

日期: 2021年01月28日

行业: 食品饮料



分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC证书编号: S0870518070002

## 基本数据 (2021.1.27)

报告日股价 (元)	84.04
12mth A 股价格区间 (元)	34.73-94.20
总股本 (百万股)	608.63
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	511.49
每股净资产 (元)	7.82
PBR (X)	10.75

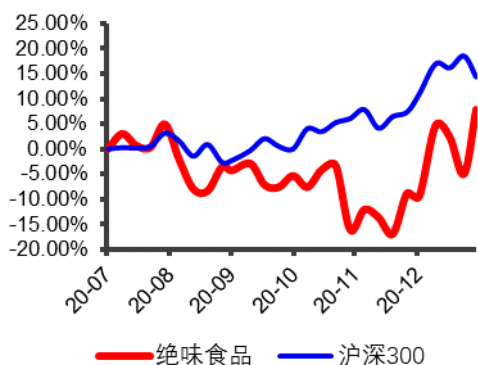
## 主要股东 (2020Q3)

上海聚成	35.50%
上海慧功	9.68%
上海成广	4.30%
上海福博	3.76%
香港中央结算有限公司	2.09%

## 收入结构 (2020Q3)

卤制品食品销售	93.3%
加盟商管理	1.4%
其他	5.3%

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



## 股权激励目标积极, 增长动力强劲

## ■ 公司动态事项

公司发布2021年限制性股票激励计划(草案),拟授予限制性股票608.63万股,约占当前总股本的1%。激励对象包括高管及核心员工共124人,首次授予价格为41.46元/股。

## ■ 事项点评

## 激励解锁目标积极, 彰显增长信心

公司股权激励草案中首次解锁的考核目标为以2020年营收为基数,21-23年的营收增速相较于20年分别不低于25%/50%/80%,对应21-23年每年营收的同比增速分别为25%/20%/20%,解锁目标积极彰显了公司对未来持续快速增长的信心。股权激励对象包括高管及核心员工共124人,其中副总经理、董秘彭刚毅获授14万股、占授予总数的2.3%,财务总监获授13.1万股、占授予总数的2.15%。首次授予价格41.46元/股,较1月27日收盘价84.04元/股折价51%,激励价格具备吸引力。公司21-24年将分别摊销1.29/0.75/0.30/0.04亿元股份支付费用,合计2.38亿元,21-22年摊销费用较高,预计使账面盈利短期承压(但非现金项目、不影响实际经营),但考虑到公司规模日益扩大带来的经济效益及减费提效的挖潜空间,预计业绩端仍有望实现同步的快速增长。

## 成长性源自: 每年净开店数量预计维持高位+提效经营单店营收增长稳步提升

公司所处休闲卤制品赛道规模千亿,且随着城镇化发展及消费结构变迁,市场每年仍以15%左右的速度增长。公司作为卤味连锁行业龙头,多年坚持“以加盟连锁为主体、直营连锁为引导”,积累了强大的销售网络优势,截止2020H1公司在全国共有12058家门店,同期煌上煌4152家、周黑鸭1367家,上半年分别净开1104/446/66家,公司在门店存量和净开店数方面均处于领先地位。我们认为公司股权激励设定高增长目标的保障源自:一是多开店带来的每年净开店数量维持高位。20年疫情促使中小品牌退出、公司顺势拿店,净开店数量大概率超出每年800-1200家指引,且在国内继续跑马圈地及稳步推动海外拓店下,预计门店数量维持较快增长;二是开好店带来的单店营收增长稳步提升。公司通过优化门店结构(开高效、关低效)、增加SKU、线上引流及加强供应链管理、信息化技术应用等方式来提升门店的运营效果,万店规模之后预计单店营收增长贡献比例上升。

## 长期向外赋能, 构建“美食生态圈”

公司凭借加盟连锁管理能力、供应链能力等优势已具备成为平台型公司的潜力,公司也在深化组织变革,管理总部逐渐由服务型组织转变为战略性赋能型组织,通过对外开放优势服务项目及孵化新项目、投资并购等外延成长方式构建“美食生态圈”。对外开放方面,公司2018年成立了绝配供应链,通过标准化的冷链服务体系为餐饮供应链赋能。对外投资方面,公司现已参投超过20家企业,如么麻子、和府餐饮、淳百味等,不排除未来对成熟项目收购并表的可能。公司通过对外赋能,为长期增长蓄力。

## ■ 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年归属净利润为 7.77/10.43/12.74 亿元，对应 EPS 为 1.28/1.71/2.09 元/股，对应 PE 为 66/49/40 倍（按 2021/1/27 收盘价计算）。21 年在门店经营恢复及低基数情况下公司业绩增长压力较小，中期在每年净开店数量维持高位和单店营收稳增之下业绩增长动力依然较强，长期看公司构建美食生态圈、通过向外赋能培育第二增长曲线，从而打开长期成长空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

疫情反复风险、食品安全风险、原材料价格波动风险、行业竞争加剧风险等。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	5171.96	5230.06	6560.32	7901.22
年增长率		1.1%	25.4%	20.4%
归属于母公司的净利润	801.20	777.18	1043.13	1273.55
年增长率		-3.0%	34.2%	22.1%
每股收益 (元)	1.32	1.28	1.71	2.09
PER (X)	63.84	65.81	49.03	40.16

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为 2021/1/27 收盘价）

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1602	1813	2447	3324
应收和预付款项	160	175	244	261
存货	669	594	985	922
其他流动资产	40	40	40	40
长期股权投资	1122	1122	1122	1122
投资性房地产	14	13	11	9
固定资产和在建工程	1376	1402	1398	1375
无形资产和开发支出	197	171	144	117
其他非流动资产	283	243	205	205
<b>资产总计</b>	<b>5463</b>	<b>5572</b>	<b>6596</b>	<b>7376</b>
短期借款	180	0	0	0
应付和预收款项	701	471	775	676
长期借款	0	0	0	0
其他负债	16	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>897</b>	<b>471</b>	<b>775</b>	<b>676</b>
股本	609	609	609	609
资本公积	1558	1558	1558	1558
留存收益	2400	2947	3680	4575
归属母公司股东权益	4567	5113	5847	6742
少数股东权益	-2	-12	-25	-42
<b>股东权益合计</b>	<b>4565</b>	<b>5102</b>	<b>5821</b>	<b>6700</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5463</b>	<b>5572</b>	<b>6597</b>	<b>7376</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动产生现金流量	1028	951	1042	1334
投资活动产生现金流量	-799	-226	-151	-151
融资活动产生现金流量	669	-374	-257	-306
<b>现金流量净额</b>	<b>899</b>	<b>351</b>	<b>634</b>	<b>877</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>5172</b>	<b>5230</b>	<b>6560</b>	<b>7901</b>
营业成本	3416	3375	4221	5099
营业税金及附加	41	42	52	63
营业费用	422	455	538	616
管理&研发费用	310	319	449	524
财务费用	26	-9	-8	-12
资产减值损失	-2	-10	0	0
投资收益	49	-40	40	40
其他收益	4	5	5	5
<b>营业利润</b>	<b>1006</b>	<b>1023</b>	<b>1353</b>	<b>1656</b>
营业外收支净额	44	0	20	20
<b>利润总额</b>	<b>1050</b>	<b>1023</b>	<b>1373</b>	<b>1676</b>
所得税	259	256	343	419
净利润	791	767	1030	1257
少数股东损益	-10	-10	-13	-16
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>801</b>	<b>777</b>	<b>1043</b>	<b>1274</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	33.95%	35.46%	35.66%	35.47%
EBIT/销售收入	20.73%	18.85%	20.12%	20.30%
销售净利率	15.28%	14.67%	15.70%	15.91%
ROE	17.53%	15.20%	17.84%	18.89%
资产负债率	14.22%	8.46%	11.76%	9.17%
流动比率	3.08	5.57	4.79	6.73
速动比率	2.15	4.22	3.47	5.30
总资产周转率	0.97	0.94	1.00	1.07
应收账款周转率	515.52	1119.92	476.35	936.21
存货周转率	5.11	5.68	4.29	5.53

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。