

## 商超渠道增长恢复，成本上涨影响利润

2021年10月30日

事件: 公司发布三季报报告, 21Q1-3 公司实现营收 60.96 亿元, 同比增长约 35.92%; 实现归母净利 4.94 亿元, 同比增长约 30.25%; 实现扣非后归母净利 3.82 亿元, 同比增长约 12.25%。其中, 21Q3 公司实现营收 22.03 亿元, 同比增长约 34.92%; 实现归母净利 1.46 亿元, 同比增长约 22.44%; 实现扣非后归母净利 0.77 亿元, 同比下降约 28.36%。

点评:

- **商超渠道恢复增长，菜肴制品产品放量。**不考虑并表影响, 21Q3 公司收入增速约为 20%, 仍保持快速增长。分品类来看, 21Q3 面米制品/肉制品/鱼糜制品/菜肴制品同比增长 24.9%/11.4%/23%/147.2%。肉制品增速放缓, 主要由于鲜肉价格下滑, 影响了消费者对肉制品的选择。菜肴制品大幅增长主要由于并表新宏业带来小龙虾销售增加、蛋饺系列、以及“冻品先生”的产品增量。我们预计 21Q3 锁鲜装增长约有 25%, 环比有明细改善。分渠道来看, 21Q3 经销商/商超/特通/电商同比增长 30.2%/23.9%/92.9%/258.4%。商超渠道收入增速明显回升。电商渠道高速增长主要由于收入体量小, 以及消费习惯向线上转变, 增速较快。截止 2021 年三季度末, 公司经销商数量为 2,057 家, 不考虑并表影响, 环比二季度增长 90 家, 经销商数量持续增长。分地区来看, 21Q3 东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南地区同比增速分别达 46.1%/49.1%/25.0%/23.5%/63.3%/89.2%/16.6%, 主要区域均维持快速增长, 华南和西南区域同比增速相对较低, 预计由于基数较高。
- **原材料涨价和促销费用增加导致利润率下滑。**21Q3 毛利率为 18.3%, 同比下滑 8.1 个百分点, 扣除运费影响, 主要由于油脂、蛋白类原材料涨价、人工成本增加、促销力度增加。菜肴制品由于采用 OEM 代工生产, 毛利率较低, 同时新并表的新宏业毛利率较低。其收入占比提升, 也对整体毛利率形成拖累。21Q3 管理费用率环比提升 0.7%, 主要由于人员工资上涨以及并表新宏业增加的费用。由于公司对原持有的新宏业食品 19% 的股权按照购买日的公允价值进行重新计量, 21Q3 计提投资收益 0.8 亿元。公司所得税率下降主要由于新宏业从事农副产品初加工业务所得税率低, 研发费用加计抵扣以及递延所得税。21Q3 公司净利率为 6.7%, 同比下降 0.6 个百分点。21Q4 限电政策对公司规模效应产生影响, 一定程度也拖累了公司的利润表现。
- **盈利预测与投资评级:** 短期原材料上涨对公司业绩影响较大, 但公司积极采取措施, 从 11 月开始减少促销变相提价, 我们预计下季度公司利润率有所改善。锁鲜装作为中高端产品顺应消费升级趋势, 随着商超渠道的恢复, 21Q3 锁鲜装产品已恢复增长, 预计未来仍会持续稳定增长。预制菜是公司重点打造的品类, 国内市场空间大, 安井在管理、渠道和品牌方面都有竞争优势。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 3.09/4.00/5.21 元, 对应 PE 分别为 65.55/50.62/38.87 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 | 9,270 | 11,781 | 14,578 |
| 增长率 YoY %         | 23.7% | 32.2% | 33.1% | 27.1%  | 23.7%  |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 373   | 604   | 756   | 978    | 1,274  |
| 增长率 YoY%          | 38.1% | 61.7% | 25.1% | 29.5%  | 30.3%  |
| 毛利率%              | 25.8% | 25.7% | 22.8% | 23.7%  | 24.0%  |
| 净资产收益率ROE%        | 13.6% | 16.4% | 15.1% | 17.0%  | 18.9%  |
| EPS(摊薄)(元)        | 1.53  | 2.47  | 3.09  | 4.00   | 5.21   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 38.90 | 78.08 | 65.55 | 50.62  | 38.87  |
| 市净率 P/B(倍)        | 5.29  | 12.80 | 9.92  | 8.63   | 7.36   |

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |        |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--------|--|
| 会计年度           | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E | 2023E  |  |
| <b>流动资产</b>    | 3,331 | 4,159  | 3,659 | 4,547 | 5,793  |  |
| 货币资金           | 756   | 832    | 412   | 516   | 880    |  |
| 应收票据           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0      |  |
| 应收账款           | 169   | 350    | 305   | 387   | 479    |  |
| 预付账款           | 34    | 83     | 86    | 108   | 133    |  |
| 存货             | 1,733 | 1,691  | 2,354 | 3,031 | 3,792  |  |
| 其他             | 639   | 1,202  | 503   | 506   | 509    |  |
| <b>非流动资产</b>   | 2,353 | 2,938  | 4,689 | 5,276 | 5,841  |  |
| 长期股权投资         | 0     | 0      | 0     | 0     | 0      |  |
| 固定资产           | 1,514 | 2,035  | 2,754 | 3,214 | 3,628  |  |
| 无形资产           | 150   | 202    | 570   | 594   | 622    |  |
| 其他             | 689   | 700    | 1,364 | 1,468 | 1,591  |  |
| <b>资产总计</b>    | 5,685 | 7,096  | 8,348 | 9,824 | 11,634 |  |
| <b>流动负债</b>    | 2,745 | 2,509  | 3,183 | 3,900 | 4,713  |  |
| 短期借款           | 340   | 208    | 200   | 200   | 200    |  |
| 应付票据           | 201   | 215    | 294   | 370   | 455    |  |
| 应付账款           | 1,029 | 1,069  | 1,471 | 1,848 | 2,275  |  |
| 其他             | 1,175 | 1,018  | 1,217 | 1,482 | 1,782  |  |
| <b>非流动负债</b>   | 196   | 903    | 168   | 168   | 168    |  |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     | 0      |  |
| 其他             | 196   | 903    | 168   | 168   | 168    |  |
| <b>负债合计</b>    | 2,941 | 3,413  | 3,351 | 4,068 | 4,881  |  |
| 少数股东权益         | 0     | 0      | 4     | 14    | 27     |  |
| 归属母公司所有者权益     | 2,744 | 3,684  | 4,993 | 5,741 | 6,726  |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5,685 | 7,096  | 8,348 | 9,824 | 11,634 |  |

| 重要财务指标      |       | 单位:百万元 |       |        |        |  |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|--|
| 会计年度        | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E  | 2023E  |  |
| 营业总收入       | 5,267 | 6,965  | 9,270 | 11,781 | 14,578 |  |
| 同比 (%)      | 23.7% | 32.2%  | 33.1% | 27.1%  | 23.7%  |  |
| 归属母公司净利润    | 373   | 604    | 756   | 978    | 1,274  |  |
| 同比 (%)      | 38.1% | 61.7%  | 25.1% | 29.5%  | 30.3%  |  |
| 毛利率 (%)     | 25.8% | 25.7%  | 22.8% | 23.7%  | 24.0%  |  |
| ROE%        | 13.6% | 16.4%  | 15.1% | 17.0%  | 18.9%  |  |
| EPS (摊薄)(元) | 1.53  | 2.47   | 3.09  | 4.00   | 5.21   |  |
| P/E         | 38.90 | 78.08  | 65.55 | 50.62  | 38.87  |  |
| P/B         | 5.29  | 12.80  | 9.92  | 8.63   | 7.36   |  |
| EV/EBITDA   | 22.95 | 50.25  | 50.29 | 35.07  | 27.00  |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |        |        |  |
|-----------------|-------|--------|-------|--------|--------|--|
| 会计年度            | 2019A | 2020A  | 2021E | 2022E  | 2023E  |  |
| <b>营业总收入</b>    | 5,267 | 6,965  | 9,270 | 11,781 | 14,578 |  |
| 营业成本            | 3,910 | 5,176  | 7,159 | 8,993  | 11,073 |  |
| 营业税金及附加         | 39    | 45     | 65    | 82     | 102    |  |
| 销售费用            | 647   | 644    | 862   | 1,084  | 1,341  |  |
| 管理费用            | 152   | 296    | 297   | 353    | 408    |  |
| 研发费用            | 75    | 74     | 93    | 112    | 138    |  |
| 财务费用            | 8     | 4      | 0     | 1      | -1     |  |
| 减值损失            | 0     | 0      | 0     | 0      | 0      |  |
| 投资净收益           | 12    | 18     | 93    | 21     | 25     |  |
| 其他              | 19    | 32     | 46    | 59     | 73     |  |
| <b>营业利润</b>     | 468   | 775    | 933   | 1,235  | 1,613  |  |
| 营业外收支           | 16    | 7      | 16    | 16     | 16     |  |
| <b>利润总额</b>     | 484   | 781    | 949   | 1,251  | 1,629  |  |
| 所得税             | 111   | 178    | 190   | 263    | 342    |  |
| <b>净利润</b>      | 373   | 604    | 759   | 988    | 1,287  |  |
| 少数股东损益          | 0     | 0      | 4     | 10     | 13     |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 373   | 604    | 756   | 978    | 1,274  |  |
| EBITDA          | 594   | 911    | 981   | 1,403  | 1,809  |  |
| EPS (当)         | 1.53  | 2.47   | 3.09  | 4.00   | 5.21   |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |        |       |       |  |
|----------------|-------|--------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2019A | 2020A  | 2021E  | 2022E | 2023E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 577   | 665    | 904    | 1,136 | 1,477 |  |
| 净利润            | 373   | 604    | 759    | 988   | 1,287 |  |
| 折旧摊销           | 149   | 181    | 186    | 247   | 294   |  |
| 财务费用           | 16    | 16     | 6      | 5     | 5     |  |
| 投资损失           | -12   | -18    | -93    | -21   | -25   |  |
| 营运资金变          | 38    | 1      | 61     | -67   | -69   |  |
| 其它             | 12    | -119   | -16    | -16   | -16   |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -568  | -1,220 | -1,129 | -797  | -818  |  |
| 资本支出           | -606  | -692   | -1,710 | -821  | -846  |  |
| 长期投资           | 12    | -552   | 588    | 0     | 0     |  |
| 其他             | 26    | 24     | -7     | 23    | 28    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -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  |  |
| <b>现金流净增加额</b> | -22   | 89     | -420   | 104   | 364   |  |

## 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 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北区销售副总监<br>(主持工作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@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     |
| 华东区销售副总监<br>(主持工作) | 杨兴  | 13718803208 | yangxing@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              | 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        |

## 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）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；  | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出</b> ：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。