

## 营收恢复增长，费用控制得当

2021年10月27日

事件: 公司发布 2021 年三季度报告, 2021 年前三季度实现营业收入 13.56 亿元, 同比+10.91%; 归母净利润 1.32 亿元, 同比-41.09%; 扣非归母净利润 1.32 亿元, 同比-40.19%。其中, 21Q3 实现营业收入 4.70 亿元, 同比+11.08%; 归母净利润 0.66 亿元, 同比-1.17%; 扣非归母净利润 0.66 亿元, 同比-0.69%。

### 点评:

- **21Q3 单季度营收增长好于预期, 主要由于社区团购渠道对公司传统渠道的冲击减弱。** 21Q3 收入增速为 11.08%, 环比提升 18.3 个百分点。一方面由于 21Q3 基数不高, 另一方面随着国家的管控力度加大, 社区团购渠道逐渐规范, 其对于传统渠道的冲击也有所减弱。分区域, 东部/南部/中部/北部/西部分别增长 10.9%/-6.7%/25.4%/35.7%/11.1%, 东部和西部等重点市场均有改善。分产品, 酱油/食醋分别增长 8.8%和 26.2%。分渠道, 经销/直销分别增长 10.5%/21.2%, 直销渠道增速环比提升 28.6 个百分点。经销商数量达到 1,728 家, Q3 单季度增加 141 家。
- **原材料高成本继续压制毛利率。** 21Q3 毛利率为 40%, 同比下滑 9 个百分点, 主要由于大豆、包材等原材料成本上升和运输费计入营业成本。销售费用率为 17.2%, 同比下降 4.7 个百分点。21Q3 公司费用投放更加精准, 销售费用支出有所收缩。由于广告费用减少, 21Q3 销售费用率环比下降 10.2 个百分点。由于费用控制得当, 21Q3 净利率达到 14.1%, 环比提升 7.7 个百分点。
- **盈利预测与投资评级:** 随着社区团购渠道对传统渠道的冲击减弱, 21Q3 公司营收和业绩增速环比明显改善。近期海天宣布提价之后, 无论公司是否跟随, 都将受益。当前公司渠道库存良性, 随着终端需求复苏, 我们预计公司业绩仍将继续改善。公司深耕“零添加”赛道十余载, 品牌形象深入人心, 具有先发优势。公司西南大本营市场稳固, 全国化扩张持续推进, 外埠市场占比不断提升。预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.26/0.4/0.49 元, 对应 PE 分别为 80.41/53.6/43.09 倍。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,355	1,693	1,894	2,396	2,901
增长率 YoY %	27.2%	25.0%	11.8%	26.5%	21.1%
归属母公司净利润 (百万元)	198	206	211	317	394
增长率 YoY%	-17.4%	3.8%	2.7%	50.0%	24.4%
毛利率%	46.2%	43.8%	41.1%	42.9%	43.2%
净资产收益率ROE%	12.4%	10.8%	9.7%	13.2%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.31	0.26	0.40	0.49
市盈率 P/E(倍)	49.40	120.27	80.41	53.60	43.09
市净率 P/B(倍)	10.66	15.73	7.79	7.05	6.36

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 27 日收盘价

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	954	1,062	1,176	1,270	1,423
货币资金	86	117	158	104	98
应收票据	1	0	1	1	1
应收账款	164	124	130	164	199
预付账款	30	22	28	34	41
存货	319	395	458	562	677
其他	354	403	402	405	408
<b>非流动资产</b>	1,101	1,124	1,325	1,509	1,675
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	692	827	1,028	1,212	1,378
无形资产	121	105	105	105	105
其他	288	192	192	192	192
<b>资产总计</b>	2,056	2,185	2,502	2,779	3,098
<b>流动负债</b>	275	239	271	320	375
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	83	72	92	112	135
其他	192	167	179	208	239
<b>非流动负债</b>	188	49	49	49	49
长期借款	0	0	0	0	0
其他	188	49	49	49	49
<b>负债合计</b>	463	288	319	369	424
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	1,593	1,898	2,182	2,410	2,674
<b>负债和股东权益</b>	2,056	2,185	2,502	2,779	3,098

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,355	1,693	1,894	2,396	2,901
同比 (%)	27.2%	25.0%	11.8%	26.5%	21.1%
归属母公司净利润	198	206	211	317	394
同比 (%)	-17.4%	3.8%	2.7%	50.0%	24.4%
毛利率 (%)	46.2%	43.8%	41.1%	42.9%	43.2%
ROE%	12.4%	10.8%	9.7%	13.2%	14.8%
EPS (摊薄)(元)	0.43	0.31	0.26	0.40	0.49
P/E	49.40	120.27	80.41	53.60	43.09
P/B	10.66	15.73	7.79	7.05	6.36
EV/EBITDA	34.42	58.84	48.12	34.16	27.90

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	1,355	1,693	1,894	2,396	2,901
营业成本	729	951	1,116	1,367	1,647
营业税金及附加	13	16	17	22	26
销售费用	309	287	405	503	609
管理费用	54	61	61	74	90
研发费用	39	45	51	62	73
财务费用	-8	-3	-2	-2	-1
减值损失合	0	-90	0	0	0
投资净收益	5	9	11	12	15
其他	8	7	5	7	9
<b>营业利润</b>	232	262	262	388	481
营业外收支	0	-5	-9	-9	-9
<b>利润总额</b>	232	257	253	380	472
所得税	34	51	42	63	78
<b>净利润</b>	198	206	211	317	394
少数股东损	0	0	0	0	0
<b>归属母公司</b>	198	206	211	317	394
EBITDA	290	421	350	495	606
EPS (当	0.43	0.31	0.26	0.40	0.49

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	192	378	264	333	418
净利润	198	206	211	317	394
折旧摊销	66	83	98	116	134
财务费用	1	-1	0	0	0
投资损失	-5	-9	-11	-12	-15
营运资金变	-66	15	-43	-97	-105
其它	-2	84	9	9	8
<b>投资活动现金流</b>	-266	-279	-297	-297	-294
资本支出	-236	-211	-309	-309	-309
长期投资	-40	-77	0	0	0
其他	10	9	11	12	15
<b>筹资活动现金流</b>	-175	-68	73	-90	-130
吸收投资	0	0	133	0	0
借款	10	0	0	0	0
支付利息或股息	-74	-61	-60	-90	-130
<b>现金流净增加额</b>	-248	31	40	-54	-6

## 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
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。