

投资评级 优于大市 维持

单四季度利润率压力趋缓，期待 24 年营收/利润双复苏

股票数据

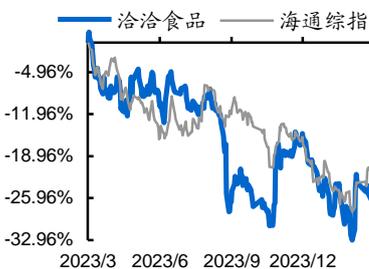
02月28日收盘价(元)	33.40
52周股价波动(元)	29.21-48.28
总股本/流通A股(百万股)	507/507
总市值/流通市值(百万元)	16934/16934

相关研究

《单三季度收入平稳增长，盈利能力呈现良好改善趋势》2023.10.31

《收入平稳，毛利率大幅承压导致盈利下滑》2023.08.28

《23年一季度业务短期承压，静待后续持续恢复》2023.04.26

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	4.6	-3.7	-11.6
相对涨幅 (%)	1.1	-4.7	-9.7

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。**2024年2月27日公司披露2023年业绩快报，2023年公司预计实现营收总收入68.06亿元(YOY-1.13%)，实现归母净利润8.05亿元(YOY-17.50%)，实现扣非归母净利润7.09亿元(YOY-16.27%)。
- 受春节跨期&葵花籽原料价格上涨影响，23年营收利润有所承压。**据公司业绩快报，2023年由于第一季度和第四季度均受到春节跨期因素的影响，因此营收有所下滑。不过21-23年营收CAGR=6.64%，整体收入依然保持稳健成长。
- 23年受益于重点推进渠道精耕项目，进行弱势市场提升、县乡突破以及新场景、新渠道的拓展，公司每日坚果和坚果礼盒的渠道渗透率提升，在零食量贩渠道业绩提升较快，同时公司也加大了风味坚果产品的试销力度。此外公司电商通过抖音、拼多多等渠道，不断进行突破；海外市场持续深耕东南亚市场，渠道不断渗透深化。我们认为公司渠道端持续发力，同时坚果产品持续发力带来新的增量，期待24年收入恢复良好稳定增长。**
- 盈利能力端，参照业绩快报，受到葵花籽原料采购成本上升的影响，23年公司实现归母净利率11.83%，同比22年降低2.35pct。我们认为，23年公司盈利表现受到上游原材料价格上涨的不利影响，不过随着后续上游原物料价格压力趋缓，期待公司利润率重新回归向上通道。**
- 23Q4利润率压力趋缓，期待24Q1收入利润良好复苏。**参照业绩快报，23Q4单独来看，公司预计实现营收23.27亿元(YOY-6.90%)，实现归母净利润2.99亿元(YOY-14.31%)，对应归母净利率为12.86%(同比降低1.11pct)。
- 公司23Q4营收有所下滑，我们认为主要系受到24年春节较晚导致备货节奏变化所致(23年1月22日为正月初一，24年2月10日为正月初一)，因此期待24年一季度营收表现复苏。此外虽然23Q4利润表同比仍然有所降低，但是降幅较23年前三个季度均有所收窄(23Q1-Q4归母净利率同比降幅分别为1.19/4.86/2.87/1.11pct)，体现出利润压力逐步趋缓趋势。因此考虑到23年整体利润率的低基数，以及未来上游成本压力减少，期待24年利润率的修复。**
- 盈利预测与投资建议。**参照公司业绩快报，我们更新盈利预测，并预计2023-2025年公司营业收入分别为68.10/75.12/82.22亿元，归母净利润分别为8.02/10.36/12.04亿元，对应EPS分别1.58/2.04/2.38元/股。结合A股可比公司估值，给予公司20-25倍的PE(2024E)估值区间，对应合理价值区间为40.80-51.00元，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。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5985	6883	6810	7512	8222
(+/-)YoY(%)	13.2%	15.0%	-1.1%	10.3%	9.5%
净利润(百万元)	929	976	802	1036	1204
(+/-)YoY(%)	15.3%	5.1%	-17.9%	29.3%	16.2%
全面摊薄EPS(元)	1.83	1.93	1.58	2.04	2.38
毛利率(%)	32.0%	32.0%	29.0%	31.1%	32.0%
净资产收益率(%)	19.4%	18.5%	13.2%	14.6%	14.5%

 资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明
 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 (2024 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2024E)
好想你	002582	5.97	69.66
来伊份	603777	11.02	--
三只松鼠	300783	17.65	25.21
良品铺子	603719	15.42	14.87
甘源食品	002991	72.99	17.43
盐津铺子	002847	67.50	19.66
平均 PE (倍, 2024E) (剔除无数据的来伊份和 估值过高的好想你)			19.29

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 按 2024 年 02 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	6883	6810	7512	8222
每股收益	1.93	1.58	2.04	2.38	营业成本	4683	4837	5175	5588
每股净资产	10.39	11.97	14.02	16.39	毛利率%	32.0%	29.0%	31.1%	32.0%
每股经营现金流	3.02	1.84	2.11	2.42	营业税金及附加	58	61	68	74
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	701	681	751	822
P/E	17.35	21.12	16.34	14.06	营业费用率%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
P/B	3.21	2.79	2.38	2.04	管理费用	342	340	361	395
P/S	2.46	2.49	2.25	2.06	管理费用率%	5.0%	5.0%	4.8%	4.8%
EV/EBITDA	19.59	16.44	12.26	9.94	EBIT	1046	836	1098	1277
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-12	-45	-62	-79
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	-1.0%
毛利率	32.0%	29.0%	31.1%	32.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	14.2%	11.8%	13.8%	14.6%	投资收益	54	34	38	41
净资产收益率	18.5%	13.2%	14.6%	14.5%	营业利润	1121	925	1209	1409
资产回报率	11.4%	8.7%	10.0%	10.3%	营业外收支	99	80	90	100
投资回报率	12.3%	9.1%	10.4%	10.6%	利润总额	1221	1005	1299	1509
盈利增长 (%)					EBITDA	1215	1009	1273	1454
营业收入增长率	15.0%	-1.1%	10.3%	9.5%	所得税	242	201	260	302
EBIT 增长率	10.7%	-20.1%	31.3%	16.4%	有效所得税率%	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	5.1%	-17.9%	29.3%	16.2%	少数股东损益	2	2	3	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	976	802	1036	1204
资产负债率	38.3%	33.8%	31.1%	28.5%					
流动比率	3.37	4.06	4.45	4.86	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.82	3.44	3.83	4.23	货币资金	3075	3670	4656	5817
现金比率	1.65	2.17	2.60	3.05	应收账款及应收票据	456	437	482	527
经营效率指标					存货	985	994	1063	1148
应收帐款周转天数	21.84	21.00	21.00	21.00	其它流动资产	1753	1760	1764	1769
存货周转天数	76.74	75.00	75.00	75.00	流动资产合计	6269	6861	7964	9261
总资产周转率	0.81	0.74	0.73	0.71	长期股权投资	163	163	163	163
固定资产周转率	5.07	4.99	5.48	5.97	固定资产	1359	1366	1372	1377
					在建工程	25	40	55	70
					无形资产	268	287	301	309
					非流动资产合计	2278	2320	2354	2383
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8547	9180	10319	11644
净利润	976	802	1036	1204	短期借款	230	0	0	0
少数股东损益	2	2	3	3	应付票据及应付账款	630	676	723	781
非现金支出	176	174	175	177	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-63	-108	-128	-141	其它流动负债	1001	1014	1066	1126
营运资金变动	441	63	-19	-18	流动负债合计	1861	1690	1789	1907
经营活动现金流	1532	932	1068	1225	长期借款	0	0	0	0
资产	-211	-135	-120	-105	其它长期负债	1415	1415	1415	1415
投资	412	0	0	0	非流动负债合计	1415	1415	1415	1415
其他	112	34	38	41	负债总计	3276	3105	3204	3322
投资活动现金流	313	-101	-82	-64	实收资本	507	507	507	507
债权募资	580	-230	0	0	归属于母公司所有者权益	5269	6070	7107	8311
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	3	5	7	10
其他	-1113	-6	0	0	负债和所有者权益合计	8547	9180	10319	11644
融资活动现金流	-533	-236	0	0					
现金净流量	1307	596	985	1161					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 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, 达利食品(退市), 盐津铺子, 千禾味业, 味知香, 千味央厨, 东鹏饮料, 佳禾食品, 珍酒李渡, 紫燕食品, 光明乳业, 妙可蓝多, 农夫山泉, 海融科技, 周黑鸭, 均瑶健康, 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, 华润啤酒, 中国旺旺, 迎驾贡酒, 新乳业

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。