

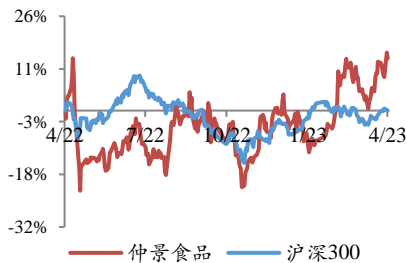
葱油产品持续高增长，利润增速亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-11

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 43.96 |
| 近12个月最高/最低(元) | 44.02/30.34 |
| 总股本(百万股) | 100 |
| 流通股本(百万股) | 39 |
| 流通股比例(%) | 38.69 |
| 总市值(亿元) | 44 |
| 流通市值(亿元) | 17 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

相关报告

1. 葱油产品高速发展，经销商网络稳步拓展 2023-04-09

2. 葱油产品有望延续增长势能，成本改善逻辑清晰 2023-03-24

3. 品牌力优势凸出，葱油产品快速发展 2023-02-28

主要观点：

● 事件

4月11日晚，公司发布23年一季度报，23年Q1实现营业总收入2.23亿元，同比增长12.26%，归母净利润3909.22万元，同比增长132.55%，扣非归母净利润为3863.92万元，同比增长232.58%。

● 葱油产品持续高增长，收入端具备增长活力

1) 从产品角度来看，公司葱油大单品销量同比增长较快，带动公司整体收入增长，仲景香菇酱大单品保持活力。展望全年，公司大单品仲景香菇酱、上海葱油、劲道牛肉酱、贵州辣子鸡等佐餐酱料已完成升级迭代，具备放量趋势和放量逻辑，核心大单品葱油产品整体收入贡献有望进一步提升；2) 从渠道角度来看，公司积极拓展线上业务，在发展传统电商平台的基础上，积极尝试、布局新媒体、新零售平台，通过直播、短视频、到店到家等方式，加速线上线下融合发展，实现收入端良好增长。

● 毛利率改善趋势明显，控费效果显著利润端表现亮眼

公司23年Q1毛利率为40.1%，同比上升2.1PCT，结合22年Q4来看，22年Q4毛利率为34.7%，同比上升2.9PCT，毛利率改善趋势明显。公司23年Q1销售费用率为12%，同比下降11.2PCT，费用率优化明显，具体来看，销售费用从22Q1的4621万元下降至2681万元，主因央视等广告费用支出减少，进一步优化了费用使用的有效性和合理性。公司23年Q1管理费用率为4.7%，同比上升0.1PCT，研发费用率为2.4%，同比下降0.3PCT。23年Q1公司归母净利率为17.5%，同比提升9.1PCT，整体控费效果显著，盈利端增速表现亮眼。

● 投资建议

公司收入端具备增长活力，核心大单品放量趋势较为确定，渠道端加大扩展力度及经销商网络建设，注重线上线下融合，成本改善带来毛利率提升，费用端优化趋势明朗，整体盈利能力有望进一步提升。结合以上，我们预计公司23-25年营业收入分别为10.16/11.63/13.23亿元，同比增长分别为15.3%/14.5%/13.8%，23-25年归母净利润为1.74/2.10/2.46亿元，同比增长分别为38.7%/20.5%/17.1%，EPS分别为1.74/2.10/2.46元/股，对应PE为25/21/18倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济下行风险、行业竞争加剧、区域扩张不及预期、新品放量不及预期，疫情反复带来动销压力，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 882 | 1016 | 1163 | 1323 |
| 收入同比(%) | 9.4% | 15.3% | 14.5% | 13.8% |
| 归属母公司净利润 | 126 | 174 | 210 | 246 |

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润同比 (%) | 6.3% | 38.3% | 20.5% | 17.1% |
| 毛利率 (%) | 36.9% | 38.7% | 39.4% | 40.2% |
| ROE (%) | 7.9% | 9.8% | 10.6% | 11.0% |
| 每股收益 (元) | 1.26 | 1.74 | 2.10 | 2.46 |
| P/E | 30.44 | 25.21 | 20.93 | 17.87 |
| P/B | 2.39 | 2.47 | 2.21 | 1.97 |
| EV/EBITDA | 20.08 | 15.27 | 12.29 | 9.45 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 1301 | 1355 | 1596 | 1853 | 营业收入 | 882 | 1016 | 1163 | 1323 |
| 现金 | 908 | 1052 | 1248 | 1585 | 营业成本 | 556 | 623 | 705 | 791 |
| 应收账款 | 104 | 93 | 133 | 95 | 营业税金及附加 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| 其他应收款 | 4 | 0 | 4 | 0 | 销售费用 | 141 | 137 | 154 | 175 |
| 预付账款 | 3 | 3 | 4 | 4 | 管理费用 | 45 | 53 | 60 | 69 |
| 存货 | 271 | 196 | 195 | 157 | 财务费用 | -8 | -9 | -10 | -12 |
| 其他流动资产 | 11 | 11 | 12 | 12 | 资产减值损失 | -1 | -12 | -10 | -9 |
| 非流动资产 | 519 | 563 | 548 | 524 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 20 | 24 | 27 | 25 |
| 固定资产 | 367 | 422 | 417 | 403 | 营业利润 | 140 | 196 | 240 | 281 |
| 无形资产 | 20 | 20 | 20 | 20 | 营业外收入 | 5 | 5 | 4 | 4 |
| 其他非流动资产 | 132 | 120 | 110 | 101 | 营业外支出 | 2 | 2 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 1820 | 1918 | 2144 | 2377 | 利润总额 | 143 | 199 | 240 | 281 |
| 流动负债 | 189 | 113 | 130 | 117 | 所得税 | 17 | 25 | 30 | 35 |
| 短期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 | 净利润 | 126 | 174 | 210 | 246 |
| 应付账款 | 122 | 68 | 81 | 64 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 57 | 35 | 39 | 43 | 归属母公司净利润 | 126 | 174 | 210 | 246 |
| 非流动负债 | 26 | 26 | 26 | 26 | EBITDA | 146 | 220 | 257 | 299 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 1.26 | 1.74 | 2.10 | 2.46 |
| 其他非流动负债 | 26 | 26 | 26 | 26 | | | | | |
| 负债合计 | 215 | 139 | 156 | 143 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | -1 | -1 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 100 | 100 | 100 | 100 | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 资本公积 | 886 | 886 | 886 | 886 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 618 | 793 | 1003 | 1249 | 营业收入 | 9.4% | 15.3% | 14.5% | 13.8% |
| 归属母公司股东权益 | 1605 | 1779 | 1989 | 2235 | 营业利润 | 5.5% | 40.0% | 22.1% | 17.1% |
| 负债和股东权益 | 1820 | 1918 | 2144 | 2377 | 归属于母公司净利润 | 6.3% | 38.3% | 20.5% | 17.1% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 36.9% | 38.7% | 39.4% | 40.2% |
| | | | | | 净利率 (%) | 14.3% | 17.2% | 18.1% | 18.6% |
| | | | | | ROE (%) | 7.9% | 9.8% | 10.6% | 11.0% |
| | | | | | ROIC (%) | 6.1% | 8.6% | 9.3% | 9.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 11.8% | 7.2% | 7.3% | 6.0% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 13.4% | 7.8% | 7.8% | 6.4% |
| | | | | | 流动比率 | 6.86 | 11.97 | 12.29 | 15.80 |
| | | | | | 速动比率 | 5.38 | 10.14 | 10.70 | 14.36 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.50 | 0.54 | 0.57 | 0.59 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 9.89 | 10.29 | 10.29 | 11.61 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 4.96 | 6.55 | 9.47 | 10.91 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.26 | 1.74 | 2.10 | 2.46 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 1.21 | 2.17 | 2.09 | 3.43 |
| | | | | | 每股净资产 | 16.05 | 17.79 | 19.89 | 22.35 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 30.44 | 25.21 | 20.93 | 17.87 |
| | | | | | P/B | 2.39 | 2.47 | 2.21 | 1.97 |
| | | | | | EV/EBITDA | 20.08 | 15.27 | 12.29 | 9.45 |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。