

投资评级 优于大市 首次覆盖

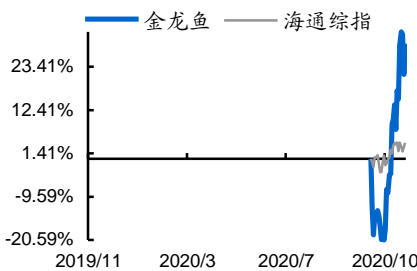
Q3 归母净利润同增 10.04%，小包装产品销售良好

股票数据

11月20日收盘价(元)	72.39
52周股价波动(元)	39.51-75.96
总股本/流通A股(百万股)	5422/357
总市值/流通市值(百万元)	392469/25824

相关研究

市场表现



指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	51.1	-	-
相对涨幅(%)	48.0	-	-

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 闻宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

分析师: 程碧升

Tel: (021)23154171

Email: cbs10969@htsec.com

证书: S0850520100001

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@htsec.com

证书: S0850520020001

分析师: 张宇轩

Tel: (021)23154172

Email: zyx11631@htsec.com

证书: S0850520050001

投资要点:

- Q3 归母净利润同增 10.04%。**公司前三季度实现营收 1399.93 亿元, 同增 11.71%, 归母净利润 50.90 亿元, 同增 45.88%, 扣非后归母净利润 62.61 亿元, 资产减值损失 5.52 亿元, 同降 70.18%, 主要系存货跌价损失的减少, 投资收益-5.43 亿元, 同降 191.40%, 主要是衍生金融工具已实现损益的增加。单三季度看, 公司实现营收 530.20 亿元, 同增 13.70%, 归母净利润 20.82 亿元, 同增 10.04%, 扣非后归母净利润 33.98 亿元, 投资收益-9.50 亿元, 同降 686.40%。
- 小包装产品销售良好。**公司前三季度业绩实现较高增长, 主要系: 1、2019 年上半年受到非洲猪瘟的影响, 饲料原料的销售下降, 今年非洲猪瘟的影响基本已经消除, 饲料原料销售已恢复正常; 2、公司主要产品油、米、面是民生产品, 整体受疫情影响不大; 且疫情期间家庭消费的小包装产品销量有所增长, 利润率相对较高, 覆盖了餐饮销量下滑的影响。
- Q3 毛利率同增 1.55pct。**前三季度毛利率 12.10%, 同增 0.90pct, 销售费用率 4.33%, 同降 0.20pct, 管理费用率 1.57%, 同增 0.05pct, 财务费用率 -0.40%, 同降 0.89pct, 主要系利息支出的减少, 及汇兑收益的增加, 净利率 3.89%, 同增 1.03pct。单三季度看, 毛利率 13.66%, 同增 1.55pct, 销售费用率 4.36%, 同降 0.31pct, 管理费用率 1.35%, 同降 0.26pct, 财务费用率 -0.96%, 同降 1.51pct, 净利率 4.29%, 与去年同期持平。
- 渠道遍及全国, 调味品业务值得期待。**截至 2019 年末, 公司在全国 24 个省、自治区、直辖市拥有 65 个已投产的生产基地, 销售人员数量为 10952 人, 建立了全国性的经销网络和覆盖全国各省市的终端销售网点, 拥有 31 个营销分公司, 24 个直销部, 110 多万个终端客户, 销售范围覆盖全国所有 2800 多个市、县。公司最近开始布局酱油、醋等调味品, 比如与中国台湾九庄公司合作生产高品质黑豆酱油, 另外还推出了“梁汾”品牌山西陈醋。我们认为公司在品牌、渠道方面拥有强大的竞争优势, 调味品业务值得期待。
- 盈利预测于估值。**我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.29/1.57/1.78 元, 相关可比公司 2020 年 PE 在 21-84 倍, 给予 2020 年 50-60 倍 PE, 对应合理价值区间 64.5-77.4 元。
- 风险提示。**原材料价格上涨, 扩产进度不及预期, 终端需求不景气等。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	167074	170743	191081	211419	233925
(+/-)YoY(%)	10.8%	2.2%	11.9%	10.6%	10.6%
净利润(百万元)	5128	5408	7011	8511	9629
(+/-)YoY(%)	2.5%	5.5%	29.6%	21.4%	13.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.95	1.00	1.29	1.57	1.78
毛利率(%)	10.2%	11.4%	11.3%	11.5%	11.6%
净资产收益率(%)	8.7%	8.3%	8.2%	9.0%	9.3%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

（1）业务分拆

结合公司各项业务的历史数据，我们作出如下假设：

- 假设厨房食品未来 3 年收入增速分别为 13%、11%、11%，毛利率均为 12.5%。
- 假设饲料原料及油脂科技未来 3 年收入增速均为 10%，毛利率分别为 8.68%、9%、9.3%。
- 假设其他产品未来 3 年收入增速均 10%，毛利率均为 42.58%。

表 1 公司业绩拆分预测（百万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
厨房食品	收入	1087.83	1229.25	1364.47	1514.56
	yoy	9.54%	13.00%	11.00%	11.00%
	成本	950.327	1075.6	1193.91	1325.24
	毛利率	12.64%	12.50%	12.50%	12.50%
饲料原料及油脂科技	收入	609.545	670.5	737.55	811.3
	yoy	-8.90%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	556.654	612.3	671.17	735.85
	毛利率	8.68%	8.68%	9.00%	9.30%
其他主营业务	收入	10.056	11.06	12.17	13.38
	yoy	17.74%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	5.775	6.35	6.99	7.69
	毛利率	42.58%	42.58%	42.58%	42.58%
合计	收入	1707.43	1910.81	2114.19	2339.25
	yoy	2.20%	11.91%	10.64%	10.65%
	成本	1512.76	1694.25	1872.07	2068.78
	毛利率	11.40%	11.33%	11.45%	11.56%

资料来源：wind，海通证券研究所

表 2 公司利润表预测（百万元）

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	170,743	191,081	211,419	233,925
营业成本	151,276	169,425	187,207	206,878
毛利率%	11.4%	11.3%	11.5%	11.6%
营业税金及附加	410	475	516	577
营业费用	8,025	8,609	9,731	10,653
管理费用	2,574	2,866	3,171	3,509
财务费用	554	-670	-378	-371
资产减值损失	-2,102	-528	-642	-735
投资收益	1,013	-764	423	468
营业利润	7,069	9,214	11,141	12,618
营业外收支	-111	-125	-150	-160
利润总额	6,958	9,089	10,991	12,458
所得税	1,394	1,714	2,138	2,387
少数股东损益	156	363	342	443
归属母公司所有者净利润	5,408	7,011	8,511	9,629

EPS (元)	1.00	1.29	1.57	1.78
---------	------	------	------	------

资料来源: wind, 海通证券研究所

(2) 相对估值

我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.29/1.57/1.78 元, 相关可比公司 2020 年 PE 在 21-84 倍, 给予 2020 年 50-60 倍 PE, 对应合理价值区间 64.5-77.4 元。

表 3 可比公司估值对比 (2020.11.20)

公司名称	股票代码	股价(元/股)	每股收益(元/股)			市盈率(X)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
海天味业	603288.SH	164.26	1.98	1.96	2.31	82.96	83.81	71.11
中炬高新	600872.SH	61.40	0.90	1.09	1.36	68.22	56.33	45.15
克明面业	002661.SZ	19.62	0.63	0.94	1.08	31.14	20.87	18.17
双汇发展	000895.SZ	51.32	1.64	1.87	2.15	31.29	27.44	23.87

资料来源: 可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	170743	191081	211419	233925
每股收益	1.00	1.29	1.57	1.78	营业成本	151276	169425	187207	206878
每股净资产	11.95	15.82	17.39	19.16	毛利率%	11.4%	11.3%	11.5%	11.6%
每股经营现金流	2.50	0.87	1.97	1.58	营业税金及附加	410	475	516	577
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	8025	8609	9731	10653
P/E	72.57	55.98	46.11	40.76	营业费用率%	4.7%	4.5%	4.6%	4.6%
P/B	6.06	4.58	4.16	3.78	管理费用	2574	2866	3171	3509
P/S	2.07	2.05	1.86	1.68	管理费用率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
EV/EBITDA	1.34	21.66	20.05	18.66	EBIT	8275	9518	10575	12072
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	554	-740	-518	-513
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
毛利率	11.4%	11.3%	11.5%	11.6%	资产减值损失	-2102	-528	-642	-735
净利润率	3.2%	3.7%	4.0%	4.1%	投资收益	1013	-764	423	468
净资产收益率	8.3%	8.2%	9.0%	9.3%	营业利润	7069	9214	11141	12618
资产回报率	3.2%	3.9%	4.1%	4.1%	营业外收支	-111	-125	-150	-160
投资回报率	4.5%	4.9%	4.7%	4.8%	利润总额	6958	9089	10991	12458
盈利增长 (%)					EBITDA	10671	12003	13304	14680
营业收入增长率	2.2%	11.9%	10.6%	10.6%	所得税	1394	1714	2138	2387
EBIT 增长率	19.4%	15.0%	11.1%	14.2%	有效所得税率%	20.0%	18.9%	19.5%	19.2%
净利润增长率	5.5%	29.6%	21.4%	13.1%	少数股东损益	156	363	342	443
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	5408	7011	8511	9629
资产负债率	59.9%	50.7%	52.2%	53.3%	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
流动比率	1.18	1.31	1.21	1.17	货币资金	64612	57324	63426	70178
速动比率	0.80	0.82	0.76	0.73	应收账款及应收票据	6188	6405	7375	8000
现金比率	0.65	0.65	0.61	0.58	存货	34551	40291	43638	48710
经营效率指标					其它流动资产	10668	12405	12306	13283
应收账款周转天数	13.23	12.23	12.73	12.48	流动资产合计	116019	116425	126745	140171
存货周转天数	83.36	86.80	85.08	85.94	长期股权投资	2347	2347	2347	2347
总资产周转率	1.00	1.05	1.02	1.01	固定资产	24439	27411	30370	33335
固定资产周转率	6.99	6.97	6.96	7.02	在建工程	4497	6117	7956	9685
					无形资产	12603	18904	28356	36233
					非流动资产合计	54666	65559	79809	92380
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	170685	181984	206553	232551
净利润	5408	7011	8511	9629	短期借款	73442	62497	75377	89318
少数股东损益	156	363	342	443	应付票据及应付账款	9993	11319	12437	13782
非现金支出	4531	3013	3370	3342	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-579	1595	447	549	其它流动负债	15226	14836	16555	17194
营运资金变动	4012	-7257	-1982	-5390	流动负债合计	98661	88653	104369	120295
经营活动现金流	13528	4726	10689	8572	长期借款	2393	2393	2393	2393
资产	-7101	-13558	-17200	-15406	其它长期负债	1155	1155	1155	1155
投资	1327	0	0	0	非流动负债合计	3549	3549	3549	3549
其他	4316	-764	423	468	负债总计	102210	92201	107918	123844
投资活动现金流	-1458	-14322	-16777	-14938	实收资本	4879	5422	5422	5422
债权募资	97043	-10945	12879	13942	归属于母公司所有者权益	64799	85744	94255	103883
股权募资	106	542	0	0	少数股东权益	3676	4039	4381	4824
其他	-110855	12712	-689	-823	负债和所有者权益合计	170685	181984	206553	232551
融资活动现金流	-13706	2309	12190	13118					
现金净流量	-1620	-7288	6101	6752					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业
 程碧升 食品饮料行业
 颜慧菁 食品饮料行业
 张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 盐津铺子,贵州茅台,中国茶叶,巴比食品,东鹏饮料,洋河股份,双汇发展,农夫山泉,光明乳业,中炬高新,安琪酵母,汤臣倍健,益海嘉里,海天味业,绝味食品,今世缘,香飘飘,日辰股份,洽洽食品,天味食品,桃李面包,青岛啤酒,中国飞鹤,安井食品,涪陵榨菜

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。