

# 华文食品 (003000)

证券研究报告

2021年04月05日

## 聚焦休闲鱼制品市场，优化线上线下全渠道结构

**事件：**2020年公司营业收入909.12百万元，同增1.60%；归属于母公司的净利润为103.28百万元，同减12.78%。20Q4实现营收214.80百万元，同减5.93%。归母净利润20Q4为18.63百万元，同减53.05%。

**收入端：营业收入增速放缓，风味小鱼占比近80%。**按产品分类，风味小鱼营收671.36百万元，同比变动1.9%；风味豆干营收116.4百万元，同比变动3.8%；风味肉干营收58.8百万元，同比变动-10.0%；其他产品营收7.03百万元，同比变动-46.4%。

**成本端：**公司2020期间费用率为16.63%，同比减少0.82个pct。

**产品品牌端：①品牌专业化和品牌年轻化。**确立鱼类零食专家品牌形象，依托新型流量平台营销品牌形象，定向Z时代(95后)群体持续推进“劲仔”品牌年轻化发展。**②聚焦休闲鱼制品市场，持续优化产品矩阵。**休闲鱼制品行业具有高成长性、增长空间大等特点，2020年休闲鱼制品市场规模为200亿元，2030年休闲鱼制品市场规模可达600亿元。公司不断加大鱼类零食研发，探索高端系列鱼制品，并推出风味豆制品新品，进一步优化产品矩阵。

**渠道端：优化线上线下全渠道结构，渠道更均衡。**①线上方面，电商渠道建设日渐完善，现已覆盖天猫、京东、拼多多等主流B2C平台，京东新通路、阿里零售通、1688等主要B2B平台。此外，还入驻了兴盛优选、美团、菜多多、十荟团等热门社区团购平台。淘系(天猫、淘宝等)、拼多多平台数据统计显示，劲仔深海小鱼销量均为即食鱼类零食行业第一。公司全年线上销售额1.69亿元，同比增长44.91%。②线下方面，加快布局增速更快的现代渠道，尤其是KA卖场、B类连锁超市、C类便利店。2020年，公司产品已实现入驻KA、BC等现代渠道18,000家门店。

### 投资建议：

公司2021股票激励计划设定，以2020年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于20%，2022年营业收入增长率不低于44%，预计公司2021/2022年收入分别为1,091/1,309.13百万元。基于公司新一年股权激励，我们调整公司2021/2022年归母净利润分别为1.2/1.4亿元(前值为1.49/1.76亿元)，对应PE分别为52x/44x。维持“买入”评级。

**风险提示：**产品推广不及预期；营收增长不及预期；线上新电商业务拓展不及预期；食品安全风险

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	15.79元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	400.01
流通A股股本(百万股)	40.01
A股总市值(百万元)	6,316.16
流通A股市值(百万元)	631.76
每股净资产(元)	2.17
资产负债率(%)	12.82
一年内最高/最低(元)	21.07/6.02

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**刘畅** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《华文食品-季报点评:小鱼跃龙门彰显强劲产品力，Q3营收利润稳步增长》 2020-11-08
- 《华文食品-首次覆盖报告:小鱼跃龙门，休闲细分龙头彰显强劲产品及运营实力》 2020-09-24

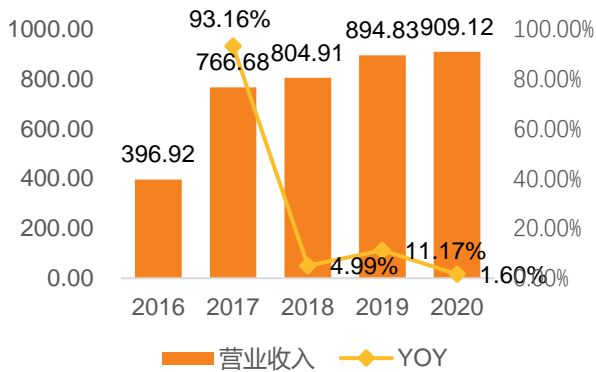
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	894.83	909.12	1,090.94	1,309.13	1,551.32
增长率(%)	11.17	1.60	20.00	20.00	18.50
EBITDA(百万元)	132.68	110.50	125.11	155.55	197.37
净利润(百万元)	118.41	103.28	121.39	144.90	191.64
增长率(%)	2.85	(12.78)	17.53	19.37	32.25
EPS(元/股)	0.30	0.26	0.30	0.36	0.48
市盈率(P/E)	53.34	61.15	52.03	43.59	32.96
市净率(P/B)	9.80	7.28	6.50	5.72	4.96
市销率(P/S)	7.06	6.95	5.79	4.82	4.07
EV/EBITDA	0.00	49.05	44.74	37.04	27.42

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件

2020 年公司营业收入 909.12 百万元，同增 1.60%；归属于母公司的净利润为 103.28 百万元，同减 12.78%。20Q4 实现营收 214.80 百万元，同减 5.93%。归母净利润 20Q4 为 18.63 百万元，同减 53.05%。

图 1：公司营业收入及其 yoy (单位：百万元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及其 yoy (单位：百万元)

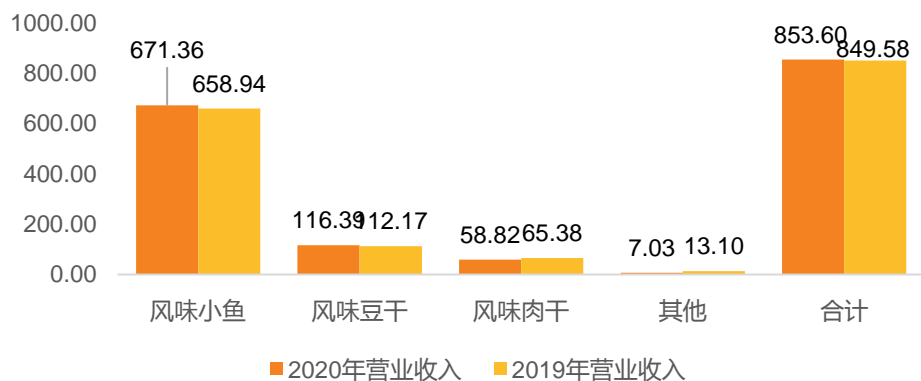


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 收入端：营业收入增速放缓，风味小鱼占比 80%

按产品分类，风味小鱼营收 671.36 百万元，同比变动 1.9%；风味豆干营收 116.4 百万元，同比变动 3.8%；风味肉干营收 58.8 百万元，同比变动-10.0%；其他产品营收 7.03 百万元，同比变动-46.4%。

图 3：按产品分类营业收入 (单位：百万元)



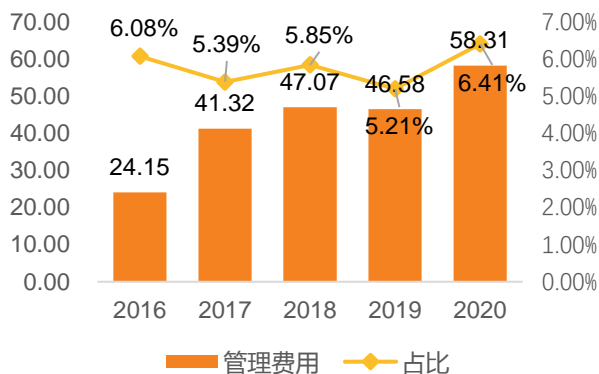
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 3. 成本端：费用率整体上升，管理费用率增长最多

公司 2020 期间费用率为 16.63%，同比减少 0.82 个 pct。①销售费用率：公司 2020 销售费用为 95.69 百万元，同比减少 13.9%；销售费用率为 10.53%，同比减少 1.89 个 pct。②管理费用率：公司 2020 管理费用为 58.31 百万元，同比增加 25.2%；管理费用率为 6.41%，

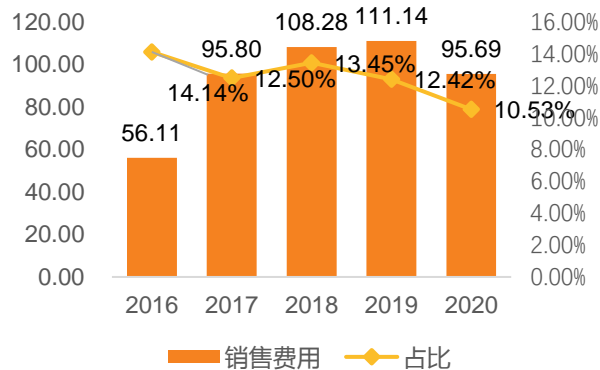
同比增加 1.21 个 pct，主要是职工薪酬、宣传费以及会议费用增加所致。③财务费用率：公司 2020 财务费用为-12.77 百万元，财务费用率为-1.40%。公司财务费用较去年同期减少 511 万元，主要是报告期利息收入增加所致。④研发费用率：公司 2020 研发费用为 9.95 百万元，研发费用率为 1.09%，同增 63.9%，主要是报告期研发人员以及产品研发费用投入增加所致。

图 4：历年管理费用及费用率（单位：百万元）



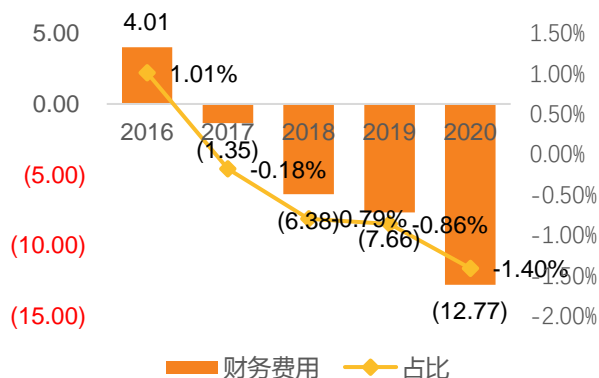
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：历年销售费用及费用率（单位：百万元）



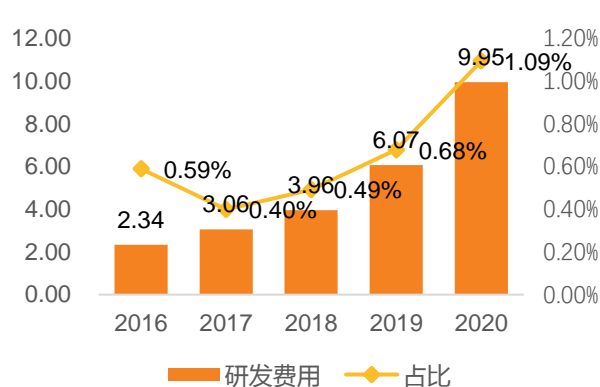
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：历年财务费用及费用率（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：历年研发费用及费用率（单位：百万元）

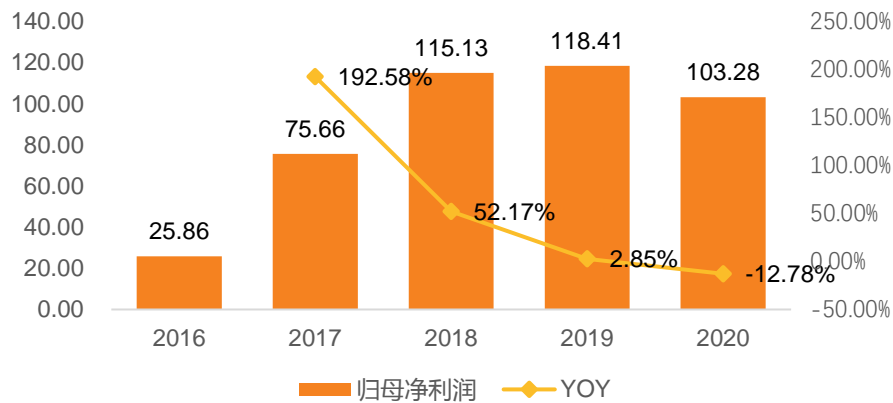


资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 利润端：四季度盈利明显下滑，同比减少 53.05%

2020 年公司净利润为 103.28 百万元，同比下降 12.78%。公司 20H1、Q3、Q4 净利润分别为 63.89 百万元、20.76 百万元、18.63 百万元，同比变动分别为 5.05%、15.91%、-53.05%。这主要是因为受疫情的影响公司在海外采购和物流上的成本增加，相应原材料成本上升。

图 8：公司历年净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 5. 产品品牌端：推进品牌形象专业化，聚焦休闲鱼制品市场

产品品牌端：①品牌专业化和品牌年轻化。确立鱼类零食专家品牌形象，依托新型流量平台营销品牌形象，定向 Z 时代（95 后）群体持续推进“劲仔”品牌年轻化发展。②聚焦休闲鱼制品市场，持续优化产品矩阵。休闲鱼制品行业具有高增长性、增长空间大等特点，2020 年休闲鱼制品市场规模为 200 亿元，2030 年休闲鱼制品市场规模可达 600 亿元。公司不断加大鱼类零食研发，探索高端系列鱼制品，并推出风味豆制品新品，进一步优化产品矩阵。

## 6. 渠道端：优化线上线下全渠道结构，渠道更均衡

渠道端：①线上方面，电商渠道建设日渐完善，现已覆盖天猫、京东、拼多多等主流 B2C 平台，京东新通路、阿里零售通、1688 等主要 B2B 平台。此外，还入驻了兴盛优选、美团、菜多多、十荟团等热门社区团购平台。淘系（天猫、淘宝等）、拼多多平台数据统计显示，劲仔深海小鱼销量均为即食鱼类零食行业第一。公司全年线上销售额 1.69 亿元，同比增长 44.91%。②线下方面，加快布局增速更快的现代渠道，尤其是 KA 卖场、B 类连锁超市、C 类便利店。2020 年，公司产品已实现入驻 KA、BC 等现代渠道 18,000 家门店。

## 7. 投资建议

公司 2021 股票激励计划设定，以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 20%，2022 年营业收入增长率不低于 44%，预计公司 2021/2022 年收入分别为 1,091/1309.13 百万元。基于公司新一年股权激励，我们调整公司 2021/2022 年归母净利润分别为 1.2/1.4 亿元（前值为 1.49/1.76 亿元），对应 PE 分别为 52x/44x。维持“买入”评级。

## 8. 风险提示

产品推广不及预期；营收增长不及预期；线上新电商业务拓展不及预期；食品安全风险

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	374.54	439.47	704.03	541.27	889.69
应收票据及应收账款	2.21	1.07	1.94	1.78	2.23
预付账款	8.92	10.00	8.58	14.37	10.98
存货	102.35	207.89	155.41	300.47	203.47
其他	5.28	56.17	27.05	38.41	28.56
<b>流动资产合计</b>	<b>493.29</b>	<b>714.60</b>	<b>897.00</b>	<b>896.30</b>	<b>1,134.93</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	244.33	223.15	239.37	273.11	304.38
在建工程	5.08	14.82	44.89	74.93	74.96
无形资产	26.98	26.68	25.82	24.96	24.10
其他	19.07	16.50	14.90	14.14	14.21
<b>非流动资产合计</b>	<b>295.47</b>	<b>281.16</b>	<b>324.98</b>	<b>387.15</b>	<b>417.64</b>
<b>资产总计</b>	<b>788.76</b>	<b>995.76</b>	<b>1,221.98</b>	<b>1,283.45</b>	<b>1,552.57</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	35.01	32.83	50.62	47.43	67.72
其他	90.26	77.23	180.90	113.44	192.69
<b>流动负债合计</b>	<b>125.26</b>	<b>110.06</b>	<b>231.52</b>	<b>160.87</b>	<b>260.41</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.94	17.58	18.65	18.56	18.88
<b>非流动负债合计</b>	<b>18.94</b>	<b>17.58</b>	<b>18.65</b>	<b>18.56</b>	<b>18.88</b>
<b>负债合计</b>	<b>144.21</b>	<b>127.64</b>	<b>250.18</b>	<b>179.43</b>	<b>279.29</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	360.00	400.01	400.01	400.01	400.01
资本公积	132.34	253.03	253.03	253.03	253.03
留存收益	284.66	468.63	571.80	704.01	873.27
其他	(132.44)	(253.56)	(253.03)	(253.03)	(253.03)
<b>股东权益合计</b>	<b>644.56</b>	<b>868.11</b>	<b>971.81</b>	<b>1,104.02</b>	<b>1,273.28</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>788.76</b>	<b>995.76</b>	<b>1,221.98</b>	<b>1,283.45</b>	<b>1,552.57</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	118.41	103.28	121.39	144.90	191.64
折旧摊销	23.87	26.45	14.57	17.07	19.57
财务费用	(0.02)	0.18	(8.47)	(9.93)	(11.00)
投资损失	(1.66)	(0.33)	(2.59)	(2.46)	(2.46)
营运资金变动	36.78	(129.69)	206.29	(232.05)	209.59
其它	11.76	10.39	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>189.15</b>	<b>10.29</b>	<b>331.20</b>	<b>(82.46)</b>	<b>407.34</b>
资本支出	38.33	13.48	58.93	80.10	49.68
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(75.88)	(79.85)	(116.34)	(157.63)	(97.21)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(37.55)</b>	<b>(66.37)</b>	<b>(57.41)</b>	<b>(77.54)</b>	<b>(47.54)</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	7.62	173.04	8.99	9.93	11.00
其他	(70.18)	(51.42)	(18.23)	(12.69)	(22.38)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(62.56)</b>	<b>121.63</b>	<b>(9.23)</b>	<b>(2.76)</b>	<b>(11.38)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>89.04</b>	<b>65.54</b>	<b>264.56</b>	<b>(162.76)</b>	<b>348.42</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>894.83</b>	<b>909.12</b>	<b>1,090.94</b>	<b>1,309.13</b>	<b>1,551.32</b>
营业成本	620.24	662.15	762.24	906.18	1,045.72
营业税金及附加	6.56	6.66	8.75	10.24	12.39
营业费用	111.14	95.69	146.37	179.35	214.70
管理费用	46.58	58.31	59.47	69.63	87.65
研发费用	6.07	9.95	6.16	7.71	15.51
财务费用	(7.66)	(12.77)	(8.47)	(9.93)	(11.00)
资产减值损失	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.66	0.33	2.59	2.46	2.46
其他	(41.06)	(34.93)	(42.20)	(41.97)	(41.96)
<b>营业利润</b>	<b>151.31</b>	<b>123.72</b>	<b>156.02</b>	<b>185.45</b>	<b>225.82</b>
营业外收入	0.96	8.47	0.88	0.93	0.92
营业外支出	0.66	4.90	1.28	1.13	1.29
<b>利润总额</b>	<b>151.61</b>	<b>127.29</b>	<b>155.63</b>	<b>185.25</b>	<b>225.46</b>
所得税	33.20	24.01	34.23	40.34	33.82
<b>净利润</b>	<b>118.41</b>	<b>103.28</b>	<b>121.39</b>	<b>144.90</b>	<b>191.64</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>118.41</b>	<b>103.28</b>	<b>121.39</b>	<b>144.90</b>	<b>191.64</b>
每股收益(元)	0.30	0.26	0.30	0.36	0.48

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.17%	1.60%	20.00%	20.00%	18.50%
营业利润	0.97%	-18.23%	26.11%	18.86%	21.77%
归属于母公司净利润	2.85%	-12.78%	17.53%	19.37%	32.25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.69%	27.17%	30.13%	30.78%	32.59%
净利率	13.23%	11.36%	11.13%	11.07%	12.35%
ROE	18.37%	11.90%	12.49%	13.13%	15.05%
ROIC	40.72%	35.87%	27.93%	54.29%	33.28%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.28%	12.82%	20.47%	13.98%	17.99%
净负债率	-58.11%	-50.62%	-72.44%	-49.03%	-69.87%
流动比率	3.94	6.49	3.87	5.57	4.36
速动比率	3.12	4.60	3.20	3.70	3.58
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	796.09	554.80	725.31	704.43	774.02
存货周转率	6.39	5.86	6.01	5.74	6.16
总资产周转率	1.16	1.02	0.98	1.05	1.09
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.30	0.26	0.30	0.36	0.48
每股经营现金流	0.47	0.03	0.83	-0.21	1.02
每股净资产	1.61	2.17	2.43	2.76	3.18
<b>估值比率</b>					
市盈率	53.34	61.15	52.03	43.59	32.96
市净率	9.80	7.28	6.50	5.72	4.96
EV/EBITDA	0.00	49.05	44.74	37.04	27.42
EV/EBIT	0.00	62.56	50.64	41.60	30.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com