

B 端带动营收增长，商超乏力影响利润

2021 年 08 月 06 日

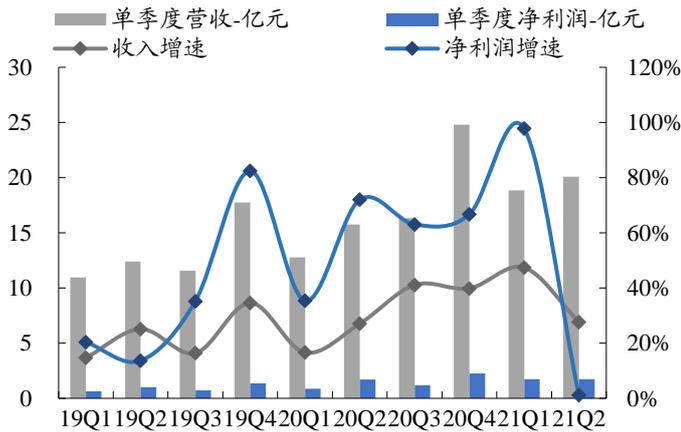
事件：公司发布中报，21H1 实现收入 38.94 亿元，同比增长 36.49%；实现归母净利润 3.48 亿元，同比增长 33.83%。其中，21Q2 公司实现收入 20.1 亿元，同比 27.68%；实现归母净利润 1.74 亿元，同比增长 1.2%。

点评：

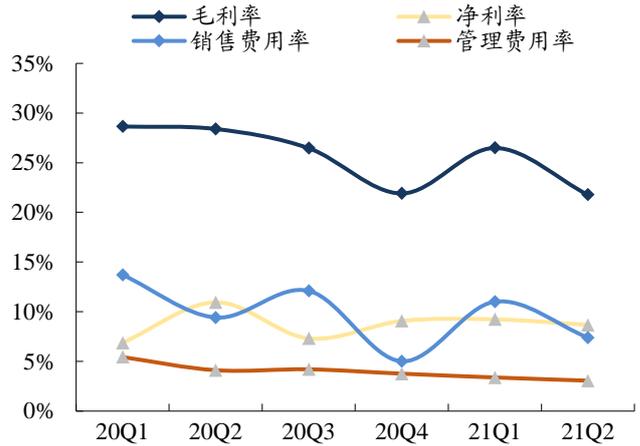
- **21 年提出 BC 兼顾、全渠发力，加大 B 端拓展力度，B 端的健康发展带动整体收入增长。**分品类来看，21Q2 面食制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品同比增长 19.2%/23.3%/18.4%/109.7%。菜肴制品爆发增长主要是虾滑系列和“冻品先生”产品增量所致。面食制品和鱼糜制品同比增速相对较低，主要由于其在商超渠道占比较高，受商超渠道下滑影响。21Q2 受商超渠道下滑和高基数的影响，锁鲜装收入同比略有增长，增速放缓。分渠道来看，21Q2 经销商/商超/特通/电商同比增长 35.2%/32.2%/64.4%/103.0%。21Q2 商超渠道大幅下滑，主要由于 20Q2 基数较高，同时 C 端消费需求回落。电商渠道高增长主要由于收入体量小，以及消费习惯向线上转变。截止 2021 年二季度末，公司经销商数量为 1223 家，环比增加 8.9%。公司继续执行渠道下沉的政策，经销商数量持续增长。分地区来看，21Q2 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区同比增速分别达 40.0%/15.0%/26.0%/15.0%/33.6%/49.4%/43.0%，主要区域均维持快速增长。华北和华南区域同比增速相对较低，预计由于基数较高，20Q2 华北和华南区域同比增长 46.8%和 40.0%。
- **商超渠道乏力导致毛利率下滑。**21Q2 毛利率为 21.8%，同比下滑 6.6 个百分点，主要由于会计准则调整运输费用计入营业成本、高毛利率的商超渠道占比下降、销售促销力度增加。菜肴制品吨价较高，但由于采用 OEM 代工生产，毛利率较低，其收入占比提升，对整体毛利率形成拖累。21H1 销售人员薪酬同比增长 34.3%，主要由于员工提薪以及在商超增加业务员；广告宣传费用增长 89.1%，主要由于上年企业效益好，21 年增加品牌建设支出；销售促销费及进场费同比减少 35.9%，是跟随商超渠道收入变化。公司在商超促销员方面有一些精简，C 端费用投放会适当控制。21Q2 管理费用率同比下滑 1.1%，主要由于股权激励摊销费用减少。
- **盈利预测与投资评级：**公司经营策略转变能力强于竞争对手，能持续适应环境的变化。锁鲜装作为中高端产品顺应消费升级趋势，预计未来仍会持续稳定增长。冻品先生是公司重点打造的品类，国内预制菜市场空间大，安井食品在管理、渠道和品牌方面都有竞争优势，未来成长可期。不考虑定增和新宏业并表的影响，我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.12/4.04/5.13 元，对应 PE 分别为 57.91/44.79/35.27 倍，给予“买入”评级。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,267	6,965	8,825	10,843	13,286
增长率 YoY %	23.7%	32.2%	26.7%	22.9%	22.5%
归属母公司净利润 (百万元)	373	604	764	988	1,254
增长率 YoY%	38.1%	61.7%	26.5%	29.3%	27.0%
毛利率%	25.8%	25.7%	24.2%	24.5%	24.8%
净资产收益率ROE%	13.6%	16.4%	15.3%	17.1%	18.7%
EPS(摊薄)(元)	1.53	2.47	3.12	4.04	5.13
市盈率 P/E(倍)	38.90	78.08	57.91	44.79	35.27
市净率 P/B(倍)	5.29	12.80	8.84	7.68	6.58

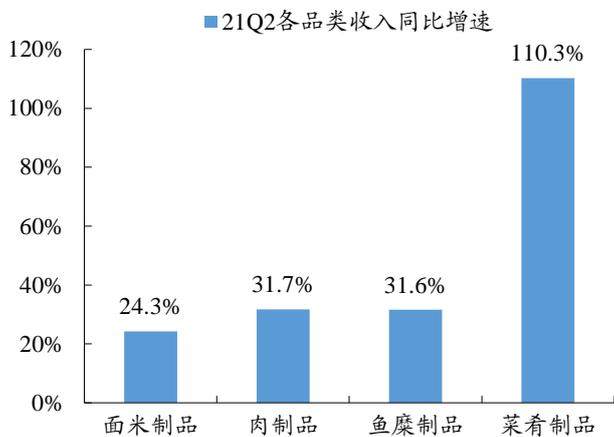
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 08 月 05 日收盘价

图 1: 21Q2 营收保持快速增长, 净利润同比持平


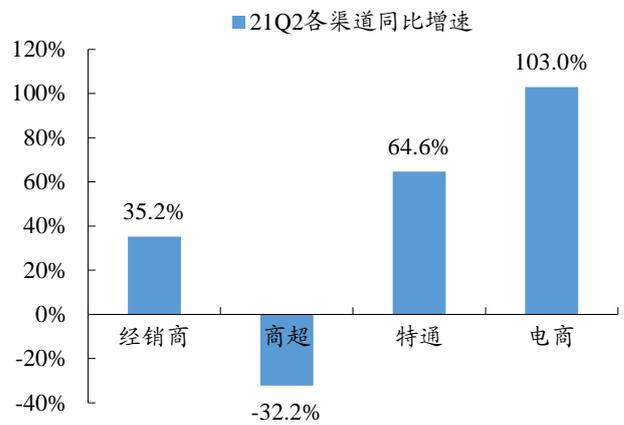
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 2: 21Q2 毛利率明显下滑, 净利率相对平稳


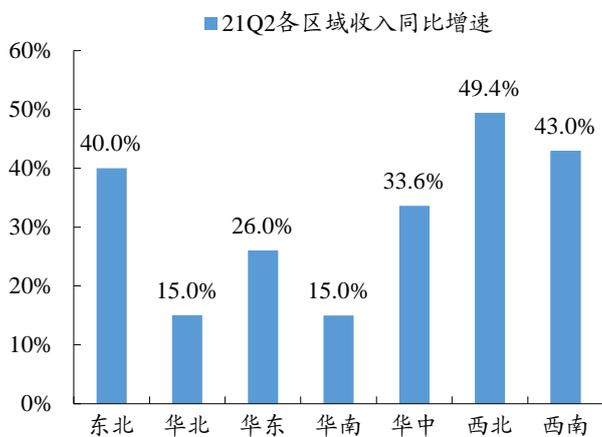
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 21Q2 菜肴制品爆发增长


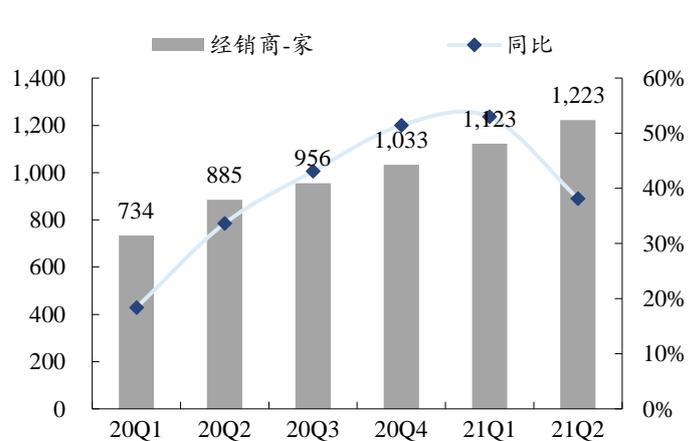
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 21Q2 商超渠道明显下滑


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 21Q2 主要区域收入高增


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 6: 经销商数量持续增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,331	4,159	4,469	5,211	6,304
货币资金	756	832	1,198	1,294	1,618
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	169	350	290	356	437
预付账款	34	83	80	98	120
存货	1,733	1,691	2,199	2,758	3,422
其他	639	1,202	702	705	707
非流动资产	2,353	2,938	3,702	4,302	4,880
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,514	2,035	2,554	3,028	3,455
无形资产	150	202	220	244	272
其他	689	700	927	1,030	1,154
资产总计	5,685	7,096	8,171	9,513	11,184
流动负债	2,745	2,509	3,001	3,586	4,293
短期借款	340	208	200	200	200
应付票据	201	215	275	336	411
应付账款	1,029	1,069	1,374	1,682	2,053
其他	1,175	1,018	1,152	1,368	1,629
非流动负债	196	903	168	168	168
长期借款	0	0	0	0	0
其他	196	903	168	168	168
负债合计	2,941	3,413	3,170	3,754	4,461
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	2,744	3,684	5,001	5,759	6,723
负债和股东权益	5,685	7,096	8,171	9,513	11,184

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,267	6,965	8,825	10,843	13,286
同比 (%)	23.7%	32.2%	26.7%	22.9%	22.5%
归属母公司净利润	373	604	764	988	1,254
同比 (%)	38.1%	61.7%	26.5%	29.3%	27.0%
毛利率 (%)	25.8%	25.7%	24.2%	24.5%	24.8%
ROE%	13.6%	16.4%	15.3%	17.1%	18.7%
EPS (摊薄)(元)	1.53	2.47	3.12	4.04	5.13
P/E	38.90	78.08	57.91	44.79	35.27
P/B	5.29	12.80	8.84	7.68	6.58
EV/EBITDA	22.95	50.25	39.58	30.53	23.96

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,267	6,965	8,825	10,843	13,286
营业成本	3,910	5,176	6,688	8,183	9,992
营业税金及附加	39	45	62	76	93
销售费用	647	644	821	998	1,209
管理费用	152	296	265	304	359
研发费用	75	74	84	103	126
财务费用	8	4	-5	-9	-11
减值损失合	0	0	0	0	0
投资净收益	12	18	18	20	23
其他	19	32	44	54	67
营业利润	468	775	972	1,262	1,607
营业外收支	16	7	16	16	16
利润总额	484	781	988	1,278	1,623
所得税	111	178	225	291	369
净利润	373	604	764	988	1,254
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	373	604	764	988	1,254
EBITDA	594	911	1,092	1,413	1,787
EPS (当	1.53	2.47	3.12	4.04	5.13

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	577	665	978	1,130	1,439
净利润	373	604	764	988	1,254
折旧摊销	149	181	186	234	281
财务费用	16	16	6	5	5
投资损失	-12	-18	-18	-20	-23
营运资金变	38	1	55	-61	-62
其它	12	-119	-16	-16	-16
投资活动现金流	-568	-1,220	-417	-799	-820
资本支出	-606	-692	-723	-821	-845
长期投资	12	-552	388	0	0
其他	26	24	-82	22	26
筹资活动现金流	-31	644	-195	-235	-295
吸收投资	170	20	8	0	0
借款	-100	769	-8	0	0
支付利息或股息	-100	-129	-188	-235	-295
现金流净增加额	-22	89	366	96	324

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。