

滚动激励，提振士气

2021年06月31日

事件: 公司发布 2021 年股票期权与限制性股票激励计划, 其中股票期权发放 2 万份, 占总股本 0.003%, 行权价 29.77 元/股, 分 2 次解锁; 限制性股票激励计划发放 208 万股, 占总股本 0.27%, 首次授予的限制性股票激励价 14.89 元/股, 分 2 次解除限制, 解除限制/行权条件为以 2020 年为基数, 2021/2022 年营收增长不低于 24%/55%。

点评:

- **此次激励计划收入目标设定与前次保持了一致性。**本次激励计划的收入增长目标设定为以 2020 年为基数, 2021/2022 年收入增长不低于 24%/55% (年均复合增长 24.5%), 这与 2020 年限制性股票激励计划的收入增长目标相统一。2020 年限制性股票激励计划收入增长目标以 2019 年为基数, 考虑 2020 年公司收入增速已达到 36.9%, 若 2021 年公司收入增速达到 23.4%, 即可达成收入增长目标。年均复合增长 24.5% 的收入目标相对保守, 主要为了确保达成情况, 保障员工的利益。
- **股权激励对象层级下沉, 绑定销售骨干利益。**本次激励计划授予对象包括 140 名中层管理人员, 其中股票期权授予对象 2 人, 限制性股票首次授予对象 138 人。本次激励计划内中层管理人员首次获授的限制性股票人均数量为 1.21 万股, 低于前次人均数量 2.56 万股, 主要由于此次授予对象的管理层级有所下沉, 同等级管理人员的激励力度并没有改变。本次激励计划不包括前次已经参与限制性股票激励的对象, 从而扩大了股权激励的覆盖范围, 更有利于调动销售人员积极性。未来公司仍将继续滚动推出股权激励计划, 以达成持续的激励效果。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.56/0.74/0.96 元, 对应 PE 分别为 52.87/39.99/30.61 倍。短期内新进入者加入, 产能供给增加, 竞争加剧影响龙头表现。当前龙头企业已加码营销推广和促销力度, 下半年产能出清过程或会加速。考虑到复合调味品行业市场空间大, 集中度低, 长期来看, 公司作为行业龙头仍有很大成长空间, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格上涨超预期; 新品推广不及预期; 行业竞争加剧。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,727	2,365	3,084	3,989	5,094
增长率 YoY %	22.3%	36.9%	30.4%	29.3%	27.7%
归属母公司净利润 (百万元)	297	364	421	557	727
增长率 YoY%	11.4%	22.7%	15.6%	32.2%	30.7%
毛利率%	37.3%	41.5%	40.2%	40.2%	40.2%
净资产收益率ROE%	16.1%	9.8%	7.4%	9.2%	11.0%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.48	0.56	0.74	0.96
市盈率 P/E(倍)	114.38	170.80	52.87	39.99	30.61
市净率 P/B(倍)	18.44	16.68	3.93	3.67	3.38

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 06 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,742	3,678	5,549	5,679	5,988	
货币资金	676	2,729	4,548	4,597	4,811	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	11	11	10	13	17	
预付账款	12	18	26	29	34	
存货	98	243	293	366	451	
其他	944	678	672	674	676	
非流动资产	401	612	841	1,161	1,465	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	362	432	603	864	1,110	
无形资产	34	45	63	82	100	
其他	5	135	175	215	255	
资产总计	2,142	4,290	6,390	6,840	7,453	
流动负债	293	549	719	762	858	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	114	258	414	392	418	
其他	178	291	306	370	441	
非流动负债	8	11	11	11	11	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	8	11	11	11	11	
负债合计	300	560	730	774	869	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,842	3,730	5,660	6,066	6,584	
负债和股东权益	2,142	4,290	6,390	6,840	7,453	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,727	2,365	3,084	3,989	5,094	
同比 (%)	22.3%	36.9%	30.4%	29.3%	27.7%	
归属母公司净利润	297	364	421	557	727	
同比 (%)	11.4%	22.7%	15.6%	32.2%	30.7%	
毛利率 (%)	37.3%	41.5%	40.2%	40.2%	40.2%	
ROE%	16.1%	9.8%	7.4%	9.2%	11.0%	
EPS (摊薄)(元)	0.39	0.48	0.56	0.74	0.96	
P/E	114.38	170.80	52.87	39.99	30.61	
P/B	18.44	16.68	3.93	3.67	3.38	
EV/EBITDA	55.45	128.36	44.83	34.26	25.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,727	2,365	3,084	3,989	5,094	
营业成本	1,083	1,383	1,845	2,387	3,048	
营业税金及附加	15	19	28	36	46	
销售费用	241	474	632	818	1,019	
管理费用	64	102	117	148	183	
研发费用	26	30	37	48	61	
财务费用	-5	-15	-18	-46	-47	
减值损失合	0	-7	0	0	0	
投资净收益	29	35	40	40	51	
其他	2	9	12	16	20	
营业利润	334	407	495	655	856	
营业外收支	13	21	0	0	0	
利润总额	346	428	495	655	856	
所得税	49	64	74	98	128	
净利润	297	364	421	557	727	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	297	364	421	557	727	
EBITDA	322	383	455	594	793	
EPS (当	0.39	0.48	0.56	0.74	0.96	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	378	353	530	520	733	
净利润	297	364	421	557	727	
折旧摊销	24	28	30	41	56	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-29	-35	-40	-40	-51	
营运资金变	83	1	119	-38	0	
其它	2	-5	0	0	0	
投资活动现金流	-459	129	-220	-320	-309	
资本支出	-48	-198	-260	-360	-360	
长期投资	-439	290	0	0	0	
其他	28	37	40	40	51	
筹资活动现金流	403	1,566	1,509	-150	-210	
吸收投资	507	1,683	217	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-83	-116	-116	-150	-210	
现金流净增加额	321	2,047	1,819	50	214	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。