

投资评级 **优于大市** 维持

22年平稳收官，23年一季度利润表现亮眼

股票数据

04月28日收盘价(元)	16.15
52周股价波动(元)	11.81-17.13
总股本/流通A股(百万股)	223/222
总市值/流通市值(百万元)	3606/3585

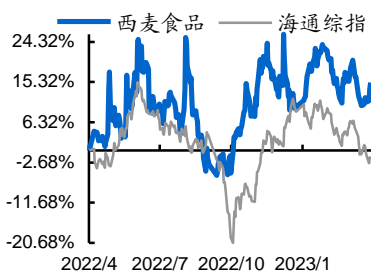
相关研究

《收入稳定成长，盈利阶段性有所承压》
2022.08.21

《营收持续稳健成长，市占率提升，复合燕麦片表现亮眼》2022.05.06

《单三季度收入净利润有所承压，继续看好燕麦行业长期空间》2021.11.02

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	9.2	3.5	15.4
相对涨幅(%)	8.5	4.5	19.0

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧著

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27日披露2022年年报，22年公司实现营业收入13.27亿元 (YOY=15.06%)，实现归母净利润1.09亿元 (YOY=4.33%)。此外公司23Q1公司实现营业收入3.87亿元，归母净利达到39.27百万元 (YOY=39.01%)。
- 22年业绩平稳收官，单四季度利润表现亮眼。** 2022年，公司稳健经营，规模与效益兼顾，在产品研发、生产制造、产品质量保障、渠道精耕等方面达到了行业领先水平。22年公司营业收入实现13.27亿元 (YOY=15.06%) 毛利率同比下降3.59pct至43.11%，毛利额同比增加6.21%。此外公司期间费用率同比下降2.69pct (其中公司销售费用率同比下降1.92pct，管理费用率同比下降0.03pct)，但由于其他收入与收益同比增加3.85亿元，因此最终归母净利润同比上升4.33%至1.09亿元，对应归母净利润率同比下降0.84pct至8.20%。
- 22Q4单独来看，公司实现主营业务收入3.64亿元 (YOY=9.86%)，实现毛利率42.05% (YOY=-4.00pct)。** 此外期间费用率同比下降14.33pct (其中销售费用率同比下降13.52pct，管理费用率同比下降0.13pct，最终2022Q4公司归母净利润率同比上升7.69pct，对应最终归母净利润为0.24亿元 (YOY=841.95%)。
- 23年一季度利润表现延续良好趋势。** 2023Q1单独来看，公司实现主营业务收入3.87亿元 (YOY=10.63%)，实现毛利率42.43% (YOY=-2.35pct)。此外期间费用率同比下降5.48pct (其中销售费用率同比下降4.39pct，管理费用率同比下降0.64pct，最终2023Q1公司归母净利润率同比上升2.07pct，对应最终归母净利润为39.27百万元 (YOY=39.01%)。
- 纯麦稳健成长，复合燕麦展现高成长性。** 公司聚焦核心品项研发，纯燕、有机等明星产品持续稳步增长，在燕麦+系列、麸皮等产品创新取得有效成果。公司重点打造两大业务板块，热食冲调燕麦和冷食燕麦。针对前者将继续稳固和提升行业领先地位，后者则要发挥西麦的品牌优势，创新发展冷食燕麦。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1154	1327	1544	1795	2076
(+/-)YoY(%)	12.6%	15.1%	16.3%	16.3%	15.7%
净利润(百万元)	104	109	142	181	233
(+/-)YoY(%)	-21.1%	4.3%	30.5%	27.8%	28.5%
全面摊薄EPS(元)	0.47	0.49	0.64	0.81	1.04
毛利率(%)	46.7%	43.1%	43.9%	44.8%	45.9%
净资产收益率(%)	7.7%	7.7%	9.2%	10.5%	11.9%

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

(1) 公司 22 年纯燕麦片产品实现全年营收 6.20 亿元 (YOY=8.20%)，实现毛利率 44.44%，同比下降 2.68pct。公司围绕“全产业链”，开展国产燕麦品种研究，挖掘西麦燕麦的独特性优势，避免同质化，保持市场竞争力。

(2) 公司紧紧把握“大健康”趋势，在营养与口感上下功夫，重新升级复合燕麦片产品，22 年复合燕麦片产品实现全年营收 4.94 亿元 (YOY=34.60%)，实现毛利率 45.73%，同比下降 2.94pct。

(3) 公司 22 年继续升级优化冷食燕麦产品，实现全年营收 0.98 亿元 (YOY=-27.41%)，实现毛利率 44.77%，同比下降 2.50pct。

重视线上渠道，直营模式实现快速增长。公司高度重视线上渠道的管理和运营，持续加强对新产品上市的支持和推广，优化产品结构，打造符合线上渠道特点和消费习惯的产品矩阵，充分利用线上多种主流电商平台，现已覆盖天猫、京东、拼多多等 B2C 平台，京东京喜通、阿里零售通等 B2B 平台，实现线上线下产品相互区隔，更好的为消费者提供丰富的产品和优质的服务。

公司通过持续夯实和扩大线下渠道优势，采用直营和经销相结合的营销模式，面向全国市场形成了多层级、广覆盖、高效率的立体营销网络体系。此外公司积极拥抱新渠道变革，构建线下全品项、全渠道、立体营销网络。聚焦重点区域，夯实优势区域市场地位，聚焦单店提升及渠道精耕，优化市场布局。2022 年直营模式/经销模式营收分别为 4.93/8.12 亿元，分别同比增长 40.02%/3.49%。

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 15.44/17.95/20.76 亿元，归母净利润分别为 1.42/1.81/2.33 亿元，对应 EPS 分别为 0.64/0.81/1.04 元/股。结合可比公司估值，给予公司 2023 年 25-30 倍的 PE 估值，对应合理价值区间为 16.00-19.20 元/股，继续给予“优于大市”评级。

风险提示。(1) 食品安全风险，(2) 市场竞争加剧，(3) 新产品、新渠道拓展不及预期。

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)
来伊份	603777	16.49	--
三只松鼠	300783	21.27	29.85
良品铺子	603719	33.50	30.06
盐津铺子	002847	126.39	34.07
洽洽食品	002557	43.30	19.98
平均 PE (倍, 2023E)			28.46

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注: 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	1327	1544	1795	2076
每股收益	0.49	0.64	0.81	1.04	营业成本	755	866	991	1122
每股净资产	6.31	6.94	7.76	8.80	毛利率%	43.1%	43.9%	44.8%	45.9%
每股经营现金流	0.86	0.76	0.96	1.19	营业税金及附加	13	15	18	21
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	394	432	503	581
P/E	33.15	25.40	19.88	15.47	营业费用率%	29.7%	28.0%	28.0%	28.0%
P/B	2.56	2.33	2.08	1.84	管理费用	81	77	90	104
P/S	2.72	2.34	2.01	1.74	管理费用率%	6.1%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	27.64	17.10	13.08	9.62	EBIT	78	146	186	240
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-10	-4	-7	-10
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	43.1%	43.9%	44.8%	45.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	8.2%	9.2%	10.1%	11.2%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	7.7%	9.2%	10.5%	11.9%	营业利润	123	160	204	262
资产回报率	5.7%	7.1%	8.1%	9.2%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	4.5%	8.4%	9.6%	10.9%	利润总额	123	160	204	262
盈利增长 (%)					EBITDA	110	169	209	263
营业收入增长率	15.1%	16.3%	16.3%	15.7%	所得税	14	18	22	29
EBIT 增长率	-10.5%	87.7%	27.3%	28.8%	有效所得税率%	11.4%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润增长率	4.3%	30.5%	27.8%	28.5%	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	109	142	181	233
资产负债率	26.7%	22.2%	22.5%	22.4%					
流动比率	2.92	3.48	3.46	3.53	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.55	2.96	2.94	3.01	货币资金	412	391	545	751
现金比率	0.82	0.91	1.11	1.35	应收账款及应收票据	80	93	108	125
经营效率指标					存货	154	190	217	246
应收帐款周转天数	21.27	21.00	21.00	21.00	其它流动资产	817	824	833	842
存货周转天数	74.39	80.00	80.00	80.00	流动资产合计	1463	1497	1703	1964
总资产周转率	0.69	0.77	0.80	0.82	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.98	4.25	4.56	4.90	固定资产	334	364	394	424
					在建工程	77	82	87	92
					无形资产	28	30	32	34
					非流动资产合计	458	496	533	569
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1921	1993	2236	2533
净利润	109	142	181	233	短期借款	128	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	237	268	307	347
非现金支出	33	23	23	23	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-22	2	0	0	其它流动负债	136	162	185	209
营运资金变动	73	2	10	10	流动负债合计	500	430	492	556
经营活动现金流	192	169	214	266	长期借款	0	0	0	0
资产	-106	-60	-60	-60	其它长期负债	12	12	12	12
投资	61	0	0	0	非流动负债合计	12	12	12	12
其他	0	0	0	0	负债总计	513	443	504	568
投资活动现金流	-45	-60	-60	-60	实收资本	223	223	223	223
债权募资	128	-128	0	0	归属于母公司所有者权益	1408	1550	1732	1965
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-169	-2	0	0	负债和所有者权益合计	1921	1993	2236	2533
融资活动现金流	-41	-130	0	0					
现金净流量	115	-21	154	206					

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。