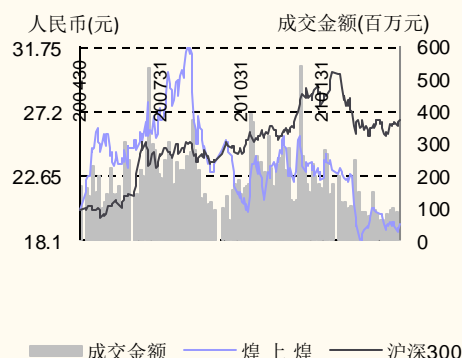


市场价格 (人民币): 19.22 元

Q1 稳健增长, 股权激励落地

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.13
已上市流通 A 股(亿股)	4.61
总市值(亿元)	98.56
年内股价最高最低(元)	31.85/18.10
沪深 300 指数	5164
深证成指	14464



公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,117	2,436	2,964	3,550	4,089
营业收入增长率	11.56%	15.09%	21.66%	19.77%	15.18%
归母净利润(百万元)	220	282	340	408	497
归母净利润增长率	27.45%	28.04%	20.44%	20.08%	21.73%
摊薄每股收益(元)	0.429	0.550	0.663	0.796	0.969
每股经营性现金流净额	0.44	0.23	1.29	0.74	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.24%	11.64%	12.79%	14.06%	15.52%
P/E	38.20	41.62	29.00	24.15	19.84
P/B	3.91	4.85	3.71	3.40	3.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月29日, 公司发布2021年一季报, 报告期内实现营业收入6.06亿元, 同比+12.12%; 实现归母净利润0.67亿元, 同比+3.09%。

经营分析

- 收入稳健增长, 拓店稳步推进。**产品方面, 21Q1 公司鲜货产品/米制品业务营收同比+10.77%/26.74%, 保持稳健增长。门店方面, 公司规划 21Q1 新开门店 143 家, 已经超额完成; 预计社区门店单店收入已经超过 19Q1 水平, 高势能门店在逐步恢复。
- 毛利率显著提升, 费用投放较大拖累利润端表现。**21Q1 公司毛利率达到 39.66%, 同比+4.47ppt, 我们认为主要得益于原材料成本的优化。销售/管理/研发/财务费率分别同比+5.01/+0.32/-0.51/+0.14pct, 销售费率大幅提升主要系公司加快门店拓展和线上销售, 传导至净利率同比-0.99pct。
- 股权激励方案落地, 有望持续激发员工动力。**2021 年 4 月公司推出员工持股计划草案, 涵盖董事、监事、高级管理人员 9 人, 以及不超过 218 人的中层管理人员、核心骨干或关键岗位人员; 拟受让价格为 11.48 元/股, 激励力度较大, 有望激发团队动力。对应解锁目标是以 2020 年为基数, 21-24 年净利润(股权激励费用摊销前)增速不低于 20%/40%/70%/100%, 即同比增长 20.00%/16.67%/21.43%/17.65%, 2024 年实现利润翻番。摊销费用为 6411 万元, 21-25 年分别摊销 2066/2244/1282/659/160 万元。

投资建议

- 我们预计 21-23 年公司归母净利润为 3.40/ 4.08/ 4.97 亿元, 同比 +20.44%/20.08%/21.73%, 对应 EPS 为 0.66/ 0.80/0.97 元, 对应 PE 为 29/24/20X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动; 门店拓张、单店恢复不达预期; 食品安全问题。

相关报告

- 《利润增速超预期, 增长逻辑清晰-煌上煌 2020 年报点评》, 2021.3.27
- 《改革焕新, 拓店驶入快车道-煌上煌覆盖报告》, 2021.1.11

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,898	2,117	2,436	2,964	3,550	4,089	货币资金	931	1,043	985	1,399	1,376	1,467
增长率		11.6%	15.1%	21.7%	19.8%	15.2%	应收账款	46	72	165	81	97	112
主营业务成本	-1,243	-1,321	-1,515	-1,850	-2,212	-2,543	存货	535	638	791	760	909	1,045
%销售收入	65.5%	62.4%	62.2%	62.4%	62.3%	62.2%	其他流动资产	153	115	168	167	186	202
毛利	654	796	921	1,114	1,338	1,546	流动资产	1,665	1,867	2,109	2,408	2,568	2,827
%销售收入	34.5%	37.6%	37.8%	37.6%	37.7%	37.8%	%总资产	66.7%	67.5%	69.7%	71.1%	69.7%	69.1%
营业税金及附加	-20	-19	-18	-22	-28	-33	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	617	679	698	772	900	1,043
销售费用	-240	-313	-378	-424	-504	-572	%总资产	24.7%	24.5%	23.1%	22.8%	24.4%	25.5%
%销售收入	12.6%	14.8%	15.5%	14.3%	14.2%	14.0%	无形资产	158	176	178	189	197	203
管理费用	-141	-159	-150	-193	-231	-245	非流动资产	832	897	918	980	1,117	1,266
%销售收入	7.4%	7.5%	6.2%	6.5%	6.5%	6.0%	%总资产	33.3%	32.5%	30.3%	28.9%	30.3%	30.9%
研发费用	-56	-69	-75	-89	-107	-123	资产总计	2,497	2,765	3,027	3,366	3,638	4,021
%销售收入	2.9%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	79	98	105	66	0	0
息税前利润 (EBIT)	197	236	300	387	469	572	应付款项	282	275	256	382	457	523
%销售收入	10.4%	11.1%	12.3%	13.1%	13.2%	14.0%	其他流动负债	45	45	46	65	78	92
财务费用	7	9	11	18	26	29	流动负债	405	417	407	513	535	615
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	长期贷款	15	10	9	9	9	9
资产减值损失	2	-8	5	-2	-5	-5	其他长期负债	143	142	139	135	135	135
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	563	569	555	657	679	758
投资收益	3	3	1	4	4	4	普通股股东权益	1,895	2,151	2,423	2,657	2,902	3,200
%税前利润	1.4%	1.1%	0.2%	0.8%	0.7%	0.6%	其中：股本	514	513	513	513	513	513
营业利润	218	264	336	407	493	600	未分配利润	671	832	1,037	1,241	1,486	1,784
营业利润率	11.5%	12.5%	13.8%	13.7%	13.9%	14.7%	少数股东权益	39	44	48	52	57	62
营业外收支	3	8	5	7	4	4	负债股东权益合计	2,497	2,765	3,027	3,366	3,638	4,021
税前利润	222	272	340	414	497	604	比率分析						
利润率	11.7%	12.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-42	-46	-54	-70	-84	-102	每股指标						
所得税率	18.9%	16.8%	15.9%	16.9%	16.9%	16.9%	每股收益	0.336	0.429	0.550	0.663	0.796	0.969
净利润	180	226	286	344	413	502	每股净资产	3.688	4.190	4.726	5.181	5.659	6.240
少数股东损益	7	6	4	4	5	5	每股经营现金净流	0.298	0.438	0.234	1.288	0.743	0.941
归属于母公司的净利润	173	220	282	340	408	497	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.265	0.318	0.387
净利率	9.1%	10.4%	11.6%	11.5%	11.5%	12.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.12%	10.24%	11.64%	12.79%	14.06%	15.52%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	6.92%	7.97%	9.32%	10.10%	11.22%	12.35%
净利润	180	226	286	344	413	502	投入资本收益率	7.89%	8.53%	9.76%	11.55%	13.12%	14.54%
少数股东损益	7	6	4	4	5	5	增长率						
非现金支出	45	59	69	58	68	76	主营业务收入增长率	28.41%	11.56%	15.09%	21.66%	19.77%	15.18%
非经营收益	-9	0	3	-2	-5	-7	EBIT 增长率	11.64%	19.74%	27.20%	28.87%	21.15%	22.16%
营运资金变动	-63	-60	-239	261	-95	-88	净利润增长率	22.72%	27.45%	28.04%	20.44%	20.08%	21.73%
经营活动现金净流	153	225	120	660	381	483	总资产增长率	20.16%	10.73%	9.47%	11.94%	8.76%	11.06%
资本开支	-139	-121	-89	-114	-196	-216	资产管理能力						
投资	-70	30	-40	20	20	20	应收账款周转天数	7.4	7.3	13.3	7.3	7.3	7.3
其他	3	3	1	4	4	4	存货周转天数	144.4	162.1	172.1	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-206	-88	-129	-90	-173	-193	应付账款周转天数	20.1	25.0	22.6	25.0	25.0	25.0
股权募资	110	-5	-4	30	0	0	固定资产周转天数	104.8	107.3	93.5	79.8	69.6	64.2
债权募资	10	14	1	-44	-66	0	偿债能力						
其他	80	-34	-52	-142	-166	-199	净负债/股东权益	-43.33%	-42.60%	-35.24%	-48.90%	-46.21%	-44.70%
筹资活动现金净流	200	-25	-54	-156	-231	-199	EBIT 利息保障倍数	-29.7	-27.6	-26.4	-21.0	-18.0	-19.9
现金净流量	148	112	-63	414	-23	91	资产负债率	22.56%	20.59%	18.34%	19.51%	18.66%	18.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402