

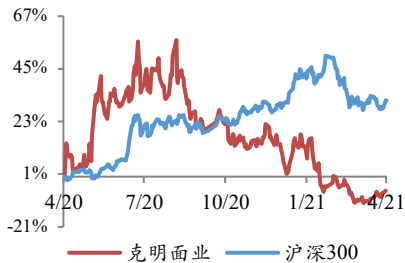
## 规模优先有序推进，品类拓展势头不减

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-19

收盘价(元)	16.01
近12个月最高/最低(元)	26.77/15.13
总股本(百万股)	335
流通股本(百万股)	329
流通股比例(%)	98.16
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	53

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：文献

执业证书号：S0010520060002

电话：13923413412

邮箱：wenxian@hazq.com

### 相关报告

1. 成本蓄势，品类并进，重回增长快车道 2021-02-19

### 主要观点：

#### ● 事件描述：

公司公布20年报及21年一季报，20年营收39.6亿元，同比+30.4%，归母净利润2.93亿元，同比+41.7%；4Q20营收10.42亿元，同比+32.8%，归母净利0.04亿元，同比-94.38%；1Q21营收11.0亿元，同比+24.6%，归母净利0.85亿元，同比-17.8%。公司拟每10股派发现金红利3元(含税)。

#### ● 营收增速并未因疫情刺激消退出现大幅下滑，1Q21营收录得单季最高。

公司营收重回增长快车道，疫情只是助推因素，主要得益于公司面粉产业链一体化战略落地，面粉自供比例接近100%，面条等产品的成本优势不断发挥，助力公司深耕传统渠道和低线市场，提升整体份额。2020年，公司面条和方便食品均超负荷生产，随着公司产能扩张计划逐步实施，将进一步打开规模成长空间。

#### ● 面粉销售短期增加造成毛利率下降，盈利能力有待修复。

由于公司面粉产能暂未充分被面条和方便食品消化，面粉和副产品对外销售收入从2Q20起同比较快增长，从而拉低整体毛利率，4Q20和1Q21分别仅为18.6%和18.8%。另一方面，得益于营销模式创新和债务结构优化，公司期间费用率稳中有降。目前公司面制品面粉自供比例接近100%，随着面粉向高值面制品转化比例不断提升，毛利率有望重回上行通道。

#### ● 产能扩张有序部署保障业务规模持续增长，研发加速产品品类升级。

公司目前面条产能61万吨，在建产能22万吨，规划产能20万吨。产能稳步扩张将确保公司把握行业集中度提升的关键机遇期，抓紧收割市场份额。同时，公司加强研发投入提升产品品质，丰富产品品类，更好满足消费升级需求，其中方便食品高速成长，有望成为量利新支柱。

#### ● 投资建议

**维持“买入”评级。**公司规模扩张势头延续，市场地位不断巩固，供应链持续优化有望实现盈利回升。预计2021-2023年公司营收48.49、60.64、76.02亿元，同比增长23%/25%/25%，归母净利润为3.25、4.06、5.33亿元，同比增长11%/25%/31%，EPS分别为0.97、1.21、1.59，对应PE分别为16.5、13.2、10.1，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

1. 食品安全风险：如公司发生产品质量问题，并因此产生赔偿风险，及对公司的品牌和公司产品的销售产生重大不利影响。
2. 竞争加剧风险：挂面行业竞争激烈，面临强势竞争对手加入的挑战，公司存在因市场竞争加剧而带来的业绩风险。
3. 成本上升风险：小麦等原材料价格、用工成本均可能上涨，将给公司带来成本压力，进而影响到公司的盈利能力。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3958	4849	6064	7602
收入同比 (%)	30.4%	22.5%	25.1%	25.4%
归属母公司净利润	293	325	406	533
净利润同比 (%)	41.7%	11.2%	24.7%	31.2%
毛利率 (%)	22.8%	22.7%	22.8%	22.8%
ROE (%)	11.4%	8.9%	9.8%	11.1%
每股收益 (元)	0.87	0.97	1.21	1.59
P/E	20.35	16.47	13.20	10.06
P/B	2.32	1.46	1.29	1.12
EV/EBITDA	11.91	10.74	8.53	6.12

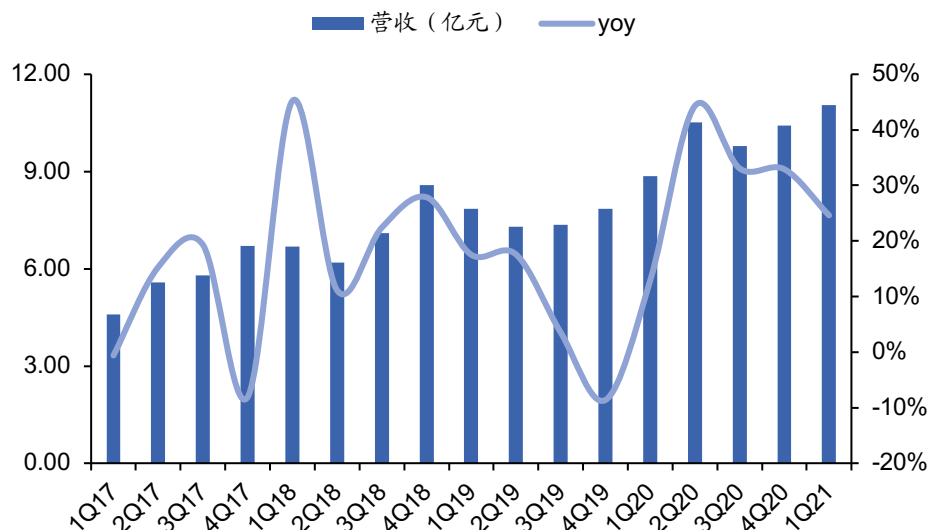
资料来源: wind, 华安证券研究所

## 图表目录

图表 1 公司 1Q21 营收 11.0 亿，同比+24.6% .....	4
图表 2 2020 年公司各品类营收均较快增长（亿元） .....	4
图表 3 2020 年面条、方便食品均达到满产 .....	4
图表 4 2020 年公司强势销区营收大幅增长（亿元） .....	5
图表 5 公司 4Q20 起毛利率下滑，期间费用率稳中有降 .....	5
图表 6 2020 年面条、方便食品毛利率有所提升 .....	6

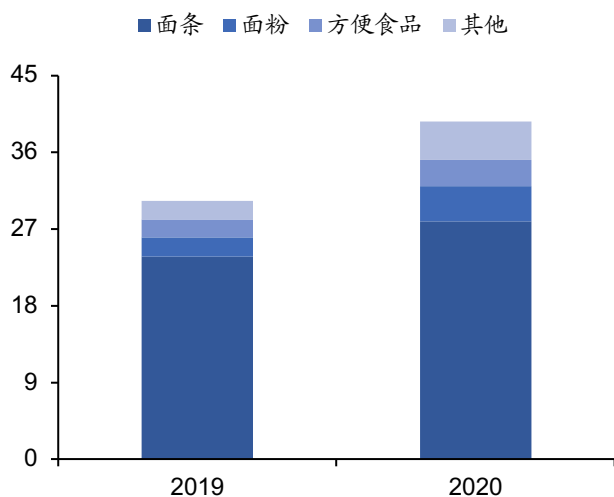
公司单季营收自疫情发生以来均保持双位数增长，疫情控制后增速维持高位，1Q21 营收录得单季最高。在面条继续保持较高增速的同时，公司面粉产能开始释放，以五谷道场为代表的方便食品高速成长，共同推动营收重回增长快车道。2020 年面条和方便食品开工率超过 100%，随着公司产能扩张计划逐步实施，将进一步打开规模成长空间。

图表 1 公司 1Q21 营收 11.0 亿，同比+24.6%



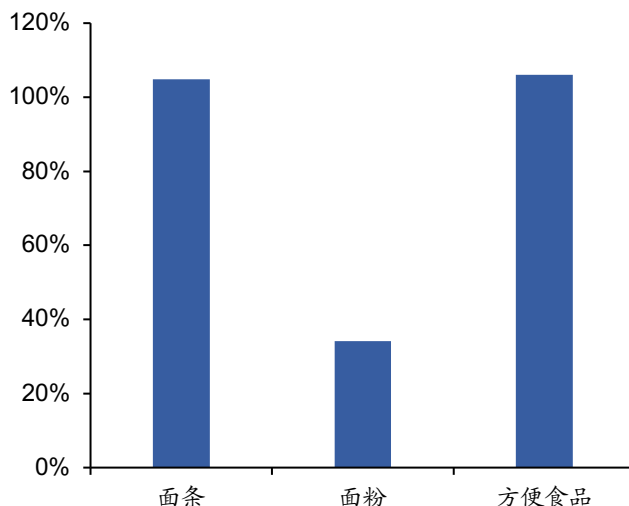
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 2 2020 年公司各品类营收均较快增长 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

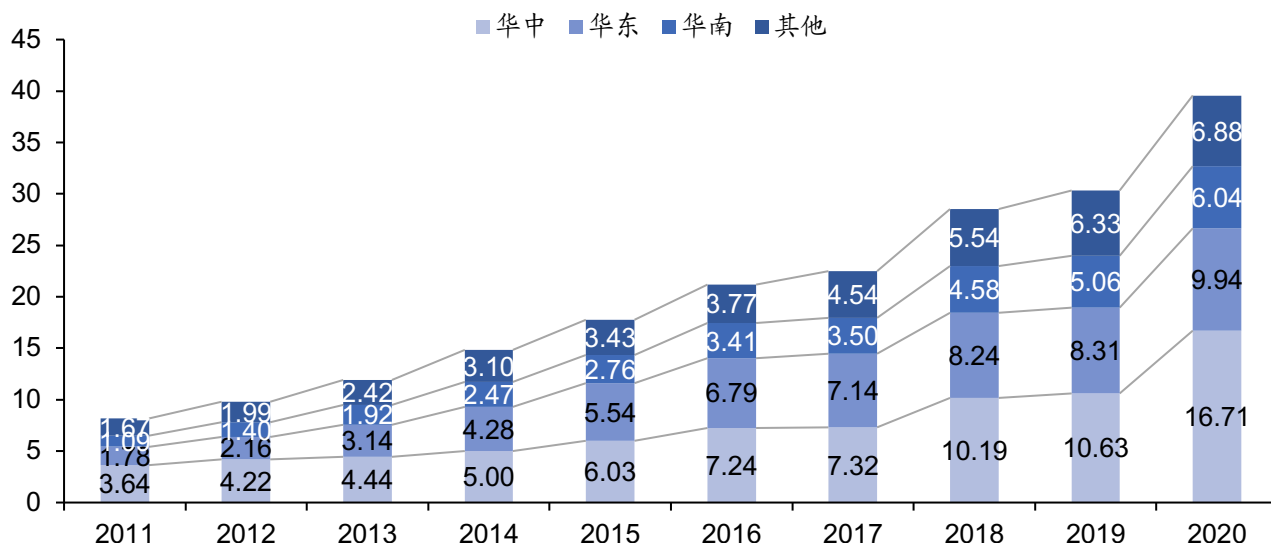
图表 3 2020 年面条、方便食品均达到满产



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

2020 年，公司在优势销区的营收高速增长，夯实基本盘。华中、华东、华南营收同比增长 57.2%，19.6%和 19.3%。目前，成都 8.4 万吨面条产能已投产，新疆和嘉兴项目正在推进，有望巩固华东市场地位，开发西南、西北空白市场，逐步实现全国化均衡布局。

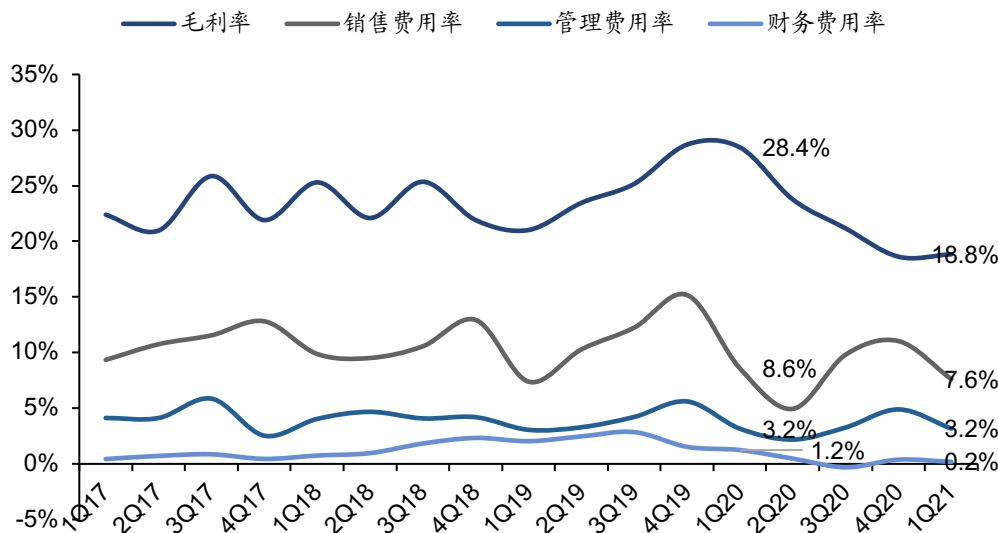
图表 4 2020 年公司强势销区营收大幅增长 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

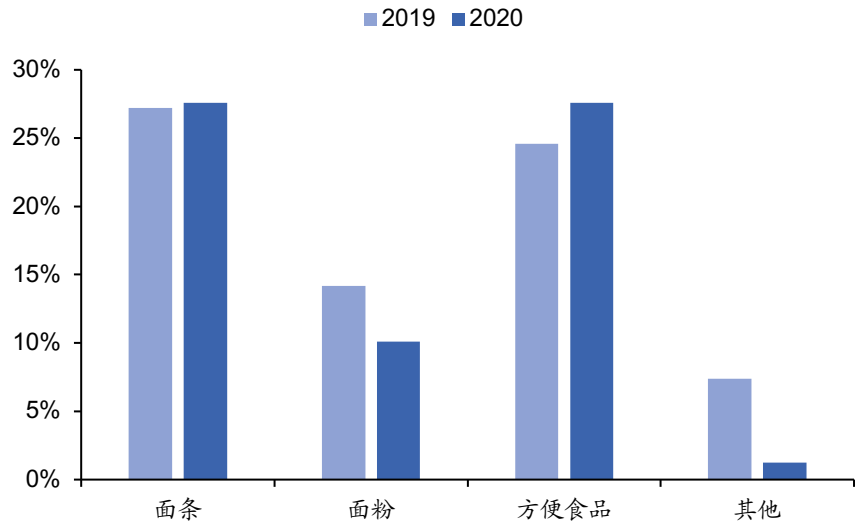
面粉销售短期增加造成毛利率下降, 进而影响盈利表现。由于公司面粉产能暂未全部被面条和方便食品利用, 面粉和副产品对外销售收入从 2Q20 起同比较快增长, 从而拉低整体毛利率, 4Q20 和 1Q21 仅分别为 18.6% 和 18.8%。另一方面, 得益于营销模式创新和债务结构主动优化, 公司期间费用率稳中有降。目前公司面制品面粉自供比例接近 100%, 随着面粉向高值面制品转化比例不断提升, 毛利率有望重回上行通道。

图表 5 公司 4Q20 起毛利率下滑, 期间费用率稳中有降



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 6 2020 年面条、方便食品毛利率有所提升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 风险提示：

- 1、食品安全风险：如公司发生产品质量问题，并因此产生赔偿风险，及对公司的品牌和公司产品的销售产生重大不利影响。
- 2、竞争加剧风险：挂面行业竞争激烈，面临强势竞争对手加入的挑战，公司存在因市场竞争加剧而带来的业绩风险。
- 3、成本上升风险：小麦等原材料价格、用工成本均可能上涨，将给公司带来成本压力，进而影响到公司的盈利能力。



## 分析师与研究助理简介

分析师：文献，华安证券食品饮料首席分析师，十三年食品饮料研究经验。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。