

投资评级 优于大市 维持

疫情拖累 2020 年表现, 21Q1 营收同增 51.53%

股票数据

04 月 30 日收盘价(元)	62.45
52 周股价波动(元)	53.01-92.30
总股本/流通 A 股(百万股)	99/34
总市值/流通市值(百万元)	6158/2136

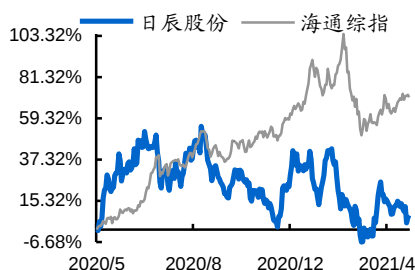
相关研究

《Q3 营收同降 2.03%, 商超渠道营收同增 162.02%》2020.10.30

《Q2 营收降幅有所收窄, 商超渠道实现较高增长》2020.09.14

《定制化复合调味品龙头, 餐饮渠道高增长》2020.07.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.1	3.3	-24.8
相对涨幅(%)	-14.7	7.3	-20.0

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:

- **疫情拖累 2020 年表现。**2020 年公司营收 2.63 亿元, 同减 7.83%, 归母净利润 0.81 亿元, 同减 4.72%, 扣非后归母净利润 0.77 亿元, 同减 6.47%。2020Q4 公司营收 0.79 亿元, 同减 5.8%, 归母净利润 0.22 亿元, 同减 26.70%, 扣非后归母净利润 0.19 亿元, 同减 28.58%。公司业务以 B 端为主, 2020 年受疫情冲击较大, 我们认为随着疫情影响逐渐消除, 公司营收有望逐渐恢复增长, 其中 2021Q1 公司营收 0.70 亿元, 同增 51.53%。
- **2020 年净利率 1.01pct。**2020 年毛利率 46.87%, 同减 3.35pct, 销售费用率 4.95%, 同减 1.64pct, 毛销差 41.92%, 同减 1.71pct。管理费用率 11.72%, 同增 0.92pct。财务费用率 -4.85%, 同减 2.94pct, 主要系存款利息收入增加。净利率 30.86%, 同增 1.01pct。
- **2020 年商超客户营收同增 109.53%。**分产品看, 2020 年酱汁类调味料营收 1.94 亿元, 同减 7.6%, 粉体类调味料营收 0.64 亿元, 同减 4.75%。分渠道看, 餐饮客户营收 1.01 亿元, 同减 15.85%, 食品加工客户营收 1.17 亿元, 同减 11.13%, 商超客户营收 0.23 亿元, 同增 109.53%, 经销商渠道营收 0.17 亿元, 同减 4.46%, 经销商数量为 151 家, 较上年同期增加 27 家。
- **完善销售及研发队伍。**2020 年公司加大了客户开发力度, 还积极加强了内部基础管理, 补充完善销售及研发等团队, 聘请专业机构对薪酬体系及绩效进行调整优化, 引入 SAP 数字化管理系统, 设立上海运营中心, 销售人员净增 28 人至 74 人。
- **行业发展空间较大。**公司旨在为食品加工企业、连锁餐饮企业提供专业的调味解决方案, 下游客户集中度较高, 2020 年前五大客户贡献收入 1.07 亿元, 占比高达 40.65%。同时新的饮食业态如餐饮外卖、预制菜、各种速食、冷冻品、调理品的陆续出现并快速发展, 这类业务的经营企业都会对定制化的复合调味品有直接需求, 也是公司未来的潜在客户群体。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 21-23 年 EPS 分别为 1.02/1.40/1.89 元, 相关可比公司 2021 年 PE 在 62-80 倍, 考虑到行业高景气, 且公司业绩有望继续保持高速增长, 给予 2021 年 70-80 倍 PE, 对应合理价值区间 71.4-81.6 元, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**上游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)	286	263	379	510	689
(+/-)YoY(%)	20.3%	-7.8%	43.9%	34.6%	35.2%
净利润(百万元)	85	81	101	138	187
(+/-)YoY(%)	22.2%	-4.7%	24.4%	36.7%	35.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.86	0.82	1.02	1.40	1.89
毛利率(%)	50.2%	46.9%	46.7%	46.8%	46.9%
净资产收益率(%)	14.7%	13.3%	14.2%	16.3%	18.0%

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（2020.04.30）

公司名称	股票代码	股价(元/股)	每股收益(元/股)			市盈率(X)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
天味食品	603317.SH	44.00	0.58	0.71	0.92	75.86	61.97	47.83
海天味业	603288.SH	169.50	1.98	2.34	2.77	85.61	72.44	61.19
千禾味业	603027.SH	32.90	0.31	0.41	0.56	106.13	80.24	58.75

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	263	379	510	689
每股收益	0.82	1.02	1.40	1.89	营业成本	140	202	271	366
每股净资产	6.18	7.20	8.60	10.50	毛利率%	46.9%	46.7%	46.8%	46.9%
每股经营现金流	0.70	0.98	1.30	1.77	营业税金及附加	3	4	5	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	13	19	25	34
P/E	75.80	60.93	44.56	32.98	营业费用率%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
P/B	10.11	8.67	7.26	5.95	管理费用	21	28	38	52
P/S	23.39	16.26	12.08	8.94	管理费用率%	8.1%	7.5%	7.5%	7.5%
EV/EBITDA	92.82	51.92	38.52	28.07	EBIT	77	112	152	206
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-13	-2	-3	-5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-4.8%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
毛利率	46.9%	46.7%	46.8%	46.9%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	30.9%	26.7%	27.1%	27.1%	投资收益	3	2	4	4
净资产收益率	13.3%	14.2%	16.3%	18.0%	营业利润	93	118	161	218
资产回报率	11.4%	12.2%	13.8%	15.3%	营业外收支	1	0	0	0
投资回报率	10.1%	12.8%	14.6%	16.4%	利润总额	94	118	161	218
盈利增长 (%)					EBITDA	83	117	156	210
营业收入增长率	-7.8%	43.9%	34.6%	35.2%	所得税	13	17	23	31
EBIT 增长率	-15.7%	46.5%	35.1%	35.5%	有效所得税率%	13.9%	14.2%	14.1%	14.1%
净利润增长率	-4.7%	24.4%	36.7%	35.1%	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	81	101	138	187
资产负债率	14.4%	14.6%	15.1%	15.2%					
流动比率	9.94	8.45	6.94	6.41	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	9.47	7.98	6.48	5.94	货币资金	92	138	193	307
现金比率	1.61	1.83	1.83	2.20	应收账款及应收票据	50	67	94	124
经营效率指标					存货	24	34	46	62
应收账款周转天数	69.76	64.35	67.06	65.70	其它流动资产	398	398	399	400
存货周转天数	63.77	60.76	62.26	61.51	流动资产合计	564	636	732	893
总资产周转率	0.37	0.46	0.51	0.56	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	5.37	7.51	9.73	12.74	固定资产	49	50	52	54
					在建工程	93	140	210	268
					无形资产	3	3	3	3
					非流动资产合计	147	195	267	327
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	711	831	999	1220
净利润	81	101	138	187	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	43	54	78	102
非现金支出	6	4	4	4	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-15	-2	-4	-4	其它流动负债	14	21	27	37
营运资金变动	-4	-7	-11	-13	流动负债合计	57	75	105	139
经营活动现金流	69	97	128	174	长期借款	45	45	45	45
资产	-102	-53	-76	-65	其它长期负债	1	1	1	1
投资	-20	0	0	0	非流动负债合计	46	46	46	46
其他	15	2	4	4	负债总计	103	121	151	185
投资活动现金流	-107	-51	-73	-60	实收资本	99	99	99	99
债权募资	45	0	0	0	归属于母公司所有者权益	609	710	848	1035
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-54	0	0	0	负债和所有者权益合计	711	831	999	1220
融资活动现金流	-9	0	0	0					
现金净流量	-47	46	55	114					

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
程碧升 食品饮料行业
顾慧菁 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,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

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经营范围包括证券投资咨询业务。