

# 有友食品 (603697.SH)

泡凤爪行业单寡头，品类和渠道扩张推动业绩稳增长

## 核心观点：

- 休闲泡卤制品行业收入 500+亿元，有友市占率有望持续提升。公司主营休闲泡卤制品，15-19 年收入/归母净利润 CAGR 为 7.6%/13.5%。19 年公司泡椒凤爪收入 8.4 亿元、占比 83.7%，其他产品收入体量 0.5 亿以下。(1) 根据 Frost&Sullivan，18 年我国休闲泡卤制品行业空间 500+亿元，有友市占率 2% 左右。(2) 包装类泡凤爪行业收入 30 亿元，有友单寡头位置稳固。19 年有友泡凤爪收入 8.4 亿元、市占率 28.1%；第二梯队企业收入 1-2 亿元、市占率 7% 以下。受益单寡头地位、口味和渠道扩张，公司泡凤爪和休闲泡卤制品市占率有望持续提升。
- 泡凤爪单寡头地位成就较强定价权，品类和渠道扩张进一步加强竞争力。(1) 产品：泡凤爪单寡头地位稳固，有较强定价权，16-19 年公司凤爪均价 CAGR 为 10.5%。公司具备强研发力，推动产品品类扩张。(2) 渠道：19 年经销商 644 家，是唯一形成全国销售网络的风爪企业。公司持续推动渠道扩张，提升竞争力——加速川渝以外市场扩张（西南以外地区收入占比自 15 年 31.8% 提升至 19 年 43.8%），加速布局电商渠道。(3) 泡凤爪行业知名品牌，预计将持续加强品牌建设。
- Q2 渠道补库存推动收入高增长。受益渠道和品类扩张，未来 3 年收入有望维持 10-15% 复合增长。公司 20Q2 终端需求持续旺盛且渠道大力补库存，收入有望实现高增长。公司公告 20 年收入目标同比增长 5-20%，我们预计有望达成 15% 左右同比增长，提价红利有望开始释放。公司经营稳健，受益渠道和休闲泡卤制品品类扩张以及凤爪行业单寡头垄断地位，我们预计公司未来 3 年收入有望复合增长 10-15%。
- 盈利预测：预计 20-22 年收入同增 16.0%/12.5%/12.3%；归母净利润同增 20.0%/17.1%/17.0%；PE 估值 26/22/19 倍。参考食品龙头估值，给予其 20 年 35 倍 PE 估值，合理价值 25 元/股，给予买入评级。
- 风险提示：食品安全问题；公司渠道扩张不及预期。

## 盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,101	1,008	1,170	1,316	1,478
增长率（%）	11.2	-8.4	16.0	12.5	12.3
EBITDA（百万元）	215	204	241	293	353
归母净利润（百万元）	178	179	215	252	294
增长率（%）	-6.4	0.5	20.0	17.1	17.0
EPS（元/股）	0.79	0.59	0.71	0.83	0.97
市盈率（P/E）	-	23.11	26.14	22.33	19.09
市净率（P/B）	-	2.64	3.16	2.76	2.42
EV/EBITDA	-	18.25	21.12	17.14	13.92

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

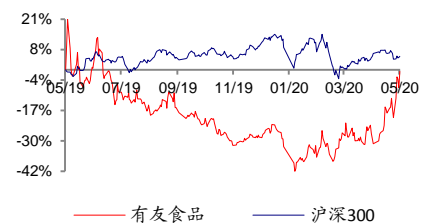
## 公司评级

当前价格	18.45 元
合理价值	25 元
报告日期	2020-06-01

## 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	304.55/89.90
总市值/流通市值（百万元）	5619/1658.71
一年内最高/最低（元）	21.30/10.74
30 日日均成交量/成交额（百万）	15.88/256.06
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	47.01/44.37

## 相对市场表现



## 分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

## 分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

## 分析师：

刘景瑜



SAC 执证号：S0260519100001

010-59136617



gfluijingyu@gf.com.cn

请注意，刘景瑜并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

## 相关研究：

## 目录索引

一、休闲泡卤制品行业空间 500 亿元以上，有友市占率有望持续提升 .....	4
（一）休闲泡卤制品行业空间 500 亿元以上，有友市占率 2%左右 .....	5
（二）包装泡凤爪行业 30 亿元，有友市占率 28.1%.....	6
二、泡凤爪单寡头地位成就较强定价权，品类和渠道扩张进一步加强竞争力 .....	7
（一）公司凤爪具备较强定价权，16-19 年均价复合增长 10.46%.....	7
（二）公司持续推进全国渠道下沉，加强竞争力 .....	10
（三）公司品牌力持续处于行业领先地位 .....	11
三、Q2 渠道补库存推动收入高增长，中长期渠道和品类扩张助力业绩稳健增长.....	12
（一）Q2 公司渠道补库存有望推动收入高增长 .....	12
（二）19 年底以来原材料成本下行，公司提价红利有望释放 .....	12
（三）渠道和品类扩张助力业绩稳健增长，未来 3 年收入有望复合增长 10-15%...	13
四、盈利预测 .....	16
五、风险提示 .....	19

## 图表索引

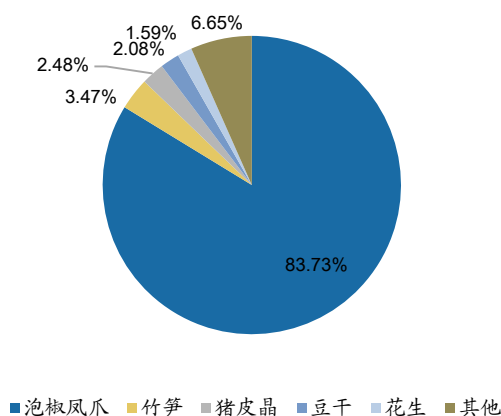
图 1: 公司泡椒凤爪产品收入占比 83.73% (2019 年)	4
图 2: 16-19 年收入 CAGR=6.82%	4
图 3: 16-19 年归母净利润 CAGR=13.63%	4
图 4: 18 年我国休闲食品行业销售额为 10297 亿元, 12-18 年 CAGR 为 12.3%	5
图 5: 2018 年烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品是休闲食品主要品类	6
图 6: 泡椒凤爪兴于川渝, 43%的企业位于川渝	6
图 7: 公司为泡凤爪单寡头, 市占率 28.1% (19 年)	6
图 8: 公司泡椒凤爪单寡头位置稳固	7
图 9: 公司泡椒凤爪 16-19 年均价 CAGR=10.46%	8
图 10: 16-19 年公司研发费用复合增长 15.83%	9
图 11: 公司主要产品结构	9
图 12: 公司产品各区域销售占比: 西南占比 50%+	11
图 13: 18 年公司广告宣传费大幅增长	11
图 14: 公司 20Q1 预收款 1.22 亿元, 同比增长 771.00% (单位: 万元)	12
图 15: 19 年底以来鸡价进入下行周期	13
图 16: 公司泡椒凤爪产品收入 16-19 年复合增长 10.24%	13
图 17: 泡椒凤爪 16-19 年销量 CAGR=-0.16%	14
图 18: 泡椒凤爪 16-19 年均价 CAGR=10.46%	14
图 19: 受益渠道加速优化, 华东市场收入 19 年逆势增长 23.87%	16
表 1: 15-18 年公司 ROE 水平 20%以上	7
表 2: 公司 17、18 年直接提价	8
表 3: 有友凤爪产品终端零售价略高于其他品牌	9
表 4: 有友渠道主销售区域更广, 竞品公司主销售区域分布较为单一, 为区域性销售	10
表 5: 公司持续推动品类扩张	14
表 6: 19 年加速调整优化省外市场, 华东、华南经销商分别淘汰 25 家以上	15
表 7: 公司业务拆分	17
表 8: 可比公司估值 (对应 5 月 29 日收盘价)	19

## 一、休闲泡卤制品行业空间 500 亿元以上，有友市占率有望持续提升

公司主营休闲泡卤制品业务，泡椒凤爪产品收入占比84%。有友食品主要从事休闲泡卤制品的研发、生产和销售，主要产品包括泡椒凤爪、猪皮晶、花生、竹笋等，其中19年泡椒凤爪收入8.44亿元，占比83.73%，其他产品收入体量5000万以下。

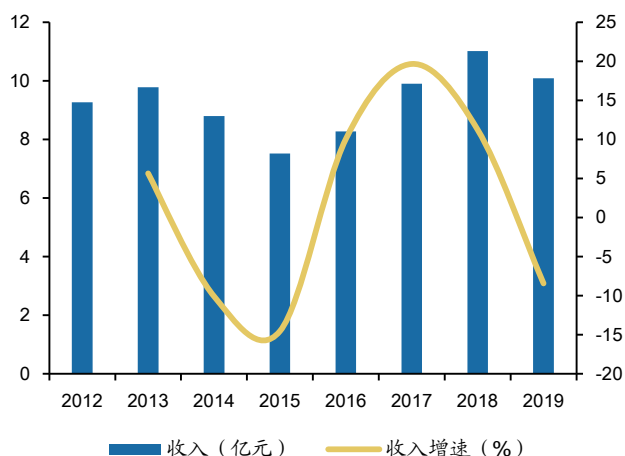
公司近几年经营稳健。14、15年公司收入负增长主要源于团队流失，团队调整完毕后、近几年稳健发展——16-19年收入、归母净利润分别复合增长6.82%、13.63%。19年收入下滑主要源于18年底公司受原材料成本上涨影响大幅提价20%，导致终端需求出现短暂下滑，经过半年时间调整，19年下半年市场已经恢复正常。

图 1：公司泡椒凤爪产品收入占比83.73%（2019年）



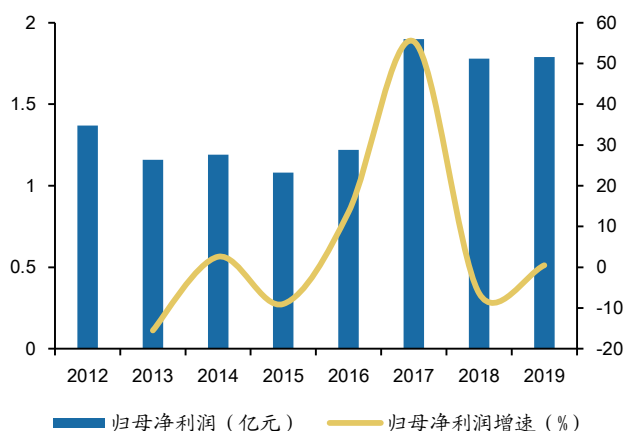
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 2：16-19年收入CAGR=6.82%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：16-19年归母净利润CAGR=13.63%

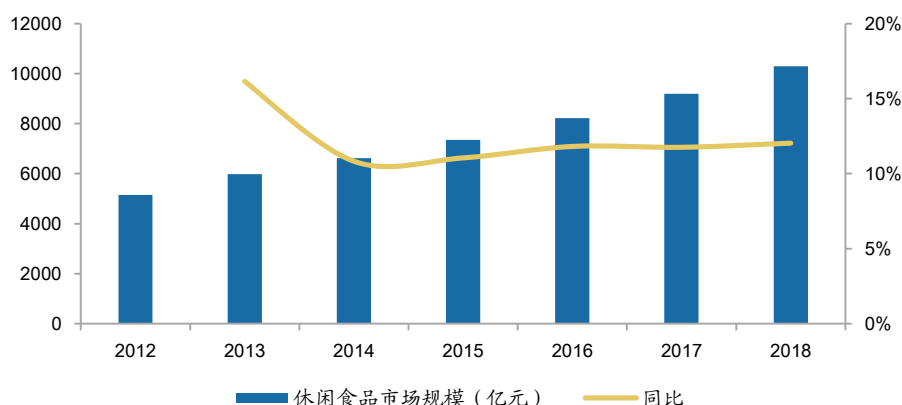


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## （一）休闲泡卤制品行业空间 500 亿元以上，有友市占率 2%左右

2018年我国休闲食品行业销售额为10297亿元，预计未来3年休闲食品行业收入复合增长10%左右。休闲食品指满足消费者正餐以外休闲需求的食品，泡卤制品制品即属于其中。据Frost&Sullivan，18年我国休闲食品行业销售额达10297亿元，12-18年CAGR为12.3%。我国休闲食品行业尚处于增长期，随着我国居民人均消费能力的提升、电商渠道渗透下沉到低线市场，叠加休闲食品的不断创新、消费场景的多元化继续凸显，休闲零食行业有望延续较快增长。过去5年电商红利驱动休闲食品行业较快增长，未来随着电商红利逐渐消退，对行业驱动因素弱于以往，我们认为未来3年休闲零食行业收入增速将略低于过去5年，预计将保持10%左右的复合增速。

图 4：18年我国休闲食品行业销售额为10297亿元，12-18年CAGR为12.3%

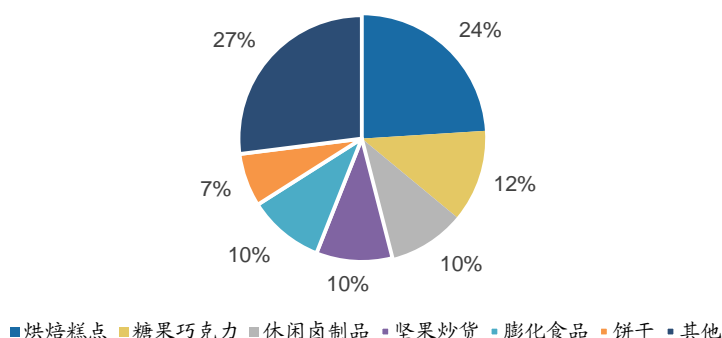


数据来源：Frost&Sullivan，广发证券发展研究中心

我国休闲食品品类丰富，休闲泡卤制品行业空间500亿元以上，有友市占率2%左右。我国休闲食品品类丰富，根据Frost&Sullivan，2018年我国烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品、坚果炒货、膨化食品和饼干在休闲食品销售额中占比分别为24%、12%、10%、10%、10%。泡卤制休闲食品是我国近年来发展较快的休闲食品品类，泡椒凤爪即属于泡制休闲食品的一种。根据Frost&Sullivan数据测算，休闲泡卤制品18年行业收入1029.7亿元（零售口径），采用休闲零食行业渠道加价率100%（终端零售价/出厂价-1）反推，18年休闲泡卤制品报表口径收入515亿元，即有友在休闲泡卤制品行业市占率2%左右。

品类扩张助力公司持续抢占休闲泡卤制品行业份额。目前公司仍以泡椒凤爪为主要大单品，在休闲泡卤制品行业份额较低（2%左右）。目前公司正在加速产品品类扩张和渠道扩张，有望凭借多品类持续抢占休闲泡卤制品行业份额。

图 5：2018年烘焙糕点、糖果巧克力、休闲卤制品是休闲食品主要品类



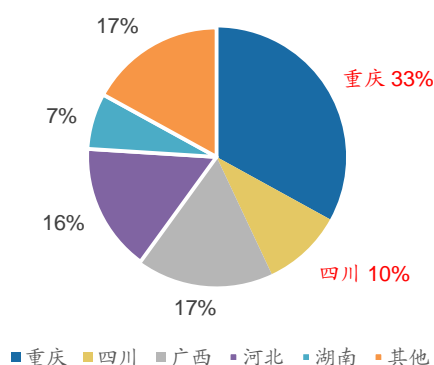
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

## （二）包装泡凤爪行业 30 亿元，有友市占率 28.1%

包装泡凤爪行业30亿元，有友泡凤爪单寡头地位稳固——19年市占率28.1%，且有望持续提升。泡椒凤爪发于川渝地区，兴于川渝地区，据公司招股说明书披露，全国共有600多家泡制食品企业，43%分布在川渝地区，19年重庆泡椒凤爪产量占全国产量50%以上。根据wind，18年有友在包装类泡凤爪行业全国市占率30%，有友18年凤爪收入8.97亿元，推算得包装泡凤爪行业收入30亿元。

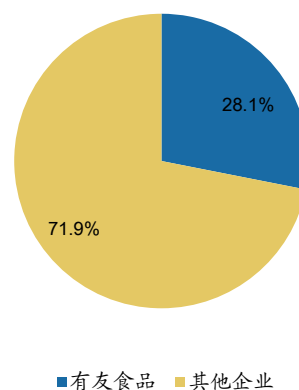
公司为泡椒凤爪行业龙头企业，单寡头地位稳固——19年公司泡椒凤爪收入8.44亿元，全国市占率28.1%，川渝地区市占率60%+；行业第二梯队企业奇爽、曾巧、辣媳妇等品牌规模均在1-2亿元，市占率7%以下。有友食品规模为主要竞争对手的4倍以上，竞争优势明显。受益行业规范化以及消费者消费水平和品牌意识持续提升，小型企业和传统夫妻老婆店等将加速退出市场，公司凭借品牌、产品、渠道等方面优势将充分受益行业发展和整合，泡椒凤爪市占率有望进一步提升。

图 6：泡椒凤爪兴于川渝，43%的企业位于川渝



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

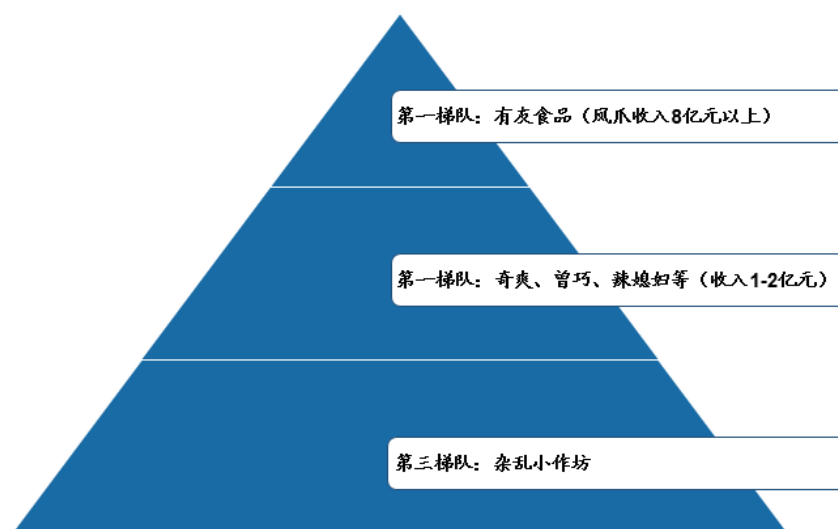
图 7：公司为泡凤爪单寡头，市占率28.1%（19年）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：泡椒凤爪分为散装和包装产品，此处市占率以包装产品口径统计



图 8：公司泡椒凤爪单寡头位置稳固



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、泡凤爪单寡头地位成就较强定价权，品类和渠道扩张进一步加强竞争力

15-18年公司ROE水平维持20%以上，主要源于高盈利能力和较高周转——拆分ROE来看，15-18年其净利率维持14%+，总资产周转率1次以上。公司19年ROE明显下滑，主要源于大幅提价导致终端需求短暂承压且渠道积极性暂时受影响，导致总资产周转率下降。19年底公司渠道和销售已恢复正常。

表 1：15-18年公司ROE水平20%以上

	ROE(%)	净利率(%)	总资产周转率	杠杆比率
2015	25.86	14.35	1.40	1.29
2016	24.12	14.81	1.28	1.27
2017	30.35	19.23	1.24	1.28
2018	22.52	16.19	1.15	1.21
2019	14.64	17.76	0.73	1.13

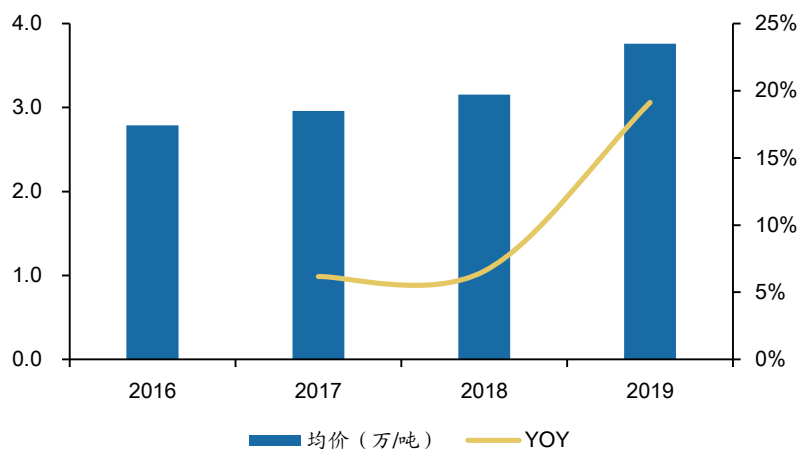
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

### （一）公司凤爪具备较强定价权，16-19 年均价复合增长 10.46%

公司凤爪单寡头地位稳固，有望持续享受通胀红利，实现直接提价。公司泡椒凤爪16-19年均价CAGR=10.46%，每隔3年左右时间能够直接提价一次，提价幅度5%左右。18年公司提价遇到阻碍主要源于提价较频繁（17年已经实施过提价）且提

价幅度较大（均价提升20%左右），但经过半年时间消化，公司销售恢复正常，即公司定价权仍旧较强。

图 9：公司泡椒凤爪16-19年均价CAGR=10.46%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：公司17、18年直接提价

	提价情况
2017 年	2017 年 4 月份起公司针对不同品类及规格的泡椒凤爪系列产品进行了小幅提价，提价幅度大体在 3%-13%之间。
2018 年	2018 年 9 月份起公司针对不同品类及规格的泡椒凤爪系列产品进行了提价，提价幅度大体在 20%左右； 2018 年 9 月份起公司针对不同品类及规格的豆干和竹笋系列产品进行了提价。

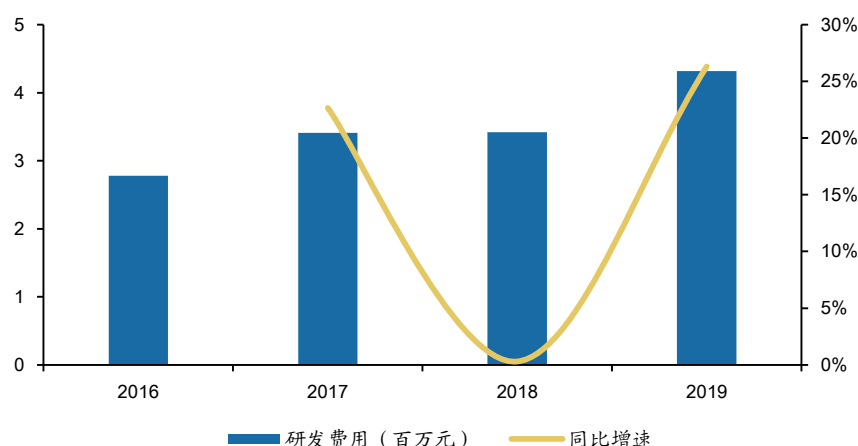
数据来源：招股书，广发证券发展研究中心

**公司具备强产品研发能力及品控能力。**公司设有独立研发中心，且研发投入逐年递增，16-19年公司研发费用复合增长15.83%，且除自有研发中心外，公司不断加强研发实力雄厚的大专院校及科研院所合作，进一步增进研发能力，在泡卤制品企业中具有领先优势——大部分泡卤休闲制品公司属于区域性公司，规模及体量较小，不具备大量资金支持多品类新品研发工作。

有友在品质及食品安全把控上优于竞品公司，公司获得具有国家认证的质量管理和食品安全管理体系，评获“食品安全示范单位”称号。公司建立了严格的原材料采购控制程序以及合格供应商评定和控制程序，与大中型全产业链肉鸡养殖企业加强合作，保障能获得高品质、稳定及合理成本的优质原材料，较其他小规模泡卤制品公司更具品控能力，迎合了消费者对于食品安全的需求。



图 10: 16-19年公司研发费用复合增长15.83%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司以核心大单品为基础,持续进行新品研发。泡椒凤爪为公司核心大单品,收入占比80%+。公司凤爪业务已较成熟,具备稳固的行业地位和较强的定价权,其凤爪产品终端零售价格略高于其他品牌——其180g袋装产品售价在15.8-16.9元/袋,主要竞品公司奇爽11.2元/袋、重庆曾巧11.8元/袋等。以核心大单品为基础,2013年来公司持续进行新品研发,新开发豆干、竹笋、猪皮晶等品类,且针对细分市场推出了泡肉、酸菜、泡菜及卤香等新口味,满足不同市场需求,强化公司产品力。

图 11: 公司主要产品结构



数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

表 3: 有友凤爪产品终端零售价格略高于其他品牌

	有友食品	重庆奇爽	重庆曾巧	重庆辣媳妇	重庆永健
100g	9.0-9.9 元	6.2 元	6.9 元	8.9 元	9.0 元

180g	15.8-16.9 元	11.1 元	11.8 元	9.9 元	16.2 元
------	-------------	--------	--------	-------	--------

数据来源：招股书，广发证券发展研究中心

## （二）公司持续推进全国渠道下沉，加强竞争力

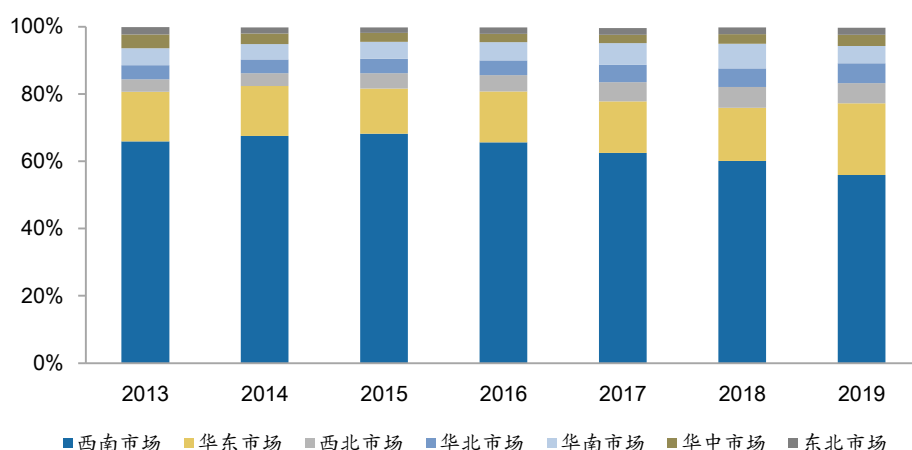
2019年末公司经销商数量644家，已初步形成全国销售网络，较同行业竞争对手渠道优势明显。公司持续推进全国渠道下沉、加强竞争力。有友食品在西南、华东、华南等市场皆具有一定强渠道优势，其竞品品牌大多为区域性销售，仅在单一地区具有一定渠道力。且有友公司在经销商管理上处于较为主动的地位，具有较强渠道把控力，对经销商采取先款后货的信用政策。（1）有友公司持续进行全国渠道扩张——根据wind数据，西南地区在18年及以前占公司总营收约60%，随公司渠道不断下沉，15年来公司西南以外地区销售占比呈上升趋势，自15年31.81%提升至19年43.8%；（2）公司积极开发线上及新零售渠道，大部分泡卤零食竞品品牌多为散装称重，难以实现线上销售，尽管目前线上销售仅占公司总营收1.68%，预计未来随公司线上渠道快速发展，全渠道运营可进一步加深公司在行业内渠道优势。

表 4：有友渠道主销售区域更广，竞品公司主销售区域分布较为单一，为区域性销售

	有友食品	重庆奇爽	重庆曾巧	重庆辣媳妇	重庆永健	盐津铺子
西南市场	●	●				
华东市场	●					●
西北市场	●				●	
华北市场	●					
华南市场	●		●			●
华中市场	●					
东北市场				●		

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：有友食品主销售区域取营收占比超 5%的区域

图 12: 公司产品各区域销售占比: 西南占比50%+

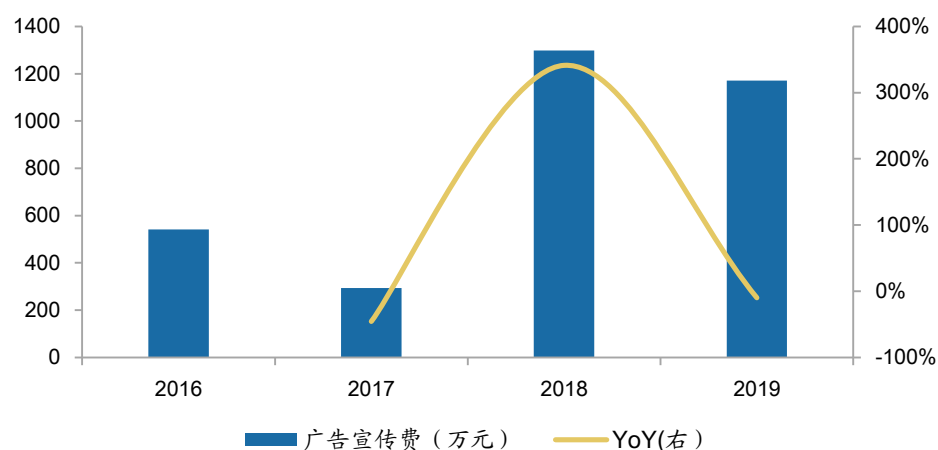


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 公司品牌力持续处于行业领先地位

**泡凤爪行业知名品牌, 强品牌力保障公司稳健发展。**随着居民生活水平的提高, 人们对包括泡卤制品在内的休闲食品的消费要求也在不断提高, 消费者更加关注产品的安全、质量、口味、营养、功能等特质, 有友食品经过长期的沉淀和市场竞争的考验, 逐渐得到了消费者的认可, 形成了较高的品牌知名度。且公司近年来不断加强全国性营销, 进一步提升品牌知名度, 培育年轻消费人群, 18年来公司广告宣传费超千万元, 较17年及之前有大幅提升。品牌影响力主要可带给公司三点优势: (1) 通过品牌优势丰富产品线, 更容易得到消费者认可; (2) 与经销商的合作中处于较为主动地位; (3) 更有利于公司扩大西南以外地区的销售规模。公司未来的成长将持续受益于品牌力的塑造。

图 13: 18年公司广告宣传费大幅增长



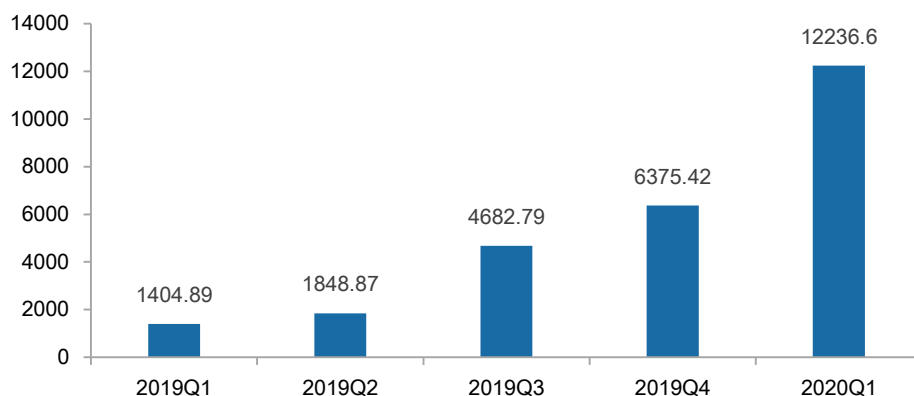
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、Q2 渠道补库存推动收入高增长，中长期渠道和品类扩张助力业绩稳健增长

#### （一）Q2 公司渠道补库存有望推动收入高增长

公司20Q1收入2.10亿元，同比下滑12.03%，主要源于疫情影响物流和复工，导致终端和渠道断货严重。公司20Q1预收款1.22亿元，同比增长771.00%。我们预计20Q2公司收入有望实现高增长：（1）复工叠加物流恢复，渠道将进入补库存周期；（2）4-5月份疫情期间，普通家庭需求仍旺盛，推动终端需求维持较好增长；（3）5月中下旬学校陆续开学，主流消费群体回归正常状态，学校等销售渠道将明显收益。公司公告披露20年收入目标同比增长5-20%，我们预计有望达成15%左右同比增长。

图 14：公司20Q1预收款1.22亿元，同比增长771.00%（单位：万元）

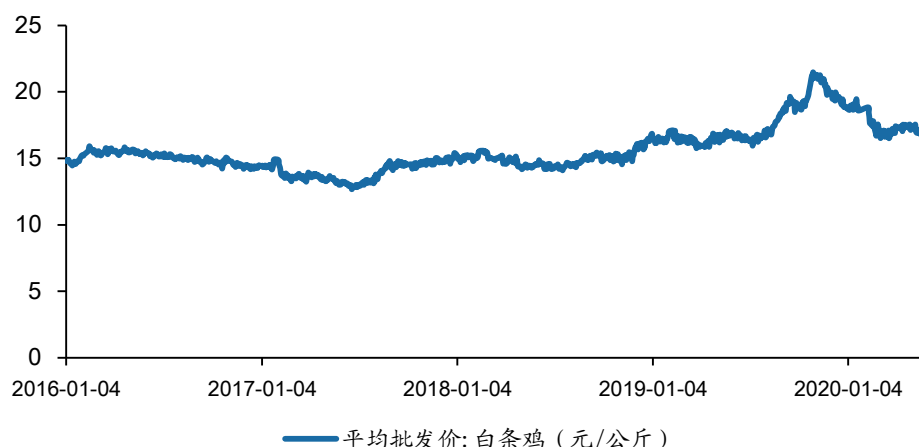


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

#### （二）19 年底以来原材料成本下行，公司提价红利有望释放

公司18年底大幅提价主要源于原材料成本上涨驱动——白条鸡批发价自18年7月份14.40元/公斤提升至19年11月20.71元/公斤。19年底以来鸡价进入下行周期，20年5月份白条鸡批发价16.88元/公斤，公司提价红利有望释放。

图 15: 19年底以来鸡价进入下行周期



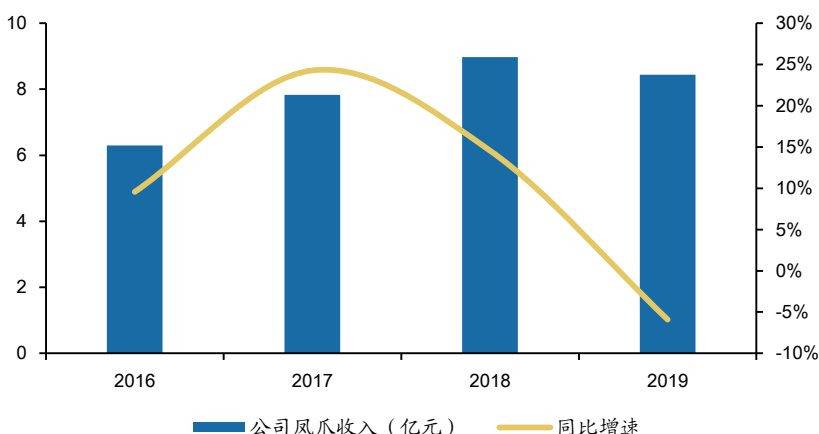
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 渠道和品类扩张助力业绩稳健增长, 未来 3 年收入有望复合增长 10-15%

公司为凤爪行业单寡头, 提价、口味和渠道扩张有望保障凤爪业务量价齐升。公司泡椒凤爪产品收入16-19年复合增长10.24%, 自15年6.30亿元增长至19年8.44亿元, 其中量、价分别复合增长-0.16%、10.46%。其中销量下滑主要源于19年影响, 17、18正常年份保持7%+正增长。

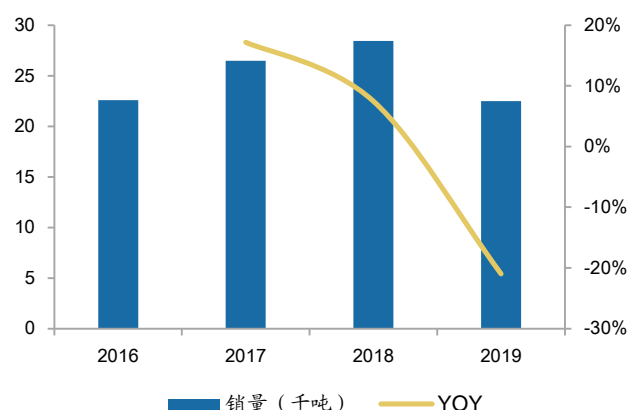
公司凤爪单寡头地位稳固, 有望持续受益于通胀红利, 实现持续提价。另外, 受益行业集中度提升, 其泡椒凤爪销量有望稳健增长。(1) 单寡头地位稳固, 公司有望持续提价, 我们预计公司每隔3年左右有望提价5%; (2) 口味和渠道持续扩张: 公司推出酸菜和椒香口味凤爪, 加速推动凤爪口味扩张, 保障凤爪产品销量稳增长。

图 16: 公司泡椒凤爪产品收入16-19年复合增长10.24%



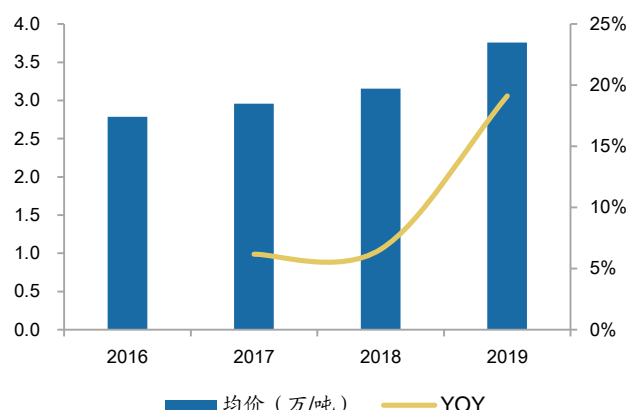
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 泡椒凤爪16-19年销量CAGR=-0.16%



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 18: 泡椒凤爪16-19年均价CAGR=10.46%




数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司持续推动品类扩张，加大非凤爪品类推广，打造下一个大单品，我们认为目前潜力较大的为猪皮晶和竹笋。公司预计将持续聚焦“2+2+2”的产品战略，持续进行品类拓展——每年度在产品体系上做到研发2只，储备2只，上线2只新产品的产品计划，进行产品体系的扩充。

借助成熟的凤爪业务，公司建立了优势较明显的渠道体系，我们预计未来公司将加速向已有渠道导入新品，如猪皮晶、竹笋等产品。另外，公司预计将利用猪皮晶开拓火锅消费场景（火锅食材）——19年下半年公司开始逐步尝试进入火锅食材产业链，进行猪皮晶等火锅食材销售工作，未来几年公司预计将会继续尝试毛肚、鹅肠一类的火锅必点食材产品的研发和品类的拓展，并由专门的销售团队、经销商来运作。火锅市场是餐饮行业优质赛道赛道，火锅产业链食材行业空间巨大，我们预计火锅食材业务将成为公司新的增长点。

表 5: 公司持续推动品类扩张

产品扩张	代表单品	图片展示
目前大单品	泡椒凤爪	



凤爪口味扩张	酸菜味和椒香味凤爪	
非凤爪品类扩张	猪皮晶（家庭端）	
	竹笋（家庭端）	
	猪皮晶（火锅食材）	

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

持续巩固川渝大本营的基础上，加速全国化市场拓展和下沉。目前公司在川渝地区的渠道布局较为完善，已经下沉至县级市场。未来几年，公司将继续加大全国市场的拓展力度，在KA基础上向流通渠道拓展，并在网络新零售等渠道做一些新尝试。2019年以来公司加速优化川渝以外地区（尤其是第二梯队市场华东、华南地区）渠道建设——19年公司华东、华南市场分别经销商30家、26家，提升经销商团队质量和运作能力，为后续省外市场发力奠定基础。其中华东市场调整效果较好，在提价影响环境下，19年收入仍实现23.87%同比增长，明显高于其他市场增速；华南市场19年收入增速同比下滑35.44%，为下滑最严重的地区，主要源于淘汰经销商体量较大，但我们认为该调整虽然带来短期阵痛，但利于公司长期健康发展。

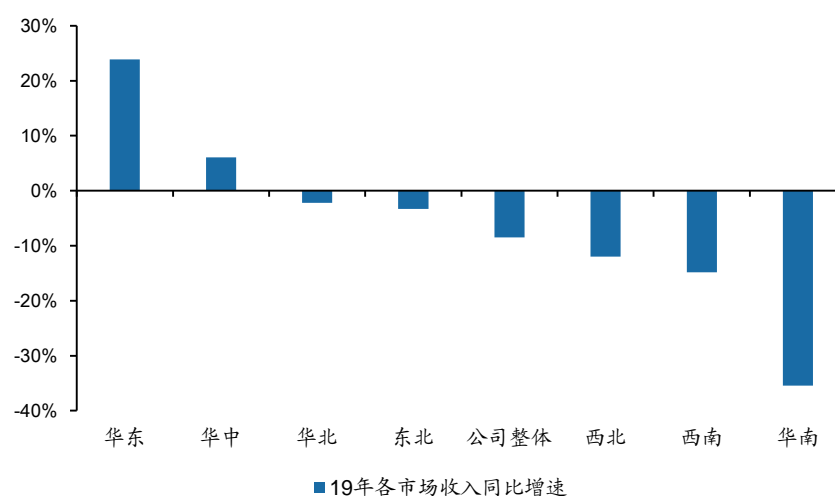
表 6：19年加速调整优化省外市场，华东、华南经销商分别淘汰25家以上

地区分布	期初	增加	减少	期末
西南	216	77	62	231
华东	151	38	30	159

华南	62	21	26	57
华中	51	15	17	49
东北	41	10	21	30
华北	71	21	23	69
西北	45	11	7	49
合计	637	193	186	644

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 19：受益渠道加速优化，华东市场收入19年逆势增长23.87%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

## 四、盈利预测

公司经营稳健，基于以下关键假设，我们预计其未来3年收入有望维持10%-15%复合增长。

- (1) 泡椒凤爪行业单寡头垄断地位稳固，受益渠道和口味扩张，且持续受益于通胀红利能够直接提价，预计未来3年泡椒凤爪业务稳健增长；
- (2) 品类扩张：向凤爪以外的品类持续扩张，如猪皮晶、竹笋等品类增速有望明显高于泡椒凤爪业务；
- (3) 渠道持续扩张：持续推动川渝以外地区的渠道建设和下沉；加速推动电商渠道布局。

我们预计 20-22 年公司收入 11.70/13.16/14.78 亿元，同比增长 16.0%/12.5%/12.3%；归母净利润 2.15/2.52/2.94 亿元，同比增长 20.0%/17.1%/17.0%；对应 PE 估值 26/22/19 倍。对比其他食品龙头估值，我们给予公司 20 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值 25 元/股，给予买入评级。

表 7：公司业务拆分

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
肉制品收入	7.56	9.12	10.2	9.33	10.86	12.25	13.80
YOY		20.63%	11.84%	-8.53%	16.36%	12.88%	12.61%
成本	5.08	5.77	6.82	6.10	7.02	7.79	8.69
YOY		13.68%	18.14%	-10.51%	14.99%	10.98%	11.51%
毛利	2.48	3.35	3.38	3.23	3.84	4.47	5.11
YOY		34.87%	0.98%	-4.53%	18.95%	16.36%	14.52%
毛利率	32.82%	36.70%	33.13%	34.58%	35.35%	36.44%	37.06%
泡椒凤爪收入	6.3	7.83	8.97	8.44	9.706	10.87	12.18
YOY		24.29%	14.56%	-5.91%	15%	12%	12%
成本	4.19	4.93	6.04	5.66	6.45	7.12	7.91
YOY		17.59%	22.61%	-6.37%	14.12%	10.32%	11.15%
毛利	2.11	2.90	2.93	2.78	3.25	3.75	4.26
YOY		37.57%	0.90%	-4.96%	16.78%	15.34%	13.62%
毛利率	33.50%	37.08%	32.66%	32.99%	33.5%	34.5%	35.0%
卤香火鸡翅收入	0.55	0.54	0.4	0			
YOY		-1.82%	-25.93%	美国进口原材料受限制			
成本	0.42	0.35	0.27				
YOY		-17.12%	-21.78%				
毛利	0.13	0.19	0.13				
YOY		49.74%	-33.65%				
毛利率	22.89%	34.91%	31.27%				
其他肉制品收入(猪皮晶等)	0.71	0.75	0.83	0.89	1.15	1.384	1.62472
YOY		5.63%	10.67%	7.23%	29.21%	20.35%	17.39%
成本	0.46	0.50	0.51	0.45	0.56	0.67	0.77
YOY		6.49%	2.00%	-11.36%	25.87%	18.63%	15.45%
毛利	0.25	0.25	0.32	0.44	0.59	0.72	0.85
YOY		4.01%	27.50%	36.12%	32.59%	22.00%	19.21%
毛利率	34.51%	33.98%	39.15%	49.70%	51.0%	51.70%	52.50%
竹笋	0.34	0.36	0.38	0.35	0.385	0.42	0.47
YOY		5.88%	5.56%	-7.89%	10%	10%	10%

成本	0.20	0.22	0.25	0.22	0.24	0.26	0.29
YOY		8.65%	12.71%	-13.42%	10.16%	10.00%	10.00%
毛利	0.14	0.14	0.13	0.13	0.15	0.16	0.18
YOY		1.72%	-5.96%	2.76%	9.74%	10.00%	10.00%
毛利率	39.89%	38.32%	34.14%	38.09%	38%	38%	38%
豆干	0.18	0.2	0.21	0.21	0.2415	0.26	0.28
YOY		11.11%	5.00%	0.00%	15%	8%	8%
成本	0.15	0.16	0.17	0.15	0.17	0.19	0.20
YOY		11.04%	6.08%	-12.61%	14.68%	8.00%	8.00%
毛利	0.03	0.04	0.04	0.06	0.07	0.08	0.08
YOY		11.40%	0.50%	55.42%	15.80%	8.00%	8.00%
毛利率	19.31%	19.36%	18.53%	28.80%	29%	29%	29%
花生	0.17	0.18	0.19	0.16	0.184	0.19	0.20
YOY		5.88%	5.56%	-15.79%	15%	5%	5%
成本	0.11	0.12	0.12	0.10	0.11	0.12	0.13
YOY		8.86%	3.81%	-16.89%	14.85%	4.83%	4.66%
毛利	0.06	0.06	0.07	0.06	0.07	0.07	0.08
YOY		0.98%	8.66%	-13.93%	15.24%	5.28%	5.55%
毛利率	37.79%	36.04%	37.10%	37.92%	38%	38.10%	38.30%
其他收入	0.02	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
YOY		100.00%	-25.00%	0.00%	0%	0%	0%
成本	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
YOY		153.82%	-27.18%	21.34%	6.74%	0.00%	0.00%
毛利	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
YOY		65.81%	-22.88%	-19.59%	-9.34%	0.00%	0.00%
毛利率	37.79%	36.04%	37.10%	37.92%	38%	38%	38%
总收入	8.27	9.9	11.01	10.08	11.70	13.16	14.78
YOY		19.71%	11.21%	-8.45%	16.04%	12.53%	12.29%
成本	5.541727	6.29	7.38	6.59	7.56	8.37	9.32
YOY		13.53%	17.23%	-10.70%	14.80%	10.76%	11.27%
毛利	2.73	3.61	3.63	3.49	4.14	4.79	5.46
YOY		32.26%	0.72%	-3.87%	18.37%	15.76%	14.09%
毛利率	32.99%	36.45%	33.01%	34.66%	35.36%	36.37%	36.96%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 8：可比公司估值（对应5月29日收盘价）

	归母净利润（亿元）			PE		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
涪陵榨菜	7.2	8.33	9.57	40	34	30
桃李面包	8.53	10.09	11.91	39	33	28
平均				39	34	29

数据来源：wind，广发证券发展研究中心 备注：预测来自广发最新相关报告

## 五、风险提示

食品安全问题；公司渠道扩张不及预期。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	605	1,346	1,408	1,507	1,650	
货币资金	370	407	537	599	711	
应收及预付	14	27	24	28	32	
存货	168	229	164	198	224	
其他流动资产	52	682	683	683	683	
非流动资产	416	398	553	723	897	
长期股权投资	10	10	10	10	10	
固定资产	302	284	409	547	687	
在建工程	28	28	31	29	30	
无形资产	60	58	86	118	152	
其他长期资产	17	17	17	17	17	
资产总计	1,021	1,744	1,961	2,230	2,547	
流动负债	102	142	144	161	184	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	61	100	97	111	127	
其他流动负债	41	41	47	51	57	
非流动负债	38	36	36	36	36	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	38	36	36	36	36	
负债合计	140	178	180	198	220	
股本	225	305	305	305	305	
资本公积	9	491	491	491	491	
留存收益	646	770	985	1,237	1,531	
归属母公司股东权益	880	1,566	1,781	2,032	2,327	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
负债和股东权益	1,021	1,744	1,961	2,230	2,547	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,101	1,008	1,170	1,316	1,478
营业成本	737	659	756	837	932
营业税金及附加	13	11	12	13	15
销售费用	106	109	123	138	148
管理费用	49	45	51	58	65
研发费用	3	4	5	5	6
财务费用	-11	-9	-9	-11	-13
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	15	15	15	15
营业利润	205	206	248	291	341
营业外收支	7	6	5	5	5
利润总额	212	211	253	296	346
所得税	33	32	38	44	52
净利润	178	179	215	252	294
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	178	179	215	252	294
EBITDA	215	204	241	293	353
EPS（元）	0.79	0.59	0.71	0.83	0.97

现金流量表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	66	153	283	239	306
净利润	178	179	215	252	294
折旧摊销	23	24	18	29	40
营运资金变动	-138	-35	71	-21	-8
其它	2	-15	-20	-20	-20
投资活动现金流	-36	-622	-153	-178	-194
资本支出	-28	-8	-168	-193	-209
投资变动	-10	-630	0	0	0
其他	2	15	15	15	15
筹资活动现金流	0	506	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	576	0	0	0
其他	0	-70	0	0	0
现金净增加额	30	37	130	61	112
期初现金余额	339	369	407	537	599
期末现金余额	369	406	537	599	711

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	11.2%	-8.4%	16.0%	12.5%	12.3%
营业利润增长	-4.6%	0.3%	20.5%	17.4%	17.3%
归母净利润增长	-6.4%	0.5%	20.0%	17.1%	17.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.0%	34.7%	35.4%	36.4%	37.0%
净利率	16.2%	17.8%	18.4%	19.1%	19.9%
ROE	20.2%	11.4%	12.1%	12.4%	12.7%
ROIC	31.7%	32.0%	33.6%	29.8%	28.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.8%	10.2%	9.2%	8.9%	8.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.91	9.51	9.78	9.34	8.99
速动比率	4.15	7.71	8.50	7.96	7.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.15	0.73	0.63	0.63	0.62
应收账款周转率	468.62	481.40	512.57	494.18	497.93
存货周转率	5.98	3.32	4.61	4.23	4.15
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.79	0.59	0.71	0.83	0.97
每股经营现金流	0.29	0.50	0.93	0.79	1.01
每股净资产	3.91	5.14	5.85	6.67	7.64
<b>估值比率</b>					
P/E	—	23.11	26.14	22.33	19.09
P/B	—	2.64	3.16	2.76	2.42
EV/EBITDA	—	18.25	21.12	17.14	13.92



## 广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。

王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，6年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

陈涛：研究助理，统计学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。