

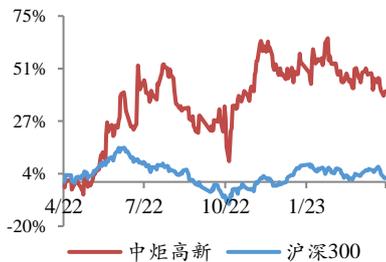
## 美味鲜收入端超预期，净利率同比改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-28

收盘价(元)	34.97
近12个月最高/最低(元)	40.92/23.43
总股本(百万股)	785
流通股本(百万股)	785
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	275
流通市值(亿元)	275

### 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. 经营表现稳健，渠道持续下沉  
2022-11-09
2. 经营逐步改善，内外治理价值凸显  
2022-08-19

### 主要观点：

#### ● 事件

2023年Q1实现营业总收入13.67亿元，同比增长1.46%，归母净利润为1.50亿元，同比下滑5.53%。

#### ● 美味鲜收入增长超预期，经销商数量稳步增长

1) 分业务来看：美味鲜实现营业收入13.26亿元，同比增幅为7.87%，主要是调味品销售收入增加，归母净利润1.53亿元，同比增幅为12.71%。房地产相关业务1-3月营业收入1,959万元，同比减少5,527万元，主要是岐江东岸商品房销售同比减少影响。2) 具体调味品细分来看：酱油/鸡精鸡粉/食用油分别同比增长11.01%/0.39%/0.98%，酱油推广政策实施顺利，增速领跑。3) 分地区来看：东部/南部/中西部/北部分别增长8.17%/2.27%/14.46%/12.9%，春节期间东南部人口外流，导致中西部和北部增速比东南部快。4) 从经销商数量来看：23Q1末经销商数量为2055家，净增经销商52个，目前地级市累计开发313个，地级市开发率为92.87%，区县开发率达70.06%。年初公司制定2023年经销商净增确保目标200个，经销商数量超过2200个，Q1完成1/4进度，目标稳步推进中。

#### ● 成本端压力有所缓解，美味鲜净利率同比改善

23Q1美味鲜销售毛利率为31.19%，同比增加0.48PCT，主因产品结构变动及原材料价格下降。23Q1美味鲜销售费用率同比下降0.48PCT，其中销售推广费、人员薪酬支出同比增加，业务费及直营电商费用同比减少，管理费用率同比提升0.33PCT，主因人员薪酬以及物流辅助服务等费用支出增加。美味鲜业务归母净利率同比提升0.49PCT至11.52%。

#### ● 投资建议

美味鲜部分实现良好收入变现，酱油推广政策施行有效，成本端改善已现，预期盈利能力实现环比改善，我们预计23-25年公司收入端增速分别为8.1%/11.5%/10.8%，归母净利润增速分别为223.6%/16.8%/14%，EPS分别为0.93/1.09/1.24元/股，对应PE为38/32/28X。

#### ● 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	5341	5771	6436	7133
收入同比(%)	4.4%	8.1%	11.5%	10.8%
归属母公司净利润	-592	732	855	975
净利润同比(%)	-179.8%	223.6%	16.8%	14.0%
毛利率(%)	31.7%	32.0%	32.8%	33.9%
ROE(%)	-19.7%	19.6%	18.6%	17.5%
每股收益(元)	-0.77	0.93	1.09	1.24

P/E	—	37.53	32.13	28.18
P/B	9.62	7.34	5.98	4.93
EV/EBITDA	33.37	28.37	23.68	19.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3237	4090	4950	6009
现金	628	1382	2030	2884
应收账款	50	29	32	35
其他应收款	21	33	35	39
预付账款	18	13	14	15
存货	1670	1753	1919	2066
其他流动资产	851	881	920	970
<b>非流动资产</b>	2986	3135	3271	3395
长期投资	4	4	4	3
固定资产	1609	1777	1933	2075
无形资产	188	188	188	188
其他非流动资产	1185	1165	1146	1128
<b>资产总计</b>	6223	7225	8221	9404
<b>流动负债</b>	1427	1657	1752	1910
短期借款	0	0	0	0
应付账款	651	591	628	697
其他流动负债	776	1066	1124	1212
<b>非流动负债</b>	1331	1331	1331	1331
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1331	1331	1331	1331
<b>负债合计</b>	2759	2988	3083	3241
少数股东权益	456	496	542	593
股本	785	785	785	785
资本公积	3	3	3	3
留存收益	2221	2952	3807	4782
归属母公司股东权	3009	3741	4596	5570
<b>负债和股东权益</b>	6223	7225	8221	9404

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	678	970	876	1129
净利润	-592	732	855	975
折旧摊销	180	166	183	201
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-32	-92	-84	-43
营运资金变动	1104	131	-117	-47
其他经营现金流	-1678	634	1011	1066
<b>投资活动现金流</b>	-353	-216	-229	-274
资本支出	-341	-308	-313	-317
长期投资	-45	0	0	0
其他投资现金流	33	92	84	43
<b>筹资活动现金流</b>	-173	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-11	0	0	0
资本公积增加	-88	0	0	0
其他筹资现金流	-74	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	152	754	647	854

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5341	5771	6436	7133
营业成本	3648	3925	4323	4714
营业税金及附加	88	92	109	121
销售费用	473	488	541	598
管理费用	324	335	373	413
财务费用	-4	-9	-21	-30
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	32	92	84	43
<b>营业利润</b>	706	895	1046	1197
营业外收入	3	8	9	9
营业外支出	1183	7	8	8
<b>利润总额</b>	-474	896	1047	1197
所得税	80	125	147	171
<b>净利润</b>	-555	772	901	1026
少数股东损益	38	40	46	51
<b>归属母公司净利润</b>	-592	732	855	975
EBITDA	849	919	1074	1267
EPS (元)	-0.77	0.93	1.09	1.24

**主要财务比率**

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.4%	8.1%	11.5%	10.8%
营业利润	-19.6%	26.9%	16.9%	14.4%
归属于母公司净利	-179.8%	223.6%	16.8%	14.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	31.7%	32.0%	32.8%	33.9%
净利率 (%)	-11.1%	12.7%	13.3%	13.7%
ROE (%)	-19.7%	19.6%	18.6%	17.5%
ROIC (%)	22.6%	15.3%	14.9%	14.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	44.3%	41.4%	37.5%	34.5%
净负债比率 (%)	79.6%	70.5%	60.0%	52.6%
流动比率	2.27	2.47	2.83	3.15
速动比率	1.09	1.40	1.72	2.06
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.86	0.80	0.78	0.76
应收账款周转率	107.47	201.66	202.78	203.91
应付账款周转率	5.60	6.64	6.89	6.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.77	0.93	1.09	1.24
每股经营现金流薄)	0.86	1.23	1.12	1.44
每股净资产	3.83	4.76	5.85	7.09
<b>估值比率</b>				
P/E	—	37.53	32.13	28.18
P/B	9.62	7.34	5.98	4.93
EV/EBITDA	33.37	28.37	23.68	19.40

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。