

复合调味料龙头，不断渗透亟待爆发

——日辰股份点评报告

✍ 分析师: 邱冠华 S1230520010003
☎ 联系人: 余剑秋
✉ 邮箱: yujianqiu@stocke.com.cn

报告导读

复合调味料龙头，2B 端深度绑定呷哺、味千拉面等连锁餐饮巨头，2C 端受益年轻家庭标准化餐饮调味方案的渗透，在新客户（连锁餐饮转型升级加剧复合调味料需求）+新产品（以研发优势保障新品迭代）+新渠道（电商等）加持下，有望实现稳定高增长。

投资要点

□ 对日出口转型的复合调味料龙头，聚焦国内餐饮连锁再出发

公司主营酱汁类调味料（收入占比约7成）、粉体类调味料（收入占比2-3成）和食品添加剂（收入占比不足一成）三大业务。1) 01-07年：起步于对日食品出口。2001年由日本食品服务株式会社出资设立，主要为对日出口鸡肉调理品的加工企业提供调味料。2) 08-12年：发展战略转向国内+自创品牌。凭借多年对日出口服务积累的技术研发、食品安全优势，逐步确定国内市场战略重心的地位，并自创“味之物语”品牌。3) 13年-至今：聚焦国内餐饮，业务多元化发展。面向国内食品加工企业、餐饮连锁企业拓展个性化调味料定制服务，年产量突破1.5万吨，其中餐饮企业客户收入占比由17年的30%提升至19年的42%，开拓了呷哺呷哺、味千拉面、鱼酷等连锁餐饮客户，未来公司业绩增长点仍将集中国内市场的优质餐饮连锁客户。

□ 财务：创新升级带动规模稳步增长，盈利水平高位稳定并持续向好

量价齐升，盈利水平逐步提高。14-19年，收入由1.2亿元稳步增长至2.9亿元，复合增长为18%；归母净利润由2288万元高增长至8527万元，复合增长为30%。客户结构优化（如连锁餐饮企业价格敏感度低于食品加工企业）、以酱汁为代表的产品结构升级、以及期间费用管控严格等带动盈利能力显著提升，毛利率由46%升至50%，净利率由18%升至30%。

20Q1 受疫情影响业绩小幅波动，期待回升。20Q1 单季度实现收入4596万元（-16% YoY），归母净利润1474万元（+1% YoY）。一季度餐饮零售终端受疫情冲击较严重，但公司通过严控成本+节约费用等方式保证利润平稳过渡，随着餐饮流量逐渐恢复+家庭复合调味料需求持续提升，长期发展趋势仍向好。

□ 催化剂：餐饮连锁企业转型升级+家庭复合调味料渗透

2B 端：公司逐步从调味料供应商变为餐饮解决方案提供者。连锁餐饮已成为行业未来发展趋势，“中央厨房+门店”的经营模式为复合调味料企业，特别是具备研发能力、可以提供定制化调味料服务的企业创造了新的商业机会。此外便利店和外卖业务的增长，也使得公司作为2B服务龙头受益。

2C 端：家庭餐饮复合调味料渗透率提升。终端消费者，特别是一二线年轻消费群体对家庭复合调味料的需求持续增加。因此，直面终端消费者的零售商超、电商平台也逐渐成为重要销售渠道。

□ 盈利预测及估值

公司是国内复合调味料龙头之一，原先附着于食品加工企业提供调料食品出口日本，二十年复合料生产和研发经验。受益于下游餐饮连锁化趋势，公司在2B

评级

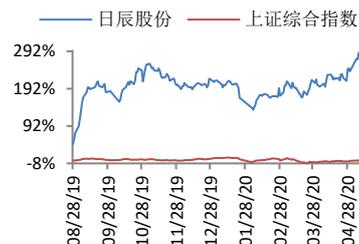
增持

上次评级 首次评级
当前价格 ¥62.11

单季度业绩

元/股

| | |
|---------|------|
| 1Q/2020 | 0.15 |
| 4Q/2019 | 0.30 |
| 3Q/2019 | 0.20 |
| 2Q/2019 | 0.29 |



公司简介

公司为国内最早的专业复合调味料生产商之一，主要生产酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂，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。

相关报告

报告撰写人: 邱冠华
数据支持人: 余剑秋

业务的深度和广度不断加强,典型的小公司大行业。同时,随着国内餐饮逐步恢复,预计短期公司业务将触底回升。预计 2020-2022 年公司 EPS 为 1.08、1.36、1.76 元/股,同比增长 25%、25%、30%,对应 PE 为 57 倍、46 倍和 35 倍,向上约 20% 涨幅,给予增持评级。

□ **风险提示:** 餐饮零售恢复进展不及预期的风险、原材料价格波动风险等。

财务摘要

| (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 285.65 | 345.89 | 427.78 | 553.35 |
| (+/-) | 20.27% | 21.09% | 23.68% | 29.35% |
| 净利润 | 85.27 | 106.82 | 133.87 | 173.80 |
| (+/-) | 22.15% | 25.26% | 25.32% | 29.83% |
| 每股收益(元) | 0.86 | 1.08 | 1.36 | 1.76 |
| P/E | 72 | 57 | 46 | 35 |

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|---------|--------|--------|---------|
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 581.07 | 700.82 | 849.15 | 1042.52 |
| 现金 | 510.68 | 615.17 | 744.77 | 909.35 |
| 交易性金融资产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款 | 46.12 | 57.39 | 69.74 | 88.98 |
| 其它应收款 | 0.39 | 0.44 | 0.56 | 0.73 |
| 预付账款 | 0.28 | 0.23 | 0.29 | 0.42 |
| 存货 | 22.50 | 26.56 | 32.65 | 41.95 |
| 其他 | 1.10 | 1.04 | 1.14 | 1.09 |
| 非流动资产 | 50.41 | 48.15 | 45.67 | 43.00 |
| 金额资产类 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 46.59 | 44.09 | 41.95 | 39.53 |
| 无形资产 | 3.18 | 2.99 | 2.75 | 2.58 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.65 | 1.07 | 0.96 | 0.89 |
| 资产总计 | 631.48 | 748.97 | 894.82 | 1085.53 |
| 流动负债 | 48.74 | 59.60 | 71.56 | 88.42 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付款项 | 32.73 | 39.13 | 48.75 | 61.82 |
| 预收账款 | 0.34 | 0.43 | 0.53 | 0.68 |
| 其他 | 15.67 | 20.04 | 22.28 | 25.92 |
| 非流动负债 | 0.79 | 0.59 | 0.61 | 0.66 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.79 | 0.59 | 0.61 | 0.66 |
| 负债合计 | 49.52 | 60.20 | 72.17 | 89.08 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司股东权 | 581.96 | 688.78 | 822.64 | 996.44 |
| 负债和股东权益 | 631.48 | 748.97 | 894.82 | 1085.53 |
| 现金流量表 | | | | |
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 82.40 | 96.53 | 120.25 | 152.83 |
| 净利润 | 85.27 | 106.82 | 133.87 | 173.80 |
| 折旧摊销 | 5.23 | 3.14 | 3.19 | 3.23 |
| 财务费用 | -5.45 | -8.42 | -10.17 | -12.38 |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | -2.17 | -1.06 | -1.48 | -3.57 |
| 其它 | -0.49 | -3.95 | -5.15 | -8.25 |
| 投资活动现金流 | -373.97 | -0.46 | -0.81 | -0.63 |
| 资本支出 | -0.48 | -0.43 | -0.83 | -0.58 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -373.49 | -0.03 | 0.01 | -0.05 |
| 筹资活动现金流 | 296.19 | 8.42 | 10.17 | 12.38 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 296.19 | 8.42 | 10.17 | 12.38 |
| 现金净增加额 | 4.62 | 104.49 | 129.61 | 164.58 |

| 利润表 | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 285.65 | 345.89 | 427.78 | 553.35 |
| 营业成本 | 142.20 | 168.49 | 207.27 | 265.87 |
| 营业税金及附加 | 2.82 | 4.58 | 5.36 | 6.58 |
| 营业费用 | 18.84 | 22.83 | 28.23 | 37.63 |
| 管理费用 | 21.24 | 24.90 | 29.94 | 37.63 |
| 研发费用 | 9.61 | 11.76 | 13.69 | 17.71 |
| 财务费用 | -5.45 | -8.42 | -10.17 | -12.38 |
| 资产减值损失 | 0.54 | 0.53 | 0.82 | 0.99 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营收益 | 0.77 | 0.37 | 0.46 | 0.53 |
| 营业利润 | 96.61 | 121.58 | 153.10 | 199.87 |
| 营业外收支 | 3.11 | 3.11 | 3.11 | 3.11 |
| 利润总额 | 99.72 | 124.69 | 156.21 | 202.98 |
| 所得税 | 14.45 | 17.88 | 22.34 | 29.18 |
| 净利润 | 85.27 | 106.82 | 133.87 | 173.80 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 85.27 | 106.82 | 133.87 | 173.80 |
| EBITDA | 97.29 | 119.39 | 149.20 | 193.80 |
| EPS (最新摊薄) | 0.86 | 1.08 | 1.36 | 1.76 |
| 主要财务比率 | | | | |
| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 20.27% | 21.09% | 23.68% | 29.35% |
| 营业利润 | 22.75% | 25.84% | 25.92% | 30.55% |
| 归属母公司净利润 | 22.15% | 25.26% | 25.32% | 29.83% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 50.22% | 51.29% | 51.55% | 51.95% |
| 净利率 | 29.85% | 30.88% | 31.29% | 31.41% |
| ROE | 21.84% | 16.81% | 17.71% | 19.11% |
| ROIC | 13.53% | 14.46% | 15.21% | 16.38% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 7.84% | 8.04% | 8.07% | 8.21% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 11.92 | 11.76 | 11.87 | 11.79 |
| 速动比率 | 11.46 | 11.31 | 11.41 | 11.32 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.50 | 0.52 | 0.56 |
| 应收帐款周转率 | 6.61 | 6.77 | 6.77 | 6.91 |
| 应付帐款周转率 | 4.64 | 4.69 | 4.72 | 4.81 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.86 | 1.08 | 1.36 | 1.76 |
| 每股经营现金 | 0.84 | 0.98 | 1.22 | 1.55 |
| 每股净资产 | 5.90 | 6.98 | 8.34 | 10.10 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 71.83 | 57.34 | 45.75 | 35.24 |
| P/B | 10.52 | 8.89 | 7.45 | 6.15 |
| EV/EBITDA | 44.02 | 46.15 | 36.06 | 26.91 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>