

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

煌上煌(002695)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料研究员
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

煌上煌(002695.SZ): 开店提速, 管理提效

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

开店加速, 经营成果验证管理改善

2021年03月31日

事件: 煌上煌于2021年3月27日发布2020年年报, 全年实现营收24.36亿元, 净利润2.86亿元。

点评:

- **2020 全年业绩符合预期, 疫情下成功解锁股权激励目标实属难得。** 2020年煌上煌实现营收24.36亿, 同比增长15%, 其中肉制品/米制品分别为19.41/4.34亿, 同比14%/30%, 米制品业务调整改革后止住下滑趋势实现较快增长, 预计与主业实现双轮驱动。全年实现净利润2.86亿元, 同比增长26%, 其中肉制品/米制品分别为2.76/0.1亿, 同比34%/-50%。米制品净利润下滑较多, 主要系电商费用投放较多所致。整体毛利率37.9%, 保持相对平稳, 值得关注的是Q4肉制品业务毛利率达45%, 主要系20年原料采购单价较19年大幅下降, 由于成本与采购间存在滞后, 目前毛利率提升在Q4初显, 原料储备计划下, 21年Q1毛利率提升可期。
- **保持开店加速势头, 21年计划新开门店1400家。** 2020年底公司共开设4627家门店, 2020全年新开门店1206家, 关店285家, 净开门店921家(2019年净开门店698家), 江西、广东、山东、浙江净开门店位于地区前四。2021年公司计划新开门店1400家, 持续保持开店加速态势, 随着公司在江浙沪等新进大区逐步站稳脚跟, 预计公司能够完成21年开店目标。20年整体单店收入约40万元, 同比下降9%, 主要系开店加速新店存在培育期及疫情影响所致。江西地区复产复工及时, 单店收入同比增加4.6%, “1+N”营销模式效果凸显。
- **基地布局提升配送效率, 经营成果验证管理改善逻辑。** 公司目前在江西、广东、福建、辽宁、广西、河南、陕西(在建)、重庆(在建)建有八大生产基地, 并且计划21-22年筹划浙江、山东、京津冀生产基地, 单店配送费用呈现明显的下降趋势, 预计配送效率将持续提升。2020公司新品推出明显加快、人才培养体系逐步搭建、信息化系统建设持续推进、渠道端抓住疫情期间优质点位空出时机加大布局高势能门店等经营成果验证公司管理改善逻辑, 五年实现“千城万店”战略目标可期。
- **盈利预测与投资评级:** 公司目前正处于省外开店持续加速的过程当中, 预计公司21-23年实现营收30.2/35.9/43.0亿元, 同比24.0%/18.9%/19.8%。实现归母净利润3.40/4.22/5.06亿元, 同比20.6%/23.9%/20%。预计21-23年EPS为0.66/0.82/0.99元/股, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 门店开拓不达预期; 费用投放控制不到位; 米制品业务增长不及预期; 食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,117	2,436	3,021	3,591	4,301
增长率 YoY %	11.6%	15.1%	24.0%	18.9%	19.8%
归属母公司净利润 (百万元)	220	282	340	422	506
增长率 YoY%	27.5%	28.0%	20.6%	23.9%	20.0%
毛利率%	37.6%	37.8%	37.8%	38.4%	38.5%
净资产收益率ROE%	10.2%	11.6%	12.6%	13.8%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.55	0.66	0.82	0.99
市盈率 P/E(倍)	38.16	41.62	29.62	23.90	19.91
市净率 P/B(倍)	3.91	4.85	3.72	3.29	2.90

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 03 月 30 日收盘价

目录

1. 利润实现三年翻番，疫情下完成业绩目标实属难得	4
1.1. 肉制品收入同比提升 14%	5
1.2. 米制品业务营收实现高增长	6
2. 经营成果验证管理改善	6
2.1. 产品品牌渠道全方位推进	6
2.2. 生产基地的建设有望提升配送效率	7
2.3. 原料储备计划极大降低采购单价	8
3. 开店保持加速态势，五年实现“千城万店”可期	9
4. 估值与投资评级	11
5. 风险因素	12

表目录

表 1: 米制品业务 20 年实现大幅增长，利润由于费用投放下滑较多	6
表 2: 原料战略储备下主要原材料采购价格整体呈现下降态势	8
表 3: 分业务预测表	11
表 4: 可比公司估值表	12

图目录

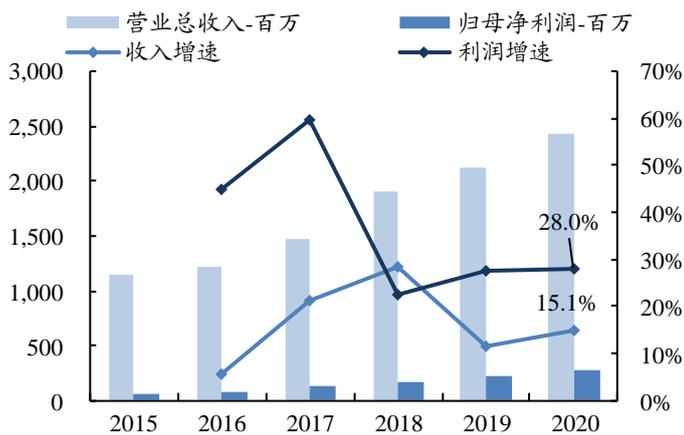
图 1: 2020 全年归母净利润同比增长 28%	4
图 2: 2020Q4 净利润同比提升超 400%	4
图 3: 股权激励摊销减少下管理费用率有所降低	4
图 4: 2020Q4 毛利率大幅提升至 44.8%	4
图 5: 净利润逐年提升至 11.74%	4
图 6: ROE 逐年提升	4
图 7: 肉制品收入同比提升 14%	5
图 8: 肉制品业务净利润同比提升 34%	5
图 9: 2020 年肉制品业务增长主要由销量贡献	5
图 10: 单店收入受疫情和新店培育期影响有所下滑	5
图 11: 研发投入持续加码	7
图 12: 公司目前的生产基地基本实现全国东部覆盖	7
图 13: 物流配送费用有下降的趋势	7
图 14: 单店物流配送费对比竞品仍有下降的空间	7
图 15: 前五大采购商的采购金额占比逐步下降提升采购议价能力	8
图 16: 公司进一步加大原料储备	8
图 17: 煌上煌门店扩张持续加速	9
图 18: 江西大本营 2020 年表现亮眼	9
图 19: 2020 年全年门店净增加 921 家至 4627 家	9
图 20: 成熟地区仍可持续加密，山东、浙江、重庆等新开拓市场门店扩张快	10
图 21: 2020 年门店开拓计划集中在 4-9 月	10
图 22: 2021 年门店开拓计划集中在 5-12 月	10

1. 利润实现三年翻番，疫情下完成业绩目标实属难得

2020年公司实现收入增速15.1%，归母净利润同比增长28%，疫情下完成股权激励目标实属难得。20年为公司股权激励收官之年，实现营收24.36亿元，归母净利润2.86亿元，在疫情影响下公司仍实现了利润三年翻番的业绩目标。疫情期间原材料及促销活动影响下，Q1-3毛利率同比有所下滑，但通过原材料储备计划，Q4毛利率大幅提升，全年毛利率保持相对平稳。股权激励全年摊销同比降低2254万元，推动管理（含研发）费用率同比下降1.55pct至9.23%。公司目前处于新市场开拓时期，销售费用率同比增加0.7pct至15.5%。全年净利率提升1.05pct至11.74%，主要系费用率有所下降。公司ROE保持逐年提升态势至12.48%，主要系净利率提升所致，资产周转率保持相对平稳，主要系目前公司处于新市场开拓期，需要在新市场周边配备相应的生产基地，ROE的提升验证公司经营改善。

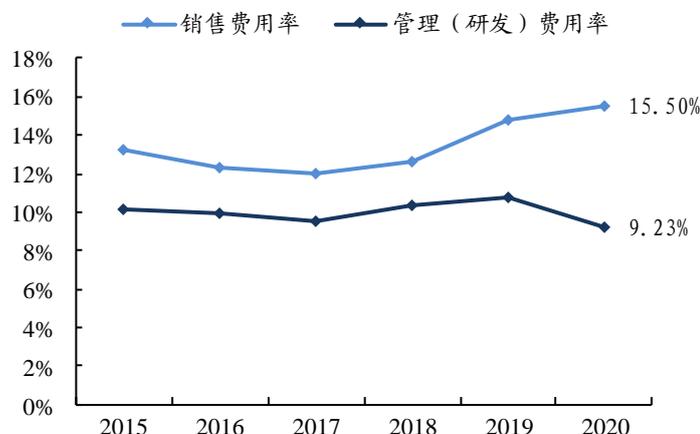
2020Q4收入同比增长14%，归母净利润大幅增长，同比增加454%，主要系毛利率大幅提升及管理费用部分下降带来净利率的提升。2020Q4收入同比增长14%，实现双位数增长，归母净利润同比大幅增长454%，主要系Q4单季度毛利率大幅提升6.9pct至45%，由于原材料使用相比采购存在部分滞后，因此2020通过原材料战略储备低价采购对于毛利率的提升在Q4初步呈现。管理（含研发）费用率Q4同比降低3pct至12.08%，主要系股权激励摊销减少。

图1：2020全年归母净利润同比增长28%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

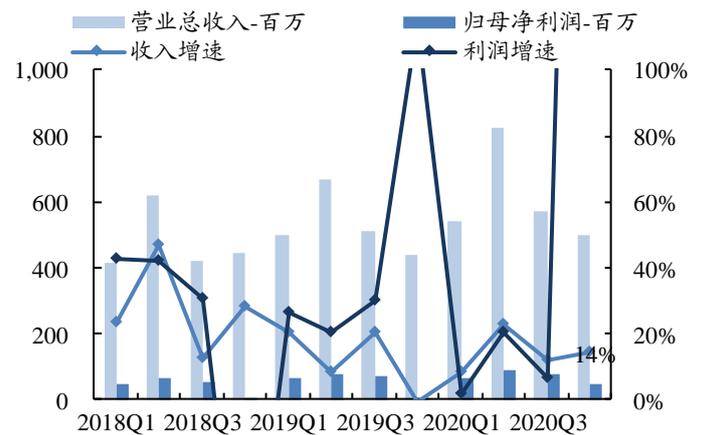
图3：股权激励摊销减少下管理费用率有所降低



数据来源：Wind，信达证券研发中心

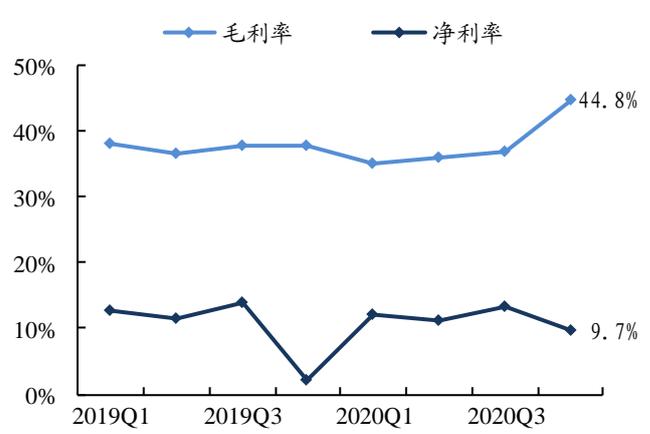
图5：净利润逐年提升至11.74%

图2：2020Q4净利润同比提升超400%



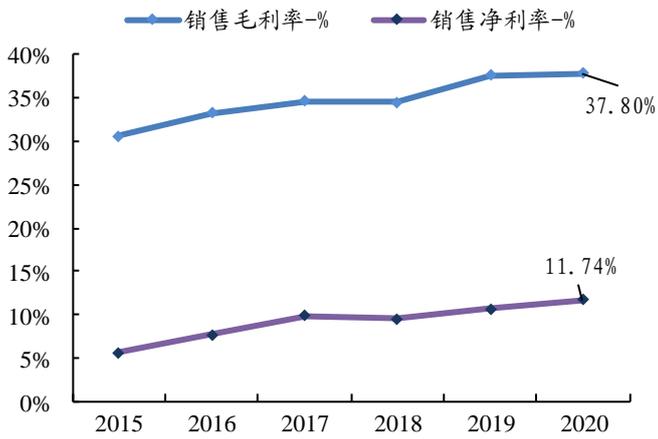
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图4：2020Q4毛利率大幅提升至44.8%

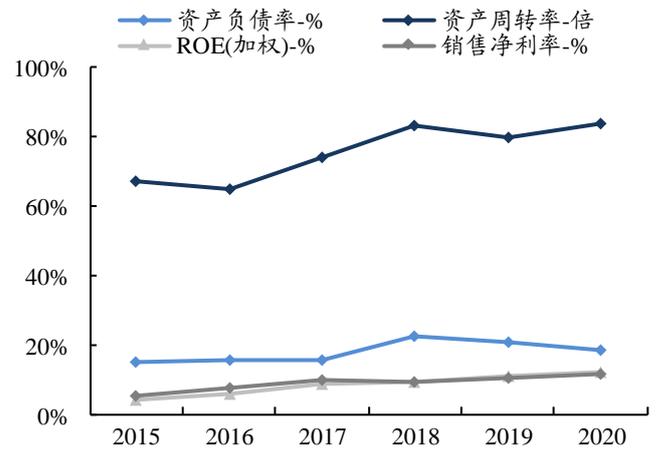


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图6：ROE逐年提升



数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

线上销售渠道取得快速发展。2020年初爆发新冠疫情,公司抓住线上销售和外卖服务的发展机遇,2020全年通过网上旗舰店、口碑、外卖等第三方销售平台实现线上交易额(GMV)4.52亿元,线上销售占比为17.04%。(其中公司实现纯电商业务不含税收入1.65亿元,占总销售额比例为7.01%),对比2019年3.24亿元的GMV,7981.58万元的电商纯收入(不含税收入),占比3.95%,电商纯营收占比同比提升超3pct,公司在2020年抓住疫情下销售习惯的转变在电商端实现翻倍增长,“1+N”的营销模式效果初显,预计线上销售占比将持续提升。

1.1. 肉制品收入同比提升14%

肉制品业务收入同比增长15%,主要为销量增加贡献。分品类来看,公司2020年肉制品营收实现19.41亿元,同比增加15%,其中直营销售占比12.09%,加盟店销售占比87.54%。实现销售量4万吨,同比增长15%,平均吨价为4.8万/吨,同比略降2%,主要系疫情期间公司促销活动增加所致。门店扩张保持加速态势,截止到2020年年底,公司共开设门店4627家,净开门店数量921家,单店收入同比下降9%,主要系疫情期间部分门店关闭及新开门店存在培育期所致。肉制品业务贡献净利润2.76亿元,同比增长34%,增速快于收入增速,主要系净利率有所提升。

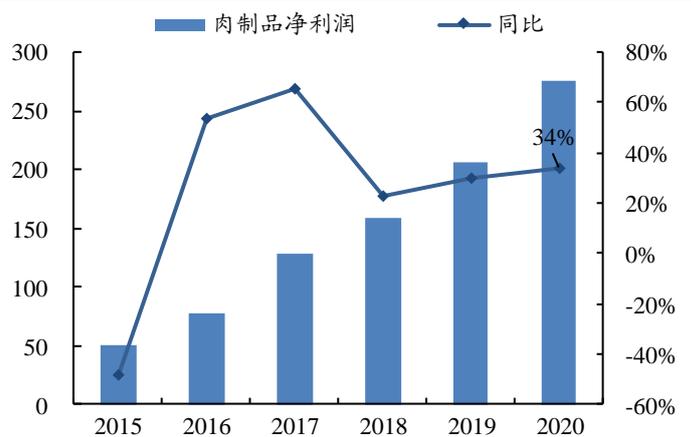
图7: 肉制品收入同比提升14%



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

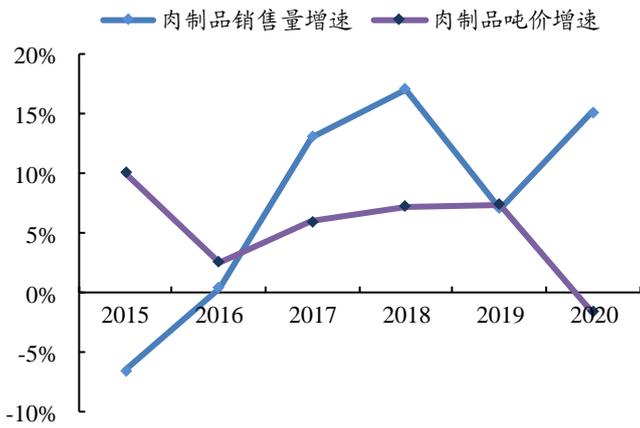
图9: 2020年肉制品业务增长主要由销量贡献

图8: 肉制品业务净利润同比提升34%

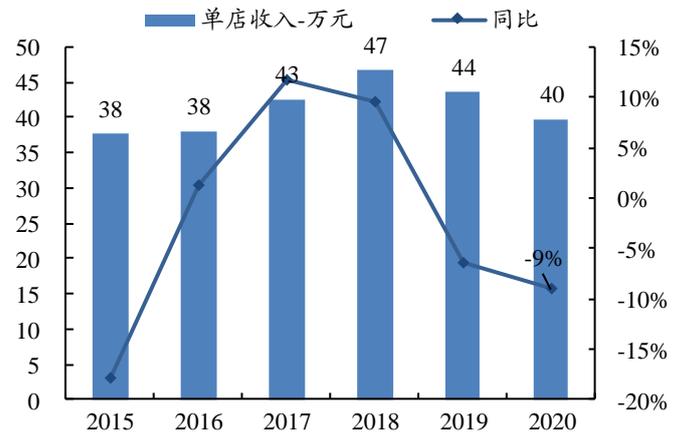


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图10: 单店收入受疫情和新店培育期影响有所下滑



数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2. 米制品业务营收实现高增长

米制品业务全年实现约 30% 的高增长, 利润同比下降主要系费用投放较多。米制品业务实现营收 4.34 亿元, 其中经销渠道营收占比为 97.97%, 商超渠道营收占比 2.03%, 同比增长 30%, 改革调整效果初显, 营收止住下滑趋势。米制品业务全年实现净利润 0.1 亿元, 同比下滑 50%, 主要系电商费用投放过多。毛利率为 28.5%, 同比略降 0.1pct, 主要系 20 年主要原材料猪肉价格处于相对高位。展望未来, 米制品营收的高速增长凸显改革调整成效, 利润目前也在积极调整费用管理, 预计能够完成 2019 年提出的三年翻番的业绩目标。

表 1: 米制品业务 20 年实现大幅增长, 利润由于费用投放下滑较多

	2016	2017	2018	2019	2020
总资产	219.26	224.95	301.76	345.74	382.13
净资产	70.63	88.75	110.27	130.32	140.33
营业收入-百万	207.96	270.69	350.96	335.18	434.39
营业成本-百万	159.38	207.27	251.83	239.29	310.76
净利润-百万	15.29	18.12	21.51	20.05	10.01
收入增速	33%	30%	30%	-4%	30%
净利润增速	9%	18%	19%	-7%	-50%
毛利率	23%	23%	28%	29%	28%
净利率	7%	7%	6%	6%	2%
销量-吨	23556	27680	37325	34074	32304
吨价-万/吨	0.88	0.98	0.94	0.98	1.34
销量增速		18%	35%	-9%	-5%
吨价增速		11%	-4%	5%	37%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2. 经营成果验证管理改善

2.1. 产品品牌渠道全方位推进

疫情期间抓住时机加强机场高铁等高势能门店及社区团购的布局, 强化渠道建设, 渠道营销线上线下相融合, 实现更广泛的顾客触及。疫情期间公司抓住疫情期间优质点位空出的时机, 加强机场高铁火车站等高势能门店核心布局, 通过优选、黄金占位加速商超综合体渠道布局社以及社区电商新兴渠道建设, 进一步强化了公司渠道端的建设。公司持续推动传统营销向互联网营销模式的升级, 构建线上线下相融合的渠道模式, 以线下门店为产品供应大本营,

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

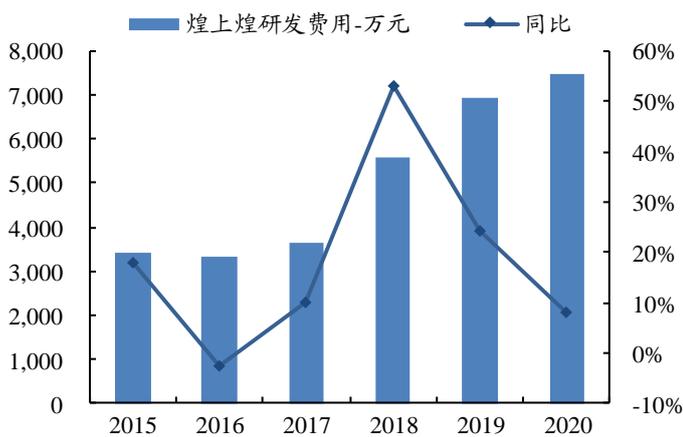
线上增强流量获取，实现更高效更广泛的客户触达，有望进一步助力单店收入的提升，将营销中心搬至上海表明公司长远渠道战略布局，确保长三角的重点攻坚，大本营江西市场的单店收入同比提升 4.6% 侧面验证了渠道营销的有效性。

注重人才培养体系的建立，为新市场开拓储备人才基础。近年公司逐步加强人才培养和人才建设，通过校企合作模式等形式，加强人才储备，通过“煌埔云学堂”等培训计划，提升业务人员素质技能，为后续公司的市场开拓及运营奠定人员基础。公司更加重视人才的配备也体现了其在管理上的逐步完善和改善。

产品端新品推出明显加快。公司在 2020 年按照各地不同区域需求，推出了手撕酱板鱼、手撕鸭脖、香卤鸭肝、香卤鸭板肠、醋排骨、麻辣鸭翅尖、酱鸭舌、香卤猪舌、煌宫鸡等系列个性化产品，产品迎合了更多样化的消费需求，新品推出有明显的加速趋势。研发方面持续加码，2020 年研发费用同比增加 7.91%，增加研发人员 9 名，研发端的持续投入保障了产品端的竞争力。

品牌宣传多样化，推动品牌形象升级。公司 2020 年加大了品牌宣传力度，通过端午《平凡的滋味》微电影、赞助《见多识广》、与百事可口跨界营销等方式，助力品牌形象年轻化。并对总社店进行升级重新开业，提升品牌形象。整体而言，2020 年公司在产品、品牌、渠道、信息化建设等方面均在经营管理上面呈现出了明显的改善，由此可看出公司内部管理改善切实稳步推进。

图 11: 研发投入持续加码



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 公司目前的生产基地基本实现全国东部覆盖



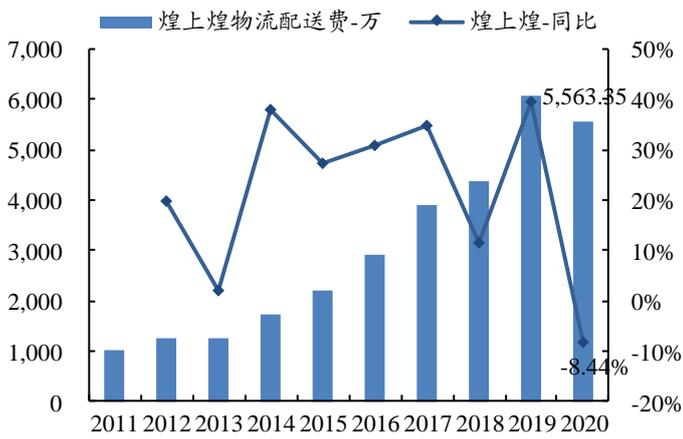
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2. 生产基地的建设有望提升配送效率

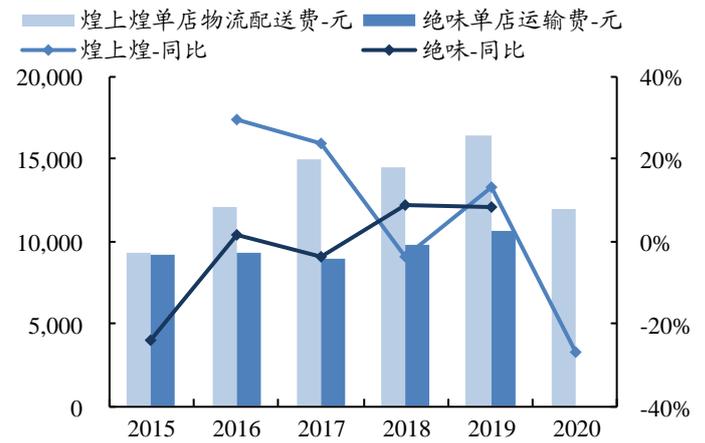
生产基地的逐步布局有望提升配送效率。公司在江西、广东、福建、辽宁、广西、河南、陕西（在建）、重庆（在建）布局了八大生产基地，同时计划 21-22 年开始筹建浙江、山东、京津冀生产基地，合计十一大生产基地。对照公司目前的新市场扩张进程，公司遵循先打市场后建基地的布局战略，围绕目前重点开拓的市场布局生产基地，基本实现覆盖华东、华中、华北、华南等主要市场。生产基地的逐步配备有望进一步提升配送效率，2020 年公司的物流配送费呈现出下降趋势，同比下降 8.44%。对比全国布局生产基地的竞品绝味来看，随着公司逐步围绕重点市场布局生产基地，公司的单店配送费仍有下降的空间。

图 13: 物流配送费用有下降的趋势

图 14: 单店物流配送费对比竞品仍有下降的空间



数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3. 原料储备计划极大降低采购单价

原材料储备提升上游议价能力, 有望降低采购价格, 提升公司毛利水平。公司原材料成本占比公司主营业务成本 87%左右, 其中主要原材料肉鸭、鸭脚、鸭翅、鸭脖以及牛肉等约占主营业务成本的 46%左右, 因而重要原材料的采购价格将对毛利率水平产生影响。2020 年, 公司全年毛利率为 37.8%, 同比提升 0.2pct, 值得关注的是 2020Q4 季度公司毛利率大幅提升至 45%, 2020 年公司重点产品平均采购价格大多呈现出更低的水平, 一方面原料储备计划的奏效侧面验证了公司管理改善, 另一方面由于原料成本和采购价格间存在滞后, 目前 Q4 毛利率已经有所体现, 预计 2020 年更低的平均采购价格将在 2021Q1 的毛利率中进一步体现。

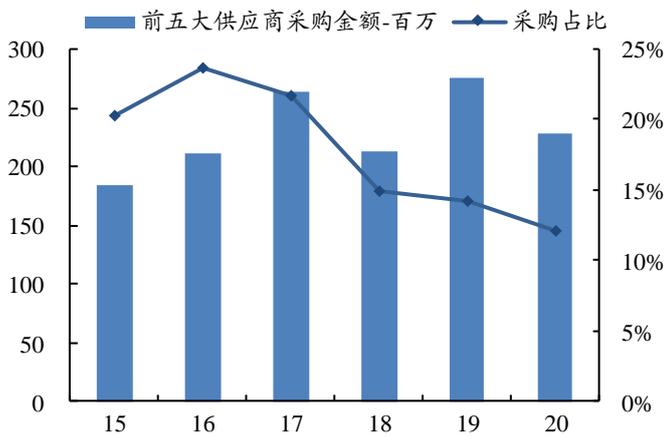
表 2: 原料战略储备下主要原材料采购价格整体呈现下降态势

主要原材料	2020 年平均采购价格 (元/kg)	2019 年平均采购价格 (元/kg)	增减 (%)
鸡翅尖	11.79	26.02	-54.67%
鸭头	12.68	22.38	-43.34%
鸭舌	56.33	90.64	-37.85%
鸭脚	17.48	22.61	-22.67%
牛肉	43.49	53.23	-18.30%
鸭翅	10.90	12.79	-14.81%
凤爪	28.56	32.59	-12.36%
鸭颈	10.78	9.03	19.37%
大肠	45.15	29.90	51.00%
去骨前肘	47.80	23.46	103.72%

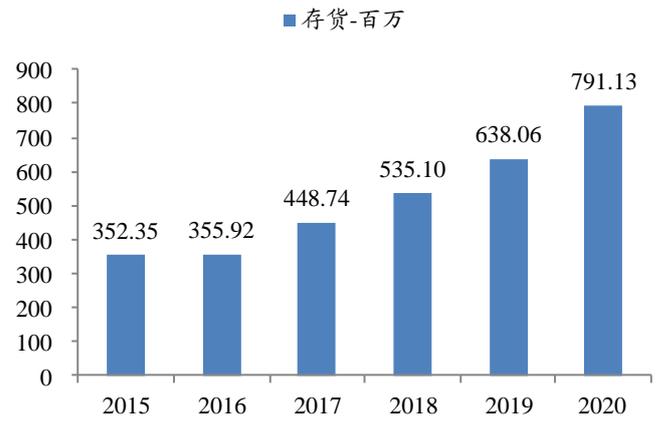
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 前五大采购商的采购金额占比逐步下降提升采购议价能力

图 16: 公司进一步加大原料储备



数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 存货增加主要为原材料储备

3. 开店保持加速态势, 五年实现“千城万店”可期

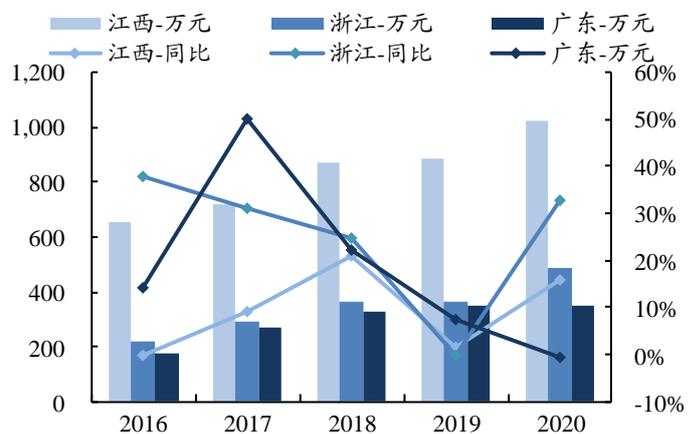
江西大本营开店数量与单店收入齐升。公司以连锁经营为主要销售模式, 2020 年全年新开门店 1206 家, 关闭门店 285 家, 净增门店 921 家, 截止到 2020 年底, 公司合计门店数量 4627 家, 其中直营门店 345 家, 加盟店 4282 家。分门店类型来看, 直营门店净增加 104 家, 加盟门店净增加 817 家。分门店开设地区来看, 江西、广东两个传统强势市场门店净增加最多, 成熟市场的持续加密表明公司门店天花板仍很高。公司 2020 年重点布局的山东、浙江、江苏、海南、河南等新市场拓张速度快, 验证管理改善下开店加速的逻辑。整体来看, 公司新开门店主要集中在已有生产基地的辐射范围之内。单店收入来看, 江西大本营实现开店数量和单店收入齐升的态势, 其中单店收入同比增长 4.6%, 得益于疫情期间公司快速反应, 线上销售和外卖业务获得巨大提升。广东地区营收有所下滑, 主要系疫情影响部分门店关闭。

图 17: 煌上煌门店扩张持续加速



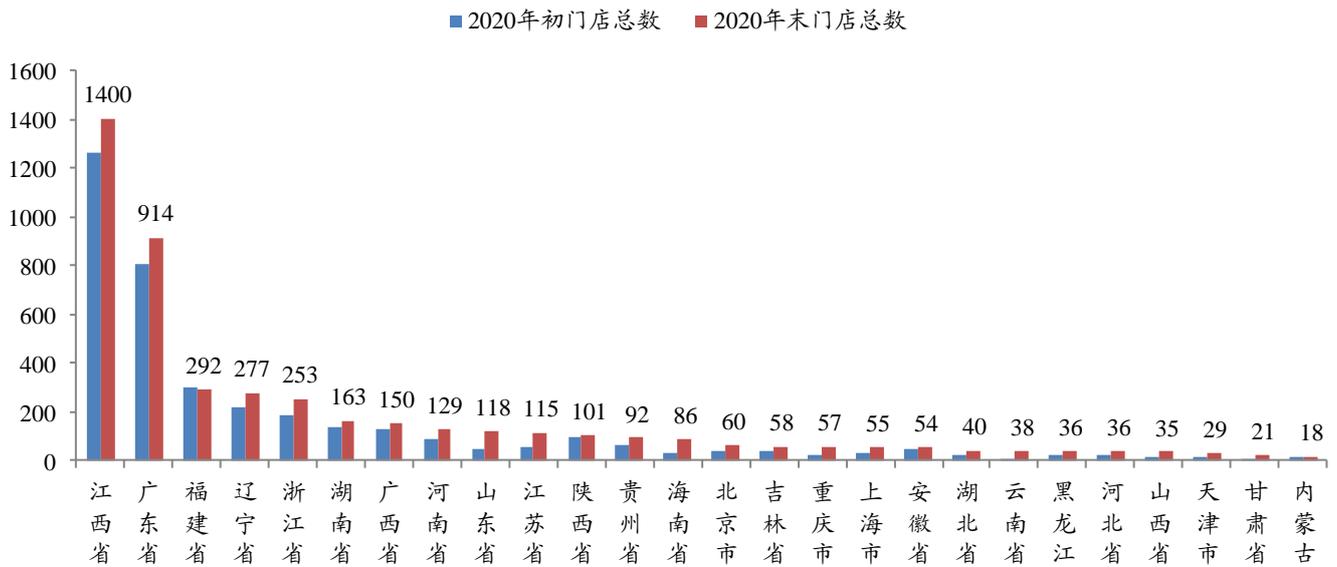
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 江西大本营 2020 年表现亮眼



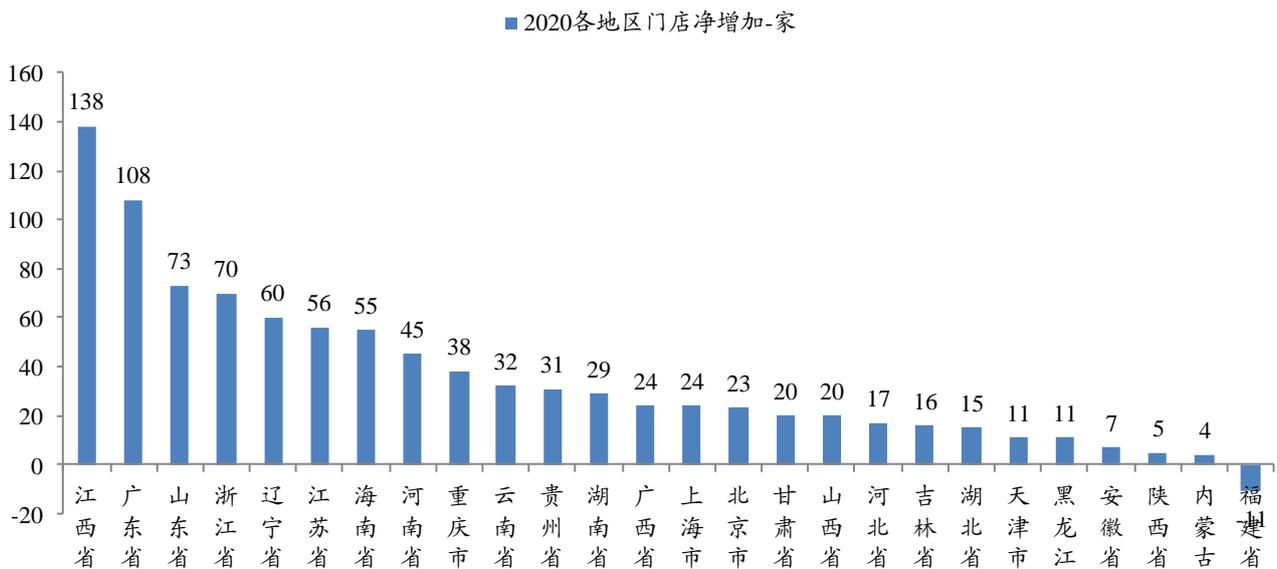
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 2020 年全年门店净增加 921 家至 4627 家



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 成熟地区仍可持续加密, 山东、浙江、重庆等新开拓市场门店扩张快

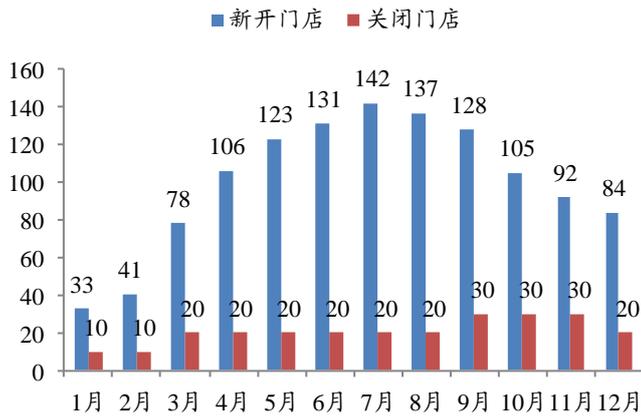


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

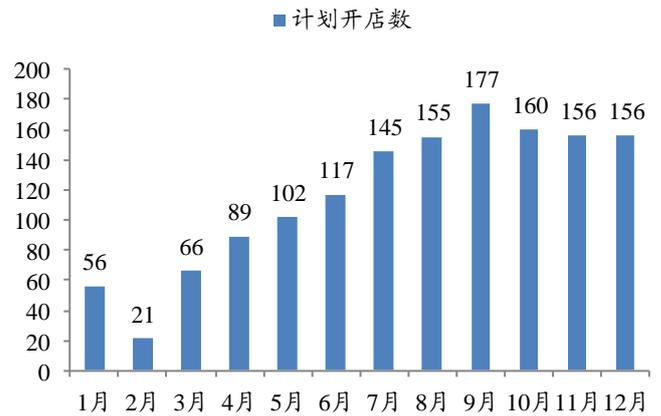
21 年门店开拓计划集中在 5-12 月, 开拓计划加速表明公司发展信心。公司计划 2021 年新开门店 1400 家, 其中直营门店 50 家, 主要开拓山东、云贵、川渝、上海等新进省区市场。对比 2019 年计划的 20 年的分月开店计划, 21 年的开店计划主要集中在 5-12 月。开店类型来看, 卤制品更加适用于加盟模式实现快速扩张, 公司 21 年直营门店的开拓计划相比 20 年低, 门店扩张形式偏向于加盟模式。开店数量来看, 公司门店开拓计划持续加速, 这也表明公司的发展信心。

图 21: 2020 年门店开拓计划集中在 4-9 月

图 22: 2021 年门店开拓计划集中在 5-12 月



数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

21年营收目标不低于21%，净利润目标不低于20%，预计五年实现“千城万店”的战略目标。展望未来，公司制定了“531”计划，即长期看5年、中期看3年、当前看1年，并提出21年的业绩目标，其中营收目标29.60亿元，同比增长不低于21%；净利润目标3.40亿元，同比增长不低于20%。力争用五年时间实现“千城万店”战略布局，在全国千座以上城市开设经营10000家以上连锁专卖店。管理组织上，通过推动数字化转型、推进组织结构变革、启动新一轮股权激励等措施助力“千城万店”战略的实现。从2020的经营成果来看，公司正在稳步推进数字化转型、互联网营销转型、组织结构扁平化变革、股权激励计划等管理组织变革举措，门店扩张持续加速，管理改善逻辑初步验证，公司实现五年“千城万店”的战略目标可期。

4. 估值与投资评级

预计公司21-23年实现营业收入分别为30.2亿元、35.9亿元和43.0亿元，同比增速分别为24%、19%和20%，毛利率分别为38.4%、38.5%和38.7%。分业务来看：

省外门店开店加速已初步被验证，根据公司的开拓规划，预计21-23年净开门店分别为1400、1700、1900家，单店收入由于省外新开门店具有一定的爬坡期，快速开店期间整体单店预计有一定的摊薄，预计21--23年单店收入同比-2%、-7%、-3%，预计肉制品业务20-22年收入增速分别为24%、18%和20%。由于20年原料储备较多采购价格低的原材料，因此21年预计毛利率保持稳中有升的态势，假设21-23年肉制品业务毛利率为39.6%、39.6%、39.6%。

米制品业务2019年经过调整，20年营收实现大幅增长，预计21-23年收入增速分别为26%、23%、20%。随着猪价供给增加带来的猪价下行，毛利率预计稳步提升，假设21-23年毛利率分别为31%、32%、33%。

表 3: 分业务预测表

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
合计-百万	收入	2,117	2,436	3,021	3,591	4,301
	YOY	12%	15%	24%	19%	20%
	毛利率	37.6%	37.8%	38.4%	38.5%	38.7%
	净利润	226.27	286.07	430.50	516.58	606.24
	YOY	25.75%	26.43%	50.49%	20.00%	17.36%
肉制品业务-百万	净利率	10.7%	11.7%	14.3%	14.4%	14.1%
	收入	1709	1941	2403	2837	3401
	YOY	15%	14%	24%	18%	20%

	毛利率	39%	39%	39.6%	39.6%	39.6%
	净利润	206	276.06	394.38	469.46	545.65
	YOY	30.16%	33.87%	42.86%	19.04%	16.23%
	净利率	12.1%	14.23%	16.41%	16.55%	16.05%
	收入	335	434	547	673	808
	YOY	-4%	30%	26%	23%	20%
米制品业务-百万	毛利率	29%	28%	31.0%	32.0%	32.8%
	净利润	20.05	10.01	36.12	47.13	60.59
	YOY	-6.78%	-50.09%	260.88%	30.45%	28.57%
	净利率	6.0%	2.3%	6.60%	7.00%	7.50%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

目前公司正处于新市场扩张攻坚阶段,预计费用率保持相对平稳,假设 21-23 年分别为 16.5%、16.5%、16.5%。由于公司目前处于快速发展阶段,为激发管理层发展积极性,管理费用预计保持较高水平,假设 20-22 年管理费用率分别为 4.5%、4.5%、4.5%。

选取同行业 7 家休闲食品上市公司,公司的市盈率水平低于行业平均,由于公司目前主业肉制品仍处于门店的快速扩张期,米制品盈利端的逐步恢复也有望增厚利润,预计 21-23 年 EPS 分别为 0.66、0.82、0.99 元,给予 2021 年 40XPE,对应市值 169 亿元。采用 PS 估值,预计 21-23 年营收分别为 30.2、35.9、43 亿元,由于公司盈利水平处于行业前列,给予 2021 年 5XPS,对应市值 152 亿元。综合 PE 和 PS 估值,对应 2021 年公司市值 160 亿元,给予“买入”评级。

表 4: 可比公司估值表

2020/03/30	总市值 亿元	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E	19A		20E	21E	
绝味食品	511	1.32	1.27	1.76	16%	64	66	48	3.1	9.9	9.3	7.8	
良品铺子	240	0.95	0.86	1.16	11%	63	69	52	4.7	3.1	2.9	2.4	
三只松鼠	186	0.60	0.63	0.83	18%	78	74	56	3.1	1.8	1.6	1.3	
盐津铺子	140	1.00	1.90	2.73	66%	108	57	40	0.6	10.0	7.0	5.2	
有友食品	52	0.59	0.79	0.95	27%	29	22	18	0.7	5.1	4.5	3.9	
甘源食品	80	2.40	2.22	2.79	8%	36	39	31	4.0	7.2	6.2	5.0	
华文食品	56	0.33	0.32	0.36	4%	42	44	39	9.5	6.2	5.6	5.0	
平均					21%	60	53	40	1.9	6.2	5.3	4.4	
煌上煌	116	0.55	0.66	0.82	22%	41	34	28	1.2	4.8	3.8	3.2	

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 煌上煌以外的公司 EPS 和 PE 均采用 Wind 一致预测, 更新于 2021 年 3 月 30 日

5. 风险因素

食品安全风险。食品安全问题对于公司品牌的美誉度会产生极大的负面影响,若行业公司发生食品安全问题,将会波及公司产品的销售。

新市场扩张不及预期。公司目前正处于新市场快速扩张阶段,市场拓展不及预期将会影响公司的开店节奏以及渠道积极性。

行业竞争加剧风险。目前行业处于加速整合的阶段,公司若不能快速跑马圈地,占据先发优势,行业竞争加剧将对公司开拓产生不利硬性。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,867	2,109	2,170	2,424	2,718	
货币资金	1,043	985	806	838	846	
应收票据	2	0	0	0	0	
应收账款	53	125	155	184	220	
预付账款	42	44	54	64	77	
存货	638	791	981	1,155	1,380	
其他	89	164	174	183	195	
非流动资产	897	918	1,107	1,279	1,496	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	623	624	787	934	1,121	
无形资产	99	98	96	95	93	
其他	176	195	223	250	282	
资产总计	2,765	3,027	3,276	3,703	4,214	
流动负债	417	407	365	430	514	
短期借款	93	105	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	95	93	115	135	162	
其他	230	209	250	294	352	
非流动负债	152	148	148	148	148	
长期借款	10	9	9	9	9	
其他	142	139	139	139	139	
负债合计	569	555	513	577	661	
少数股东权益	44	48	55	64	74	
归属母公司	2,151	2,423	2,709	3,062	3,478	
负债和股东权益	2,765	3,027	3,276	3,703	4,214	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,117	2,436	3,021	3,591	4,301	
同比	11.6%	15.1%	24.0%	18.9%	19.8%	
归属母公司净利润	220	282	340	422	506	
同比	27.5%	28.0%	20.6%	23.9%	20.0%	
毛利率(%)	37.6%	37.8%	37.8%	38.4%	38.5%	
ROE%	10.2%	11.6%	12.6%	13.8%	14.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.55	0.66	0.82	0.99	
P/E	38.16	41.62	29.62	23.90	19.91	
P/B	3.91	4.85	3.72	3.29	2.90	
EV/EBITDA	25.40	29.42	20.49	16.52	13.69	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,117	2,436	3,021	3,591	4,301	
营业成本	1,321	1,515	1,879	2,212	2,644	
营业税金及附加	19	18	22	26	32	
销售费用	313	378	498	593	710	
管理费用	159	150	136	162	194	
研发费用	69	75	91	108	129	
财务费用	-9	-11	-14	-16	-16	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	3	1	0	0	0	
其他	16	24	0	0	0	
营业利润	264	336	408	507	610	
营业外收支	8	5	5	5	5	
利润总额	272	340	413	512	615	
所得税	46	54	66	82	98	
净利润	226	286	347	431	517	
少数股东损	6	4	7	9	10	
归属母公司	220	282	340	422	506	
EBITDA	295	369	453	560	675	
EPS(当	0.43	0.55	0.66	0.82	0.99	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	225	125	226	338	391	
净利润	226	286	347	431	517	
折旧摊销	59	69	59	69	82	
财务费用	3	5	3	0	0	
投资损失	-3	-1	0	0	0	
营运资金变	-60	-239	-177	-157	-202	
其它	0	5	-5	-5	-5	
投资活动现金流	-88	-129	-242	-237	-293	
资本支出	-121	-89	-232	-227	-283	
长期投资	30	-40	0	0	0	
其他	3	1	-10	-10	-10	
筹资活动现金流	-25	-54	-163	-69	-90	
吸收投资	-5	-4	0	0	0	
借款	14	1	-105	0	0	
支付利息或	-45	-56	-58	-69	-90	
现金流净增加额	112	-58	-179	32	8	

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。