

投资评级 **优于大市** 维持

## 经营仍然承压，期待恢复

### 股票数据

04月28日收盘价(元)	36.36
52周股价波动(元)	30.50-50.50
总股本/流通A股(百万股)	99/99
总市值/流通市值(百万元)	3586/3586

### 相关研究

《22Q2 受疫情冲击较大，拟非公开发行进行扩产和拓品类》2022.08.29

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-10.5	-21.2	-6.0
相对涨幅 (%)	-11.2	-20.2	-2.3

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 营收同比+7.21%**。22年公司营收3.09亿元，同比-8.84%，主要系餐饮市场需求下降所致；归母净利润0.51亿元，同比-37.19%，扣非后归母净利润0.43亿元，同比-38.15%，剔除股份支付影响，扣非归母净利润同比-33.16%，主要受餐饮渠道销售收入下降、原材料价格及货运物流成本上涨等影响。23Q1营收0.8亿元，同比+7.21%，归母净利润0.11亿元，同比-21.54%，扣非后归母净利润0.1亿元，同比-14.42%。
- 23Q1 净利率继续承压**。22年公司毛利率39.38%，同比-4.05pct，主要系销售产品结构变化、原料价格上涨所致；销售费用率7.56%，同比+1.35pct；管理费用率14.15%，同比+1.92pct；归母净利率16.55%，同比-7.47pct。23Q1毛利率为38.71%，同比-0.72pct；销售费用率7.61%，同比+1.39pct；管理费用率15.46%，同比+0.72pct；归母净利率13.33%，同比-4.88pct。
- 23Q1 餐饮渠道营收同比+34.32%**。各产品22年营收/22年增速/23Q1增速分别为酱汁类2.3亿元/-8.23%/14.11%、粉体类0.74亿元/-9.74%/-8.76%、食品添加剂0.04亿元/-23.22%/-56.23%。各渠道22年营收/22年增速/23Q1增速分别为餐饮1.17亿元/-19.94%/34.32%、食品加工1.23亿元/-14.5%/-18.28%、品牌定制0.53亿元/39.01%/4.8%。19-22年前五大客户贡献收入分别为1.34亿元、1.07亿元、1.29亿元、1.14亿元，由此可知大客户尚未恢复至2019年水平。
- 加大新品推出、细化营销组织架构**。22年公司加大产品推新，其中酱汁类新增300多款产品；粉体类新增90多款产品；为满足终端市场消费升级的需要，推出蒜蓉小龙虾调料、黄焖鸡调料等20多款复合型调料。营销架构上，23年公司细化调整了销售部门的组织架构，在原有大客户事业部和零售终端事业部的基础上，新增预制菜及烘焙事业部。我们认为在消费复苏趋势下，公司餐饮客户、食品加工客户的需求将逐渐恢复，同时新产品有望切入老客户与新客户的供应体系，增厚公司业绩。
- 盈利预测与估值**。我们预计公司23-25年EPS分别为0.86/1.11/1.5元，相关可比公司23年PE在42-49倍，考虑到复合调味品行业景气度较高，公司成长性较好，给予公司一定估值溢价，给予23年40-50倍PE，对应合理价值区间34.4-43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。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	339	309	416	518	642
(+/-)YoY(%)	28.6%	-8.8%	34.7%	24.6%	23.9%
净利润(百万元)	81	51	85	110	148
(+/-)YoY(%)	0.0%	-37.2%	66.7%	29.2%	34.9%
全面摊薄EPS(元)	0.82	0.52	0.86	1.11	1.50
毛利率(%)	43.4%	39.4%	41.2%	43.1%	44.8%
净资产收益率(%)	12.3%	7.4%	11.0%	12.5%	14.4%

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 可比公司估值对比 (2023.4.28)**

公司名称	股票代码	股价(元/股)	每股收益(元/股)			市盈率(X)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
天味食品	603317.SH	17.16	0.45	0.41	0.52	38.13	41.88	32.92
海天味业	603288.SH	70.60	1.34	1.49	1.74	52.69	47.33	40.52
千禾味业	603027.SH	23.76	0.36	0.48	0.62	66.00	49.25	38.21

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

我们认为复合调味品行业景气度较高, 随着消费逐渐复苏, 公司收入有望重回较高增长, 同时随着成本逐渐下降, 叠加规模效应, 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:

- ✓ 酱汁类调味料未来三年收入增速分别为 40%、26%、25%, 毛利率分别为 40.48%、42.48%、44.48%。
- ✓ 粉体类调味料未来三年收入增速均为 20%, 毛利率分别为 42.28%、43.78%、44.28%。
- ✓ 食品添加剂未来三年收入增速分别为 10%、20%、20%, 毛利率分别为 74.96%、76.46%、76.96%。

**表 2 公司主营业务拆分预测 (百万元)**

		2022	2023E	2024E	2025E
酱汁类调味料	收入	229.79	321.70	405.34	506.68
	YOY	-8.23%	40.00%	26.00%	25.00%
	毛利率	38.48%	40.48%	42.48%	44.48%
粉体类调味料	收入	74.43	89.32	107.19	128.62
	YOY	-9.74%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	40.28%	42.28%	43.78%	44.28%
食品添加剂	收入	4.22	4.64	5.56	6.68
	YOY	-23.22%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	72.96%	74.96%	76.46%	76.96%
合计	收入	308.58	415.80	518.23	642.12
	YOY	-8.84%	34.75%	24.64%	23.91%
	毛利率	39.38%	41.24%	43.11%	44.77%

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>309</b>	<b>416</b>	<b>518</b>	<b>642</b>
每股收益	0.52	0.86	1.11	1.50	营业成本	187	244	295	355
每股净资产	6.96	7.83	8.94	10.44	毛利率%	39.4%	41.2%	43.1%	44.8%
每股经营现金流	0.55	0.31	1.38	0.85	营业税金及附加	4	5	6	8
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	23	29	37	45
P/E	70.22	42.13	32.62	24.18	营业费用率%	7.6%	6.9%	7.2%	7.0%
P/B	5.22	4.65	4.07	3.48	管理费用	32	40	52	63
P/S	11.62	8.62	6.92	5.58	管理费用率%	10.4%	9.7%	10.0%	9.8%
EV/EBITDA	60.66	38.95	31.06	23.36	EBIT	53	87	114	155
股息率%	<b>0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	1	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	39.4%	41.2%	43.1%	44.8%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	16.5%	20.5%	21.2%	23.1%	投资收益	7	11	13	16
净资产收益率	7.4%	11.0%	12.5%	14.4%	<b>营业利润</b>	<b>59</b>	<b>98</b>	<b>126</b>	<b>171</b>
资产回报率	5.5%	8.1%	8.6%	10.2%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	5.7%	8.0%	8.9%	10.3%	<b>利润总额</b>	<b>59</b>	<b>98</b>	<b>126</b>	<b>171</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	65	94	119	161
营业收入增长率	-8.8%	34.7%	24.6%	23.9%	所得税	8	13	17	23
EBIT 增长率	-36.0%	63.3%	30.4%	35.8%	有效所得税率%	12.8%	13.3%	13.1%	13.2%
净利润增长率	-37.2%	66.7%	29.2%	34.9%	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>51</b>	<b>85</b>	<b>110</b>	<b>148</b>
资产负债率	25.5%	26.4%	30.9%	29.1%					
流动比率	1.95	1.55	1.22	1.17	<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	1.74	1.33	1.04	0.99	货币资金	156	92	115	99
现金比率	0.73	0.36	0.31	0.25	应收账款及应收票据	65	94	115	137
<b>经营效率指标</b>					存货	33	44	53	61
应收账款周转天数	76.08	68.80	72.44	70.62	其它流动资产	165	168	172	174
存货周转天数	61.11	56.42	58.76	57.59	流动资产合计	419	398	454	472
总资产周转率	0.35	0.42	0.45	0.47	长期股权投资	49	74	86	105
固定资产周转率	4.78	6.06	7.04	8.26	固定资产	65	72	75	80
					在建工程	292	391	534	656
					无形资产	40	58	68	82
					非流动资产合计	503	652	821	980
<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>922</b>	<b>1049</b>	<b>1275</b>	<b>1452</b>
净利润	51	85	110	148	短期借款	101	151	200	250
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	82	71	130	102
非现金支出	12	7	5	6	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	-11	-13	-16	其它流动负债	32	35	44	50
营运资金变动	-5	-51	34	-55	流动负债合计	215	257	373	401
<b>经营活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>30</b>	<b>136</b>	<b>83</b>	长期借款	18	18	18	18
资产	-175	-131	-163	-147	其它长期负债	2	2	2	2
投资	132	-25	-12	-18	非流动负债合计	20	20	20	20
其他	9	11	13	16	<b>负债总计</b>	<b>235</b>	<b>277</b>	<b>394</b>	<b>422</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-34</b>	<b>-145</b>	<b>-162</b>	<b>-149</b>	实收资本	99	99	99	99
债权募资	39	50	49	50	归属于母公司所有者权益	687	772	882	1030
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-34	0	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>922</b>	<b>1049</b>	<b>1275</b>	<b>1452</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>5</b>	<b>50</b>	<b>49</b>	<b>50</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>26</b>	<b>-64</b>	<b>23</b>	<b>-16</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  
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。