

日辰股份 (603755.SH)

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料
目标估值: NA
当前股价: 36.36 元

Q1 餐饮增速亮眼, 压力仍存期待弹性释放

Q1 公司收入/归母净利润分别同比+7.2%/-21.5%，业绩压力仍存，但餐饮渠道增速亮眼，同时 C 端零售延续较高增长。当前时点看，公司 Q1 整体增速相较股权激励目标仍有距离，但节奏上看，Q2-Q4 则低基数+旺季，业绩有望逐季加速。公司竞争壁垒不断增厚，随着餐饮端不断拓新及与大客户深度绑定，长期增长可持续，未来 3-5 年看，公司有望延续收入端高速增长，同时随着规模效应逐步显现，费用率改善提升盈利能力。我们给予 23-24 年 EPS 预期为 0.73、0.98 元，对应 23 年估值 50X，维持“强烈推荐”评级。

□ 22Q4 收入/归母净利润分别同比-23.3%/-61.2%，需求受损承压发展。公司 2022 年实现收入 3.09 亿元，同比-8.8%，归母净利润 0.51 亿，同比-37.2%，全年受疫情影响承压发展。其中单 Q4 实现收入 0.75 亿，同比-23.3%，归母净利润 0.10 亿元，同比-61.2%，除商超客户实现增长外，餐饮渠道、食品加工等主要业务均出现明显下滑。22 年公司毛利率 39.4%，同比-4.0pcts，主要系成本上涨的同时，公司毛利率较高的餐饮渠道下滑，较多结构影响所致。销售费用率/管理费用率分别提升 1.4pcts、1.5pcts，主要系收入下降及广告促销费用增加综合影响。净利率 16.5%，同比-7.5pcts，相对承压。单 Q4 看，毛利率/净利率分别同比-5.4pcts、-12.4pcts，压力较大。

□ 餐饮渠道受损明显，品牌定制及 C 端零售增长显著。1) 分品类看：22 年酱汁类收入 2.30 亿元，同比-8.2% (其中量-11.4%，价+3.5%)，粉体类收入 0.74 元，同比-9.7% (其中量-14.6%，价+5.7%)，食品添加剂收入 0.04 亿元，同比-23.2%。2) 分渠道看：22 年公司餐饮业务收入 1.17 亿，同比-19.9%，主要受外部环境影响，老客户经营承压，新客户及新品订单落地有所延后所致；食品加工业务收入 1.22 亿，同比-14.5%，主要系出口业务受日元贬值影响需求受损所致；品牌定制业务收入 0.53 亿，同比增长 39.0%，主要系与联合利华、拉面说等客户合作加深带动增长，直营商超、电商渠道分别同比+24.4%/-42.7%，经销商零售渠道同比+80.8%，主要系公司针对 C 端进行专门团队，加大招商力度。3) 分地区看：22 年核心华东地区同比-7.0%，华南/华北/东北/华中/其他地区分别同比-12.1%/-10.2%/-20.5%/-14.7%/-17.4%。截止 22 年底，公司经销商数量 100 个，环比 Q3 增加 11 个。

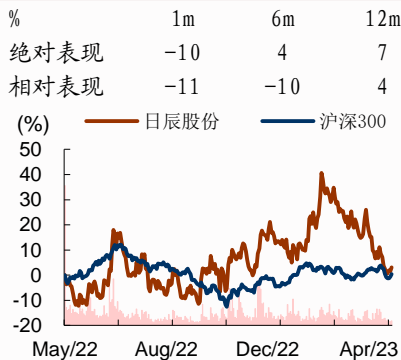
□ 23Q1 收入+7.2%，归母净利润-21.5%，餐饮增速亮眼，业绩压力仍存。23Q1 公司收入 0.80 亿，同比+7.2%，归母净利润 0.11 亿，同比-21.5%。分渠道看，餐饮渠道同比+34.3%，受益于场景放开增速亮眼。其中大客户呷哺、鱼酷等实现较好的恢复态势，新客户贡献则相对有限。食品加工渠道同比-18.3%，主要受对日出口需求下降所致。品牌定制/直营商超分别同比+4.8%/-6.5%，直营电商低基数下同比+73.6%，经销商渠道同比+32.6%，渠道建设有所成效。利润端看，Q1 公司毛利率 38.7%，同比-0.7pct，主要受餐饮渠道大客户占比提升结构影响所致，成本相对稳定，销售费用率同比+1.4pcts，主要受 C 端渠道建设费用增加所致，净利率 13.3%，同比-4.9pcts，业绩压力仍存。

□ 23 年展望：重回成长轨道，有望逐季加速成长。公司 23 年仍以股权激励目标为方向，按照考核指标若 100%解锁，需实现收入 4.4 亿，或净利润 1.06 亿，对应 23 年收入+42.6%，或净利润+107%。从 Q1 业绩来看，公司据目

基础数据

总股本 (万股)	9861
已上市流通股 (万股)	9861
总市值 (亿元)	36
流通市值 (亿元)	36
每股净资产 (MRQ)	7.1
ROE (TTM)	6.9
资产负债率	22.2%
主要股东	青岛博亚投资控股有限公司
主要股东持股比例	56.25%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《日辰股份 (603755.SH)：行业重回景气，开启加速成长》2023-02-14
- 《日辰股份 (603755) — 餐饮承压结构受损，定增扩产彰显信心》2022-08-29
- 《日辰股份 (603755) — 21 年顺利收官，Q1 受疫情扰动》2022-04-28

于佳琦 S1090518090005
 yujiaqi@cmschina.com.cn
 任龙 S1090522090003
 renlong1@cmschina.com.cn

标仍有距离，但我们认为不比过早悲观，公司仍有望逐季加速增长。分渠道看：1) 餐饮渠道增长来自客户自身成长+新品与新客户拓展。公司头部大客户 22 年经营受损，拖累餐饮渠道下滑。23 年随着大客户经营修复，基本盘有望高增。此外，过去几年累积的新客户及新订单有望在今年需求恢复背景下集中释放，Q1 此部分贡献尚小，未来几个季度有望陆续落地。2) 食品加工渠道 22 年受汇率影响有所下滑，23Q1 下滑主要系日本鸡肉产品库存堆积需求减弱，当前看库存问题有所缓解，未来对业绩拖累减弱，对内需求方面则未出现明显压力，仍随大环境复苏而持续改善。3) C 端零售成立专门团队，重点发展追求规模，期待贡献边际增量。

□ **投资建议：短期承压发展，业绩有望逐季改善，期待全年弹性释放，维持“强烈推荐”评级。** Q1 公司收入/归母净利润分别同比+7.2%/-21.5%，业绩压力仍存，但餐饮渠道增速亮眼，同时 C 端零售延续较高增长。当前时点看，公司 Q1 整体增速相较股权激励目标仍有距离，但节奏上看，Q2-Q4 则低基数+旺季，业绩有望逐季加速。公司竞争壁垒不断增厚，随着餐饮端不断拓新及与大客户深度绑定，长期增长可持续，未来 3-5 年看，公司有望延续收入端高速增长，同时随着规模效应逐步显现，费用率改善提升盈利能力。我们给予 23-24 年 EPS 预期为 0.73、0.98 元，对应 23 年估值 50X，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：疫情反复影响，大客户流失、客户拓新不及预期**

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	339	309	409	514	649
同比增长	29%	-9%	32%	26%	26%
营业利润(百万元)	94	59	84	113	150
同比增长	1%	-37%	42%	34%	33%
归母净利润(百万元)	81	51	72	96	128
同比增长	0%	-37%	40%	34%	33%
每股收益(元)	0.82	0.52	0.73	0.98	1.30
PE	44.1	70.2	50.0	37.2	28.0
PB	5.4	5.2	4.9	4.4	3.9

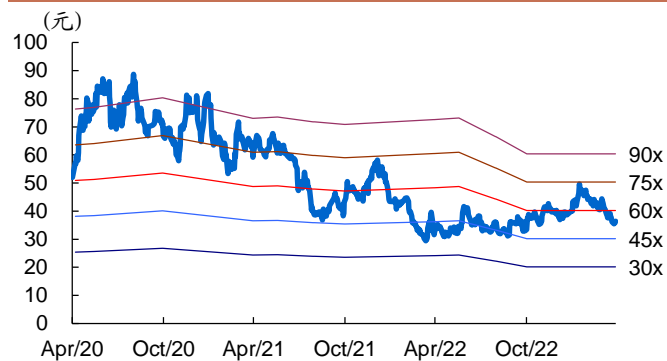
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1
营业收入	75.8	94.8	98.3	74.6	70.3	88.3	75.4	80.0
营业毛利	33.9	40.0	42.7	29.4	27.5	35.9	28.7	31.0
营业费用	5.2	5.6	5.8	4.6	5.3	6.0	0.8	1.0
管理费用	6.3	6.3	8.8	8.0	7.8	8.8	7.4	6.1
财务费用	-1.6	-2.3	4.3	0.4	0.1	0.2	0.5	0.5
投资收益	1.1	0.0	6.4	2.6	2.2	1.1	1.1	1.0
营业利润	21.8	25.6	21.6	13.2	12.4	16.7	10.9	12.2
归属母公司净利润	19.3	22.6	24.7	13.6	12.0	15.9	9.6	10.7
EPS (元)	0.20	0.23	0.25	0.14	0.12	0.16	0.10	0.11
主要比率								
毛利率	44.7%	42.2%	43.5%	39.4%	39.1%	40.7%	38.1%	38.7%
营业费用率	6.9%	6.0%	5.9%	6.2%	7.5%	6.8%	9.8%	7.6%
管理费用率	8.4%	6.6%	9.0%	10.7%	11.1%	9.9%	10.1%	11.6%
营业利润率	30.2%	27.1%	28.9%	21.1%	20.7%	20.5%	14.5%	15.3%
有效税率	15.8%	11.9%	13.0%	13.7%	18.1%	11.7%	6.0%	12.8%
净利率	25.5%	23.9%	25.1%	18.2%	17.0%	18.1%	12.7%	13.3%
YoY								
收入	23.9%	23.0%	24.3%	7.1%	-7.2%	-6.9%	-23.3%	7.2%
归属母公司净利润	-8.8%	-4.2%	13.5%	-7.5%	-38.1%	-29.5%	-61.2%	-21.5%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 日辰股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 日辰股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《日辰股份 (603755) —21 年顺利收官, Q1 受疫情扰动》2022-04-28

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	535	419	390	497	635
现金	143	156	119	193	290
交易性投资	286	145	145	145	145
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	65	65	66	83	105
其它应收款	1	2	2	3	4
存货	31	33	34	43	54
其他	10	18	23	29	37
非流动资产	289	503	498	494	491
长期股权投资	49	49	49	49	49
固定资产	64	65	67	68	69
无形资产商誉	38	40	36	32	29
其他	138	349	347	345	344
资产总计	824	922	889	991	1126
流动负债	134	215	130	157	193
短期借款	53	101	0	0	0
应付账款	56	82	106	133	168
预收账款	1	1	1	2	2
其他	25	32	22	22	23
长期负债	29	20	20	20	20
长期借款	27	18	18	18	18
其他	2	2	2	2	2
负债合计	163	235	150	178	213
股本	99	99	99	99	99
资本公积金	348	352	352	352	352
留存收益	215	236	288	363	462
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	661	687	739	813	913
负债及权益合计	824	922	889	991	1126

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	60	54	97	99	123
净利润	81	51	72	96	128
折旧摊销	7	12	15	15	14
财务费用	(0)	1	(2)	(2)	(8)
投资收益	(10)	(7)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(19)	(3)	16	(12)	(16)
其它	(0)	0	1	8	10
投资活动现金流	(65)	(34)	(6)	(6)	(6)
资本支出	(71)	(175)	(11)	(11)	(11)
其他投资	6	141	5	5	5
筹资活动现金流	11	5	(128)	(19)	(21)
借款变动	39	32	(110)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	4	0	0	0
股利分配	(30)	(30)	(20)	(22)	(29)
其他	1	(2)	2	2	8
现金净增加额	6	26	(37)	74	96

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	339	309	409	514	649
营业成本	192	187	243	305	385
营业税金及附加	4	4	5	6	8
营业费用	21	23	30	35	41
管理费用	30	32	39	43	55
研发费用	11	11	14	18	23
财务费用	(0)	1	(2)	(2)	(8)
资产减值损失	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	4	3	3	3	3
投资收益	10	7	2	2	2
营业利润	94	59	84	113	150
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	94	59	83	112	149
所得税	13	8	12	16	21
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	81	51	72	96	128

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	29%	-9%	32%	26%	26%
营业利润	1%	-37%	42%	34%	33%
归母净利润	0%	-37%	40%	34%	33%
获利能力					
毛利率	43.4%	39.4%	40.6%	40.6%	40.6%
净利率	24.0%	16.5%	17.6%	18.8%	19.7%
ROE	12.3%	7.4%	9.7%	11.9%	14.0%
ROIC	10.6%	6.4%	9.3%	11.4%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	19.8%	25.5%	16.9%	17.9%	18.9%
净负债比率	10.8%	13.9%	2.0%	1.8%	1.6%
流动比率	4.0	1.9	3.0	3.2	3.3
速动比率	3.8	1.8	2.7	2.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6
存货周转率	7.0	5.9	7.2	7.9	7.9
应收账款周转率	5.9	4.7	6.2	6.9	6.9
应付账款周转率	3.9	2.7	2.6	2.5	2.6
每股资料(元)					
EPS	0.82	0.52	0.73	0.98	1.30
每股经营净现金	0.60	0.55	0.98	1.01	1.25
每股净资产	6.70	6.96	7.49	8.25	9.26
每股股利	0.30	0.20	0.22	0.29	0.39
估值比率					
PE	44.1	70.2	50.0	37.2	28.0
PB	5.4	5.2	4.9	4.4	3.9
EV/EBITDA	35.6	51.5	36.8	28.7	23.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

于佳琦：食品饮料首席分析师，南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16年就职安信证券，17年加入招商证券食品饮料团队，6年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20年加入招商证券。

陈书慧：美国加州大学圣地亚哥分校本科，美国哥伦比亚大学硕士，20年加入招商证券。

任龙：美国伊利诺伊理工斯图尔特商学院硕士，20年加入招商证券，5年消费品公司工作经验。

刘成：上海交通大学本科，上海交通大学硕士，21年加入招商证券。

胡思蓓：复旦大学本科，复旦大学硕士，22年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队传承十八年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，曾连续15年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，2021年获得wind金牌分析师第一名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。