

疫情影响收入表现，经销渠道持续扩张

2021年10月28日

事件：公司发布2021年三季度报告，21Q1-3实现营业收入2.40亿元，同比+30.43%；归母净利润0.57亿元，同比-4.87%；扣非归母净利润0.51亿元，同比-10.2%。21Q3实现营业收入0.95亿元，同比+23.03%；归母净利润0.23亿元，同比-4.16%；扣非归母净利润0.23亿元，同比-3.12%。

点评：

- **21Q3 营收和业绩略低于预期，主要受局部地区的疫情影响。**分渠道来看，21Q2 食品加工/餐饮/商超/电商/经销商渠道收入增长分别为43.2%/3.8%/31.9%/-12.7%/42.6%。食品加工渠道增速加快，主要由于圣农等对外出口的需求恢复。受疫情的影响，21Q3 餐饮渠道收入增速明显放缓。商超渠道收入增速较高，主要由于商超渠道流量回升。电商渠道在高基数下，收入有所下滑。经销渠道收入高增，截止2021年三季度末，公司经销商数量达到174家，较上年同期增加52家。
- **产品结构变化和原材料涨价影响毛利率。**21Q3 毛利率为42.2%，同比下滑7.9个百分点，主要由于会计准则变更后运输费用计入营业成本、原材料涨价、以及产品结构变化。21Q3 低毛利率的粉体类业务占比提升，对毛利率有一定拖累。21Q3 销售费用率6.0%，环比二季度下滑0.9个百分点，主要由于收入规模增加，规模效应增强。21Q3 管理费用率6.6%，环比二季度下滑1.7个百分点，也是由于规模效应。展望21Q4，我们预计管理费用率仍将会小幅下降。
- **股权激励目标不变，激励对象范围扩大。**公司公布2021年第二期股权激励计划，该计划考核目标：2021-2023年公司营业收入增长率或归母净利润增长率分别不低于30%/69%/119%；触发目标：2021-2023年公司营业收入增长率或归母净利润增长率分别不低于22.5%/51.75%/89.25%。激励对象有原定的27人扩大到33人。
- **盈利预测与投资评级：**短期内，局部地区疫情对公司餐饮渠道仍有影响。长期来看，餐饮连锁化的趋势仍在持续，且餐饮企业对上游优质复合调味料供应商的需求增加，将驱动公司持续快速成长。预计公司21-23年EPS分别为0.84/1.16/1.56元，对应PE分别为47.1/34.1/25.3倍。
- **风险因素：**原材料价格上涨超预期；新客户开发不及预期；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)	286	263	345	451	587
增长率 YoY %	20.3%	-7.8%	31.0%	30.7%	30.2%
归属母公司净利润(百万元)	85	81	83	114	154
增长率 YoY%	22.2%	-4.7%	2.0%	38.1%	34.7%
毛利率%	50.2%	46.9%	43.2%	43.4%	43.5%
净资产收益率ROE%	14.7%	13.3%	12.7%	15.7%	18.5%
EPS(摊薄)(元)	0.86	0.82	0.84	1.16	1.56
市盈率 P/E(倍)	56.22	94.83	47.1	34.1	25.3
市净率 P/B(倍)	8.24	12.65	5.96	5.35	4.67

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年10月28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	581	564	557	637	755	
货币资金	511	92	266	341	424	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	46	50	76	74	96	
预付账款	0	2	3	1	1	
存货	22	24	31	41	53	
其他	1	396	181	181	181	
非流动资产	50	147	211	224	235	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	47	49	63	96	127	
无形资产	3	3	43	43	43	
其他	1	95	105	85	65	
资产总计	631	711	768	861	990	
流动负债	49	57	67	86	109	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	33	43	48	62	77	
其他	16	14	19	24	32	
非流动负债	1	46	46	46	46	
长期借款	0	45	45	45	45	
其他	1	1	1	1	1	
负债合计	50	103	113	132	155	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	582	609	655	729	835	
负债和股东权益	631	711	768	861	990	

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	286	263	345	451	587	
同比 (%)	20.3%	-7.8%	31.0%	30.7%	30.2%	
归属母公司净利润	85	81	83	114	154	
同比 (%)	22.2%	-4.7%	2.0%	38.1%	34.7%	
毛利率 (%)	50.2%	46.9%	43.2%	43.4%	43.5%	
ROE%	14.7%	13.3%	12.7%	15.7%	18.5%	
EPS (摊薄)(元)	0.86	0.82	0.84	1.16	1.56	
P/E	56.22	94.83	47.1	34.1	25.3	
P/B	8.24	12.65	5.96	5.35	4.67	
EV/EBITDA	44.54	92.82	41.23	29.49	21.14	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	286	263	345	451	587	
营业成本	142	140	196	255	332	
营业税金及附加	3	3	4	5	6	
销售费用	19	13	22	27	32	
管理费用	21	21	28	34	41	
研发费用	10	10	12	15	19	
财务费用	-5	-13	-4	-9	-13	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	3	6	7	8	
其他	0	1	3	3	4	
营业利润	97	93	96	134	180	
营业外收支	3	1	1	1	1	
利润总额	100	94	97	135	181	
所得税	14	13	15	20	27	
净利润	85	81	83	114	154	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	85	81	83	114	154	
EBITDA	96	83	89	122	167	
EPS (当	0.86	0.82	0.84	1.16	1.56	

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	82	69	212	130	146	
净利润	85	81	83	114	154	
折旧摊销	5	6	6	8	10	
财务费用	-2	-12	3	3	3	
投资损失	0	-3	-6	-7	-8	
营运资金变	-7	-4	127	13	-12	
其它	0	0	-1	-1	-1	
投资活动现金流	-374	-107	3	-13	-12	
资本支出	-6	-102	-49	-20	-20	
长期投资	-370	-20	45	0	0	
其他	2	15	6	7	8	
筹资活动现金流	296	-9	-40	-43	-51	
吸收投资	387	0	0	0	0	
借款	0	45	0	0	0	
支付利息或股息	-45	-54	-40	-43	-51	
现金流净增加额	5	-47	175	74	83	

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。	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。