, 公司工业巧克力业务具备较好的成长性。

2) **水果制品业务定位高端, 客户和产品结构持续优化调整。**公司水果制品为价格较高的高端带果粒果酱制品, 2021 年实现收入 1.46 亿元, 良品率已经提升至 90% 左右, 产能 1.2 万吨, 后续预计未来三年新增 5 万吨设计产能。公司大客户资源优势保障对果酱的稳定需求, 我们认为当前水果制品处于调整期, 后续利用现有客户资源, 实现客户结构优化和提升带动公司业绩的持续增长。

#### □ 问题 3: 如何看待公司电子烟烟油业务的发展?

看好公司电子烟牌照落地后预计带来新的业绩增量。在电子烟相关条例出台后, 我们认为有利于行业的集中度提升, 同时限定对电子烟香精使用的原料数量, 对供应商的研发能力提出更高要求。爱普股份具备高技术水平的研发能力, 电子烟

#### 投资评级: 买入(上调)

分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

分析师: 杜宛泽  
执业证书号: S1230521070001  
17621373969  
duwanze@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 10.79
总市值(百万元)	4,135.14
总股本(百万股)	383.24

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《【浙商食品饮料】爱普股份: 疫情短期影响业绩, 期待后续恢复》2022.05.04
- 2 《【浙商食品饮料 杨骥】爱普股份: 香精业务有望超预期, 食品配料打开后续空间》2021.12.11

烟油产品储备完成，可利用其原有烟用香精客户资源，若后续公司电子烟牌照落地，我们预计将会为公司带来新的业绩增量。

□ **问题 4: 公司后续的催化有哪些?**

我们认为主要系电子烟牌照的落地，以及业绩的逐季改善，和食品配料业务的产能释放投产都将持续为公司带来新的催化。

□ **问题 5: 如何看待公司后续的业绩和经营质量? (盈利预测及估值)**

我们认为公司的经营质量有所提高。21年公司实现收入 33.45 亿元，实现归母净利润 1.89 亿元，其中由于公司持股的 Aice Holding (持股 9.93%) 是印尼最大的冰淇淋工厂，21 年公允价值变动受益中 Aice 贡献 4200 万左右。我们预计 22 年公司公允价值变动不会产生较大变化。由于考虑到上半年疫情的影响，我们略下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年实现收入分别为 35.50/40.24/45.97 亿元，同比分别为 6.15%、13.35%、14.24%；实现归母净利润分别为 1.50/1.92/2.49 亿元（前值分别为 2.09/2.54/3.08 亿元），同比分别为 -20.29%/27.43%/24.68%，经营质量有所提高。预计 2022-2024 公司 EPS 分别为 0.39/0.50/0.62 元，对应 PE 分别为 27.50/21.58/17.31 倍。

当前我们对于公司后续业绩的预测未考虑电子烟烟油的贡献，考虑到电子烟烟油业务盈利能力较高，若 2023 年能够贡献业绩则将会有助于后续公司整体盈利能力的提升。同时我们认为 22Q2 是公司业绩和基本面低点，下半年基本面和业绩将进入上行通道，23 年新业务增量较多，有望实现戴维斯双击；另外公司通过回购进行员工持股/股权激励计划彰显后续发展信心，给予公司 23 年 30 倍 PE，对应当前仍有 30%-40% 空间，上调至买入评级。

□ **风险提示: 新冠疫情反复影响终端需求，原材料成本持续上涨等。**

## 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	3344.56	3550.16	4024.13	4597.36
(+/-) (%)	25.35%	6.15%	13.35%	14.24%
归母净利润	188.66	150.38	191.63	238.92
(+/-) (%)	-11.08%	-20.29%	27.43%	24.68%
每股收益(元)	0.49	0.39	0.50	0.62
P/E	21.92	27.50	21.58	17.31

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2462	2707	2778	2895
现金	247	684	591	503
交易性金融资产	945	600	748	764
应收账款	573	630	734	841
其它应收款	19	24	28	30
预付账款	84	139	140	150
存货	548	598	503	570
其他	45	32	33	37
<b>非流动资产</b>	1403	1284	1468	1683
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	254	346	420	502
无形资产	101	121	145	157
在建工程	375	387	430	502
其他	673	431	473	521
<b>资产总计</b>	3865	3991	4246	4578
<b>流动负债</b>	427	426	467	527
短期借款	21	43	41	35
应付款项	293	269	308	363
预收账款	0	17	6	10
其他	113	97	111	119
<b>非流动负债</b>	84	48	55	63
长期借款	0	0	0	0
其他	84	48	55	63
<b>负债合计</b>	511	474	523	589
少数股东权益	262	275	289	315
归属母公司股东	3092	3243	3434	3673
<b>负债和股东权益</b>	3865	3991	4246	4578

### 现金流量表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	137	239	217	130
净利润	233	163	206	265
折旧摊销	48	27	33	40
财务费用	2	(1)	(3)	(1)
投资损失	(5)	(6)	(5)	(5)
营运资金变动	44	(112)	(51)	(42)
其它	(185)	167	36	(126)
<b>投资活动现金流</b>	(799)	182	(311)	(216)
资本支出	(293)	(123)	(143)	(186)
长期投资	2	(2)	1	0
其他	(507)	307	(169)	(29)
<b>筹资活动现金流</b>	650	16	1	(3)
短期借款	(38)	22	(2)	(6)
长期借款	0	0	0	0
其他	688	(6)	4	3
<b>现金净增加额</b>	(12)	437	(93)	(88)

### 利润表

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	3345	3550	4024	4597
营业成本	2809	2975	3356	3801
营业税金及附加	11	12	14	16
营业费用	106	181	185	207
管理费用	146	170	189	211
研发费用	40	43	56	64
财务费用	2	(1)	(3)	(1)
资产减值损失	27	3	5	5
公允价值变动损益	73	20	20	20
投资净收益	5	6	5	5
其他经营收益	13	10	10	10
<b>营业利润</b>	295	203	256	329
营业外收支	(1)	1	2	2
<b>利润总额</b>	293	204	258	331
所得税	60	41	52	66
<b>净利润</b>	233	163	206	265
少数股东损益	44	13	15	26
<b>归属母公司净利润</b>	189	150	192	239
<b>EBITDA</b>	338	226	284	365
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.49	0.39	0.50	0.62

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.35%	6.15%	13.35%	14.24%
营业利润	5.15%	-31.01%	25.91%	28.71%
归属母公司净利润	-11.08%	-20.29%	27.43%	24.68%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.02%	16.21%	16.59%	17.33%
净利率	6.97%	4.60%	5.13%	5.77%
ROE	6.53%	4.38%	5.29%	6.20%
ROIC	7.32%	4.84%	5.75%	6.98%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	13.22%	11.88%	12.31%	12.87%
净负债比率	6.33%	10.02%	8.85%	7.13%
流动比率	5.77	6.36	5.95	5.50
速动比率	4.48	4.95	4.87	4.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.01	0.90	0.98	1.04
应收账款周转率	6.45	6.07	6.20	6.23
应付账款周转率	11.90	10.59	11.63	11.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.49	0.39	0.50	0.62
每股经营现金	0.36	0.62	0.57	0.34
每股净资产	8.07	8.46	8.96	9.58
<b>估值比率</b>				
P/E	21.92	27.50	21.58	17.31
P/B	1.34	1.28	1.20	1.13
EV/EBITDA	13.55	14.07	11.06	8.88

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>