

投资评级 优于大市 维持

Q1 营收、归母净利润稳健增长，龙头地位稳固

股票数据

04月30日收盘价(元)	169.50
52周股价波动(元)	105.00-219.58
总股本/流通A股(百万股)	3240/3240
总市值/流通市值(百万元)	549255/549255

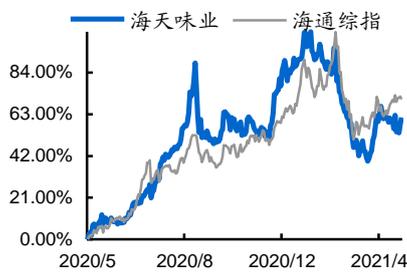
相关研究

《20年超额完成目标规划，盈利提升明显》
2021.04.04

《Q3营收同增17.73%，逆势增长彰显龙头优势》
2020.11.02

《Q2营收增速环比加快，彰显龙头强大调整能力》
2020.09.15

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.6	-1.9	-15.0
相对涨幅(%)	7.0	2.1	-10.2

资料来源：海通证券研究所

分析师: 闻宏伟
Tel: (010)58067941
Email: whw9587@htsec.com
证书: S0850514030001

分析师: 颜慧菁
Email: yhj12866@htsec.com
证书: S0850520020001

分析师: 程碧升
Tel: (021)23154171
Email: cbs10969@htsec.com
证书: S0850520100001

分析师: 张宇轩
Tel: (021)23154172
Email: zyx11631@htsec.com
证书: S0850520050001

投资要点:

- 21Q1 收入、归母净利润表现良好。**2021Q1 营收 71.58 亿元，同增 21.65%，归母净利润 19.53 亿元，同增 21.13%，扣非后归母净利润 18.95 亿元，同增 20.58%。我们认为一季报收入、业绩均保持较高增长，主要系同期基数较低，且餐饮渠道逐渐恢复所致。合同负债 24.75 亿元，同减 1.55%。经营性现金流量净额 -1.23 亿元，同减 129.68%，主要系采购支出增加所致。
- 内部挖潜消化成本端压力。**2021Q1 毛利率 40.94%，同减 4.88pct，销售费用率 5.7%，同减 4.92pct，我们预计主要系新收入准则将运费调整至营业成本、促销费冲减营业收入所致，毛销差 35.24%，同增 0.04pct。管理费用率 4.07%，同增 0.53pct。财务费用率 -1.58%，同减 0.03pct。净利率 27.32%，同减 0.11pct。我们预计 2021 年公司将面临一定成本压力，特别是大豆、石油等大宗商品价格出现较大幅度上涨，公司将通过加大内部挖潜、加快市场发展、优化产品结构、加快新业务发展等措施，进行降本增效。提价上，因餐饮行业尚未恢复到疫情前水平，我们认为 2021 年尚不具备提价条件。
- 陆续推出新产品。**分产品看，酱油营收 40.98 亿元，同增 17.62%，调味酱 8.83 亿元，同增 20.80%，蚝油营收 11.69 亿元，同增 21.30%。公司在坚持优先做好酱油、蚝油、发酵酱三大核心品类发展的同时，加快新业务、新渠道、新品类的拓展，推出了食用油、火锅底料，裸酱油、快捷复合调味品等产品。
- 渠道持续加密。**线下营收 67.53 亿元，同增 22.46%，线上营收 9.70 亿元，同增 22.70%。分区域看，东部、南部、中部、北部、西部营收/增速分别为 13.03 亿元/13.54%、11.44 亿元/14.67%、16.33 亿元/29.23%、18.79 亿元/31.95%、8.89 亿元/17.14%。经销商数量较 2020 年末净增加 284 家至 7335 家。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 2.34/2.69/3.10 元，相关可比公司 2021 年 PE 在 37-80 倍。考虑到公司作为行业绝对龙头，品牌、渠道、产品力都极其优秀，且在不断加强，给予公司 2021 年 70-75 倍 PE，对应合理价值区间 163.8-175.5 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**餐饮行业景气下滑；原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19797	22792	26551	30852	35774
(+/-)YoY(%)	16.2%	15.1%	16.5%	16.2%	16.0%
净利润(百万元)	5353	6403	7577	8705	10056
(+/-)YoY(%)	22.6%	19.6%	18.3%	14.9%	15.5%
全面摊薄 EPS(元)	1.65	1.98	2.34	2.69	3.10
毛利率(%)	45.4%	42.2%	41.7%	41.3%	41.0%
净资产收益率(%)	32.3%	31.9%	27.4%	23.9%	21.7%

资料来源：公司年报（2019-2020），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

表 1 可比公司估值对比（2021.04.30）

公司名称	股票代码	股价（元/股）	每股收益（元/股）		市盈率（X）	
			2021E	2022E	2021E	2022E
603027.SH	千禾味业	32.90	0.41	0.56	80.24	80.24
600872.SH	中炬高新	46.68	1.25	1.52	37.34	30.71
603317.SH	天味食品	44.00	0.71	0.92	61.97	47.83
603755.SH	日辰股份	52.45	1.13	1.50	46.42	34.97

资料来源：可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	22792	26551	30852	35774
每股收益	1.98	2.34	2.69	3.10	营业成本	13181	15490	18096	21114
每股净资产	6.19	8.53	11.22	14.32	毛利率%	42.2%	41.7%	41.3%	41.0%
每股经营现金流	2.14	2.87	3.14	3.68	营业税金及附加	211	259	294	345
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	1366	1460	1743	2039
P/E	83.72	70.74	61.58	53.30	营业费用率%	6.0%	5.5%	5.7%	5.7%
P/B	26.71	19.39	14.75	11.55	管理费用	361	398	447	519
P/S	23.52	20.19	17.37	14.98	管理费用率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
EV/EBITDA	83.99	56.49	48.16	41.49	EBIT	6961	8226	9439	10791
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-392	-555	-657	-865
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.7%	-2.1%	-2.1%	-2.4%
毛利率	42.2%	41.7%	41.3%	41.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	28.1%	28.5%	28.2%	28.1%	投资收益	36	106	123	143
净资产收益率	31.9%	27.4%	23.9%	21.7%	营业利润	7644	9035	10385	11994
资产回报率	21.7%	19.5%	17.7%	16.4%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	28.8%	24.9%	21.7%	19.5%	利润总额	7642	9035	10385	11994
盈利增长 (%)					EBITDA	7536	8586	9874	11189
营业收入增长率	15.1%	16.5%	16.2%	16.0%	所得税	1233	1452	1673	1930
EBIT 增长率	21.0%	18.2%	14.7%	14.3%	有效所得税率%	16.1%	16.1%	16.1%	16.1%
净利润增长率	19.6%	18.3%	14.9%	15.5%	少数股东损益	6	6	8	8
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	6403	7577	8705	10056
资产负债率	31.7%	28.7%	25.9%	24.2%	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
流动比率	2.67	3.06	3.47	3.78	货币资金	16958	25603	35083	46371
速动比率	2.43	2.82	3.24	3.54	应收账款及应收票据	41	26	43	42
现金比率	1.87	2.35	2.82	3.19	存货	2100	2527	2917	3424
经营效率指标					其它流动资产	5101	5163	5144	5175
应收帐款周转天数	0.66	0.35	0.51	0.43	流动资产合计	24200	33319	43188	55013
存货周转天数	58.15	59.54	58.84	59.19	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.77	0.68	0.63	0.58	固定资产	3914	3998	4273	4453
固定资产周转率	5.82	6.64	7.22	8.03	在建工程	369	427	394	406
					无形资产	385	530	658	832
					非流动资产合计	5333	5620	5989	6355
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	29534	38940	49177	61367
净利润	6403	7577	8705	10056	短期借款	93	0	0	0
少数股东损益	6	6	8	8	应付票据及应付账款	1415	1762	2001	2368
非现金支出	577	360	436	398	预收账款	0	2748	1597	2777
非经营收益	-786	-101	-117	-136	其它流动负债	7573	6393	8832	9410
营运资金变动	751	1442	1137	1589	流动负债合计	9080	10903	12429	14555
经营活动现金流	6950	9284	10167	11915	长期借款	0	0	0	0
资产	-905	-652	-811	-770	其它长期负债	287	287	287	287
投资	-1552	0	0	0	非流动负债合计	287	287	287	287
其他	538	106	123	143	负债总计	9368	11191	12716	14842
投资活动现金流	-1920	-546	-687	-627	实收资本	3240	3240	3240	3240
债权募资	107	-93	0	0	归属于母公司所有者权益	20068	27646	36350	46406
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	98	103	111	119
其他	-3056	0	0	0	负债和所有者权益合计	29534	38940	49177	61367
融资活动现金流	-2949	-93	0	0					
现金净流量	2082	8646	9480	11288					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 30 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业
 颜慧菁 食品饮料行业
 程碧升 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： 贵州茅台, 洋河股份, 品渥食品, 巴比食品, 盐津铺子, 千禾味业, 中国茶叶, 东鹏饮料, 光明乳业, 双汇发展, 农夫山泉, 金龙鱼, 周黑鸭, 均瑶健康, 李子园, 汤臣倍健, 安琪酵母, 中炬高新, 新乳业, 益海嘉里, 海天味业, 今世缘, 水井坊, 绝味食品, 香飘飘, 西麦食品, 洽洽食品, 日辰股份, 天味食品, 桃李面包

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; 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。	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。
	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。