

日期: 2021年03月31日

行业: 食品饮料


**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

### 基本数据 (2021.3.26)

报告日股价 (元)	19.66
12mth A 股价格区间 (元)	18.10-31.85
总股本 (百万股)	512.79
无限售 A 股/总股本	89.95%
流通市值 (亿元)	90.69
每股净资产 (元)	4.73
PBR (X)	4.16

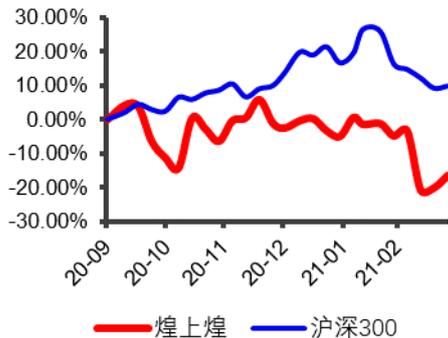
### 主要股东 (2020)

煌上煌集团	38.60%
新余煌上煌	12.94%
褚建庚	5.65%
褚剑	3.23%
褚浚	3.23%

### 收入结构 (2020)

鲜货产品	75.36%
米制品业务	17.83%
包装产品	3.13%
屠宰加工	1.16%
其他	2.53%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



# 20 年圆满收官, 21 年开店加速

## ■ 公司动态事项

公司发布2020年年报, 全年营收24.36亿元, 同比增长15.09%, 归属净利润为2.82亿元, 同比增长28.04%, 扣非归属净利润为2.55亿元, 同比增长33.09%。公司拟每10股派现1.3元(含税)。

## ■ 事项点评

### 鲜货产品保持稳增, 加快线上线下的渠道拓展

分品类看, 公司全年鲜货产品收入 18.36 亿元/+13.6%, 其中 20H2 收入 8.95 亿元/+12.5%; 米制品业务收入 4.34 亿元/+29.60%, 其中 20H2 收入 0.82 亿元/+65.1%。分地区看, 公司传统优势地区江西、广东的收入分别为 10.24/3.48 亿元, 同比+16.1%/-0.7%, 浙江地区快速增长, 收入 4.85 亿元, 同比+32.9%。公司线下积极扩张, 年内新开 1206 家门店、净增 921 家, 年底全国门店数达到 4627 家, 其中江西省 1400 家(+138)、广东省 914 家(+108)、福建省 292 家(-11)、辽宁省 277 家(+60), 此外浙江省 253 家(+70)、山东省 118 家(+73)、河南省 129 家(+45)、北京 60 家(+23)、上海 55 家(+24); 疫情促使线上消费增长, 公司把握机会加大对传统电商平台、外卖及社区电商等线上渠道的渗透, 2020 年线上 GMV 为 4.52 亿元、线上销售占比为 17.04%, 其中纯电商业务不含税收入 1.65 亿元、占比 7.01%。

### 受益费用率下降, 盈利水平小幅提升

2020 年公司综合毛利率为 37.8%, 同比小幅提升 0.2pct, 其中鲜货产品、米制品业务毛利率分别为 39.8%、28.5%。费用端, 公司销售费用率 15.5%/+0.7pct, 主要系人员薪酬(销售人员增加 257 人)、加盟店销售奖励、直营店租赁费等增加较快; 管理费用率 6.2%/-1.4pct, 主要系股权激励费用减少; 财务和研发费用率分别为 -0.5%/-0.1pct、3.1%/-0.2pct。公司归属净利润为 2.82 亿元, 同比增长 28.0%, 净利率为 11.6%/+1.2pct, 盈利水平小幅提升。全年经营性活动现金流净流入 1.25 亿元, 同比下降 44.3%, 净现比为 0.44, 主要系门店拓展发生的人工成本、租赁、市场推广及促销费用投入同比增加。

### 21 年展望: 对外加快全国布局, 对内激励变革, 继续锚定快速增长

根据我们还原扣除股权激励费用的扣非归属净利润, 公司18-20年“三年业绩翻番激励”的目标大概率实现, 公司将开启新的3-5年中长期发展阶段。(1) 对外: 公司一是加快实施“千城万店”的战略布局, 公司力争5年时间内在全国千座以上城市开设10000家以上门店, 在成熟市场公司开更多的街边店、社区店进行渠道下沉和加密, 在新进入市场公司以商超综合体店为主, 利用商超的客流更快地传播品牌, 21年公司计划新开1400家店。二是积极推进产能全国化布局, 公司现有南昌、福清、东莞、沈阳、许昌、南宁六大生产基地, 并将加快建设陕西、重庆、浙江、山东、京津冀五大生产基地, 实现产能的全国化布局, 匹配门店网络的全国扩张。(2) 对内: 组织结构持续变革, 总部职能中心实行大部制、扁平化改革, 并计划将营销总部搬至上海、招纳优秀人才, 营销中心设立连锁、电商、流通、团购、独椒戏五大事业部和经营企划部、经营管理部两个职能部门。公司将启动新一轮员工股权激励, 承接上个“三年业绩翻番”目标, 有望激发员工斗志、继续推动公司快速发展。此前公司已回购1088.82万股(回购均价约为

23元/股), 占总股本的2.12%。21年公司预计实现营收29.6亿元, 同比增长不低于21%, 预计实现净利润3.4亿元, 同比增长不低于20%。

### ■ 投资建议

我们预计公司2021-2023年营业收入分别为30.09/36.91/44.60亿元, 归属净利润分别为3.44/4.26/5.19亿元, 对应EPS分别为0.67/0.83/1.01元/股, 对应PE分别为29/24/19倍(按2021/3/26收盘价计算)。首次覆盖, 给予“增持”评级。

### ■ 风险提示

食品安全风险、开店数量不及预期、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险等。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2436.38	3009.45	3690.95	4459.90
年增长率		23.5%	22.6%	20.8%
归属于母公司的净利润	282.17	344.42	426.04	519.06
年增长率		22.1%	23.7%	21.8%
每股收益 (元)	0.55	0.67	0.83	1.01
PER (X)	41.62	29.27	23.66	19.42

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (按最新股本摊薄, 股价为 2021/3/26 收盘价)

**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	985	734	1101	1252
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	125	94	134	176
存货	791	907	1138	1374
预付账款	44	76	77	94
其他流动资产	164	156	167	182
流动资产合计	2109	1967	2617	3078
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	624	941	1352	1873
无形资产	98	100	101	102
商誉	40	40	40	40
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	133	144	148	159
<b>资产总计</b>	<b>3027</b>	<b>3214</b>	<b>4280</b>	<b>5274</b>
短期借款	105	-200	360	740
应付票据及应付账款	93	128	154	180
预收账款	0	9	9	8
应付职工薪酬	17	25	30	34
应交税费	21	26	31	38
其他流动负债	172	257	295	347
流动负债合计	407	245	879	1347
长期借款	9	9	9	9
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	139	139	139	139
<b>负债合计</b>	<b>555</b>	<b>393</b>	<b>1027</b>	<b>1494</b>
归属于母公司所有者权益	2423	2768	3194	3713
少数股东权益	48	53	59	66
<b>股东权益</b>	<b>2472</b>	<b>2821</b>	<b>3253</b>	<b>3779</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>3027</b>	<b>3214</b>	<b>4280</b>	<b>5274</b>

**财务比率分析**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.55	0.67	0.83	1.01
BVPS	4.73	5.40	6.23	7.24
PE	41.62	29.27	23.66	19.42
PEG	1.48	1.33	1.00	0.89

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2436</b>	<b>3009</b>	<b>3691</b>	<b>4460</b>
营业成本	1515	1896	2300	2756
毛利	921	1114	1390	1704
税金及附加	18	23	28	34
销售费用	378	460	568	685
管理费用	150	181	218	259
研发费用	75	90	111	134
财务费用	-11	-16	-7	9
资产减值损失	0	-1	-1	-2
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	29	30	31	31
投资收益	1	1	1	1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>336</b>	<b>406</b>	<b>503</b>	<b>614</b>
营业外收支	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>340</b>	<b>411</b>	<b>508</b>	<b>619</b>
所得税费用	54	62	76	93
净利润	286	349	432	526
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>282</b>	<b>344</b>	<b>426</b>	<b>519</b>
少数股东损益	4	5	6	7

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>125</b>	<b>602</b>	<b>510</b>	<b>692</b>
投资	-40	0	0	0
资本性支出	-89	-551	-700	-898
其他	1	1	1	1
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-129</b>	<b>-550</b>	<b>-699</b>	<b>-897</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	-4	0	0	0
银行贷款增加(减少)	125	-305	560	380
筹资成本	-56	2	-4	-24
其他	-119	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-54</b>	<b>-303</b>	<b>556</b>	<b>356</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-58</b>	<b>-252</b>	<b>368</b>	<b>151</b>

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。