

# 优化产品与渠道结构，降本增效修复盈利

——海欣食品 22Q3 季报点评

## 核心观点

事件：公司披露 2022 年三季报，22Q1-Q3 营收 10.94 亿元，同比+1.15%，归母净利润 0.54 亿元同比扭亏，扣非归母净利润 0.24 亿元同比扭亏；单 22Q3 营收 4.04 亿元，同比+2.68%，归母净利润 0.33 亿元同比扭亏，扣非归母净利润 651 万元同比扭亏。

- **优化渠道和产品结构，巩固餐饮特通，加速开发下沉市场。**22Q1-Q3 实现营收 10.94 亿元，同比+1.15%，单 Q3 营收 4.04 亿元，同比+2.68%，1) 分渠道看，22H1 流通/现代/电商/特通渠道收入分别为 4.10/1.27/0.67/0.86 亿元，分别同比-7.0%/-6.2%/+35.1%/+37.8%，电商渠道表现亮眼，今年以来加强线上销售渠道建设，在抖音等平台组建直播团队开展自播和达人分发业务，已经选择部分重点单品如“芝士卷”与东方甄选等直播团队合作；2) 分产品看，22H1 速冻鱼肉制品及肉制品/常温休闲食品/速冻米面制品/速冻菜肴制品收入分别为 5.46/0.61/0.20/0.61 亿元，分别同比-8.2%/+6.5%/-32.9%/+1216.0%，今年以来公司战略性收缩大包装产品，优化小规格产品和组合装产品，并完成超过 50 个新品开发及更新改良工作，包括鱼皮脆、芝士牛肉卷、年糕福袋、香酥肉卷等。
- **调整管理模式降本增效，盈利能力迎来修复。**公司 2022 年前三季度毛利率/销售费用率/管理费用率分别为 21.49%/9.83%/6.21%，分别同比+3.5pct/-2.6pct/-0.3pct，归母净利率 4.89%同比扭亏。非经常损益方面，公司全资子公司舟山腾新食品有限公司收到全部征收补偿款，贡献资产处置收益约 2470 万元。管理方面，公司持续围绕组织扁平化管理，取消大区职能，以省区为经营单位进行良性竞争。
- **拟定增加速中高端产能投放，完善供应链布局。**公司于 10 月 21 日公告拟定增不超过 5.2 亿元用于水产品精深加工及速冻菜肴制品项目和补充流动资金，计划通过子公司福建长恒投资 6.76 亿元，预计达产后将在福州市新增 7.5 万吨鱼/肉糜制品、2.5 万吨速冻菜肴制品及 2000 吨大豆拉丝蛋白年产能。该募投项目旨在实现扩大中高端产品的产能、优化产品结构、提高公司在中高端市场的份额，产能扩张带来的规模效应也有助于降低生产成本；建设大豆拉丝蛋白生产能力，有利于从源头提升原材料质量、供应掌控能力，为未来进军素肉类产品打造研发及产业化基础。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年 EPS 为 0.15/0.23/0.29 元（调整前为 22-23 年为 0.17/0.27 元），我们采用可比公司 2023 年 30 倍 PE 进行估值，对应目标价 6.90 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 产能扩张不及预期、新品推广不及预期、原材料价格上涨等。

## 公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,606	1,550	1,728	2,041	2,358
同比增长(%)	15.9%	-3.5%	11.5%	18.1%	15.5%
营业利润(百万元)	97	(33)	95	143	185
同比增长(%)	993.0%	-134.0%	389.5%	50.7%	28.9%
归属母公司净利润(百万元)	71	(34)	73	109	140
同比增长(%)	938.3%	-148.5%	311.5%	49.7%	28.6%
每股收益(元)	0.15	(0.07)	0.15	0.23	0.29
毛利率(%)	24.6%	19.2%	21.5%	23.8%	24.3%
净利率(%)	4.4%	-2.2%	4.2%	5.3%	5.9%
净资产收益率(%)	8.7%	-4.3%	8.9%	12.0%	13.6%
市盈率	40.5	(83.6)	39.5	26.4	20.6
市净率	3.4	3.7	3.4	3.0	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资评级

买入（维持）

股价（2022 年 11 月 21 日）	5.99 元
目标价格	6.90 元
52 周最高价/最低价	9.04/4.75 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,076/38,616
A 股市值（百万元）	2,880
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 11 月 21 日

## 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.02	7.73	8.33	2.58
相对表现	1.68	7.03	17.53	25.5
沪深 300	-0.66	0.7	-9.2	-22.92



## 证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
彭博	pengbo3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522100001

## 联系人

张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵	zhuyuhan@orientsec.com.cn

## 盈利预测与投资建议

由于疫情对餐饮端需求的影响，我们调整了 22-23 年速冻鱼肉制品及肉制品的收入、毛利率假设；由于预制菜业务发展迅速，我们调整了 22-23 年菜肴制品的收入、毛利率假设；由于销售费用优化，我们调低了销售费用率假设。我们预测公司 22-24 年 EPS 为 0.15/0.23/0.29 元（调整前为 22-23 年为 0.17/0.27 元），采用可比公司 2023 年 30 倍 PE 进行估值，对应目标价 6.90 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	股价(元) 2022/11/21	每股收益（元）				市盈率			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
三全食品	16.80	0.73	0.89	0.99	1.11	23	19	17	15
安井食品	149.84	2.33	3.56	4.58	5.70	64	42	33	26
广州酒家	22.85	0.98	1.08	1.31	1.58	23	21	17	14
巴比食品	27.63	1.27	0.92	1.15	1.42	22	30	24	20
日辰股份	37.37	0.82	0.71	1.03	1.36	45	53	36	28
立高食品	86.95	1.67	1.00	1.79	2.51	52	87	49	35
千味央厨	58.05	1.02	1.16	1.53	2.00	57	50	38	29
<b>调整后平均</b>							<b>39</b>	<b>30</b>	<b>23</b>

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

## 风险提示

产能扩张不及预期、新品推广不及预期、原材料价格上涨等。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	118	116	173	204	236
应收票据、账款及款项融资	222	197	219	259	299
预付账款	14	15	16	19	23
存货	322	371	403	461	529
其他	159	31	32	33	33
<b>流动资产合计</b>	<b>835</b>	<b>731</b>	<b>843</b>	<b>977</b>	<b>1,120</b>
长期股权投资	20	16	16	16	16
固定资产	316	308	439	527	604
在建工程	23	231	225	232	242
无形资产	71	69	67	65	63
其他	89	132	126	120	116
<b>非流动资产合计</b>	<b>518</b>	<b>757</b>	<b>873</b>	<b>960</b>	<b>1,041</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,353</b>	<b>1,488</b>	<b>1,716</b>	<b>1,937</b>	<b>2,161</b>
短期借款	50	132	258	313	333
应付票据及应付账款	300	334	362	415	476
其他	140	117	119	123	126
<b>流动负债合计</b>	<b>490</b>	<b>584</b>	<b>739</b>	<b>851</b>	<b>935</b>
长期借款	0	53	53	53	53
应付债券	0	0	0	0	0
其他	22	53	53	53	53
<b>非流动负债合计</b>	<b>22</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>	<b>106</b>
<b>负债合计</b>	<b>512</b>	<b>689</b>	<b>845</b>	<b>957</b>	<b>1,041</b>
少数股东权益	6	19	19	19	19
实收资本（或股本）	481	481	481	481	481
资本公积	103	106	106	106	106
留存收益	252	193	266	375	515
其他	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>841</b>	<b>798</b>	<b>871</b>	<b>980</b>	<b>1,120</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,353</b>	<b>1,488</b>	<b>1,716</b>	<b>1,937</b>	<b>2,161</b>

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	70	(37)	73	109	140
折旧摊销	15	36	34	43	49
财务费用	1	3	15	20	22
投资损失	(7)	1	1	(1)	(1)
营运资金变动	(18)	(38)	(26)	(46)	(48)
其它	58	(13)	(0)	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>119</b>	<b>(48)</b>	<b>96</b>	<b>125</b>	<b>163</b>
资本支出	(56)	(234)	(150)	(130)	(130)
长期投资	(1)	4	0	0	0
其他	(71)	148	(1)	1	1
<b>投资活动现金流</b>	<b>(129)</b>	<b>(82)</b>	<b>(151)</b>	<b>(129)</b>	<b>(129)</b>
债权融资	0	58	0	0	0
股权融资	0	3	0	0	0
其他	27	57	111	35	(2)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>27</b>	<b>118</b>	<b>111</b>	<b>35</b>	<b>(2)</b>
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>18</b>	<b>(12)</b>	<b>56</b>	<b>31</b>	<b>32</b>

利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,606</b>	<b>1,550</b>	<b>1,728</b>	<b>2,041</b>	<b>2,358</b>
营业成本	1,210	1,252	1,357	1,556	1,784
营业税金及附加	13	12	13	16	18
营业费用	182	198	166	180	204
管理费用及研发费用	109	116	125	142	160
财务费用	1	3	15	20	22
资产、信用减值损失	6	8	(0)	0	0
公允价值变动收益	(0)	(1)	0	0	0
投资净收益	7	(1)	(1)	1	1
其他	4	7	44	15	15
<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>(33)</b>	<b>95</b>	<b>143</b>	<b>185</b>
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>97</b>	<b>(31)</b>	<b>97</b>	<b>145</b>	<b>187</b>
所得税	26	6	24	36	47
<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>(37)</b>	<b>73</b>	<b>109</b>	<b>140</b>
少数股东损益	(1)	(2)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>71</b>	<b>(34)</b>	<b>73</b>	<b>109</b>	<b>140</b>
每股收益（元）	0.15	-0.07	0.15	0.23	0.29

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	15.9%	-3.5%	11.5%	18.1%	15.5%
营业利润	993.0%	-134.0%	389.5%	50.7%	28.9%
归属于母公司净利润	938.3%	-148.5%	311.5%	49.7%	28.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.6%	19.2%	21.5%	23.8%	24.3%
净利率	4.4%	-2.2%	4.2%	5.3%	5.9%
ROE	8.7%	-4.3%	8.9%	12.0%	13.6%
ROIC	8.4%	-3.8%	7.6%	9.6%	10.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.8%	46.3%	49.2%	49.4%	48.2%
净负债率	0.0%	9.3%	16.5%	17.1%	13.9%
流动比率	1.70	1.25	1.14	1.15	1.20
速动比率	1.04	0.61	0.59	0.60	0.63
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.6	7.4	8.3	8.5	8.4
存货周转率	3.9	3.6	3.5	3.6	3.6
总资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.15	-0.07	0.15	0.23	0.29
每股经营现金流	0.25	-0.10	0.20	0.26	0.34
每股净资产	1.74	1.62	1.77	2.00	2.29
<b>估值比率</b>					
市盈率	40.5	-83.6	39.5	26.4	20.6
市净率	3.4	3.7	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	26.6	551.9	20.7	14.4	11.7
EV/EBIT	30.7	-98.4	27.2	18.3	14.4

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。