

日期: 2020 年 11 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 (2020.11.5)

报告日股价 (元)	8.34
12mth A 股价格区间 (元)	3.60-12.44
总股本 (百万股)	480.76
无限售 A 股/总股本	66.32%
流通市值 (亿元)	26.59
每股净资产 (元)	1.73
PBR (X)	4.83

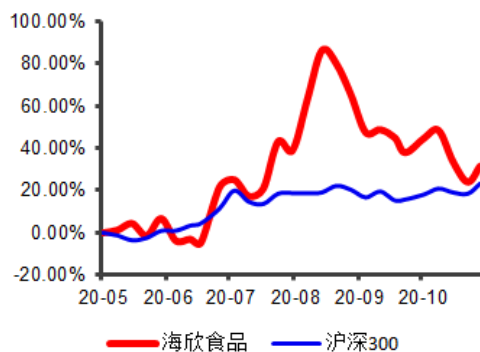
## 主要股东 (2020Q3)

滕用雄	18.67%
滕用庄	9.41%
滕用严	8.84%
滕用伟	7.99%

## 收入结构 (2020H1)

速冻鱼肉制品	73.53%
速冻肉制品	19.04%
海欣休闲食品	7.01%
其他	0.42%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



# 产品结构优化助力利润率提升， 进入产能扩张新阶段

## ■ 公司动态事项

公司发布2020年三季报，前三季度实现营收10.67亿元/+21.57%，归属净利润为6597万元/+432.68%，扣非归属净利润6344万元/+624.87%。其中Q3营收3.99亿元/+18.81%，归属净利润为2338万元/+335.32%，扣非归属净利润为2292万元/+449.73%。

## ■ 事项点评

## Q3 收入保持较快增长，产品结构优化助力利润率提升

剔除会计准则影响，公司前三季度营收同比增长23.43%，Q3环比增速略有放缓，但预计还原口径下同比增速在20%左右，公司收入端仍然保持较快增长。展望Q4，火锅料消费旺季来临+租赁的马尾工厂部分投产+收购百肴鲜于9月1日开始并表（贡献较小），我们预判Q4收入增速环比将有所回升。前三季度还原口径下公司毛利率同比提高2.47个百分点，我们认为主要系产品结构优化，Q3虽中高端产品（鱼极、优选）占比环比Q2略有下降，但同比仍提高7.67个百分点，对毛利率有正向贡献。前三季度还原口径下公司费用率同比下降2.51个百分点，主要是销售费用率下降。受益于毛销差扩大，公司前三季度净利率为6.2%/+4.8pct，其中Q3净利率为5.9%/+4.3pct。公司预计全年净利润在7500万元-9500万元，同比增长997%-1289%，对应Q4净利润预计约在900-2900万元左右，而去年同期受计提对猫诚股份的长期股权投资减值准备影响录得亏损。目前公司对猫诚股份的长期股权投资余额已接近其净资产水平，未来在其正常经营前提下进一步减值的概率不大。

## 短期租赁+协同与中长期自建突破产能瓶颈

公司目前约有产能10万吨，不足安井的1/5，产能有限是制约公司快速发展的主要掣肘。公司从短中长期入手突破产能瓶颈：（1）短期：通过租赁工厂与协同叠加模式轻资产扩张产能，公司今年7月签订马尾工厂租赁协议，10月末已达到生产条件，正在申请办理相关证件，建设期较自建模式大幅缩短。同时，公司收购了速冻面点生产商百肴鲜，未来也将继续筹建新厂。我们预计21年公司新增产能包括马尾工厂1.5万吨+百肴鲜工厂+部分代工，估算产能增加20%左右。（2）中长期：自建连江工厂和舟山工厂，成为未来公司重要的产成品基地和原料基地。连江工厂共规划10万吨速冻鱼、肉制品产能和2000吨大豆拉丝蛋白产能，预计21年底一期投产、22年中二期投产，考虑到产能爬坡，我们估算20-22年间公司规划产能复合增速达30%以上。公司进入到产能扩张驱动增长阶段。

## ■ 投资建议

我们预计2020-2022年公司归属净利润分别为0.90/1.10/1.45亿元，对应EPS分别为0.19/0.23/0.30元/股，对应PE分别为45/36/28倍。公司产品研发实力较强，鱼极是业内最高端的速冻火锅料品牌之一，吨价处于

行业中高区间。公司当前发展主要受制于产能规模，随着短期租赁+协同与中长期自建双管齐下，公司进入到产能快速扩张的新阶段，同时产品端品类不断丰富（中高端产品占比提升、拓展速冻面点产品），渠道端公司大力发展经销商、向区县级市场加强下沉，合力推动收入端进入加速增长阶段。首次覆盖，给予“增持”评级。

## ■ 风险提示

疫情反复风险、原材料成本上涨风险、产能建设不及预期、市场竞争加剧风险、食品安全风险等。

## ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1385.18	1718.86	2183.58	2830.07
年增长率		24.09%	27.04%	29.61%
归属于母公司的净利润	6.84	89.66	110.44	144.81
年增长率		1210.84%	23.17%	31.13%
每股收益 (元)	0.01	0.19	0.23	0.30
PER (X)	586.19	44.72	36.31	27.69

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2020/11/5 收盘价）

## 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

## 资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	105	344	437	566
应收和预付款项	219	268	350	450
存货	295	399	477	651
其他流动资产	123	124	124	124
长期股权投资	19	19	19	19
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	300	351	578	773
无形资产和开发支出	72	127	121	115
其他非流动资产	63	4	3	3
<b>资产总计</b>	<b>1196</b>	<b>1634</b>	<b>2108</b>	<b>2701</b>
短期借款	0	309	588	859
应付和预收款项	374	415	500	677
长期借款	0	0	0	0
其他负债	34	31	31	31
<b>负债合计</b>	<b>408</b>	<b>756</b>	<b>1120</b>	<b>1567</b>
股本	481	481	481	481
资本公积	103	103	103	103
留存收益	205	294	405	550
归属母公司股东权益	788	878	989	1133
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>788</b>	<b>878</b>	<b>989</b>	<b>1133</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1196</b>	<b>1634</b>	<b>2108</b>	<b>2701</b>

## 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	-19	69	77	99
投资活动产生现金流量	38	-88	-260	-235
融资活动产生现金流量	-24	309	276	265
<b>现金流量净额</b>	<b>-5</b>	<b>290</b>	<b>93</b>	<b>129</b>

## 利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1385</b>	<b>1719</b>	<b>2184</b>	<b>2830</b>
营业成本	984	1287	1625	2092
营业税金及附加	12	15	19	25
营业费用	288	203	266	354
管理&研发费用	80	110	144	187
财务费用	0	0	3	6
资产减值损失	-25	0	0	0
投资收益	6	7	10	13
其他收益	6	7	10	13
<b>营业利润</b>	<b>9</b>	<b>119</b>	<b>146</b>	<b>192</b>
营业外收支净额	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>10</b>	<b>120</b>	<b>147</b>	<b>193</b>
所得税	3	30	37	48
<b>净利润</b>	<b>7</b>	<b>90</b>	<b>110</b>	<b>145</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>7</b>	<b>90</b>	<b>110</b>	<b>145</b>

## 财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	28.97%	25.15%	25.60%	26.07%
EBIT/销售收入	0.69%	6.97%	6.87%	7.03%
销售净利率	0.49%	5.22%	5.06%	5.12%
ROE	0.87%	10.21%	11.17%	12.78%
资产负债率	34.08%	46.25%	53.11%	58.04%
流动比率	1.83	1.50	1.24	1.14
速动比率	1.10	0.96	0.81	0.72
总资产周转率	1.18	1.05	1.04	1.05
应收账款周转率	7.63	6.92	6.74	6.77
存货周转率	3.71	3.23	3.41	3.22

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。