

投资评级 优于大市 首次覆盖

风味鱼制品龙头，辣卤休闲食空间广阔

股票数据

12 月 31 日收盘价(元)	10.81
52 周股价波动(元)	8.65-21.07
总股本/流通 A 股(百万股)	403/239
总市值/流通市值(百万元)	4359/2588

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	11.1	18.0	17.6
相对涨幅(%)	8.9	17.4	16.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Email: yhj12866@htsec.com

证书: S0850520020001

分析师: 张宇轩

Tel: (021) 23154172

Email: zyx11631@htsec.com

证书: S0850520050001

投资要点:

- 风味鱼制品龙头，“鱼类零食就吃劲仔”。**公司总部位于湖南省长沙市，是我国具有较高知名度的传统风味休闲食品企业之一。公司聚焦深耕休闲鱼制品、豆制品、禽肉制品“三大品类”休闲食品，主要品牌为“劲仔”、“博味园”、“别没劲”、“长寿”等。随着营业收入稳步增长，公司已经跻身风味鱼制品和风味豆制品的细分市场中行业龙头企业之一，目前产品覆盖全国，并远销美国、日本、韩国等全球约 30 个国家。未来公司一方面将深耕鱼类零食，逐步叠加其他鱼类零食单品，同时进一步做大做强豆制品、肉制品品类，形成鱼类零食为主，其他豆制品、肉制品等产品为辅的产品矩阵，并将“鱼类零食就吃劲仔”的理念强化到消费者心智。
- 公司创始人周劲松于 1990 年涉足食品行业，专注于休闲食品领域已经超过 30 年。2010 年，周劲松成立公司，选择切入小鱼零食行业。2016 年公司引进联想控股旗下佳沃集团，建设自动化生产基地，成功跻身休闲鱼制品的龙头地位。2020 年 9 月 14 日公司在深交所主板挂牌上市，成为“鱼类零食第一股”。
- 过去几年公司营收规模稳步增长，2020 年实现营收 9.09 亿元（2017-2020 年 CAGR=5.84%），实现归母净利润 1.03 亿元（2017-2020 年 CAGR=10.93%）。此外 2021 年前三季度公司实现营业收入 7.51 亿元（YOY=8.11%），实现归母净利润 0.64 亿元（YOY=-24.38%）。
- 辣味休闲食景气度高，休闲鱼制品高成长赛道。**据卫龙美味招股说明书 2021 年 11 月 14 日申请版本，中国是全球最大的休闲食品市场之一，2020 年市场规模达到 7749 亿元，2015-2020 年 CAGR 为 6.6%，并预计 2020-2025 年 CAGR=7.3%。休闲食品按口味可分为辣味休闲食品和非辣味休闲食品两大类。辣味休闲食品的零售额由 2015 年的 1026 亿元增长至 2020 年的 1570 亿元，CAGR 为 8.9%，高于中国整体休闲食品行业年复合增长率，弗若斯特沙利文报告预计辣味休闲食品 2020-2025 年 CAGR 为 10.4%。辣味休闲食品在整体休闲食品行业中的份额，从 2015 年的 18.3% 扩张至 2020 年的 20.3%，CAGR 为 2.1%，呈现较高景气度。
- （1）休闲鱼制品行业具有高增长性、增长空间大。鱼类零食起源于餐桌食品，在过去较长的时间存在工业化难度较大等困难，没有形成规模企业，目前还处于发展阶段。鱼类零食发展的机遇在于食材的价值好，消费者已经有消费习惯，而且行业集中度还较低。据公司 2020 年年报，2020 年休闲鱼制品市场规模为 200 亿元，预计 2030 年市场规模可达 600 亿元，对应期间 CAGR=11.61%。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	895	909	1023	1165	1331
(+/-)YoY(%)	11.2%	1.6%	12.6%	13.9%	14.2%
净利润(百万元)	118	103	95	114	142
(+/-)YoY(%)	2.8%	-12.8%	-8.3%	20.8%	24.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.29	0.26	0.23	0.28	0.35
毛利率(%)	30.7%	27.2%	24.7%	26.0%	27.2%
净资产收益率(%)	18.4%	11.9%	9.5%	10.3%	11.4%

资料来源: 公司年报 (2019-2020)，海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

(2) 休闲豆干制品呈现较好成长性。据公司 2021 年半年报援引弗若斯特沙利文数据, 休闲豆干制品行业规模已达到 168 亿元, 预计到 2025 年行业规模将达到 246 亿元。

(3) 休闲卤制品景气度高。据煌上煌 2020 年年报援引弗若斯特沙利文数据, 预计 2015-2020 年我国休闲卤制品行业规模 CAGR 为 18.8%, 高于休闲食品整体行业增速 12.3%, 且另据中国食品工业协会预计, 2025 年我国休闲卤制品市场规模达 2275 亿, 2020E-2025ECAGR 在 13% 左右, 继续维持较快增速。

休闲鱼制品龙头, 产品不断扩容, 第一增长曲线未来成长空间广阔。公司风味小鱼产品以优质鳀鱼干为原料, 经卤制、油炸等多道工艺制成。公司鱼制品产品力强, 小鱼有嚼劲、味道厚重, 消费者认可度高, 产品复购率高。

公司产品形式包括盒装与袋装类型, 同时产品历经多次升级——从透明装鱼仔升级到第二代铝箔装小鱼, 到 2020 年新推出了第三代零添加防腐剂的小鱼产品。公司“劲仔”小鱼经典系列主销品规是 20 小包一盒的定量装。在立足盒装定量装产品力优势基础上, 公司也将袋装定量与散称作为重要增长方向, 并且目前正在针对不同渠道进行产品优化和品规调整, 提供更符合不同消费者购买习惯的产品。此外公司不断加大鱼类零食研发, 探索高端系列鱼制品, 推出零添加深海小鱼、佐餐海鱼等新品。

在风味鱼制品细分市场中, 公司“劲仔”品牌风味小鱼具有较高的产品知名度, 品牌效应突出, 在业内拥有良好的口碑和市场反响。根据中国水产流通与加工协会相关文件, 2017 年至 2019 年公司的销售规模稳居休闲鱼制品领域行业第一, 另据淘系 (天猫、淘宝等)、京东平台数据统计显示, 劲仔鱼制品销量均为即食鱼类零食行业第一。据 2020 年 10 月 23 日的投资者纪要, 公司 2019 年小鱼销售收入达 6.85 亿元。在行业市场规模上, 公司只占比 5% 左右。未来公司将继续专注深耕鱼类零食, 发挥公司优势, 聚焦强势领域推出新品, 不断提升市占率, 巩固领导地位, 争取占比 20% 以上。

公司风味小鱼系列产品营收从 2017 年的 6.50 亿元增长到 2020 年的 7.09 亿元 (对应 CAGR=2.96%), 期间平均毛利率为 30.73%。2021 年上半年风味小鱼实现营收为 3.51 亿元 (YOY=-2.05%)。此外 2017-2019 年风味小鱼平均销售单价分别为 43.63 元/公斤、43.56 元/公斤及 44.68 元/公斤, 价格呈现稳定提升趋势。

豆制品/禽肉制品业务快速增长, 打造第二/第三增长曲线。公司风味豆干以优质大豆为原材料, 经卤制、烘烤等多道工艺制成。公司风味豆制品的代表产品为传统的“劲仔厚豆干”, 此外近两年公司逐步研发和推广手撕素肉、豆筋等新型豆制品。未来公司也将继续深耕发展豆制品, 利用渠道和品牌优势, 将豆制品打造成第二个爆品。2017-2020 年公司风味豆干系列产品营收从 1.09 亿元提升至 1.25 亿元 (期间 CAGR=4.91%, 平均毛利率为 31.81%), 此外 2021 年上半年豆制品实现营业收入为 0.67 亿元 (YOY=9.60%)。2017-2019 年公司风味豆干平均销售单价分别为 22.23 元/公斤、21.87 元/公斤、22.67 元/公斤, 价格呈现稳定提升趋势。

公司风味肉干以精选鸭大胸肉为原材料, 经卤制、油炸等多道工艺制成。2018-2020 年公司风味肉干营收从 52.04 万元增长到 5927.89 万元 (期间 CAGR=967%, 此外毛利率从 2019 年的 1.99% 增长至 2020 年的 23.57%)。2021 年上半年禽肉制品营业收入实现 0.42 亿元 (YOY=70.73%)。

“流通”、“现代”、“线上”渠道齐发展。公司已形成了覆盖全国市场的高效、全面的营销网络体系, 销售模式以经销模式为主、直营模式为辅。其中 2017-2020 年经销模式平均收入占比为 95.87%, 收入 CAGR 为 4.74%, 2021 年上半年经销模式营收进一步提升至 4.37 亿元 (YOY=3.74%)。2017-2020 年直营模式收入占比从 17 年的 2.61% 提升至 20 年的 6.11%, 保持较快提升, 期间收入 CAGR 为 40.71%。2021 年上半年直营模式实现营收 0.35 亿元 (YOY=17.02%)。

(1) 经销模式。公司经销商的层级为扁平化一级经销商管理模式, 经销商呈现规模小、数量多的特点。2017-2020 年公司经销商数目保持较快增长, 四年间公司合作的经销商数量分别为 939 家、965 家、1390 家及 1737 家, 2017-2019 年平均每家经销商销售收入分别为 73.37 万元、74.00 万元、60.13 万元, 此外从新增经销商、撤销经销商数目来看, 2017-2019 年新增经销商贡献收入分别为 0.69 亿元、0.75 亿元、1.01 亿元, 撤销经销商贡献收入分别为 0.54 亿元、0.56 亿元、0.14 亿元。

公司对经销商进行分渠道管理, 将经销商划分为不同的销售渠道, 主要包括流通渠道经销商 (下游客户主要为下级批发商、小卖部或小型便利店等)、商超渠道经销商 (下游客户主要是大卖场、连锁超市等商超类客户) 及电商渠道经销商 (下游客户为第三方电商平台或终端消费者)。同时公司营销部下设流通客户部、商超客户部和电商客户部。

(2) 直营模式。公司直营模式包括电商直营及其他直营模式。其中电商直营是指通过天猫旗舰店等电商平台直接对终端消费者销售产品; 其他直营模式是与京东“新通路”等平台合作开展的新型快速消费品零售业务, 以及其他直接向终端客户销售的模式。

“流通”、“现代”、“线上”渠道三驾马车齐发展。目前公司销售渠道以流通为主，不同渠道占比来看，流通渠道 85%，线上 10%，商超等 KA 渠道 5%。未来公司将进一步提高现代渠道、线上渠道销售的占比。

流通渠道是公司核心渠道，公司一方面通过增加有终端配送能力的经销商，提高渠道竞争力，另一方面进行跑马圈地，开发空白市场和新兴的零售渠道、特殊渠道，继续巩固流通渠道的优势。

在夯实传统流通渠道优势的基础上，公司也进一步提速现代渠道和线上渠道发展。现代渠道方面，公司正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，同时逐步推出新品，优化产品定位，提升产品利差，在终端市场上加大产品陈列露出，以提高单店产出。2020 年，公司产品已实现入驻 KA、BC 等现代渠道 18000 家门店。2020 年 8 月，公司启动终端建设“百日大战”，加强核心经销商、核心售点建设，提升服务质量，提升品牌形象。公司以华东、华南等为样板市场，推进厂商模式转型，夯实终端基础，促进核心市场、样板市场终端服务升级。

电商方面，公司现已覆盖天猫、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。

此外直播方面。公司抓住机遇，组建直播团队，利用公域流量和私域流量配合，促使消费者在品牌认知度和消费黏性实现更好贴合，从而开拓新增长点。2021 年上半年，公司加速了新媒体渠道布局，在抖音、快手等多平台进行店铺搭建，加大直播投入，建立了与头部达人、腰部达人稳定合作机制，结合公司自营直播，提升线上销量，助力品牌建设。

不同区域表现情况

从收入结构来看，各区域主营业务收入较为平均。其中华东地区主营业务收入从 2017 年的 2.04 亿元提高至 2020 年的 2.38 亿元，期间 CAGR=5.38%，同时在收入总额中平均占比为 26.91%，此外经销商数量亦从 2017 年的 376 个增长至 2019 年的 430 个。华中地区和西南地区 2020 年在整体收入中占比分别为 19.35%和 15.57%。2017-2020 年收入 CAGR 分别为 25.30%和 8.36%，经销商数量亦从 2017 年的 203/238 个增长到 2019 年的 222/274 个。

公司通过在重点区域打造样板市场，如：深圳、郑州、成都等，再总结成功经验，再推广到其他市场。弱势区域如西北、华北等大区，公司的产品力、终端的静销力、消费者的复购率都反响良好。

持续推进品牌专业化、年轻化发展。公司自成立以来，一直高度重视品牌建设和发展，致力于将自身产品打造成国内知名的休闲食品品牌。成立之初公司就委托了专业的品牌策划公司整体策划了品牌战略方针，制定了品牌推广策略和广告宣传推广方案。公司 2013 年邀请汪涵作为产品代言人，2019 年更换为形象更为年轻化的邓伦。经过多年的深耕运作，公司的“劲仔”品牌已在全国许多区域的消费者心目中获得了较高的认可度，拥有众多忠实、稳定的消费者。此外 2021 年 4 月公司更名为“劲仔食品”，持续推进品牌专业化、年轻化发展。

产能利用率较高，新增产能助力进一步发展。鳀鱼是全球较为丰富的经济鱼种，广泛分布在太平洋、印度洋等全球各地，南美洲的鳀鱼资源尤其丰富。目前公司开发了泰国、越南等东南亚地区的原料基地，未来将进一步开发更多的原材料采购基地。此外随着业务规模的不断发展壮大和管理水平的不断提高，公司不断丰富和拓展自身的采购渠道。一方面积极向行业上游拓展，逐步开始扩大从鳀鱼干原产地的直接采购规模。另一方面积极考察世界各地海域，努力寻求更丰富的原材料供应来源，并于 2017 年成立全资子公司肯尼亚华文。

公司目前主要设有两大生产基地：平江工业园生产基地和康王工业园生产基地。平江工业园生产基地主要生产风味小鱼，康王工业园生产基地主要生产风味豆干。2017-2019 年公司风味小鱼和风味豆干整体平均产能利用率为 84.92%，其中风味小鱼产量从 2017 年的 1.48 万吨增长至 2019 年的 1.50 万吨，平均产能利用率为 91.02%，此外风味豆干平均产能利用率为 70.24%。

据招股说明书，公司将使用募集资金投资风味小鱼生产线技术改造项目以提升公司风味小鱼产品的生产效率和现有产能，提升公司主营业务产品的综合竞争实力。预计项目建成后，风味小鱼自动化生产线的产能将增加 2250 吨。

上市后积极引入人才，股权激励调动团队积极性。公司自 2018 年底将总部搬至长沙以来，积极引进人才。2020 年 9 月上市后，公司基于战略发展的规划，引进了多名高端人才，包括销售、研发、现代渠道、电商、品牌战略等，打造了更加市场化、专业化的管理团队。

2021 年 5 月 7 日，公司向 23 名股权激励对象首次授予 319 万股限制性股票，授予价格为 7.16 元/股，总金额 2284.04 万元。限售期分别为首次授予的限制性股票登记完成之日起的 12 个月、24 个月，解锁比例分别为 50%、50%。解锁条件分别为（1）以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 20%；（2）以 2020 年营业收入为

基数，2022 年营业收入增长率不低于 44%。我们认为，公司本次股权激励将进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。

盈利预测与估值。

（1）公司风味小鱼业务 2017-2020 年收入复合增速为 2.96%，考虑到公司上市后的品牌力持续提升以及渠道均衡发展，我们给予本块业务 2021-2023 年 5%/8%/10%的收入增速预测，以及 26%/27%/28%的毛利率预测。

（2）公司风味豆干业务 2017-2020 年收入复合增速为 4.91%，考虑到公司 2021 年上半年豆制品业务同比增长 9.60%，我们给予本块业务 2021-2023 年 8%/10%/15%的收入增速预测，以及 20%/22%/24%的毛利率预测。

（3）公司其他主营业务 2017-2020 年收入复合增速为 148.48%，我们给予本块业务 2021-2023 年 100%/50%/30%的收入增速预测，以及 20%/23%/25%的毛利率预测。

（4）公司其他业务 2017-2020 年收入复合增速为 23.30%，我们给予本块业务 2021-2023 年 20%/20%/20%的收入增速预测，以及 60%/60%/60%的毛利率预测。

我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 10.23/11.65/13.31 亿元，归母净利润分别为 0.95/1.14/1.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.23/0.28/0.35 元/股。结合可比公司估值情况，考虑业绩良好表现，给予公司 2022 年 32-41 倍的 PE 估值，对应合理价值区间为 8.96-11.48 元/股，首次覆盖并给予“优于大市”评级。

风险提示。（1）食品安全风险，（2）市场竞争加剧，（3）新渠道、新市场拓展不及预期。

表 1 可比上市公司估值表（2022 年预测 PE，倍）

上市公司	证券代码	收盘价（元）	PE（倍，2022E）
洽洽食品	002557	61.36	28.53
三只松鼠	300783	38.97	26.27
良品铺子	603719	42.47	33.47
盐津铺子	002847	85.60	31.08
甘源食品	002991	76.30	32.92
平均 PE（倍，2022E）			30.45

资料来源：Wind，海通证券研究所

备注：按 2021 年 12 月 31 日收盘价计算（以上均来自 Wind 一致预测）

表 2 公司营业收入预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	909.12	1023.27	1165.34	1330.70
风味小鱼	709.17	744.63	804.20	884.62
风味豆干	125.41	135.44	148.99	171.34
其他主营业务	67.2	134.40	201.60	262.08
其他业务	7.33	8.80	10.56	12.67
营业收入同比增长	1.60%	12.56%	13.88%	14.19%
风味小鱼	3.58%	5.00%	8.00%	10.00%
风味豆干	3.91%	8.00%	10.00%	15.00%
其他主营业务	-17.90%	100.00%	50.00%	30.00%
其他业务	-3.68%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	27.17	24.71	25.97	27.20
风味小鱼	27.02	26.00	27.00	28.00
风味豆干	27.90	20.00	22.00	24.00
其他主营业务	22.85	20.00	23.00	25.00
其他业务	68.35	60.00	60.00	60.00
毛利（百万元）	247.01	252.85	302.61	361.93
风味小鱼	191.62	193.60	217.13	247.69
风味豆干	34.99	27.09	32.78	41.12
其他主营业务	15.36	26.88	46.37	65.52
其他业务	5.01	5.28	6.33	7.60

资料来源：Wind，海通证券研究所

图1 公司主要产品图示



资料来源：2021 年半年报，海通证券研究所

表 3 公司产品矩阵与对应价格

产品类型	产品名称	规格	数目	售价（元）
劲仔小鱼	小鱼干（香辣味）	300g	15g*20 包/盒	24.9
	小鱼干（麻辣味、卤香味、酱汁味、糖醋味）	300g	15g*20 包/盒	24.8
	小鱼干（酱汁味）	180g	10g*18 包/盒	17.5
	小鱼干（香辣味、麻辣味、卤香味、糖醋味）	180g	10g*18 包/盒	19.9
	小鱼干（香辣味、酱汁味）	48g	8g*6 包/盒	6.0
	小鱼干（混合口味）	400g	400g/袋	49.9
	小鱼干（混合口味）	96g	96g/袋	9.9
	小鱼干（香辣味、麻辣味、酱香味、糖醋味）	72g	9g*8 包/袋	12.9
劲仔豆干	豆干（酱香味）	400g	20 袋/盒	23.9
	豆干（香辣味）	400g	20 袋/盒	23.5
	豆干（麻辣味）	400g	20 袋/盒	21.8
素烤牛排	素烤牛排（湘辣味、川香味、BBQ 味、甜麻辣味）	480g	24g*20 包	24.9
手撕肉干	鸭肉干（香辣味、麻辣味、酱香味、五香味）	240g	12g*20 包	39.9

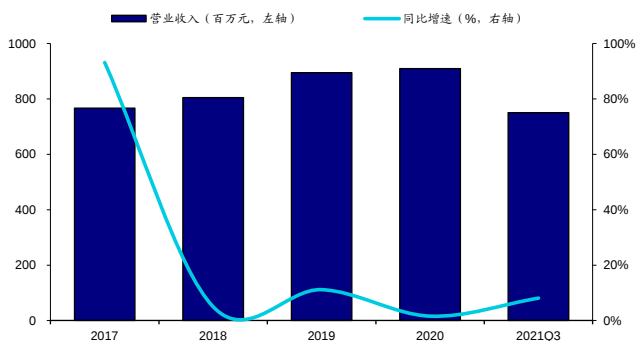
资料来源：品牌京东自营旗舰店，海通证券研究所

说明：

1) 数据均来自于品牌京东自营旗舰店相关价格，日期为 2021 年 12 月 1 日

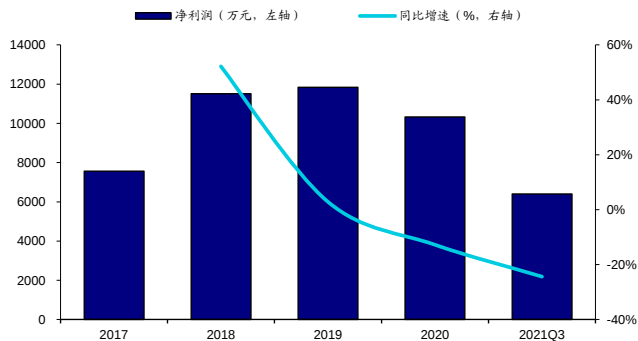
2) 部分价格可能包含促销打折

图 2 2017-2021Q3 公司营业收入及增速



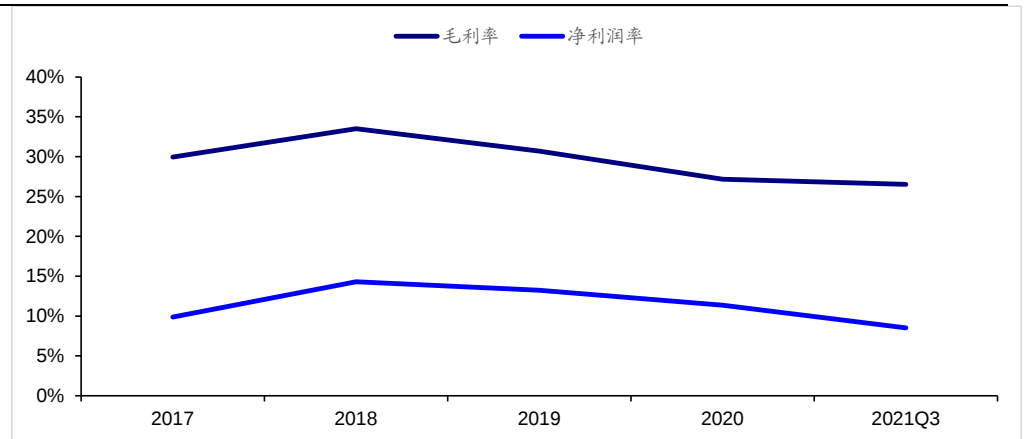
资料来源：招股说明书，2020 年年报，2021 年三季度报，海通证券研究所

图 3 2017-2021Q3 公司归母净利润及增速



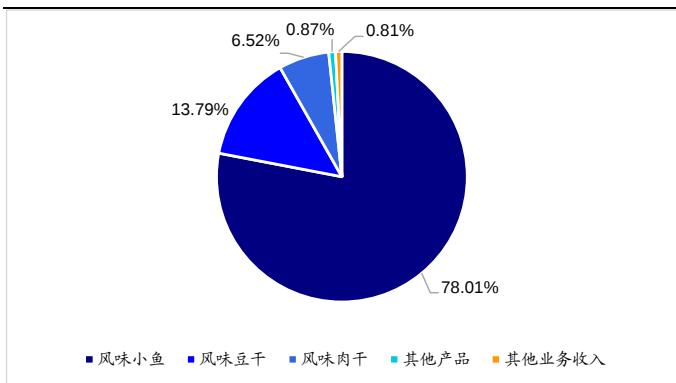
资料来源：招股说明书，2020 年年报，2021 年三季度报，海通证券研究所

图4 2017-2021Q3 公司毛利率、净利率变化



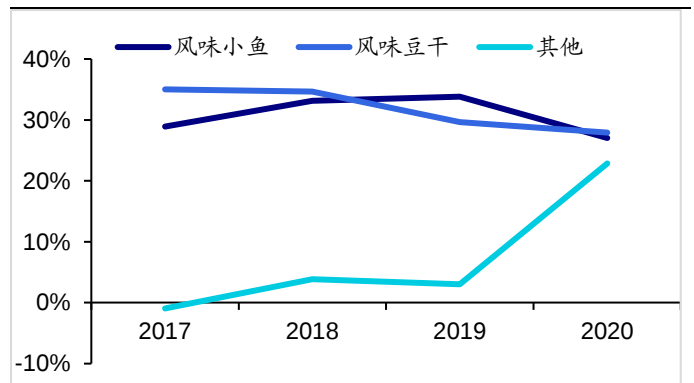
资料来源：招股说明书，2020 年年报，2021 年三季度报，海通证券研究所

图5 2020 年公司营业收入构成



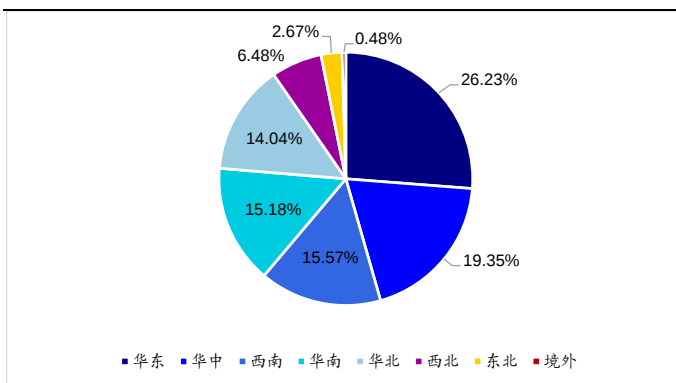
资料来源：2020 年年报，海通证券研究所

图6 2017-2020 年公司不同产品毛利率



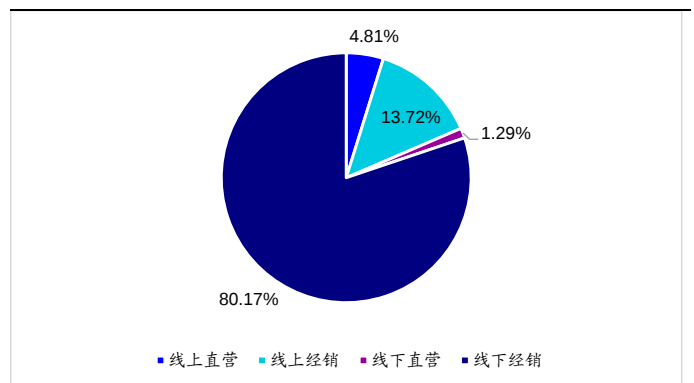
资料来源：招股说明书，2020 年年报，海通证券研究所

图7 2020 年公司不同区域营收占比



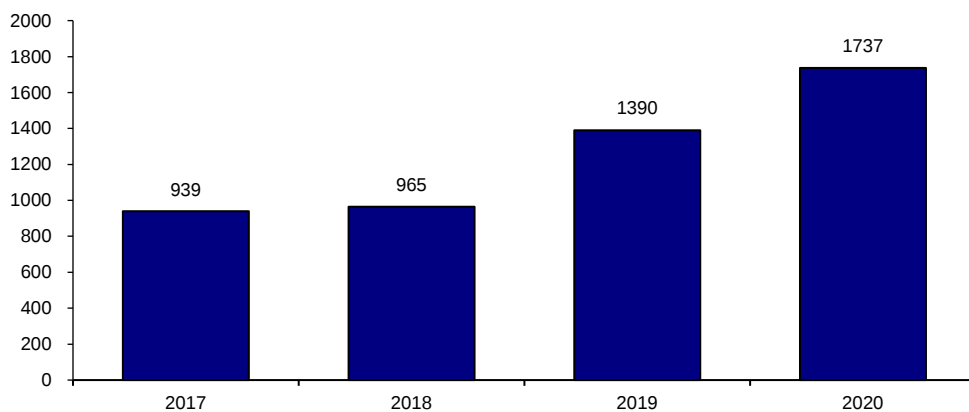
资料来源：2020 年年报，海通证券研究所

图8 2020 年公司不同渠道营收占比



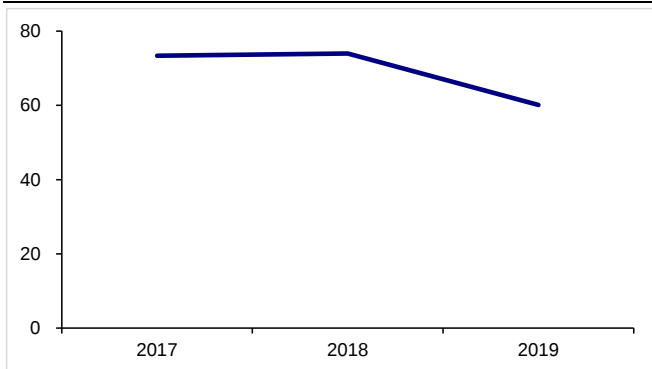
资料来源：2020 年年报，海通证券研究所

图9 2017-2020 年公司经销商数量变化 (单位: 个)



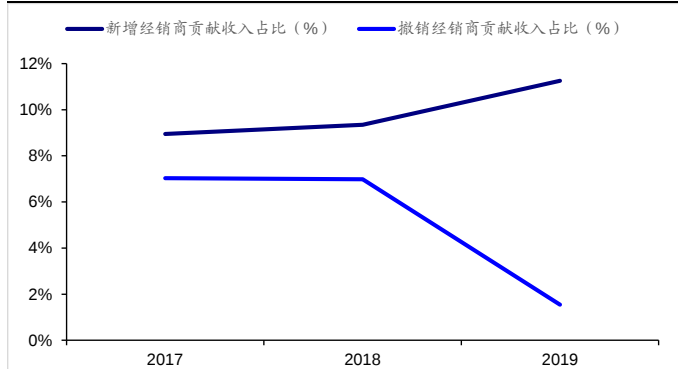
资料来源: 招股说明书, 2020 年年报, 海通证券研究所

图10 2017-2019 年公司单个经销商体量变化 (单位: 万元)



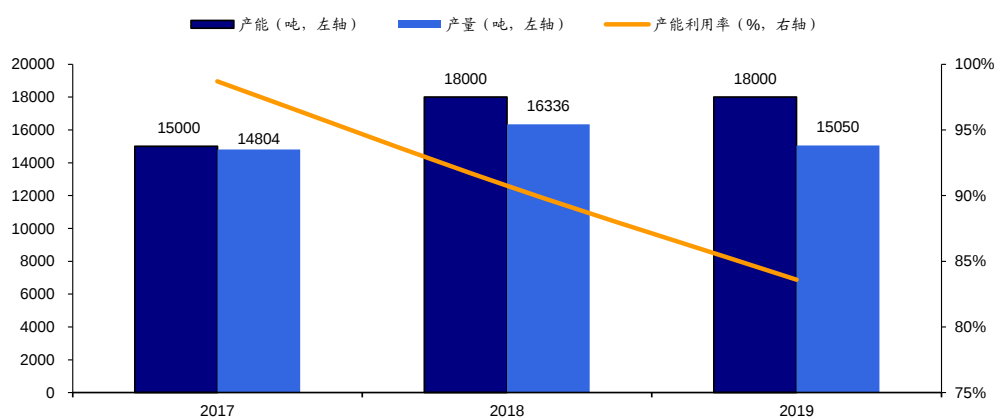
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图11 2017-2019 年公司新增经销商、减少经销商收入体量变化



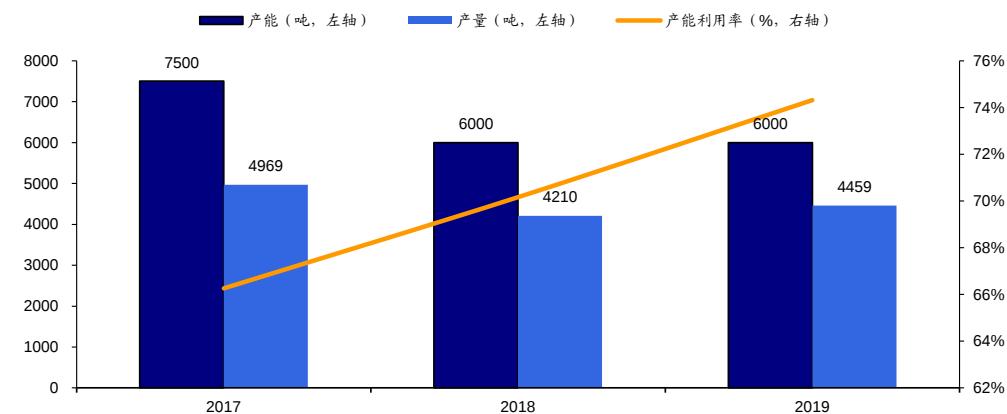
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图12 2017-2019 风味小鱼产能、产量、产能利用率变化



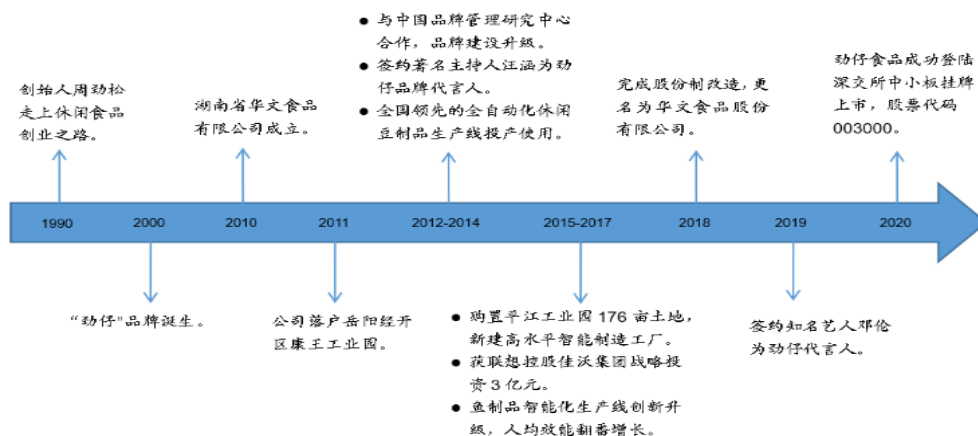
资料来源: 招股说明书, 海通证券研究所

图13 2017-2019 风味豆干产能、产量、产能利用率变化



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图14 公司发展历程



资料来源：公司官网，海通证券研究所

表 4 品牌发展历程

年份	品牌发展历程
2016 年	● “劲仔牌豆制品”、“劲仔牌风味鱼制品”被湖南省质量技术监督局评选为“湖南名牌”； ● “劲仔”品牌被湖南省工商行政管理局评选为“湖南省著名商标”，被中国休闲食品文化节组委会评选为“湖南省食品安全首选品牌”； ● 公司被湖南省人民政府评定为“湖南省农业产业化龙头企业”。
2017 年	“劲仔”品牌入选“CCTV 中国品牌榜”。
2019 年	公司被中国食品工业协会豆制品专业委员会评选为“2019 中国豆制品行业 50 强”。
2020 年	“劲仔”入选“中国农业品牌公共服务平台水产品推荐品牌”。

资料来源：2020 年年报，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	909	1023	1165	1331
每股收益	0.26	0.23	0.28	0.35	营业成本	662	770	863	969
每股净资产	2.15	2.46	2.74	3.10	毛利率%	27.2%	24.7%	26.0%	27.2%
每股经营现金流	0.03	0.26	0.25	0.32	营业税金及附加	7	7	9	10
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	96	118	128	146
P/E	42.20	46.02	38.11	30.67	营业费用率%	10.5%	11.5%	11.0%	11.0%
P/B	5.02	4.39	3.94	3.49	管理费用	58	77	87	100
P/S	4.76	4.26	3.74	3.28	管理费用率%	6.4%	7.5%	7.5%	7.5%
EV/EBITDA	52.88	70.18	45.62	33.56	EBIT	76	41	67	93
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-13	-28	-20	-21
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.4%	-2.7%	-1.7%	-1.6%
毛利率	27.2%	24.7%	26.0%	27.2%	资产减值损失	0	0	0	0
净利率	11.4%	9.3%	9.8%	10.7%	投资收益	0	1	1	1
净资产收益率	11.9%	9.5%	10.3%	11.4%	营业利润	124	111	134	168
资产回报率	10.4%	8.3%	9.0%	10.0%	营业外收支	4	5	5	5
投资回报率	7.1%	3.4%	5.0%	6.1%	利润总额	127	116	139	173
盈利增长 (%)					EBITDA	103	52	80	108
营业收入增长率	1.6%	12.6%	13.9%	14.2%	所得税	24	21	25	31
EBIT 增长率	-26.7%	-46.7%	64.2%	38.7%	有效所得税率%	18.9%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	-12.8%	-8.3%	20.8%	24.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	103	95	114	142
资产负债率	12.8%	12.8%	12.7%	12.6%					
流动比率	6.49	6.07	5.78	5.67	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	4.51	4.33	4.05	3.94	货币资金	439	488	504	547
现金比率	3.99	3.80	3.50	3.39	应收账款及应收票据	1	2	2	2
经营效率指标					存货	208	211	236	265
应收帐款周转天数	0.43	0.60	0.60	0.60	其它流动资产	66	77	89	101
存货周转天数	114.60	100.00	100.00	100.00	流动资产合计	715	778	831	916
总资产周转率	0.91	0.90	0.92	0.93	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.07	3.86	3.81	3.84	固定资产	223	265	306	346
					在建工程	15	45	75	105
					无形资产	27	33	39	44
					非流动资产合计	281	360	436	512
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	996	1138	1268	1428
净利润	103	95	114	142	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	33	42	47	53
非现金支出	26	12	13	15	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	3	-6	-6	-6	其它流动负债	77	86	96	109
营运资金变动	-122	3	-22	-24	流动负债合计	110	128	144	162
经营活动现金流	10	103	100	127	长期借款	0	0	0	0
资产	-27	-85	-85	-85	其它长期负债	18	18	18	18
投资	-40	0	0	0	非流动负债合计	18	18	18	18
其他	0	1	1	1	负债总计	128	146	161	179
投资活动现金流	-66	-84	-84	-84	实收资本	400	403	403	403
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	868	992	1106	1248
股权募资	178	3	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-57	26	0	0	负债和所有者权益合计	996	1138	1268	1428
融资活动现金流	122	29	0	0					
现金净流量	65	48	16	43					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 31 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业
 张宇轩 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 洋河股份,仲景食品,盐津铺子,千禾味业,味知香,农夫山泉,金龙鱼,周黑鸭,李子园,安琪酵母,华新水泥,中炬高新,立高食品,海天味业,今世缘,祁连山,水井坊,冀东水泥,绝味食品,香飘飘,西麦食品,海螺水泥,洽洽食品,宁夏建材,日辰股份,天味食品,煌上煌,上峰水泥,保龄宝,泸州老窖

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通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，未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
李 俊(021)23154149 lj13766@htsec.com
联系人
侯 欢(021)23154658 hh13288@htsec.com
李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com
郑玲玲(021)23154170 zl13940@htsec.com
黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com
曹君豪(021)23219745 cjh13945@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
联系人
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
张 弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
滕颖杰(021)23219433 tyj13580@htsec.com
江 涛(021)23219879 jt13892@htsec.com
章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

固定收益研究团队
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
联系人
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com
王冠军(021)23154116 wqj13735@htsec.com
方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)23154117 ly11082@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzz12149@htsec.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com
联系人
余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com
杨 锦(021)23154504 yj13712@htsec.com
王正鹤(021)23219812 wzh13978@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
李姝醒(021)63411361 lsx11330@htsec.com

石油化工行业
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
联系人
孟 陆(021)23219671 ml13172@htsec.com
周 航(021)23219671 zh13348@htsec.com
彭 婷(010)68067998 pp13606@htsec.com

汽车行业
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com
联系人
房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

公用事业
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
余玖翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

批发和零售贸易行业
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
康 璐(021)23212214 kl13778@htsec.com
联系人
曹蕾娜(021)23219415 cln13796@htsec.com

互联网及传媒
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
联系人
康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com
崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅(021)23219480 zjy12711@htsec.com
余金花(021)23219480 sjh13785@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com
 华晋书 hjs14155@htsec.com
 联系人
 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com
 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com
 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com
 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 xbc6583@htsec.com
 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 联系人
 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com
 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com
 联系人
 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 联系人
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com
 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江 (010) 56760091 lj12399@htsec.com
 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com
 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

张欣劼 zxx12156@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com

军工行业

张恒恒 zhx10170@htsec.com
 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com
 联系人
 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com
 联系人
 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com
 联系人
 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
 王玮婕(021)23219768 wj13985@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 郭庆龙 gq113820@htsec.com
 联系人
 王文杰 wwj14034@htsec.com
 吕科佳 lkj14091@htsec.com
 高翩然 gpr14257@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com
 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 谭德康 tdk13548@htsec.com
 王玮宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com

北京地区销售团队

朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 郭金珪(010)58067851 gjy12727@htsec.com
 张钧博 zjb13446@htsec.com
 高 瑞 gr13547@htsec.com
 上官灵芝 sglz14039@htsec.com
 董晓梅 dxm10457@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com