

投资评级 **优于大市** 维持

23 年一季度利润表现亮眼，期待后续收入增长持续加速

股票数据

04月28日收盘价(元)	25.70
52周股价波动(元)	16.16-36.00
总股本/流通A股(百万股)	303/119
总市值/流通市值(百万元)	7261/2841

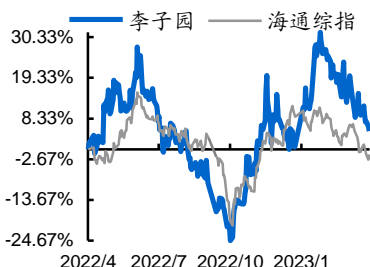
相关研究

《重磅推出0蔗糖新品，看好23年收入/利润表现实现双击恢复》2023.02.13

《业绩短期承压，静待利润率修复》2022.10.29

《疫情散发背景下依然保持收入正增长，短期盈利有所承压，静待提价贡献释放》2022.08.27

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.8	-12.3	9.0
相对涨幅(%)	-4.1	-9.8	14.3

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:张宇轩

Tel:(021)23154172

Email:zyx11631@haitong.com

证书:S0850520050001

投资要点:

- **事件:** 公司4月26日披露2022年年报, 22年公司实现营业收入14.04亿元(YOY=-4.50%), 实现归母净利润2.21亿元(YOY=-15.79%)。此外公司23Q1公司实现营业收入3.45亿元(YOY=1.11%), 归母净利润达到0.59亿元(YOY=44.99%)。
- **22年全年整体业绩承压, 四季度毛利率表现亮眼。** 22年公司营业收入实现14.04亿元(YOY=-4.50%), 毛利率同比降低3.41pct至32.47%, 毛利额同比降低13.57%至4.56亿元, 主要系原材料、能源价格的上涨所致。此外公司期间费用率同比上升1.28pct至15.90%(其中公司销售费用率同比增加1.07pct, 管理费用率同比上涨0.02pct), 因此最终归母净利润同比降低15.79%至2.21亿元, 对应归母净利润率同比降低2.11pct至15.75%。
- **22Q4单独来看, 公司实现主营业务收入3.42亿元(YOY=-17.47%), 实现毛利率35.49%, 同比增加1.91pct。** 此外期间费用率同比降低0.02pct至14.44%(其中销售费用率同比降低0.69pct, 管理费用率同比增加1.14pct, 最终2022Q4公司归母净利润率同比上升2.98pct至19.27%, 对应最终归母净利润为0.66亿元(YOY=-2.40%)。
- **23年一季度利润实现高增长。** 2023Q1单独来看, 公司实现主营业务收入3.45亿元(YOY=1.11%), 实现毛利率36.61%, 同比增长5.27pct。此外期间费用率同比下降2.86pct(其中销售费用率同比下降3.07pct, 管理费用率同比增长0.18pct, 最终2023Q1公司归母净利润率同比上升5.19pct至17.14%, 对应最终归母净利润为0.59亿元(YOY=44.99%)。
- **22年华南市场持续高增长, 23年继续全渠道开发。** 公司销售占比前三大的销售区域为华东/华中/西南地区, 2022年销售占比分别为52.13%/18.43%/18.42%, 并分别实现营收7.29/2.58/2.58亿元, YOY分别为-6.82%/-10.20%/5.12%。前述地区是我国经济较为发达或人口较为密集的省份, 市场仍有较大的开拓深挖空间。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1470	1404	1720	2142	2607
(+/-)YoY(%)	35.1%	-4.5%	22.6%	24.5%	21.7%
净利润(百万元)	262	221	322	420	528
(+/-)YoY(%)	22.3%	-15.8%	45.7%	30.5%	25.7%
全面摊薄EPS(元)	0.87	0.73	1.06	1.38	1.74
毛利率(%)	35.9%	32.5%	36.9%	37.4%	38.5%
净资产收益率(%)	16.4%	12.8%	15.7%	17.0%	17.6%

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

同时，公司在华北、华南、西北、东北地区进一步拓展市场，为公司全国性布局提供发展动力。2022 年公司华北/华南/东北/西北地区分别实现营收 0.21/0.67/0.16/0.09 亿元，YOY 分别为-20.95%/34.06%/10.39%/6.82%，毛利率分别为 25.38%/23.74%/13.27%/15.81%，2023Q1 华北/华南/东北/西北地区分别实现营收 0.06/0.20/0.04/0.03 亿元，YOY 分别为 18.72%/49.56%/-14.18%/2.95%。

2022 年公司合作的经销商数量从 2021 年末的 2650 家减少至 2550 家，YOY=-3.77%。2023 年，公司在重点市场将继续精耕市场，快速进行全渠道开发及终端网点建设，重点拓展小餐饮、厂矿企业、办公大楼、单位食堂渠道，通过针对性的产品，提高该渠道的市场铺市率。

发行可转债进一步提升产能。由于公司近年来生产压力较大，浙江金华生产基地产能利用率超过 125%，产能瓶颈带来的限制日益凸显，亟需突破。公司将通过发行可转债募集资金以在金华生产基地新建 3 条含乳饮料产线，并对现有 3 条含乳饮料产线进行技术改造，以提升产品产能。

奶粉价格下行，看好公司未来盈利能力持续提升。根据 Globaldairytrade，2023Q1 恒天然全脂奶粉价格达到平均 3261.20 美元/吨，同比下降 25.11%，环比下降 3.69%，脱脂奶粉价格在 2023Q1 达到平均 2764.60 美元/吨，同比下降 33.94%，环比下降 11.97%。公司原材料奶粉成本保持价格下行趋势，看好未来公司有望进一步提升盈利能力。

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 17.20/21.42/26.07 亿元，归母净利润分别为 3.22/4.20/5.28 亿元，对应 EPS 分别为 1.06/1.38/1.74 元/股。结合可比公司估值情况，考虑业绩良好表现，给予公司 2023 年 30-35 倍的 PE 估值，对应合理价值区间为 31.80-37.10 元/股，继续给予“优于大市”评级。

风险提示。(1) 食品安全风险，(2) 下游需求不及预期，(3) 市场竞争加剧，(4) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，(5) 上游原材料成本价格以及费用投放波动。

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)
农夫山泉	9633.HK	42.40	43.38
东鹏饮料	605499	178.47	37.74
香飘飘	603711	21.10	30.43
伊利股份	600887	29.56	17.11
一鸣食品	605179	11.00	45.01
新乳业	002946	16.55	28.06
均瑶健康	605388	14.33	31.21
品渥食品	300892	23.35	--
平均 PE (倍, 2023E) (剔除无数据的品渥食品)			33.27

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: (1) 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
每股指标 (元)					营业总收入	1404	1720	2142	2607
每股收益	0.73	1.06	1.38	1.74	营业成本	948	1086	1340	1604
每股净资产	5.70	6.76	8.14	9.88	毛利率%	32.5%	36.9%	37.4%	38.5%
每股经营现金流	0.86	1.33	1.83	2.25	营业税金及附加	14	15	19	23
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	175	193	236	292
P/E	32.85	22.55	17.28	13.75	营业费用率%	12.4%	11.2%	11.0%	11.2%
P/B	4.20	3.54	2.94	2.42	管理费用	58	65	81	104
P/S	5.17	4.22	3.39	2.79	管理费用率%	4.1%	3.8%	3.8%	4.0%
EV/EBITDA	25.26	15.59	11.64	8.81	EBIT	194	347	448	562
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-25	-11	-22	-32
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.8%	-0.6%	-1.0%	-1.2%
毛利率	32.5%	36.9%	37.4%	38.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	15.7%	18.7%	19.6%	20.3%	投资收益	2	2	2	3
净资产收益率	12.8%	15.7%	17.0%	17.6%	营业利润	280	411	537	675
资产回报率	9.3%	12.0%	13.0%	13.5%	营业外收支	1	2	2	2
投资回报率	8.5%	13.2%	14.1%	14.6%	利润总额	280	413	539	677
盈利增长 (%)					EBITDA	263	428	549	681
营业收入增长率	-4.5%	22.6%	24.5%	21.7%	所得税	59	91	118	149
EBIT 增长率	-28.6%	78.6%	29.3%	25.4%	有效所得税率%	21.2%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	-15.8%	45.7%	30.5%	25.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	221	322	420	528
资产负债率	27.3%	23.6%	23.6%	23.1%					
流动比率	1.78	2.00	2.15	2.40	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.24	1.37	1.52	1.77	货币资金	553	595	864	1261
现金比率	0.98	1.08	1.27	1.54	应收账款及应收票据	1	1	2	2
经营效率指标					存货	290	327	404	483
应收帐款周转天数	0.20	0.30	0.30	0.30	其它流动资产	165	182	197	213
存货周转天数	111.53	110.00	110.00	110.00	流动资产合计	1007	1106	1467	1959
总资产周转率	0.59	0.64	0.66	0.67	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.09	2.03	2.15	2.30	固定资产	673	846	998	1134
					在建工程	222	242	262	282
					无形资产	140	156	172	188
					非流动资产合计	1369	1579	1767	1938
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2377	2684	3234	3897
净利润	221	322	420	528	短期借款	75	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	303	327	404	483
非现金支出	68	81	101	119	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-2	-3	-4	-5	其它流动负债	188	224	277	333
营运资金变动	-27	5	37	40	流动负债合计	566	552	681	817
经营活动现金流	260	405	554	682	长期借款	0	0	0	0
资产	-191	-288	-288	-288	其它长期负债	82	82	82	82
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	82	82	82	82
其他	-18	2	2	3	负债总计	648	633	763	899
投资活动现金流	-209	-286	-286	-285	实收资本	303	303	303	303
债权募资	200	-75	0	0	归属于母公司所有者权益	1729	2051	2471	2999
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-225	-1	0	0	负债和所有者权益合计	2377	2684	3234	3897
融资活动现金流	-25	-76	0	0					
现金净流量	25	43	268	397					

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
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。