

2020 年年报点评：千城万店有序推进，股权激励再启航

增持（首次）

2021 年 03 月 31 日

证券分析师 何长天
执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,436	2,960	3,766	4,781
同比（%）	15.1%	21.5%	27.2%	27.0%
归母净利润（百万元）	282	341	431	565
同比（%）	28.0%	20.9%	26.2%	31.3%
每股收益（元/股）	0.55	0.67	0.84	1.10
P/E（倍）	36.82	30.44	24.12	18.38

事件：

公司发布 2020 年年度报告，全年营业收入 24.36 亿元（+15.09%）；归母净利润 2.82 亿元（+28.04%）。Q4 营收 5.02 亿元（同比+14.24%），归母净利 489 万元（同比+453.68%）。

投资要点

- **高质拓店持续推进，全年营收稳健增长。**20 Q4 公司营收 5.02 亿元（同比+14.24%）；2020 全年实现营业收入 24.36 亿元（+15.09%），其中鲜货产品营收 18.36 亿元（+13.6%），米制品业务收入 4.34 亿元（+29.6%）。2020 年公司新增 1200 家门店，省外门店拓展成效显著，鲁/贵/川/浙等省份门店增速超 30%；截至年底共有 4627 家专卖店，直营/加盟分别为 345/4282 家。除 20Q4 疫情冲击部分高势能门店表现外，全年同店增速稳健，新店存活率高，助力营收良性增长。
- **原材料成本下降，20Q4 毛利率提升显著。**20Q4 公司归母净利 489 万元（同比+453.68%），主要受益于原材料价格走低，毛利率同比提升 6.97pct 至 44.8%，归母净利率同比提升 7.73pct 至 9.74%，公司有效把握低价机遇，加大原材料储存，当前仓库原材料储备处于高位。2020 年公司实现归母净利 2.82 亿元（+28.04%），其中毛利率 37.8%（+0.21pct），归母净利率 11.58%（+1.17pct）。加盟店实施省区/办事处/门店三档 PK 奖励扶持，叠加直营门店拓展，销售费用率稳中略升至 15.5%（+0.72pct）；管理费用率效率提升，下降 1.56pct 至 9.22%。
- **千城万店战略布局加快，股权激励方案即将启动。**产能扩张筑牢拓店基础，当前公司旗下拥有 6 个生产基地，重庆将于年内落地、嘉兴基地下半年有望启动。未来五年将依托陕西/重庆/浙江/山东/京津冀五大生产基地，今年计划开店 1400 家（含 50 家直营店），3 年实现千城万店计划，开店目标 5 年 12000-15000，3 年内 10000 家以上，按 2020 年底 4627 家店面，年均复合开店增速 29%。三年业绩翻番激励完成，预计今年将启动下一个四年股权激励方案，与上一个“三年业绩翻番激励”实现对接，充分协同员工积极性，推动公司业绩高增。
- **盈利预测与投资评级：**公司将持续受益休闲卤制品行业红利，在营销组织变革和有效股权激励策略驱动下，加快门店全国布局，我们预计 21-23 年公司营收增速 21.5/27.2/27.0%；归母净利增速 20.9/26.2/31.3%，对应 PE 为 30/24/18X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期，门店表现不及预期，食品安全问题，疫情控制不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.26
一年最低/最高价	17.91/33.28
市净率(倍)	4.29
流通 A 股市值(百万元)	9345.30

基础数据

每股净资产(元)	4.73
资产负债率(%)	18.34
总股本(百万股)	512.79
流通 A 股(百万股)	461.27

相关研究

煌上煌三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,109	2,413	2,644	3,142	营业收入	2,436	2,960	3,766	4,781
现金	985	1,129	1,259	1,363	减:营业成本	1,515	1,822	2,288	2,876
应收账款	125	17	175	91	营业税金及附加	18	22	62	79
存货	791	1,077	957	1,440	营业费用	378	468	599	775
其他流动资产	208	190	253	249	管理费用	225	272	337	411
非流动资产	918	1,043	1,215	1,440	研发费用	75	92	118	148
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-11	-11	-12	-11
固定资产	624	759	939	1,167	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	74	72	78	88	加:投资净收益	1	3	2	2
无形资产	98	98	94	91	其他收益	29	17	20	22
其他非流动资产	122	114	104	93	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	3,027	3,457	3,858	4,582	营业利润	336	408	514	676
流动负债	407	558	572	775	加:营业外净收支	5	4	5	6
短期借款	105	105	105	105	利润总额	340	412	519	682
应付账款	93	145	146	224	减:所得税费用	54	66	83	109
其他流动负债	209	308	321	446	少数股东损益	4	5	6	8
非流动负债	148	148	148	148	归属母公司净利润	282	341	431	565
长期借款	9	9	9	9	EBIT	318	386	490	649
其他非流动负债	139	139	139	139	EBITDA	387	456	577	758
负债合计	555	706	720	923	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	48	53	59	67	每股收益(元)	0.55	0.67	0.84	1.10
归属母公司股东权益	2,423	2,698	3,080	3,593	每股净资产(元)	4.73	5.26	6.01	7.01
负债和股东权益	3,027	3,457	3,858	4,582	发行在外股份(百万股)	513	513	513	513
					ROIC(%)	16.0%	18.0%	20.0%	22.1%
					ROE(%)	11.6%	12.6%	13.9%	15.7%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	37.8%	38.5%	39.2%	39.8%
经营活动现金流	125	389	422	476	销售净利率(%)	11.6%	11.5%	11.4%	11.8%
投资活动现金流	-129	-192	-256	-332	资产负债率(%)	18.3%	20.4%	18.7%	20.1%
筹资活动现金流	-54	-53	-37	-41	收入增长率(%)	15.1%	21.5%	27.2%	27.0%
现金净增加额	-58	144	130	104	净利润增长率(%)	26.4%	20.9%	26.2%	31.3%
折旧和摊销	69	70	87	109	P/E	36.82	30.44	24.12	18.38
资本开支	90	125	171	225	P/B	4.29	3.85	3.37	2.89
营运资本变动	-245	-12	-87	-193	EV/EBITDA	25.08	20.98	16.37	12.33

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>