

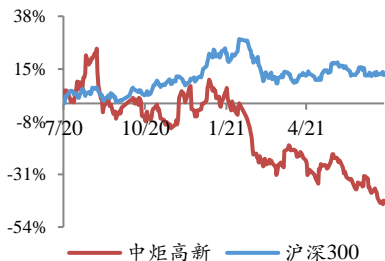
大股东大手笔包揽定增，迎来加速发展契机

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-25

收盘价(元)	37.75
近12个月最高/最低(元)	81.63/36.69
总股本(百万股)	797
流通股本(百万股)	797
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	301
流通市值(亿元)	301

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

联系人：陆金鑫

执业证书号：S0010120120022

电话：13520271171

邮箱：lujx@hazq.com

相关报告

1. 规模扩张管理提效双驱动，冲刺第一梯队 2021-04-29

主要观点：

● 事件描述：

公司公告：(1) 终止 2015 年非公开发行 A 股股票事项，并提出 2021 年非公开发行 A 股股票预案：拟募资不超 77.91 亿元，投资于阳西美味鲜食品有限公司 300 万吨调味品扩产项目、补充流动资金，发行对象为公司控股股东中山润田。(2) 拟 3 亿元至 6 亿元回购股份，回购所得股份将用于注销。(3) 修订公司章程，部分股份回购情形可由董事会决策。

● **定增预案如落地将提升大股东话语权。**定增金额约 77.9 亿，发行价格为 32.60 元/股，预计 2021 年 11 月 30 日完成。控股股东中山润田股比预计由 25.00% 增加至 42.31%，并承诺新股锁定期 36 个月，老股锁定期 18 个月，待公司股东大会批准中山润田免于发出收购要约。

● **扩产计划助力公司冲刺调味品第一梯队。**募集资金 70 亿将用于阳西美味鲜食品有限公司 300 万吨调味品扩产项目（投资总额 121.5 亿），扩产项目将大幅增加公司蚝油、料酒、食醋、酱类产品产能，同时增加复合调味品的产能布局。若顺利实施，公司调味品、食用油总产能将达到 470 万吨，营收规模接近 300 亿，净利润达到 60 亿，提升公司整体竞争力。

● **公司计划进一步回购公众股份，持续提升大股东持股比例。**拟使用自有资金不低于人民币 3 亿元（含）且不超过人民币 6 亿元（含），回购股份价格不超过人民币 60 元/股。若按 6 亿元回购资金、40 元回购价格测算，预计可回购股份数量约为 1,500 万股，约占总股本的 1.89%。

● **公司章程调整规定，当回购股份用于员工持股计划、股权激励以及发行可转债等情形时，可由董事会决定而无需股东大会审议通过。**

● 投资建议

维持“买入”评级。公司调味品业务双百计划有序推进，2023 年内生增长目标至少 80 亿，此次定增若顺利实施将为公司调味品业务中长期发展奠定基础。我们预计 2021-2023 年公司营收 61.22、74.62、89.40 亿元，同比增长 20%/22%/20%，归母净利润为 9.47、11.55、13.67 亿元，同比增长 6%/22%/18%，EPS（增发前）分别为 1.19、1.45、1.72。从当下市值剔除 54 亿房地产业务估值后，调味品业务对应 PE 分别为 26.05、21.36、18.05，PEG 分别为 4.34、0.97、1.00，同业比较具备较强吸引力，给予“买入”评级。

● 风险提示

原料价格大幅上涨风险，食品安全风险，新品推广和市场拓展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5123	6122	7462	8940
收入同比 (%)	9.6%	19.5%	21.9%	19.8%
归属母公司净利润	890	947	1155	1367
净利润同比 (%)	24.0%	6.4%	22.0%	18.4%
毛利率 (%)	41.6%	39.2%	39.2%	38.9%
ROE (%)	19.3%	18.6%	19.5%	19.8%
每股收益 (元)	1.12	1.19	1.45	1.72
P/E	59.66	31.77	26.04	21.99
P/B	11.50	5.90	5.09	4.35
EV/EBITDA	43.48	23.75	19.56	16.19

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4099	4422	5341	6499	营业收入	5123	6122	7462	8940
现金	242	624	1161	1839	营业成本	2994	3722	4537	5460
应收账款	33	37	43	49	营业税金及附加	58	84	102	122
其他应收款	33	35	43	51	销售费用	566	735	910	1109
预付账款	5	7	9	11	管理费用	281	306	358	411
存货	1682	2165	2639	3176	财务费用	13	11	5	-3
其他流动资产	2104	1553	1446	1373	资产减值损失	-1	3	0	0
非流动资产	2560	2877	3209	3560	公允价值变动收益	-1	-16	-17	-15
长期投资	5	5	4	4	投资净收益	85	102	125	149
固定资产	1458	1563	1658	1732	营业利润	1169	1226	1496	1771
无形资产	198	254	305	362	营业外收入	2	2	2	3
其他非流动资产	900	1056	1241	1462	营业外支出	40	8	10	12
资产总计	6659	7298	8549	10059	利润总额	1130	1220	1489	1762
流动负债	1557	1618	1932	2290	所得税	159	174	212	252
短期借款	360	360	360	360	净利润	971	1046	1276	1511
应付账款	493	571	721	898	少数股东损益	81	99	121	144
其他流动负债	704	687	851	1032	归属母公司净利润	890	947	1155	1367
非流动负债	110	110	110	110	EBITDA	1224	1255	1497	1766
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.12	1.19	1.45	1.72
其他非流动负债	110	110	110	110					
负债合计	1667	1728	2042	2400					
少数股东权益	376	475	596	740	主要财务比率				
股本	797	797	797	797	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	91	91	91	91	成长能力				
留存收益	3728	4207	5023	6031	营业收入	9.6%	19.5%	21.9%	19.8%
归属母公司股东权益	4616	5095	5911	6919	营业利润	25.5%	4.9%	22.0%	18.4%
负债和股东权益	6659	7298	8549	10059	归属于母公司净利	24.0%	6.4%	22.0%	18.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	41.6%	39.2%	39.2%	38.9%
					净利率 (%)	17.4%	15.5%	15.5%	15.3%
					ROE (%)	19.3%	18.6%	19.5%	19.8%
					ROIC (%)	17.2%	15.7%	16.5%	16.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	25.0%	23.7%	23.9%	23.9%
					净负债比率 (%)	33.4%	31.0%	31.4%	31.3%
					流动比率	2.63	2.73	2.76	2.84
					速动比率	1.55	1.39	1.39	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.84	0.87	0.89
					应收账款周转率	157.31	165.91	173.81	182.50
					应付账款周转率	6.08	6.52	6.29	6.08
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.12	1.19	1.45	1.72
					每股经营现金流(薄)	1.26	1.58	1.61	1.86
					每股净资产	5.79	6.40	7.42	8.69
					估值比率				
					P/E	59.66	31.77	26.04	21.99
					P/B	11.50	5.90	5.09	4.35
					EV/EBITDA	43.48	23.75	19.56	16.19

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。

联系人：陆金鑫，北京大学生物学本科，中科院化学所博士。8年粮油央企战略运营与研发管理经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。