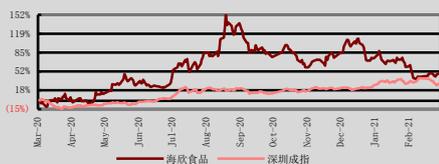


**002702.SZ**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.37

板块评级: 强于大市

**本报告要点**
**■ 跟踪点评**
**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(17.8)	(7.4)	(19.0)	64.4
相对深证成指	(18.0)	(6.3)	(25.7)	29.1

发行股数(百万)	481
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	3,543
3个月日均交易额(人民币 百万)	148
净负债比率(%) (2021E)	(11)
主要股东(%)	
滕用雄	19

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2021 年 3 月 1 日收市价为标准

**相关研究报告**

 《海欣食品: 股权激励落地, 团队动力提升》  
 20210209

 《海欣食品: 产能扩张与品类协同继续, 全国  
 化布局之路开启》 20201129

 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

## 4Q 收入增速放缓, 结构调整带动盈利能力提升

公司发布 20 年业绩快报: 2020 年实现营业收入 16.1 亿, 同比+15.9%; 归母净利润 7168 万, 同比+948%; EPS 0.15 元/股。其中 4Q20 收入 5.4 亿, 同比+6.1%; 归母净利润 570.6 万, 扭亏为盈; EPS 0.01 元/股。4Q 收入增速环比放缓。

**支撑评级的要点**

■ **4Q 受产能限制和部分地区疫情影响公司收入增速放缓, 20 年利润大幅增长, 净利率 4.5%, 主要为中高端产品销售带动。** (1) 20 年全年公司实现营收 16.1 亿, 同增 15.9%, 推测还原同比口径+20%, 1-4Q 增速分别为 +5%/+48%/+19%/+6% (推算 3Q/4Q 还原同比口径+20~25%/+7~9%), 20 年上半年受益疫情公司产品销售大幅增长, 上半年为速冻淡季, 可通过增加班次等方式迅速增加产能。下半年速冻火锅料生产旺季, 但增速下滑主要原因为: ①公司马尾工厂在 11 月中旬投产, 新增产能贡献不足(2H19 已经在原有产能基础上增加班次); ②4Q 部分地区疫情反复, C 端受到一定影响; ③春节备货延后, 部分收入延后至 1Q21 确认。 (2) 20 年, 公司计提资产减值准备金并核销资产, 其中资产减值准备 553 万元, 核销固定资产净损失 361 万元, 核销存货 66.5 万元, 应收账款和其他应收款核销 674 万元。本次核销资产, 预计会减少公司 2020 年度税前利润 981 万元, 归属母公司股东的所有者权益减少 981 万元。 (3) 19 年, 公司计提猫诚股权的长期股权投资减持准备 1901 万元, 减少 19 年税后利润 1431 万元。还原资产减值及核销资产影响, 公司 19 年营业利润率 2%, 20 年营业利润率 6.3%, 提升幅度明显, 我们判断主要原因为产品结构优化升级, 中高端优选和鱼极产品销售带动, 占整体比例提升导致。 (4) 公司全年实现营业利润 9634 万元, 同比+990%; 利润总额 9647 万元, 同比+856%; 归母净利润 7168 万元, 同比+948%。

■ **员工激励平台+股权激励将员工利益与公司绑定, 我们判断未来增长有望超股权激励目标。**公司在 2020 年 8 月 19 日和 2020 年 11 月 27 日分别发布对外投资公告, 取得百肴鲜 61% 股权和设立山东海欣吉强合资公司并取得 57% 股权, 两次对外投资均预留股份给员工持股平台, 希望通过激励核心管理人员及技术人员等, 提高管理层积极性和主观能动性, 提升管理经营效率。2021 年 2 月 24 日发布股权激励, 激励目标 21-23 年最低标准收入增长分别为 16%、17%、18%, 目标不难实现, 主要为增强员工动力。我们判断公司在百肴鲜、马尾和山东工厂等产能逐步投产后, 收入端有较大可能超股权激励目标。

**估值**

■ 根据资产减值情况小幅下调盈利预测, 预计 2020-22 年 EPS 分别为 0.15、0.19、0.25 元, 同比变化+948%、+26%、+33%, 还原股权激励费用影响后, 2021、2022 扣非净利润同比+45%、+27%, 维持**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

■ 行业竞争大幅加剧、原料成本大幅上涨。

**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	1,606	1,934	2,330
变动(%)	18	21	16	20	21
净利润(人民币 百万)	35	7	72	90	120
全面摊薄每股收益(人民币)	0.073	0.014	0.149	0.188	0.250
变动(%)	(227.9)	(80.4)	948.0	26.0	32.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.17	0.21	0.26
调整幅度(%)			(14.29)	(8.99)	(5.15)
全面摊薄市盈率(倍)	101.5	518.0	49.4	39.2	29.5
价格/每股现金流量(倍)	130.0	13.7	53.4	36.8	29.3
每股现金流量(人民币)	0.06	0.54	0.14	0.20	0.25
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.2	135.1	36.0	28.2	20.9
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.045	0.056	0.075
股息率(%)	-	0.7	0.6	0.8	1.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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	1,606	1,934	2,330
销售成本	(777)	(996)	(1,187)	(1,426)	(1,713)
经营费用	(291)	(364)	(322)	(385)	(454)
息税折旧前利润	77	26	96	122	163
折旧及摊销	32	9	14	15	15
经营利润(息税前利润)	45	17	83	108	148
净利息收入/(费用)	0	0	0	0	0
其他收益/(损失)	15	8	6	6	6
税前利润	42	9	96	121	161
所得税	(7)	(3)	(25)	(31)	(41)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	35	7	72	90	120
核心净利润	35	7	72	90	120
每股收益(人民币)	0.073	0.014	0.149	0.188	0.250
核心每股收益(人民币)	0.073	0.014	0.149	0.188	0.250
每股股息(人民币)	0.000	0.050	0.045	0.056	0.075
收入增长(%)	18	21	16	20	21
息税前利润增长(%)	(659)	(62)	381	30	37
息税折旧前利润增长(%)	780	(67)	275	27	33
每股收益增长(%)	(228)	(80)	948	26	33
核心每股收益增长(%)	(228)	(80)	948	26	33

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	96	121	161
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)	(33)	(49)	(59)
税金	(7)	(2)	(25)	(31)	(41)
其他经营现金流	(30)	283	13	40	45
经营活动产生的现金流	27	258	66	96	121
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	(94)	(4)	(8)	(4)
投资活动产生的现金流	1	(125)	(44)	(49)	(45)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(14)	(72)	1	0	0
支付股息	0	(24)	(22)	(27)	(36)
其他融资现金流	0	(24)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(14)	(120)	(20)	(27)	(36)
现金变动	14	13	2	21	41
期初现金	78	92	105	107	128
公司自由现金流	28	134	22	48	76
权益自由现金流	14	61	24	48	76

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	92	105	107	128	168
应收帐款	165	205	237	286	345
库存	235	295	351	422	507
其他流动资产	245	138	141	146	151
流动资产总计	737	742	837	981	1,171
固定资产	306	296	339	366	386
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	474	479	477
总资产	1,154	1,196	1,311	1,461	1,648
应付帐款	229	286	341	409	492
短期债务	34	31	33	33	33
其他流动负债	82	89	100	120	143
流动负债总计	346	406	474	562	668
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	358	421	505
股东权益	804	788	839	902	986
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,154	1,196	1,311	1,461	1,648
每股帐面价值(人民币)	1.67	1.64	1.74	1.88	2.05
每股有形资产(人民币)	1.64	1.49	1.60	1.74	1.92
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.12)	(0.15)	(0.15)	(0.20)	(0.28)

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(%)	6.7	1.9	6.0	6.3	7.0
息税前利润率(%)	4.0	1.2	5.1	5.6	6.3
税前利润率(%)	3.6	0.6	6.0	6.3	6.9
净利率(%)	3.0	0.5	4.5	4.7	5.1
流动性					
流动比率(倍)	2.1	1.8	1.8	1.7	1.8
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)	(8.9)	(10.5)	(13.7)
速动比率(倍)	1.5	1.1	1.0	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	101.5	518.0	49.4	39.2	29.5
核心业务市盈率(倍)	101.5	518.0	49.4	39.2	29.5
市净率(倍)	4.4	4.5	4.2	3.9	3.6
价格/现金流(倍)	130.0	13.7	53.4	36.8	29.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.2	135.1	36.0	28.2	20.9
周转率					
存货周转天数	70.3	69.8	73.4	73.0	72.7
应收帐款周转天数	51.1	48.7	50.3	49.4	49.4
应付帐款周转天数	69.0	67.9	71.2	70.8	70.6
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	8.8	10.4	12.7
资产收益率(%)	3.4	0.9	4.9	5.8	7.1
已运用资本收益率(%)	5.5	2.1	9.8	11.9	15.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371