

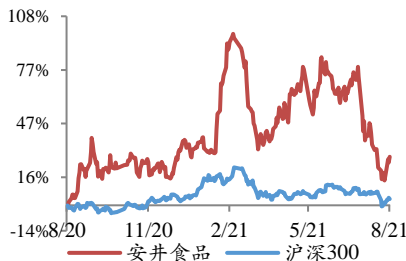
Q2 收入快速增长，利润持平微增

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-08-05

收盘价(元)	180.97
近12个月最高/最低(元)	279.95/140.97
总股本(百万股)	244
流通股本(百万股)	240
流通股比例(%)	98.33
总市值(亿元)	442
流通市值(亿元)	435

公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

分析师：王萌

执业证书号：S0010521020001

电话：13919804701

邮箱：wangmeng@hazq.com

相关报告

1. 好风凭借力，速冻老兵迎战新征程
2021-07-28

主要观点：

● 事件：

公司发布2021年中报，上半年实现营业总收入38.94亿元，同比36.49%；归母净利润3.48亿元，同比增长33.83%。其中，2021Q2实现营业总收入20.10亿元，同比增长27.68%；归母净利润1.74亿元，同比增长1.19%。

● 毛利率承压，主要系商超渠道影响：

公司2021上半年实现毛利率24.05%，同比下降4.46个百分点。因执行新收入准则，部分物流费用计入营业成本，剔除此影响后，毛利率实际下降约2.3个百分点。此外，毛利率下降主要与商超渠道整体承压有关。上半年净利率8.93%，同比下降0.18个百分点，主要受分摊股权激励费用和疫情补贴相对2020年减少的影响。上半年期间费用率13.24%，同比减少4.16个百分点。销售/管理费用率分别为9.13%/3.20%，较同期下降2.2/下降1.5pct。单季度数据来看，2021Q2实现毛利率21.77%，同比下降6.62个百分点；实现净利率8.67%，同比下降2.27个百分点。期间费用率11.35%，同比减少3.62个百分点。

● 火锅料及面食制品增长稳健，菜肴制品承接二次增长曲线：

分产品看，面食制品实现营收9.26亿元，同比增长24.29%，占比23.78%；肉制品实现营收9.68亿元，同比增长31.75%，占比24.87%；鱼糜制品实现营收14.99亿元，同比增长31.64%，占比38.51%；菜肴制品实现营收4.87亿元，同比增长110.29%，占比12.51%。面食制品及火锅料制品收入增长稳健，菜肴制品超高增长主要是虾滑系列及子品牌“冻品先生”产品增量所致。2021年，公司以“双剑合并，三路并进”、“主食发力、主菜上市”为指导思想持续发力预制菜肴领域。以产品为导向，提出“肉片冲锋、鱼片称王”的产品策略，推出BC兼顾、全国通吃的肉片产品，进入蓝海肉片市场。未来公司将在预制菜肴领域秉承爆品思维，顺势而为，推出更多适销对路的大单品，新领域的拓展未来可期。

● 电商渠道高增长，商超渠道下滑：

分渠道看，经销商渠道实现营收32.99亿元，同比增长42.46%；商超渠道实现营收4.57亿元，同比下降1.43%；特通渠道实现营收0.84亿元，同比增长62.31%；电商渠道实现营收0.53亿元，同比增长151.91%。电商渠道增长较高主要系原销售基数较低，加之消费者消费习惯有所改变，由原来的线下购买转为线上购物。直营商超渠道销售同比下滑，除消费者向线上渠道分流因素外，还受去年同期疫情催化下商超渠道基数较高，今年同期C端消费需求回落的影响。经销商覆盖全国，上半年经销商数量1223家，增长18.39%。公司建立了适合自身发展的以“贴身支持”为核心的经销管理体系，为经销商提供灵活的政策和支持，例如：帮助经销商开拓C端超市、菜场等终端，协助经销商开设线上直播间等新兴营商模式。积累了一批稳定且忠诚度高的经销商，构建公司极

强的渠道壁垒。

● **投资建议**

公司占据 B 端速冻食品高成长赛道，优质的管理层和稳定的经销商共筑龙头壁垒，未来看好其在预制菜肴领域的发力。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.94/10.06/12.38 亿元，同比增长

31.6%/26.6%/23.1%，对应 EPS 分别为 3.25/4.11/5.06 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 56、44 和 36 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业竞争加剧、原材料价格上涨、食品安全问题、预制菜肴发展不及预期的可能性。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6965	9035	10909	13583
收入同比 (%)	32.2%	29.7%	20.8%	24.5%
归属母公司净利润	604	794	1006	1238
净利润同比 (%)	61.7%	31.6%	26.6%	23.1%
毛利率 (%)	25.7%	27.8%	27.8%	27.4%
ROE (%)	16.4%	15.9%	17.1%	17.8%
每股收益 (元)	2.61	3.25	4.11	5.06
P/E	78.08	55.68	43.99	35.73
P/B	12.80	8.88	7.51	6.37
EV/EBITDA	50.25	36.74	29.81	24.69

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4159	5894	6991	8000	营业收入	6965	9035	10909	13583
现金	832	1172	1039	436	营业成本	5176	6524	7876	9863
应收账款	350	412	415	470	营业税金及附加	45	67	77	94
其他应收款	10	10	14	17	销售费用	644	1053	1207	1447
预付账款	83	95	105	119	管理费用	296	299	380	500
存货	1691	2451	3107	4086	财务费用	4	10	10	8
其他流动资产	1193	1752	2312	2871	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2938	3571	3838	3988	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	18	25	27	35
固定资产	2035	2461	2554	2629	营业利润	775	1015	1289	1590
无形资产	202	273	326	382	营业外收入	10	15	17	14
其他非流动资产	700	838	958	978	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	7096	9465	10829	11988	利润总额	781	1026	1301	1601
流动负债	2509	3286	3799	4387	所得税	178	232	296	363
短期借款	208	95	0	0	净利润	604	794	1006	1238
应付账款	1069	1563	1862	2244	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1232	1629	1937	2143	归属母公司净利润	604	794	1006	1238
非流动负债	903	1197	1139	654	EBITDA	911	1165	1435	1737
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.61	3.25	4.11	5.06
其他非流动负债	903	1197	1139	654					
负债合计	3413	4484	4938	5040					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	237	237	237	237					
资本公积	1456	1456	1456	1456					
留存收益	1991	3289	4199	5255					
归属母公司股东权益	3684	4981	5891	6948					
负债和股东权益	7096	9465	10829	11988					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	665	1015	1112	994	成长能力				
净利润	604	794	1006	1238	营业收入	32.2%	29.7%	20.8%	24.5%
折旧摊销	181	195	204	225	营业利润	65.5%	31.0%	27.0%	23.4%
财务费用	16	19	21	15	归属于母公司净利	61.7%	31.6%	26.6%	23.1%
投资损失	-18	-25	-27	-35	获利能力				
营运资金变动	1	55	-63	-464	毛利率 (%)	25.7%	27.8%	27.8%	27.4%
其他经营现金流	484	716	1041	1716	净利率 (%)	8.7%	8.8%	9.2%	9.1%
投资活动现金流	-1220	-834	-975	-914	ROE (%)	16.4%	15.9%	17.1%	17.8%
资本支出	-692	-306	-451	-395	ROIC (%)	12.2%	12.3%	13.9%	15.7%
长期投资	-552	-560	-559	-560	偿债能力				
其他投资现金流	24	31	35	40	资产负债率 (%)	48.1%	47.4%	45.6%	42.0%
筹资活动现金流	644	159	-270	-682	净负债比率 (%)	92.6%	90.0%	83.8%	72.5%
短期借款	-132	-113	-95	0	流动比率	1.66	1.79	1.84	1.82
长期借款	0	0	0	0	速动比率	0.95	1.02	0.99	0.86
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	188	0	0	0	总资产周转率	0.98	0.95	1.01	1.13
其他筹资现金流	588	272	-175	-682	应收账款周转率	19.92	21.91	26.29	28.92
现金净增加额	89	340	-133	-603	应付账款周转率	4.84	4.17	4.23	4.40

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师: 文献, 华安证券食品饮料首席分析师, 十二年食品饮料研究经验。

分析师: 王萌, 华安证券食品饮料分析师, 伦敦大学学院商业经济学硕士, 四年卖方研究经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。