Q2 业绩增长超预期，新品上市+品牌焕新

增持 ——维持

日期：2020 年 07 月 06 日
行业：食品饮料

分析师： 周菁
Tel： 021-53686158
E-mail： zhoujing@shzq.com
SAC 证书编号： S0870518070002

基本数据（2020.7.3）

报告日股价（元）	60.28
12mth A 股价格区间（元）	23.59-60.28
总股本（百万股）	599.07
无限售 A 股/总股本	20.90%
流通市值（亿元）	75.48
每股净资产（元）	4.64
PBR（X）	12.98

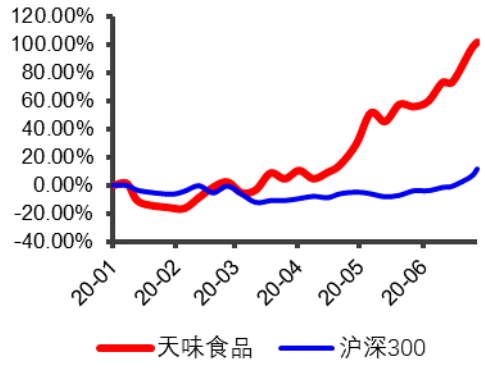
主要股东（2020Q1）

邓文	67.84%
唐璐	10.89%
卢小波	2.72%

收入结构（2020Q1）

火锅底料	40.2%
川菜调料	52.7%
香肠腊肉调料	0.5%
鸡精	3.2%
香辣酱	1.9%
其他	1.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



■ 公司动态事项

公司发布2020年上半年业绩预告，预计上半年归属净利润同比增长82.85%-101.18%，扣非归属净利润同比增长83.07%-101.65%。

■ 事项点评

多方因素促成 Q2 盈利高速增长

我们估算 Q2 公司归属净利润约为 1.11-1.29 亿元，取中值计算同比增速约为 312.37%。我们认为盈利高速增长：一是 Q2 收入恢复较快增长，主要系 Q1 订单履约及渠道加速开拓，Q1 末公司账面合同负债 1.09 亿元，同比增长 106.39%；二是去年底为应对辣椒、姜蒜等原材料价格上涨压力，公司上调部分产品出厂价，缓解成本压力的同时对毛利率有正向作用；三是疫情期间公司部分营销费用预算方案未如期实施，销售费用率大概率下行，为利润释放提供空间。为匹配渠道扩张、收入高速增长目标，我们预计营销费用将集中在下半年投放，近期公司“好人家”与《非诚勿扰》合作扩大品牌知名度，相关费用将在下半年确认。

不辣汤系火锅底料已上市，大红袍品牌全新出发

近日公司旗下“好人家”品牌新推出不辣汤系列火锅底料，已在天猫等电商平台上市，有阳光番茄、菌汤、骨汤、三鲜等口味，每 100g 售价来看高于传统麻辣牛油火锅底料，此外推出醇香牛油火锅底料新品，火锅底料产品线进一步丰富。公司以“好人家”和“大红袍”双品牌驱动，其中“好人家”定位中高端全品类产品，“大红袍”则定位中端、将主攻餐饮火锅底料市场。近日公司大红袍·大事业品牌战略全面启动，在渠道、时段、消费者推广方面和好人家实施差异化策略。

定增加码产能，产品研发力强，全国布局加快

公司拟定增募资不超过16.3亿元用于扩建产能，其中调味品产业化项目将年新增火锅底料5万吨、川菜调料10万吨产能，食品、调味品产业化生产基地改扩建项目将年新增火锅底料 4 万吨产能。公司 IPO 募投产能约 3.8 万吨（家园生产基地 3.2 万吨+双流生产基地 0.6 万吨），19 年公司产能约 11 万吨，随着募投项目逐步投产，预计 20 年公司产能将达约 14 万吨。考虑定增产能项目，公司未来规划产能将超过 30 万吨，产能规模业内领先，且产能复合增速达 30-40%左右，与股权激励营收增长目标匹配。公司有较强的产品研发力，老坛酸菜鱼调料和手工火锅底料是两大单品，此外青花椒鱼调料、小龙虾调料和麻辣香锅调料等也迅速增长，公司每年推出 3-5 款单品，产品矩阵日臻完善。公司拥有“好人家”“大红袍”两大品牌，“好人家”在家庭消费渠道渗透加快。公司从区域走向全国，西南区域收入占比从 2016 年的 31.25%降至 2019 年的 27.21%，全国经销商数量从 786 家增至 1221 家，今年将继续优化并下沉渠道，计划新开发 500-700 家经销商。我们认为公司未来的成长性体现在：（1）B 端餐饮连锁化及 C 端家庭烹饪便捷化的需求上升促使复合调味料行业进入成长景气周期，公司作为川调龙头享受行业成长红利；（2）公司优化管理体系，

引进优秀人才完善职业经理人制度，实施股权激励激发内部活力；（3）公司有较强的产品研发力，大单品酸菜鱼调料已有十年生命周期但仍具竞争力，“好人家”品牌系列产品逐渐打开消费者市场，看好未来新品迭出带来的业绩增量，同时“大红袍”品牌全新出发，未来在餐饮渠道发力扩张；（4）公司加快全国化布局，西南区域外市场及县乡等渠道下沉有空间。

■ 投资建议

由于公司利润增长超预期，我们上调盈利预测，预计 2020-2022 年公司归属净利润分别为 3.94/4.99/6.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.66/0.83/1.09 元/股，对应 PE 分别为 92/72/55 倍（按 2020/7/3 收盘价计算）。公司所处复合调味料赛道成长性好，公司作为龙头享受行业增长红利，中长期内成长空间可观。公司股权激励目标积极，并从产能规划、产品体系、渠道扩张及内部激励等多维度优化提升来保障目标的可实施性，看好公司乘行业东风的快速发展潜力。维持“增持”评级。

■ 风险提示

食品质量安全风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、产品销售增速下滑风险、全国渠道拓展不及预期等。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1727.33	2313.90	3086.01	4083.46
年增长率		33.96%	33.37%	32.32%
归属于母公司的净利润	296.97	393.68	498.95	650.75
年增长率		32.56%	26.74%	30.42%
每股收益（元）	0.50	0.66	0.83	1.09
PER（X）	121.60	91.73	72.38	55.49

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/7/3 收盘价）

资产负债表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	676	827	1223	1678
应收和预付款项	26	36	48	63
存货	98	189	192	310
其他流动资产	940	940	940	940
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	362	448	519	574
无形资产和开发支出	34	29	24	19
其他非流动资产	5	0	0	0
资产总计	2142	2469	2945	3585
短期借款	0	0	0	0
应付和预收款项	291	296	357	456
长期借款	0	0	0	0
其他负债	9	4	4	4
负债合计	300	300	361	460
股本	413	413	413	413
资本公积	486	486	486	486
留存收益	943	1270	1685	2226
归属母公司股东权益	1842	2169	2584	3125
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1842	2169	2584	3125
负债和股东权益合计	2142	2469	2945	3585

现金流量表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	378	387	587	666
投资活动产生现金流量	-459	-123	-123	-123
融资活动产生现金流量	403	-55	-69	-88
现金流量净额	321	209	396	456

利润表（单位：百万元）

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1727	2314	3086	4083
营业成本	1083	1417	1879	2476
营业税金及附加	15	21	27	36
营业费用	241	336	478	645
管理&研发费用	90	120	160	212
财务费用	-5	-7	-9	-14
资产处置收益	0	0	0	0
投资&其他收益	32	20	20	20
公允价值变动净收益	0	0	0	0
营业利润	334	447	570	747
营业外收支净额	12	12	12	12
利润总额	346	459	582	759
所得税	49	66	83	109
净利润	297	394	499	651
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	297	394	499	651

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	37.29%	38.76%	39.11%	39.36%
EBIT/销售收入	19.64%	19.38%	18.37%	18.06%
销售净利率	17.09%	17.01%	16.17%	15.94%
ROE	16.02%	18.15%	19.31%	20.82%
资产负债率	11.42%	12.15%	12.26%	12.82%
流动比率	7.21	6.73	6.73	6.57
速动比率	6.79	6.09	6.19	5.89
总资产周转率	0.83	0.94	1.05	1.14
应收账款周转率	154.60	234.78	169.65	215.82
存货周转率	11.02	7.51	9.79	8.00

数据来源：WIND 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。