

再推激励，新三年发展可期

核心观点

事件：公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），拟向董事、高管以及核心人员共 86 人以 61.52 元/股授予 220 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 1.71%。本次激励计划为一次性授予，不设预留权益。

- **收入利润双重考核，覆盖人数增加，与员工利益进一步绑定。**本次激励计划考核以 22 年为基数，23-25 年营业收入增长率不低于 25%/56%/95%，且净利润（剔除激励计划股份支付费用后的扣非净利润）增长率不低于 50%/95%/154%；对应 23-25 年收入绝对值为 36.2/45.1/56.4 亿元，净利润为 4.8/6.2/8.1 亿元，净利润率 13.3%/13.8%/14.4%（22 年为 11.0%）。本次激励对象包括公司董事及副总经理兰波、杨林广，副总经理黄敏胜、张磊和李汉明，财务总监杨峰以及其他 80 名核心业务人员，相较于 2019 年及 2021 年的激励计划覆盖人数有所增加，与员工利益进一步绑定。
- **复盘历次股权激励，公司及员工利益绑定充分、推动公司稳步发展。**公司在上市之后发布三次股权激励：1）第一次为 2019 年，向董事、高管以及核心人员共 12 人授予 550 万股，并制定 19-21 年三年收入利润双重目标（对应 19-21 年收入 Cagr17.0%，利润 Cagr51.8%），三期目标均已达成解锁，公司通过本次股权激励绑定核心高管利益，为稳定长期发展奠定基石。2）第二次为 2021 年，向董事、高管以及核心人员共 32 人授予 224 万股，并制定 21-23 年三年收入利润双重目标（对应 21-23 年收入 Cagr18.4%，利润 Cagr26.2%），21 年因行业因素及公司主动进行战略调整暂未达成，22 年改革成果持续显现、后期目标有望达成。3）第三次为本次，在上一轮股权激励仍在有效期时发布新一轮股权激励，锚定 23-25 年高成长目标，展现公司对未来发展的信心和与良好的激励机制。
- **23 年经营趋势向好，中长期高管团队、组织活力为公司发展保驾护航。**23 年公司经营趋势向好，各渠道稳健放量，零食专营、电商渠道维持向好态势，定量流通渠道 23 年突破可期，to B 渠道有望获得超预期发展，经销散称渠道稳健向好发展，产品端亦有麻辣棒、蒟蒻等新品助力。中长期看，公司管理层思路清晰，能够针对行业变化迅速调整战略，思考力、执行力强；公司亦持续运用激励工具激发组织活力、奠定企业发展基石，看好公司在近万亿休闲食品市场的市占率提升，建议持续关注。

盈利预测与投资建议

- 公司经营趋势向好，股权激励进一步激发团队活力，我们上调公司 2023-25 年 EPS 预测至 3.82/4.92/6.46 元（调整前为 3.80/4.75/5.79 元），使用可比公司估值法给予 23 年 39 倍 PE 估值，对应目标价 148.98 元，维持“买入评级”。

风险提示

- 渠道拓展不及预期，产品推广不及预期、食品安全及供应链风险、行业竞争加剧、需求疲软

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,282	2,894	3,688	4,598	5,683
同比增长(%)	16.5%	26.8%	27.5%	24.7%	23.6%
营业利润(百万元)	170	341	553	713	931
同比增长(%)	-39.0%	100.9%	62.0%	29.0%	30.6%
归属母公司净利润(百万元)	151	301	491	633	831
同比增长(%)	-37.7%	100.0%	62.9%	28.9%	31.3%
每股收益(元)	1.17	2.34	3.82	4.92	6.46
毛利率(%)	35.7%	34.7%	35.4%	35.8%	35.8%
净利率(%)	6.6%	10.4%	13.3%	13.8%	14.6%
净资产收益率(%)	17.4%	30.0%	34.5%	31.2%	30.1%
市盈率	106.3	53.2	32.6	25.3	19.3
市净率	18.4	14.1	9.4	6.8	5.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月05日）	124.63 元
目标价格	148.98 元
52 周最高价/最低价	139.5/63.74 元
总股本/流通 A 股（万股）	12,860/11,533
A 股市值（百万元）	16,028
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.39	-7.67	3.9	71.93
相对表现	-1.09	-5.57	6.91	71.76
沪深 300	-0.3	-2.1	-3.01	0.17



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

联系人

张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

新三年战略开启，以变制变，看好公司市占率提升	2023-04-23
转型效果显著，经营势头向上：——盐津铺子 2022 季报点评	2022-10-29
渠道转型、新品培育初见成效，供应链优势结合中长期发展战略，未来可期：——盐津铺子 2021 年报点评	2022-04-05

投资建议

公司经营趋势向好，股权激励进一步激发团队活力，我们上调公司 2023-25 年 EPS 预测至 3.82/4.92/6.46 元（调整前为 3.80/4.75/5.79 元），使用可比公司估值法给予 23 年 39 倍 PE 估值，对应目标价 148.98 元，维持“买入评级”。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2023/5/5	每股收益(元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
洽洽食品	002557	43.40	1.93	2.16	2.58	3.00	22.55	20.13	16.82	14.49
良品铺子	603719	33.19	0.84	1.12	1.39	1.69	39.67	29.67	23.80	19.63
甘源食品	002991	88.57	1.70	2.78	3.67	4.66	52.16	31.82	24.12	19.01
劲仔食品	003000	14.40	0.28	0.39	0.52	0.64	52.10	37.17	27.91	22.58
妙可蓝多	600882	26.23	0.26	0.61	0.96	1.33	99.89	42.85	27.27	19.72
立高食品	300973	93.00	0.85	1.83	2.61	3.58	109.54	50.72	35.65	25.95
天味食品	603317	17.13	0.32	0.41	0.52	0.64	53.41	41.75	32.85	26.75
恒顺醋业	600305	11.35	0.14	0.20	0.27	0.34	82.49	55.86	42.07	33.70
	调整后平均						63.29	39.00	28.60	22.27

数据来源：Wind，东方证券研究所；注：选择休闲食品公司（洽洽食品、良品铺子、甘源食品、劲仔食品、妙可蓝多、立高食品）与改革红利持续释放的公司（天味食品、恒顺醋业）作为可比公司

风险提示

渠道拓展不及预期，产品推广不及预期、食品安全及供应链风险、行业竞争加剧、需求疲软

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	135	203	898	1,500	2,298	营业收入	2,282	2,894	3,688	4,598	5,683
应收票据及应收账款	198	169	342	426	526	营业成本	1,467	1,889	2,383	2,951	3,650
预付账款	60	118	115	151	198	营业税金及附加	20	28	36	44	55
存货	259	453	834	1,033	1,277	营业费用	505	457	534	646	740
其他	33	109	52	55	59	管理费用及研发费用	174	205	207	274	338
流动资产合计	685	1,053	2,240	3,164	4,359	财务费用	21	9	33	27	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	(1)	1	1	1
固定资产	1,010	941	1,003	1,041	1,057	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	54	143	134	142	166	投资净收益	1	1	1	1	1
无形资产	195	200	196	192	189	其他	78	34	57	56	49
其他	138	117	132	132	132	营业利润	170	341	553	713	931
非流动资产合计	1,397	1,402	1,465	1,507	1,544	营业外收入	0	1	0	0	0
资产总计	2,082	2,455	3,705	4,671	5,903	营业外支出	3	9	5	6	7
短期借款	528	472	472	472	472	利润总额	167	333	547	707	924
应付票据及应付账款	242	277	739	915	1,131	所得税	13	31	52	67	87
其他	411	394	603	753	931	净利润	154	302	495	640	837
流动负债合计	1,181	1,142	1,813	2,139	2,534	少数股东损益	4	0	4	7	6
长期借款	2	137	137	137	137	归属于母公司净利润	151	301	491	633	831
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.17	2.34	3.82	4.92	6.46
其他	16	27	28	28	28						
非流动负债合计	18	164	165	165	165	主要财务比率					
负债合计	1,198	1,307	1,978	2,304	2,699		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	11	13	17	25	30	成长能力					
股本	129	129	129	129	129	营业收入	16.5%	26.8%	27.5%	24.7%	23.6%
资本公积	212	302	385	385	385	营业利润	-39.0%	100.9%	62.0%	29.0%	30.6%
留存收益	532	705	1,196	1,829	2,660	归属于母公司净利润	-37.7%	100.0%	62.9%	28.9%	31.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	884	1,148	1,727	2,367	3,204	毛利率	35.7%	34.7%	35.4%	35.8%	35.8%
负债和股东权益总计	2,082	2,455	3,705	4,671	5,903	净利率	6.6%	10.4%	13.3%	13.8%	14.6%
						ROE	17.4%	30.0%	34.5%	31.2%	30.1%
						ROIC	12.2%	19.9%	25.8%	25.2%	25.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	57.6%	53.2%	53.4%	49.3%	45.7%
净利润	154	302	495	640	837	净负债率	44.9%	36.4%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	108	105	63	69	75	流动比率	0.58	0.92	1.24	1.48	1.72
财务费用	21	9	33	27	20	速动比率	0.36	0.52	0.78	1.00	1.22
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	营运能力					
营运资金变动	171	(234)	127	4	(2)	应收账款周转率	12.9	16.1	15.0	12.3	12.3
其它	25	244	(15)	0	0	存货周转率	4.8	5.3	3.7	3.2	3.2
经营活动现金流	478	426	704	739	928	总资产周转率	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
资本支出	(240)	(130)	(111)	(111)	(111)	每股指标(元)					
长期投资	0	(1)	1	0	0	每股收益	1.17	2.34	3.82	4.92	6.46
其他	(82)	(121)	64	1	1	每股经营现金流	3.69	3.31	5.47	5.75	7.22
投资活动现金流	(322)	(251)	(47)	(110)	(110)	每股净资产	6.79	8.82	13.29	18.21	24.68
债权融资	(127)	145	(12)	0	0	估值比率					
股权融资	(10)	89	84	0	0	市盈率	106.3	53.2	32.6	25.3	19.3
其他	(69)	(331)	(33)	(27)	(20)	市净率	18.4	14.1	9.4	6.8	5.1
筹资活动现金流	(205)	(97)	38	(27)	(20)	EV/EBITDA	55.1	36.1	25.3	20.3	16.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	86.2	47.0	28.1	22.2	17.3
现金净增加额	(49)	77	695	602	798						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。