

投资评级 **优于大市** 维持

# 大包装/新品持续发力，一季度营收/利润继续保持高速增长

**股票数据**

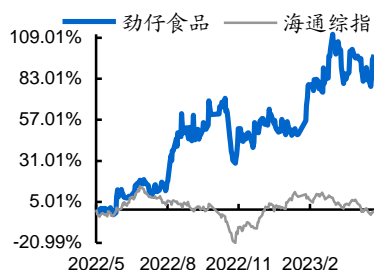
04月28日收盘价(元)	14.63
52周股价波动(元)	7.17-16.64
总股本/流通A股(百万股)	451/226
总市值/流通市值(百万元)	6600/3306

**相关研究**

《大包装升级+新品发力，22年全年收入利润高成长》2023.03.22

《四季度利润表现继续维持高成长，继续看好增长动能持续向上》2023.02.01

《大包装产品等策略持续发力，单三季度继续维持高景气度成长》2022.10.24

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.1	8.1	34.2
相对涨幅(%)	-1.8	9.1	37.8

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: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@haitong.com

证书: S0850520050001

**投资要点:**

- 事件:** 公司披露 2023 年一季报, 23Q1 公司实现营业收入 4.37 亿元 (YOY=68.39%), 归母净利润达到 0.39 亿元 (YOY=95.41%)。
- 23 年一季度营收/利润继续保持快速增长。** 2023Q1 单独来看, 公司实现主营业务收入 4.37 亿元 (YOY=68.39%), 实现毛利率 25.98%, 同比降低 0.58pct。此外期间费用率同比下降 2.58pct (其中销售费用率同比下降 0.13pct, 管理费用率同比下降 2.72pct, 最终 2023Q1 公司归母净利润率同比上升 1.24 pct 至 8.97%, 对应最终归母净利润为 0.39 亿元 (YOY=95.41%)。
- 以大包装战略为抓手, 新品持续发力布局。** 2022 年以来, 公司继续以“大包装”为战略抓手, 推动整盒装、袋装“大包装”产品销售, 重点完善网络布局、开发有终端服务能力经销商, 开拓了空白网点和弱势渠道, 提升了终端品牌形象。(1) 2022 年公司大包装产品的销售收入同比增长接近 80%。同时公司结合大包装战略布局, 陆续开发各大系列散称产品, 提高客单价, 填补渠道空白。2022 年公司散称产品的销售收入增长超过 100%。(2) 手撕肉干年销售突破 1 亿元, 鹤鹑蛋新品月销已突破千万元, 成为最快晋升为“亿元级单品”的劲仔产品。我们认为公司大包装产品持续放量, 同时新品快速成长, 将持续驱动公司业绩良好成长。
- 董事长提议回购股份体现较强未来发展信心。** 公司 2023 年 2 月发布《关于董事长提议公司回购股份的公告》, 基于对公司未来发展的信心, 进一步完善公司长效激励机制, 充分调动公司管理人员、核心骨干的积极性, 董事长提议公司使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份, 回购的公司股份将用于股权激励及员工持股计划。此外本次回购资金总额为不低于人民币 4000 万元 (含)、不高于人民币 8000 万元 (含)。我们认为公司本次回购股份体现了公司对未来发展的较强信心。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 18.77/23.04/27.17 亿元, 归母净利润分别为 1.79/2.30/2.72 亿元, 对应 EPS 分别为 0.40/0.51/0.60 元/股。考虑到公司 Q1 业绩快速增长, 结合可比公司估值情况, 给予公司 2023 年 33-38 倍的 PE 估值, 对应合理价值区间为 13.20-15.20 元/股, 继续给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** (1) 食品安全风险, (2) 市场竞争加剧, (3) 新渠道、新市场拓展不及预期。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1111	1462	1877	2304	2717
(+/-)YoY(%)	22.2%	31.6%	28.4%	22.7%	17.9%
净利润(百万元)	85	125	179	230	272
(+/-)YoY(%)	-17.8%	46.8%	43.7%	28.5%	18.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.28	0.40	0.51	0.60
毛利率(%)	26.8%	25.6%	26.5%	26.8%	26.7%
净资产收益率(%)	9.6%	12.9%	15.6%	16.7%	16.5%

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

表 1 可比上市公司估值表 (2023 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2023E)
洽洽食品	002557	43.30	19.97
三只松鼠	300783	21.27	29.85
良品铺子	603719	33.50	30.06
盐津铺子	002847	126.39	34.07
甘源食品	002991	88.31	32.37
平均 PE (倍, 2023E)			29.26

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2023 年 04 月 28 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

## 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>1462</b>	<b>1877</b>	<b>2304</b>	<b>2717</b>
每股收益	0.28	0.40	0.51	0.60	营业成本	1087	1380	1685	1990
每股净资产	2.14	2.54	3.05	3.66	毛利率%	25.6%	26.5%	26.8%	26.7%
每股经营现金流	0.21	0.45	0.52	0.62	营业税金及附加	8	11	14	16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	156	195	240	283
P/E	52.94	36.83	28.67	24.25	营业费用率%	10.7%	10.4%	10.4%	10.4%
P/B	6.82	5.75	4.79	4.00	管理费用	65	84	104	122
P/S	4.03	3.52	2.86	2.43	管理费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	29.32	29.57	22.57	18.54	EBIT	115	169	215	251
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-15	-14	-20	-27
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.0%	-0.8%	-0.9%	-1.0%
毛利率	25.6%	26.5%	26.8%	26.7%	资产减值损失	0	-5	-5	-5
净利率	8.5%	9.5%	10.0%	10.0%	投资收益	3	4	5	5
净资产收益率	12.9%	15.6%	16.7%	16.5%	<b>营业利润</b>	<b>148</b>	<b>204</b>	<b>263</b>	<b>311</b>
资产回报率	9.6%	11.7%	12.5%	12.5%	营业外收支	-6	1	1	1
投资回报率	10.0%	12.4%	13.3%	13.0%	<b>利润总额</b>	<b>142</b>	<b>205</b>	<b>264</b>	<b>312</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	149	187	236	274
营业收入增长率	31.6%	28.4%	22.7%	17.9%	所得税	20	29	37	44
EBIT 增长率	59.2%	46.7%	27.7%	16.5%	有效所得税率%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	46.8%	43.7%	28.5%	18.3%	少数股东损益	-3	-3	-3	-4
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>125</b>	<b>179</b>	<b>230</b>	<b>272</b>
资产负债率	24.3%	24.4%	24.5%	24.1%					
流动比率	2.78	2.93	3.09	3.29	<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	1.71	1.93	2.08	2.27	货币资金	396	570	775	1024
现金比率	1.36	1.63	1.82	2.05	应收账款及应收票据	10	13	16	19
<b>经营效率指标</b>					存货	301	340	416	491
应收帐款周转天数	2.49	2.50	2.50	2.50	其它流动资产	101	105	108	112
存货周转天数	100.92	90.00	90.00	90.00	流动资产合计	808	1028	1315	1646
总资产周转率	1.13	1.23	1.26	1.25	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.18	5.34	6.54	7.73	固定资产	350	352	352	351
					在建工程	27	37	47	57
					无形资产	35	40	44	47
					非流动资产合计	488	505	519	531
<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>1296</b>	<b>1532</b>	<b>1834</b>	<b>2177</b>
净利润	125	179	230	272	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-3	-3	-3	-4	应付票据及应付账款	100	113	139	164
非现金支出	34	23	26	28	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	1	-5	-6	-6	其它流动负债	190	237	287	337
营运资金变动	-64	9	-12	-12	流动负债合计	291	350	426	500
<b>经营活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>204</b>	<b>235</b>	<b>278</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-166	-34	-34	-34	其它长期负债	24	24	24	24
投资	15	0	0	0	非流动负债合计	24	24	24	24
其他	3	4	5	5	<b>负债总计</b>	<b>315</b>	<b>375</b>	<b>450</b>	<b>525</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-148</b>	<b>-30</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>	实收资本	403	451	451	451
债权募资	70	0	0	0	归属于母公司所有者权益	968	1147	1377	1649
股权募资	9	48	0	0	少数股东权益	14	11	8	4
其他	-134	-48	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1296</b>	<b>1532</b>	<b>1834</b>	<b>2177</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-55</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-109</b>	<b>174</b>	<b>206</b>	<b>249</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 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  
张宇轩 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。