

证券研究报告 / 公司点评报告

**买入**

上次评级: 买入

## 一季度业绩略超预期, 省外市场加快开拓

**事件:** 公司发布 2020 年报和 2021 年一季度报告, 2020 年实现营业收入 10.9 亿元, 同比+8.4%, 实现归母净利润 2.26 亿元, 同比+26.1%; 2020Q4 实现营业收入 2.77 亿元, 同比+8.1%, 实现归母净利润 0.42 亿元, 同比+49.7%。2021Q1 实现营业收入 2.81 亿元, 同比+33.9%, 实现归母净利润 0.6 亿元, 同比+46.2%。

**点评:** 凤爪主业稳健增长, 华东地区增长靓丽。2020 年公司泡椒凤爪/猪皮晶/竹笋/豆干/花生/其他收入分别是 9.1/0.76/0.36/0.22//0.16/0.28 亿元, 同比增长 8.1%/7.3%/0.53%/4.3%/0.29%/63.1%, 泡椒凤爪/猪皮晶/竹笋/豆干/花生/其他毛利率分别同比变动+0.61 pct/-7.71 pct/+1.88 pct/+0.02 pct/-3.02pct/-1.56 pct, 鸡爪毛利率提升主要是由于鸡爪原材料价格下行。猪皮晶由于采购原材料主要来自于西班牙海外地区, 受疫情影响价格上涨, 因此猪皮晶毛利率承压。分地区来看, 西南/华东/华南/华北/华中/西北/东北收入分别同比增长 10%/11.4%/-18.2%/0.12%/7.25%/22.1%/-9.14%。西南大本营实现稳健增长, 省外市场中公司将华东地区作为重点市场加大投入, 在上海设立办事处, 华东市场增长靓丽。华南市场下滑主要是由于公司在调整渠道。2020 年底存货金额达到 3.15 亿, 同比增长 37.54%, 主要系采购大量原材料。**毛利率持平, 销售费用率收缩。**2020 年公司毛利率为 34.7%, 相比去年持平。2020 年公司期间费用率同比-2.21pct 至 12.45%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.59%/4.47%/0.31%/-0.96%, 同比变动分别为-1.69/+0.25/-0.17/0.73pct。销售费用率下降明显主要是由于市场费用、促销活动费用投放减少。

**一季度业绩略超预期。**2021Q1 泡椒凤爪/猪皮晶/竹笋/豆干/花生/其他收入分别同比增长 27.5%/66%/0.53%/4.3%/0.29%/63.1%, 毛利率为 37.13%, 同比提升 2.69 pct, 主要由于高毛利产品占比提升。2021Q1 期间费用率下降 1.14 pct, 主要由于管理费用率明显下降。一季度业绩略超预期。

**盈利预测:** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.85、1.00、1.18 元, 对应 PE 分别为 21X、18X、15X, 维持“买入”评级。

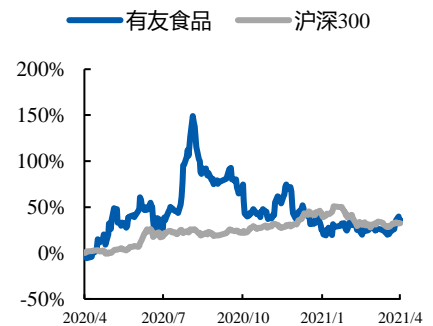
**风险提示:** 市场开拓缓慢; 基地市场增速放缓; 盈利预测不及预期。

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,008	1,093	1,282	1,488	1,712
(+/-)%	-8.44%	8.40%	17.29%	16.14%	14.99%
归属母公司净利润	179	226	262	309	362
(+/-)%	0.48%	26.12%	16.19%	17.77%	17.17%
每股收益(元)	0.58	0.73	0.85	1.00	1.18
市盈率	23.39	26.81	21.09	17.91	15.28
市净率	2.67	3.43	2.72	2.36	2.05
净资产收益率(%)	11.44%	12.78%	12.91%	13.19%	13.39%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	305	305	308	308	308

### 股票数据 2021/04/30

6 个月目标价(元)	21.2
收盘价(元)	17.72
12 个月股价区间(元)	13.09~33.86
总市值(百万元)	5,459.98
总股本(百万股)	308
A 股(百万股)	308
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	5%	8%	29%
相对收益	4%	16%	-5%

### 相关报告

《食品饮料周报: 白酒扩容动销旺盛, 调味品关注仲景食品》

--20210421

《食品饮料行业周报: 估值回归合理区间, 关注一季度业绩反弹》

--20210412

《食品饮料行业深度: 深度解析酱酒行业的发展前景与竞争格局》

--20210407

《估值回归预期强化, 关注一季度高弹性标的》

--20210329

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001

021-20361174 liqiang@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	438	636	835	1,109
交易性金融资产	700	720	730	740
应收款项	2	2	3	3
存货	315	307	374	432
其他流动资产	21	31	39	43
<b>流动资产合计</b>	<b>1,475</b>	<b>1,697</b>	<b>1,980</b>	<b>2,326</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	10	11	11	11
固定资产	282	302	312	312
无形资产	56	83	101	110
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>446</b>	<b>517</b>	<b>570</b>	<b>607</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,921</b>	<b>2,213</b>	<b>2,550</b>	<b>2,934</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	41	46	54	62
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>120</b>	<b>146</b>	<b>174</b>	<b>195</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
<b>长期负债合计</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>34</b>
<b>负债合计</b>	<b>154</b>	<b>180</b>	<b>208</b>	<b>229</b>
归属于母公司股东权益合计	1,767	2,033	2,342	2,704
少数股东权益	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,921</b>	<b>2,213</b>	<b>2,550</b>	<b>2,934</b>

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,093	1,282	1,488	1,712
营业成本	714	820	955	1,095
营业税金及附加	10	10	13	15
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	100	119	140	160
管理费用	51	65	71	80
财务费用	-2	-6	-9	-13
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	33	26	34	40
<b>营业利润</b>	<b>261</b>	<b>304</b>	<b>359</b>	<b>423</b>
营业外收支净额	5	3	4	2
<b>利润总额</b>	<b>266</b>	<b>307</b>	<b>363</b>	<b>425</b>
所得税	40	44	54	63
净利润	226	262	309	362
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>226</b>	<b>262</b>	<b>309</b>	<b>362</b>
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>226</b>	<b>262</b>	<b>309</b>	<b>362</b>
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	25	33	22	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-33	-26	-34	-40
运营资本变动	-97	23	-47	-41
其他	-1	-3	-4	-2
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>120</b>	<b>289</b>	<b>246</b>	<b>291</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-65</b>	<b>-94</b>	<b>-48</b>	<b>-17</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-24</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>231</b>	<b>132</b>	<b>256</b>	<b>311</b>

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.73	0.85	1.00	1.18
每股净资产 (元)	5.74	6.60	7.60	8.78
每股经营性现金流量	0.39	0.94	0.80	0.94
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	8.4%	17.3%	16.1%	15.0%
净利润增长率	26.1%	16.2%	17.8%	17.2%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	34.7%	36.0%	35.8%	36.0%
净利润率	20.7%	20.5%	20.8%	21.2%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转率 (次)	0.64	0.67	0.66	0.66
存货周转率 (次)	160.88	136.56	143.04	143.85
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	8.0%	8.1%	8.2%	7.8%
流动比率	12.29	11.61	11.36	11.90
速动比率	9.53	9.36	9.07	9.54
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	9.2%	9.3%	9.4%	9.3%
管理费用率	4.7%	5.1%	4.8%	4.7%
财务费用率	-0.2%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	26.81	21.09	17.91	15.28
P/B (倍)	3.43	2.72	2.36	2.05
P/S (倍)	5.01	4.32	3.72	3.23
净资产收益率	12.8%	12.9%	13.2%	13.4%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现为东北证券食品饮料行业首席分析师，5年买方研究经验，2015年起从事卖方研究工作，荣获2020年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一，2020年Wind资讯金牌分析师食品饮料行业第二，2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队，2018年每市食品饮料行业年度组合收益第四，2018年投研社最受机构欢迎分析师，2018年进门财经百佳分析师，2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第七，2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第三，2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第二，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的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。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A股市场以沪深300指数为市场基准，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）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。	
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。	
	减持	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。	
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
周之斌	021-20361111	18054655039	zhouzb@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn