

投资评级 **优于大市** 维持

## 经营短期承压，期待后续改善

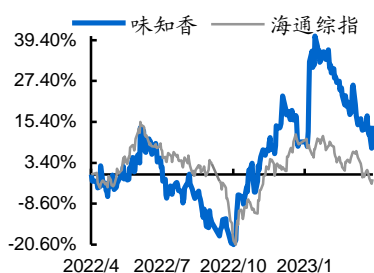
### 股票数据

04月26日收盘价(元)	61.08
52周股价波动(元)	46.17-85.77
总股本/流通A股(百万股)	100/27
总市值/流通市值(百万元)	6108/1619

### 相关研究

《疫情影响营收表现，成本上涨导致业绩承压》2022.05.01

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.2	-23.1	-6.0
相对涨幅(%)	-13.5	-20.6	-0.7

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

分析师: 程碧升

Tel: (021)23154171

Email: cbs10969@haitong.com

证书: S0850520100001

### 投资要点:

- 23Q1 营收同增 8.61%**。2022Q4 公司营收 1.91 亿元，同比-1.67%，归母净利润 0.33 亿元，同比+8.98%，扣非后归母净利润 0.29 亿元，同比+4.56%。23Q1 公司营收 2.02 亿元，同比+8.61%，归母净利润 0.36 亿元，同比-0.17%，扣非后归母净利润 0.35 亿元，同比+13.41%。
- 23Q1 毛利率同增 1.39pct**。22 年公司毛利率 24.08%，同比-1.02pct，主要系原料价格上涨所致；销售费用率 3.85%，同比-0.88pct，主要系电商业务减少导致相关费用减少所致；管理费用率 4.33%，同比-0.46pct，主要系 21 年上市期间发生相关费用所致；财务费用率-2.07%，同比-0.2pct；净利率 17.94%，同比+0.59pct。23Q1 毛利率 26.2%，同比+1.39pct；销售费用率 4.31%，同比+0.21pct；管理费用率 5.1%，同比+0.91pct；财务费用率-1.4%，同比+0.19pct；净利率 17.62%，同比-1.55pct，其中非经常性损益影响较大。
- 23Q1 牛肉类营收同增 7.18%**。22 年营收/22 营收增速/23Q1 营收增速分别为：牛肉类 3.35 亿元/-5.78%/7.18%、家禽类 1.24 亿元/18.14%/13.39%、猪肉类 0.55 亿元/-5.23%/12.77%、羊肉类 0.14 亿元/-6.4%/4.74%、鱼类 1.13 亿元/14.53%/10.46%、虾类 1.03 亿元/6.95%/-5.34%、其他类 0.45 亿元/72.47%/33.95%。
- 23Q1 门店数、批发客户稳健增加**。22 年核心的华东区域营收 7.49 亿元，同增 3.42%，华中、华南、东北市场因为基数较低实现高增长。各渠道 22 年营收/22 年营收增速/23Q1 营收增速分别为：加盟店 4.26 亿元/22.71%/7.91%、经销店 1.27 亿元/-2.71%/-3.11%、批发 2.17 亿元/-10.8%/6.14%、直销及其他 0.11 亿元/-40.29%/5.98%、电商 0.08 亿元/-47.05%/-50.67%。22 年加盟店渠道销售额持续稳定增长，批发渠道受经济环境影响销售额有所下降，电商业务因物流运输及冷冻条件影响未大力开展导致销售额下降。22 年/23Q1 加盟店净增加 376/42 家、经销店净增加 133/21 家、批发客户净增加 61/15 家，23 年一季度末加盟店、经销店、批发客户数分别为 1733、698、452 家。
- 多举措优化、拓展渠道**。23 年公司将进行老店优化，进行分类管理，提升门店业绩；另外在拓展原有的农贸市场加盟店的基础上，同时发展街边店以及商超店中店，实现多方位扩展。我们认为随着线下客流逐渐恢复，叠加门店优化，单店营收有望逐渐恢复。针对批发渠道，23 年会新增社会小餐饮以及学校、单位食堂的业务开发。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	765	798	1003	1232	1477
(+/-)YoY(%)	22.8%	4.4%	25.7%	22.8%	19.9%
净利润(百万元)	133	143	184	234	285
(+/-)YoY(%)	6.1%	7.9%	28.7%	26.9%	21.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.33	1.43	1.84	2.34	2.85
毛利率(%)	25.1%	24.1%	25.2%	25.7%	26.2%
净资产收益率(%)	11.3%	11.8%	13.2%	14.3%	14.8%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利预测与估值。**我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 1.84/2.34/2.85 元，可比公司 23 年 PE 在 35-51 倍，考虑到预制菜行业属于快速发展期，行业发展空间较大，随着消费逐渐复苏，公司有望逐渐加速发展，给予一定估值溢价，给予公司 23 年 40-45 倍 PE，对应合理价值区间 73.6-82.8 元，给予“优于大市”评级。

**风险提示。**上游原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

**表 1 可比公司估值对比 (2023.4.26)**

公司名称	股票代码	股价(元/股)	每股收益(元/股)			市盈率(X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
安井食品	603345.SH	171.60	3.75	4.91	6.14	45.76	34.97	27.96
千味央厨	001215.SZ	69.80	1.18	1.67	2.22	59.15	41.69	31.40
立高食品	300973.SZ	94.25	0.97	1.84	2.60	96.82	51.35	36.30

资料来源：可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期，海通证券研究所

我们认为预制菜行业景气度较高，公司作为预制菜行业领先企业，未来成长性较好，随着消费逐渐复苏、成本逐渐下降、规模效应加强，收入有望实现较高增长、毛利率有望逐渐提升。结合公司各项业务的历史数据，我们作出如下假设：

- 假设肉禽类未来三年收入增速分别为 25%、22.5%、20%，随着原材料成本逐渐下降，毛利率分别为 26.14%、26.64%、27.14%。
- 假设水产类未来三年收入增速分别为 25%、22.5%、20%，随着原材料成本逐渐下降，毛利率分别为 21.85%、22.35%、22.85%。
- 假设其他类未来三年收入增速分别为 40%、30%、20%，毛利率均为 28.16%。

**表 2 公司业务分拆预测 (百万元)**

		2022	2023E	2024E	2025E
肉禽类	收入	527.44	659.30	807.64	969.17
	YOY	-1.03%	25.00%	22.50%	20.00%
	毛利率(%)	24.89%	26.14%	26.64%	27.14%
水产类	收入	216.23	270.29	331.10	397.32
	YOY	10.77%	25.00%	22.50%	20.00%
	毛利率(%)	20.60%	21.85%	22.35%	22.85%
其他类	收入	44.64	62.49	81.24	97.49
	YOY	72.47%	40.00%	30.00%	20.00%
	毛利率(%)	28.16%	28.16%	28.16%	28.16%
合计	收入	798.29	1003.07	1232.07	1477.28
	YOY	4.40%	25.65%	22.83%	19.90%
	毛利率(%)	24.08%	25.25%	25.71%	26.16%

资料来源：wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>798</b>	<b>1003</b>	<b>1232</b>	<b>1477</b>
每股收益	1.43	1.84	2.34	2.85	营业成本	606	750	915	1091
每股净资产	12.14	13.98	16.32	19.17	毛利率%	24.1%	25.2%	25.7%	26.2%
每股经营现金流	1.57	1.13	3.10	1.96	营业税金及附加	2	3	3	4
每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	31	43	50	62
P/E	47.39	36.81	29.01	23.85	营业费用率%	3.8%	4.3%	4.1%	4.2%
P/B	5.59	4.85	4.16	3.54	管理费用	31	42	50	61
P/S	8.50	6.76	5.51	4.59	管理费用率%	3.9%	4.2%	4.0%	4.1%
EV/EBITDA	48.71	33.37	23.96	18.74	EBIT	127	165	214	260
股息率%	<b>1.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-16	-24	-25	-32
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-2.1%	-2.4%	-2.1%	-2.2%
毛利率	24.1%	25.2%	25.7%	26.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	17.9%	18.4%	19.0%	19.3%	投资收益	16	15	21	24
净资产收益率	11.8%	13.2%	14.3%	14.8%	<b>营业利润</b>	<b>160</b>	<b>204</b>	<b>260</b>	<b>316</b>
资产回报率	11.0%	12.6%	13.3%	14.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	9.3%	10.6%	11.7%	12.2%	<b>利润总额</b>	<b>160</b>	<b>204</b>	<b>260</b>	<b>316</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	134	178	238	298
营业收入增长率	4.4%	25.7%	22.8%	19.9%	所得税	17	20	26	31
EBIT 增长率	7.4%	29.8%	29.3%	21.6%	有效所得税率%	10.5%	9.7%	10.1%	9.9%
净利润增长率	7.9%	28.7%	26.9%	21.6%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>143</b>	<b>184</b>	<b>234</b>	<b>285</b>
资产负债率	7.0%	4.1%	7.4%	4.4%					
流动比率	12.96	22.15	11.29	19.67	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	11.95	19.87	10.33	17.50	货币资金	805	845	1081	1210
现金比率	9.49	15.88	8.64	14.86	应收账款及应收票据	5	6	7	9
<b>经营效率指标</b>					存货	33	79	54	106
应收账款周转天数	2.00	1.94	1.97	1.95	其它流动资产	258	248	272	277
存货周转天数	25.41	26.75	26.08	26.41	流动资产合计	1100	1178	1414	1601
总资产周转率	0.63	0.73	0.77	0.78	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	66.34	22.37	10.42	7.34	固定资产	11	78	158	244
					在建工程	172	176	166	131
					无形资产	9	9	9	9
					非流动资产合计	204	280	349	403
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1305</b>	<b>1457</b>	<b>1763</b>	<b>2004</b>
净利润	143	184	234	285	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	47	10	72	19
非现金支出	8	13	25	38	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-17	-15	-21	-24	其它流动负债	38	43	54	62
营运资金变动	23	-70	73	-103	流动负债合计	85	53	125	81
<b>经营活动现金流</b>	<b>157</b>	<b>113</b>	<b>310</b>	<b>196</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-86	-88	-95	-92	其它长期负债	6	6	6	6
投资	257	0	0	0	非流动负债合计	6	6	6	6
其他	17	15	21	24	<b>负债总计</b>	<b>91</b>	<b>59</b>	<b>131</b>	<b>87</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>188</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>-68</b>	实收资本	100	100	100	100
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1214	1398	1632	1917
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-103	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1305</b>	<b>1457</b>	<b>1763</b>	<b>2004</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-103</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>242</b>	<b>39</b>	<b>237</b>	<b>128</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业  
程碧升 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。