

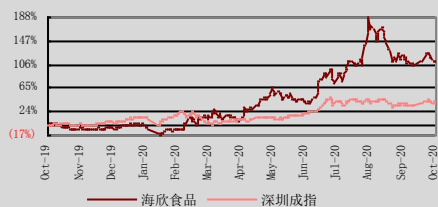
002702.SZ

买入

市场价格：人民币 8.98

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	108.1	(6.0)	9.5	108.1
相对深证成指	81.5	(8.4)	10.0	67.1

发行股数(百万)	481
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	4,317
3 个月日均交易额(人民币 百万)	270
净负债比率(%) (2020E)	(6)
主要股东(%)	
滕用雄	19

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 10 月 21 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料:食品加工

证券分析师：毕翘楚

(8610)83949415

qiaochu.bi@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520040001

证券分析师：汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040002

海欣食品

扩张与改革落地，品类协同效应加快

速冻龙头企业发挥渠道优势，海欣食品首次覆盖。

支撑评级的要点

- 百年鱼丸龙头企业，拥有鱼极、海欣精品、海欣三大品牌，围绕正餐和火锅场景发展品类。海欣食品主要从事速冻鱼肉制品与速冻肉制品和常温鱼肉制品和肉制品的生产和销售。14 年收购中国台湾品牌“鱼极”，在高端速冻鱼糜领域布局深入。公司 C 端布局多年，今年上半年公司受益疫情，高端产品销售超预期，其中高端产品占比+9pct，对利润正向贡献大。
- 公司股权较为集中，成立员工激励平台完善激励机制。海欣食品是一家典型的家族型企业，由滕用雄、滕用庄、滕用严、滕用伟 4 人实际控制，合计持有公司总股本的 44.91%，股权集中。公司于 2020 年 8 月出资 1,830 万元收购百肴鲜 61% 的股权，并将百肴鲜 10% 的股权对应转让价格 360 万元转让给员工激励平台，完善激励机制。
- 扩张与改革接连落地，叠加品类协同效应加快，公司值得期待。百肴鲜产品种类丰富，渠道、供应链成熟，与公司形成优势互补。增资标的公司二期建设项目，增加速冻米面制品产能，为客户提供全方位解决方案。
- 公司通过增加班次+租赁轻资产+长期建厂方式提升产能，对销量增长形成支撑。公司依托鱼糜制品优势，短期快速增加产能，通过规模效应解决产能不足&品类不全两大问题，依托渠道优势复制安井食品成功故事。

估值

- 我们预测海欣食品 20-22 年 EPS 为 0.18、0.23、0.30 元，同比+1162%、28%、31%。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 原材料成本涨幅超预期，管理层减持风险，产能扩张不及预期，行业竞争加剧。

投资摘要

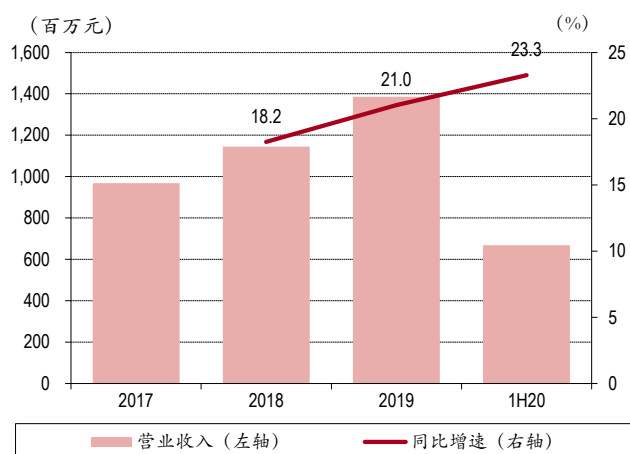
年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,145	1,385	1,721	2,182	2,812
变动(%)	18	21	24	27	29
净利润(人民币 百万)	35	7	86	111	145
全面摊薄每股收益(人民币)	0.073	0.014	0.180	0.230	0.302
变动(%)	(227.9)	(80.4)	1,162.2	28.3	30.9
全面摊薄市盈率(倍)	123.7	631.2	50.0	39.0	29.8
价格/每股现金流量(倍)	138.7	19.8	98.0	55.8	45.9
每股现金流量(人民币)	0.06	0.45	0.09	0.16	0.20
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.2	64.9	43.7	31.8	23.0
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.054	0.069	0.090
股息率(%)	n.a.	0.6	0.6	0.8	1.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

百年鱼丸龙头企业，围绕正餐和火锅场景多品类发展

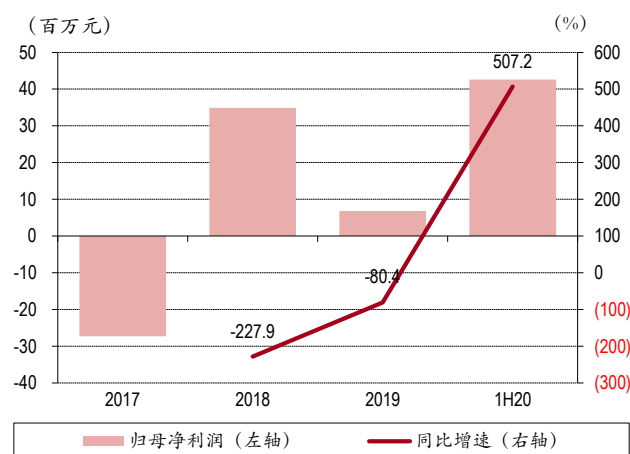
海欣食品是一家具有百年历史传承的国家农业产业化重点龙头企业，主要从事速冻鱼肉制品与速冻肉制品和常温鱼肉制品和肉制品的生产和销售。14 年收购中国台湾品牌“鱼极”，在高端速冻鱼糜领域布局深入。速冻产品以速冻鱼糜制品系列产品为核心，兼顾速冻肉制品等其他速冻食品，主要包括鱼丸、肉丸、芝士丸、龙虾球、鳕鱼豆腐等。常温休闲产品包括蟹柳、鱼豆腐、速食关东煮等。从销售收入来看，公司自 18 年开始收入保持较高速增长，1H20 实现收入 5.6 亿，+25%。利润端波动较大，19 年由于对长期股权投资进行计提减值准备，影响 2000 万左右的利润；今年上半年公司受益疫情，高端产品销售超预期，其中高端产品占比+9pct，对利润正向贡献大。

图表 68. 2017-1H20 营业收入及同比增速



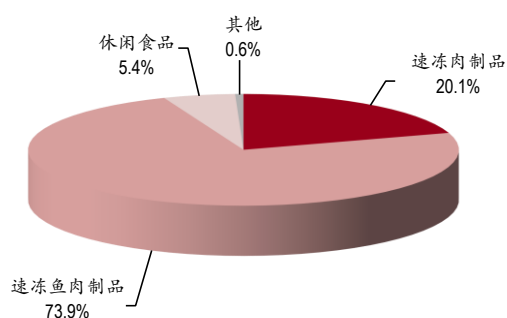
资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 2017-1H20 归母净利润及同比增速



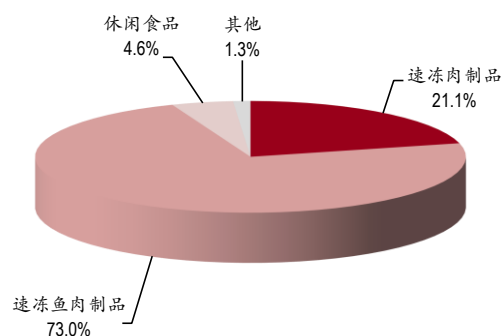
资料来源：公司公告，中银证券

图表 70. 主营业务营收占比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 71. 主营业务毛利润占比

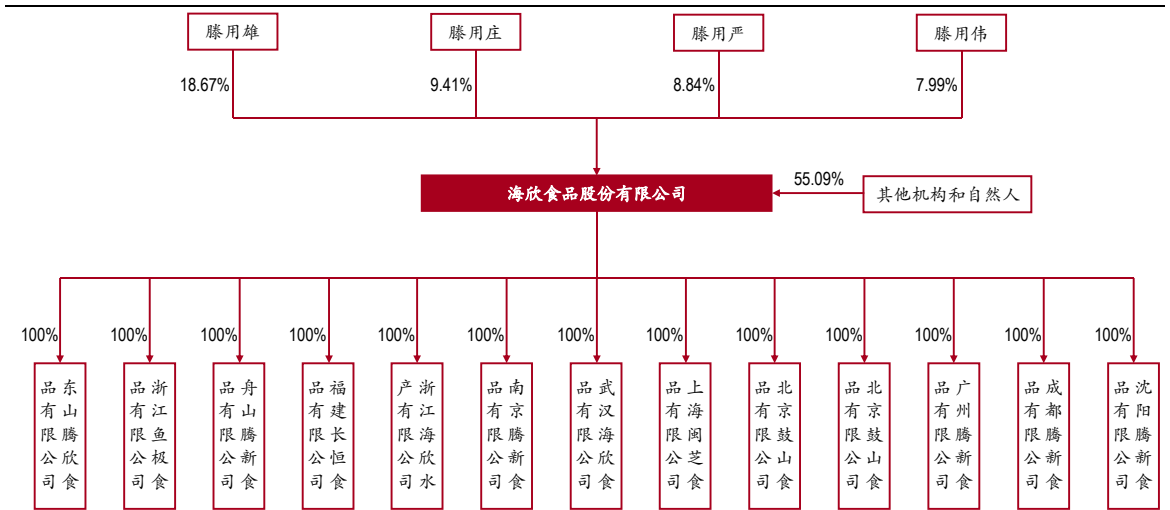


资料来源：公司公告，中银证券

公司股权集中，成立员工激励平台完善激励机制

滕氏兄弟 4 人为公司实际控制人，合计持有公司总股本的 44.91%，股权较为集中。海欣食品是一家典型的家族型企业，由滕用雄、滕用庄、滕用严、滕用伟 4 人实际控制，旗下有多家子公司。目前，滕用庄为董事长，滕用严任总经理，管理公司工作。

图表 72. 海欣食品股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

收购百肴鲜预留 10%股权成立员工激励平台，完善公司激励机制。公司于 2020 年 8 月出资 1,830 万元收购百肴鲜 61% 的股权，并将百肴鲜 10% 的股权对应转让价格 360 万元转让给员工激励平台。此次员工激励平台，由公司核心管理人员及技术人员等成立合伙企业，该合伙企业具体合伙人名单和份额将由百肴鲜公司股东会审议决定。借助员工激励平台，完善了目前激励不足的状况，提高管理层积极性和主观能动性，提升管理经营效率。

扩张与改革接连落地，叠加品类协同效应加快，公司值得期待

百肴鲜聚焦中高端面点，品类与公司业务协同性高

百肴鲜产品种类丰富，渠道、供应链成熟，与公司形成优势互补。百肴鲜主要产品包括蛋黄烧麦、流沙包、四方包、红糖馒头等，现有创始团队、业务和技术、渠道和供应链建设、制造研发等各方面均较为成熟，海欣选择投资百肴鲜开拓速冻米面市场，补充和丰富产品品类，有利于公司更好满足客户需求，开拓销售渠道，扩大销售规模。同时，百肴鲜现有渠道以便利渠道和餐饮特通渠道为主，也是海欣重点开拓方向。

公司通过增加班次+租赁轻资产+长期建厂方式提升产能，对销量增长形成支撑

公司全国共有 4 个生产基地（一个原材料鱼浆基地，另外三个产成品基地），此外还有连江和马尾两个基地在筹建中，通过增加班次、租赁轻资产和长期建厂方式提升产能，以满足销售端的快速增长，解决短期紧缺问题。目前生产仍以速冻鱼糜为主，百肴鲜可迅速补充速冻米面产能。综上，受益下游需求爆发，龙头企业跑马圈地时代到来，海欣食品扩张与改革接连落地，叠加品类协同效应加快，公司值得期待。

图表 73. 海欣食品产能汇总（万吨/年）

	产能	产品种类
漳州东山	5 万吨（200 亩）	各品类均有（包括鱼板）
福州金山	3.4 吨，部分产能转移到东山（50 亩，已经满产），年度规划 4 万吨	各类鱼丸
舟山腾新	原料加工基地，公司 50% 鱼浆来自舟山，另规划 50 亩地	原料
浙江嘉兴	6000 吨	鱼板
连江	规划 10 万吨，分两期建设	
马尾（租赁）	1.5 万吨，10 月投产	

资料来源：公司公告，中银证券

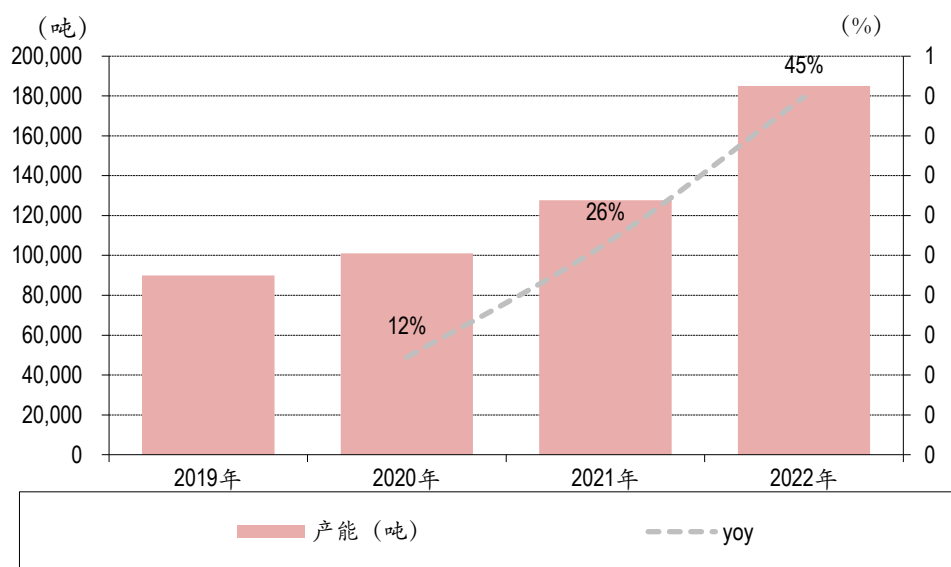
盈利预测和投资评级

关键假设

基于前文的分析，我们对海欣食品未来盈利情况进行了如下假设：

- 1、公司主营业务收入以火锅料制品以及休闲为主，其他业务按照 19 年情况估算保持不变。
- 2、火锅料制品和休闲食品产能扩张以公司已披露信息匡算。公司连江和马尾工厂在 2021 年和 2022 年迎来密集投放期，根据公司公告，2021 年产能+26%，2022 年+45%；根据 2019 年数据，公司产能利用率 110%，产销率 104%；2020-2021 年产能利用率分别按 110%和 105%匡算，总产销率 104%和 100%。

图表 74. 海欣食品产能迎来密集投放



资料来源：公司公告，中银证券

- 3、2019 年由于原材料价格上涨公司已进行提价，目前上游原材料价格稳定，我们预计 2020-2022 年市场逐步稳定，产品平均单价随物价上涨。毛利率随产品结构调整和规模效应增大相应增加。
- 4、上半年受益疫情产品供不应求，费用投放较少，我们判断下半年环比加大销售费用，但整体费用率同比 19 年大幅下降，2020 年销售费用率为 14.8%；随着销售规模快速扩大，21-22 年销售费用率小幅下降，分别为 14.2%和 13.8%。管理费用率 20 年保持不变 4.7%，21-22 年小幅下降分别为 4.5%和 4.3%。研发费用率和财务费用率均保持不变。
- 5、公司所得税率不变，维持 2019 年 32.19%。

图表 75. 海欣食品收入预测表

(亿元)		2018	2019	2020E	2021E	2022E
速冻肉制品	营业收入 (亿元)	2.25	2.78	3.21	3.79	4.55
	yoy (%)	20	24	15	18	20
	毛利率 (%)	34.4	29.9	22.9	23.0	23.2
速鱼肉制品	营业收入 (亿元)	8.55	10.23	12.79	16.37	21.29
	yoy (%)	51	20	25	28	30
	毛利率 (%)	33.4	29.2	25.8	26.0	26.5
休闲食品	营业收入 (亿元)	0.58	0.75	1.12	1.57	2.20
	yoy (%)	(33)	29	50	40	40
	毛利率 (%)	20.5	14.7	18.0	18.5	19.0
合计 (内生增长)	营业总收入 (亿元)	11.45	13.85	17.21	21.82	28.12
	yoy (%)	18	21	24	27	29
	毛利率 (%)	33	29	25	25	26

资料来源: 万得, 中银证券

相对估值和投资评级

我们从 A 股食品饮料行业速冻公司中选取另外 4 家公司进行估值对比, 2020 年 PE 中位值为 60.8x, 2021 年为 58.4x, 海欣食品均低于行业中位值。

图表 76. 可比公司估值表

公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
海欣食品	8.98	43.2	0.01	0.18	0.23	632.4	50.0	39.0
安井食品	180.5	427.2	1.62	1.94	2.53	111.4	93.1	71.5
三全食品	34.5	275.7	0.27	0.57	0.59	127.8	60.8	58.4
广州酒家	34.42	139.1	0.95	1.09	1.44	36.2	31.5	24.0
惠发食品	20.93	35.2	0.04	-	-	523.3	-	-

资料来源: 万得, 中银证券

注: 安井食品、广州酒家、海欣食品 EPS 为中银证券预测, 其他可比公司 EPS 为万得一致预期, 收盘价截止 2020 年 10 月 21 日

我们预测海欣食品 2020-2022 年收入分别达到 17 亿、22 亿、28 亿, 同比增长 24%、27%、29%。对应净利润 0.9 亿、1.1 亿、1.5 亿, 增速+1162%、28%、31%。首次覆盖给予 **买入** 评级。

风险提示

原材料成本涨幅超预期, 管理层减持风险, 产能扩张不及预期, 行业竞争加剧。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	1,145	1,385	1,721	2,182	2,812
销售成本	(777)	(996)	(1,304)	(1,651)	(2,116)
经营费用	(295)	(324)	(320)	(397)	(510)
息税折旧前利润	73	65	98	135	186
折旧及摊销	32	9	14	15	15
经营利润 (息税前利润)	41	57	84	120	170
净利息收入/(费用)	0	0	0	0	0
其他收益/(损失)	15	8	8	8	8
税前利润	42	9	126	162	213
所得税	(7)	(3)	(41)	(53)	(69)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	35	7	86	111	145
核心净利润	35	7	86	111	145
每股收益 (人民币)	0.073	0.014	0.180	0.230	0.302
核心每股收益 (人民币)	0.073	0.014	0.180	0.230	0.302
每股股息 (人民币)	0.000	0.050	0.054	0.069	0.090
收入增长(%)	18	21	24	27	29
息税前利润增长(%)	(202)	37	48	43	42
息税折旧前利润增长(%)	(409)	(11)	49	38	38
每股收益增长(%)	(228)	(80)	1,162	28	31
核心每股收益增长(%)	(228)	(80)	1,162	28	31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	336	243	234	241	250
应收帐款	165	205	254	323	416
库存	235	295	386	488	626
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	737	742	875	1,052	1,292
固定资产	306	296	365	416	468
无形资产	17	72	69	65	61
其他长期资产	95	86	67	48	30
长期资产总计	417	454	501	529	559
总资产	1,154	1,196	1,375	1,581	1,851
应付帐款	229	286	374	474	607
短期债务	34	31	44	47	46
其他流动负债	82	89	109	137	175
流动负债总计	346	406	527	658	828
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	2	(1)	(3)	(6)
股本	481	481	481	481	481
储备	324	308	368	446	547
股东权益	804	788	849	926	1,028
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,154	1,196	1,375	1,581	1,851
每股帐面价值 (人民币)	1.67	1.64	1.77	1.93	2.14
每股有形资产 (人民币)	1.64	1.49	1.62	1.79	2.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.12)	(0.15)	(0.10)	(0.09)	(0.10)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	42	9	126	162	213
折旧与摊销	32	9	14	15	15
净利息费用	(0)	(0)	0	0	0
运营资本变动	(9)	(40)	(50)	(68)	(93)
税金	(7)	(2)	(40)	(51)	(68)
其他经营现金流	(26)	243	(6)	20	27
经营活动产生的现金流	31	219	44	77	94
购买固定资产净值	(27)	(47)	(47)	(47)	(47)
投资减少/增加	10	16	6	6	6
其他投资现金流	18	(134)	(4)	(7)	(9)
投资活动产生的现金流	1	(164)	(44)	(47)	(49)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(18)	7	12	3	(1)
支付股息	0	(24)	(26)	(33)	(44)
其他融资现金流	0	(24)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(18)	(41)	(14)	(30)	(45)
现金变动	14	13	(14)	0	0
期初现金	78	92	105	92	92
公司自由现金流	32	54	0	30	45
权益自由现金流	14	61	12	33	44

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.4	4.7	5.7	6.2	6.6
息税前利润率(%)	3.6	4.1	4.9	5.5	6.1
税前利润率(%)	3.6	0.6	7.3	7.4	7.6
净利率(%)	3.0	0.5	5.0	5.1	5.2
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.8	1.7	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(7.2)	(9.3)	(5.6)	(4.8)	(4.5)
速动比率(倍)	1.5	1.1	0.9	0.9	0.8
估值					
市盈率(倍)	123.7	631.2	50.0	39.0	29.8
核心业务市盈率(倍)	123.7	631.2	50.0	39.0	29.8
市净率(倍)	5.4	5.5	5.1	4.7	4.2
价格/现金流(倍)	138.7	19.8	98.0	55.8	45.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.2	64.9	43.7	31.8	23.0
周转率					
存货周转天数	70.3	69.8	72.1	73.1	72.3
应收帐款周转天数	51.1	48.7	48.7	48.3	47.9
应付帐款周转天数	69.0	67.9	70.0	70.9	70.2
回报率					
股息支付率(%)	0.0	351.4	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	4.4	0.9	10.5	12.5	14.8
资产收益率(%)	3.1	3.1	4.4	5.5	6.7
已运用资本收益率(%)	5.1	6.9	9.8	12.9	16.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测