投资评级 优于大市 维持

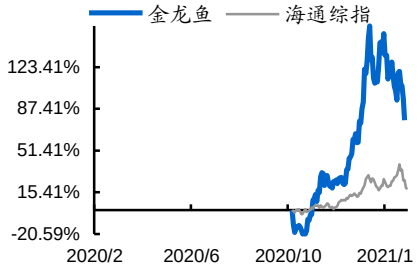
股票数据

02 月 25 日收盘价(元)	90.90
52 周股价波动（元）	39.51-145.62
总股本/流通 A 股（百万股）	5422/357
总市值/流通市值（百万元）	492823/32428

相关研究

《Q3 归母净利润同增 10.04%，小包装产品销售良好》2020.11.23

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-35.7	2.4	34.3
相对涨幅（%）	-32.9	-6.1	22.9

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

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

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

20Q4 营收同增 20.91%，套保损失影响短期业绩

投资要点:

- **20 年营收同增 14.2%，归母净利润同增 11.0%。**根据公司业绩快报，2020 年公司营收 1949.22 亿元，同增 14.2%，利润总额 89.46 亿元，同增 28.6%，归母净利 60.01 亿元，同增 11.0%。归母净利润增幅比利润总额低，主要系：1、公司 2020 年实际所得税率较高，主要由于不同子公司的税率差异，部分高税率公司盈利较好，部分低税率公司亏损；2、2020 年部分合资公司利润较好，归属于少数股东的损益有所增加。

- **Q4 营收同增 20.91%，归母净利润同降 52.52%。**单季度看，Q4 营收 549.28 亿元，同增长 20.91%，归母净利润 9.11 亿元，同降 52.52%。Q4 业绩下降明显，部分原因是原材料价格上涨，公司基于套期保值的衍生品截至年末按市值计价的损失影响，该业务下的业绩在期后随着销售能够逐步转回。

- **餐饮受损，家庭需求良好。**全年维度看，公司收入端增长较快，主要系：1、2019 年上半年受到非洲猪瘟的影响，饲料原料的销售下降，2020 年非洲猪瘟的影响基本已经消除，饲料原料销售已恢复正常；2、公司主要产品油、米、面是民生产品，整体受疫情影响不大；且疫情期间家庭消费的小包装产品销量有所增长，利润率相对较高，并对小包装油进行了提价，覆盖了餐饮销量下滑的影响。

- **调味品业务值得期待。**目前公司在小包装油领域市占率较高，未来将持续推广现有的高端产品及推出更多优质新产品，持续进行产品结构升级。在米、面产品方面，公司市场占有率较小，未来空间较大，公司也在积极扩建产能。另外，公司最近开始布局酱油、醋等调味品，比如与知名品牌九庄公司合作生产酱油，另外还推出了“梁汾”品牌山西陈醋。我们认为公司在品牌、渠道方面拥有强大的竞争优势，调味品业务值得期待。

- **盈利预测于估值。**我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.11/1.52/1.68 元，相关可比公司 2021 年 PE 在 14-76 倍，给予 2021 年 50-60 倍 PE，对应合理价值区间 76-91.2 元，给予“优于大市”评级。

- **风险提示。**原材料价格上涨，扩产进度不及预期，终端需求不景气等。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167074	170743	194922	216949	241483
(+/-)YoY(%)	10.8%	2.2%	14.2%	11.3%	11.3%
净利润(百万元)	5128	5408	6001	8256	9132
(+/-)YoY(%)	2.5%	5.5%	11.0%	37.6%	10.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.95	1.00	1.11	1.52	1.68
毛利率(%)	10.2%	11.4%	11.4%	11.5%	11.6%
净资产收益率(%)	8.7%	8.3%	7.1%	8.9%	8.9%

资料来源：公司年报（2018-2019），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

我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.11/1.52/1.68 元，相关可比公司 2021 年 PE 在 14-76 倍，给予 2021 年 50-60 倍 PE，对应合理价值区间 76-91.2 元，给予“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值对比（2021.02.25）

公司名称	股票代码	股价（元/股）	每股收益（元/股）			市盈率（X）		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
海天味业	603288.SH	175.68	1.98	1.96	2.32	88.73	89.63	75.72
中炬高新	600872.SH	53.25	0.90	1.09	1.36	59.17	48.85	39.15
克明面业	002661.SZ	16.27	0.63	0.99	1.13	25.83	16.43	14.40
双汇发展	000895.SZ	47.25	1.64	1.89	2.16	28.81	25.00	21.88

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	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标（元）				
每股收益	1.00	1.11	1.52	1.68
每股净资产	11.95	15.63	17.15	18.84
每股经营现金流	2.50	0.57	1.89	1.43
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估（倍）				
P/E	91.13	82.13	59.70	53.97
P/B	7.61	5.82	5.30	4.83
P/S	2.60	2.53	2.27	2.04
EV/EBITDA	1.34	48.99	44.26	40.18
股息率%	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**	**0.0%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	11.4%	11.4%	11.5%	11.6%
净利润率	3.2%	3.1%	3.8%	3.8%
净资产收益率	8.3%	7.1%	8.9%	8.9%
资产回报率	3.2%	3.3%	3.9%	3.9%
投资回报率	4.5%	4.3%	4.6%	4.5%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	2.2%	14.2%	11.3%	11.3%
EBIT 增长率	19.4%	17.9%	12.6%	15.6%
净利润增长率	5.5%	11.0%	37.6%	10.6%
偿债能力指标				
资产负债率	59.9%	51.8%	53.6%	54.8%
流动比率	1.18	1.29	1.19	1.14
速动比率	0.80	0.80	0.75	0.71
现金比率	0.65	0.64	0.60	0.57
经营效率指标				
应收帐款周转天数	13.23	12.23	12.73	12.48
存货周转天数	83.36	86.80	85.08	85.94
总资产周转率	1.00	1.06	1.03	1.02
固定资产周转率	6.99	7.11	7.14	7.24

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**170743**	**194922**	**216949**	**241483**
营业成本	151276	172785	192046	213492
毛利率%	11.4%	11.4%	11.5%	11.6%
营业税金及附加	410	485	530	595
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	8025	8782	10132	11079
营业费用率%	4.7%	4.5%	4.7%	4.6%
管理费用	2574	2924	3037	3381
管理费用率%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
EBIT	8275	9754	10981	12694
财务费用	554	-737	-513	-507
财务费用率%	0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-2102	-528	-642	-735
投资收益	1013	-780	434	483
营业利润	**7069**	**9067**	**11560**	**13258**
营业外收支	-111	-126	-150	-160
利润总额	**6958**	**8941**	**11410**	**13098**
EBITDA	10671	12239	13709	15301
所得税	1394	2586	2793	3497
有效所得税率%	20.0%	28.9%	24.5%	26.7%
少数股东损益	156	354	361	469
归属母公司所有者净利润	**5408**	**6001**	**8256**	**9132**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5408	6001	8256	9132
少数股东损益	156	354	361	469
非现金支出	4531	3013	3370	3342
非经营收益	-579	1626	470	580
营运资金变动	4012	-7903	-2213	-5747
经营活动现金流	**13528**	**3092**	**10243**	**7775**
资产	-7101	-13559	-17201	-15407
投资	1327	0	0	0
其他	4316	-780	434	483
投资活动现金流	**-1458**	**-14339**	**-16767**	**-14924**
债权募资	97043	-8128	13854	15378
股权募资	106	542	0	0
其他	-110855	12698	-722	-869
融资活动现金流	**-13706**	**5112**	**13132**	**14510**
现金净流量	**-1620**	**-6136**	**6608**	**7360**

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	64612	58476	65085	72445
应收账款及应收票据	6188	6534	7567	8259
存货	34551	41090	44766	50268
其它流动资产	10668	12518	12451	13493
流动资产合计	116019	118618	129870	144465
长期股权投资	2347	2347	2347	2347
固定资产	24439	27411	30370	33335
在建工程	4497	6117	7956	9685
无形资产	12603	18904	28356	36233
非流动资产合计	54666	65559	79809	92380
资产总计	**170685**	**184177**	**209678**	**236845**
短期借款	73442	65314	79168	94547
应付票据及应付账款	9993	11544	12758	14223
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	15226	15007	16823	17546
流动负债合计	98661	91865	108750	126316
长期借款	2393	2393	2393	2393
其它长期负债	1155	1155	1155	1155
非流动负债合计	3549	3549	3549	3549
负债总计	**102210**	**95414**	**112298**	**129864**
实收资本	4879	5422	5422	5422
归属于母公司所有者权益	64799	84734	92989	102121
少数股东权益	3676	4030	4391	4860
负债和所有者权益合计	**170685**	**184177**	**209678**	**236845**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 25 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2019），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
程碧升　　食品饮料行业
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：　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,金龙鱼,农夫山泉,均瑶健康,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,绝味食品,香飘飘,西麦食品,洽洽食品,日辰股份,天味食品,青岛啤酒,桃李面包,中国飞鹤,皇氏集团

投资评级说明

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。	类　别	评　级	说　明
	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范围包括证券投资咨询业务。