

## 21 年收入同比下滑，各项费用支出拖累利润表现

2022 年 4 月 29 日

➤ **事件：**4 月 28 日，公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。21 全年/21Q4/22Q1 实现营收 23.39/4.05/5.42 亿元，同比-4.01%/-19.25%/-10.62%；实现归母净利润 1.45/-0.39/0.37 亿元，同比-48.76%/-179.64%/-45.57%。

➤ **21 年收入受疫情冲击明显，各项费用无法有效摊薄拖累利润表现。**21 年国内消费需求持续低迷，终端门店单店收入在 21Q1 略有恢复；此后受疫情不断反复、人流量下降（对高势能门店影响较大）等因素影响，21Q2~21Q4 单店收入再度出现下滑趋势；同时各地人员流动的管控措施使得门店拓展速度逐步放缓，上述因素导致收入同比下滑。利润端，受收入下滑影响，公司各项经营费用无法有效摊薄，使得净利润下滑幅度大于收入下滑幅度。

分产品看，21 年公司鲜货产品/米制品业务分别实现收入 17.05/4.14 亿元，同比分别-7.17%/-4.64%。21H2 分别实现收入 7.58/0.42 亿元，同比-15.21%/-49.26%。21 年公司主要产品收入同比出现下滑，其中 21H2 下滑幅度较大。

从量价看，21 年公司鲜货产品/米制品业务分别销售 3.67/3.38 万吨，同比分别-8.44%/+4.73%。销售均价为 4.65/1.22（万元/吨），同比分别+11.27%/-8.94%。现货产品销量下滑明显，但售价有所提高，原因是年中受成本压力对部分产品进行提价；米制品销量同比上升，售价同比下滑。2022 年公司计划新开 1059 家门店，较 21 年末 4218 家门店数量提升 25.11%，门店扩张较为激进。

➤ **受动销不畅等因素影响毛利率同比下滑，期间费用小幅提高。**21 年公司毛利率 33.00%，同比-4.80ppt（21Q4/22Q1 为 29.04%/31.97%，同比-15.79ppt/-7.69ppt），鲜货产品/米制品毛利率 35.48%/22.57%，同比-4.29ppt/-5.89ppt。21 年销售费用率为 16.89%，同比+1.39ppt（21Q4/22Q1 为 30.11%/15.22%，同比+7.71ppt/-2.87ppt），原因是人工成本、门店租赁费和市场促销等支出增加。管理费用率 6.13%，同比-0.03ppt（21Q4/22Q1 为 7.90%/9.65%，同比-1.13ppt/+0.80ppt）。研发费用率为 2.79%，同比+0.43ppt（21Q4/22Q1 为 3.47%/2.90%，同比+0.43ppt/+0.43ppt），财务费用率为 0.02%，同比+0.48ppt（21Q4/22Q1 为-0.27%/-0.14%，同比+0.84ppt/+0.02ppt），原因是公司闲置资金用于购买理财产品使得利息收入减少以及租赁利息费用增加。

➤ **投资建议：**根据 22Q1 经营情况，我们小幅调降盈利预测。预计 22-24 年公司实现营收 25.52/31.02/38.26 亿元，实现归母净利润 1.85/2.42/3.28 亿元，折合 EPS 分别为 0.36/0.47/0.64 元。公司为休闲卤味龙头企业，渠道保持高速扩张态势，下游需求有望逐步复苏，中长期成长性良好。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情冲击超预期，门店扩张速度不及预期，食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,339	2,552	3,102	3,826
增长率（%）	-4.0	9.1	21.6	23.3
归属母公司股东净利润（百万元）	145	185	242	328
增长率（%）	-48.8	27.9	30.8	35.8
每股收益（元）	0.28	0.36	0.47	0.64
PE	37	29	22	16
PB	2.3	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 28 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 10.47 元



**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

**分析师 熊航**

执业证书：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

- 1、煌上煌（002695）2021 年三季报点评：21Q3 收入小幅下滑，渠道投入加大影响短期利润

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,339	2,552	3,102	3,826
营业成本	1,567	1,704	2,031	2,456
营业税金及附加	20	21	26	31
销售费用	395	396	499	631
管理费用	143	157	190	235
研发费用	65	75	89	111
EBIT	148	200	267	362
财务费用	0	3	3	3
资产减值损失	0	-2	-3	-2
投资收益	2	2	2	3
营业利润	179	228	301	407
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	182	228	301	407
所得税	37	41	58	76
净利润	145	186	243	330
归属于母公司净利润	145	185	242	328
EBITDA	275	335	443	522

资产负债表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	803	823	819	833
应收账款及票据	109	125	148	185
预付款项	65	60	78	90
存货	737	844	979	1,201
其他流动资产	173	183	186	198
流动资产合计	1,887	2,034	2,210	2,506
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	661	662	664	662
无形资产	125	137	157	173
非流动资产合计	1,134	1,155	1,179	1,198
资产合计	3,021	3,189	3,389	3,704
短期借款	113	113	113	113
应付账款及票据	92	102	120	146
其他流动负债	208	250	274	332
流动负债合计	413	465	507	592
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	231	231	231	231
非流动负债合计	231	231	231	231
负债合计	644	696	738	823
股本	512	512	512	512
少数股东权益	49	50	51	53
股东权益合计	2,376	2,493	2,651	2,881
负债和股东权益合计	3,021	3,189	3,389	3,704

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-4.01	9.13	21.55	23.34
EBIT 增长率	-50.64	35.07	33.21	35.89
净利润增长率	-48.76	27.87	30.83	35.79
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	33.00	33.22	34.52	35.82
净利润率	6.19	7.30	7.83	8.64
总资产收益率 ROA	4.79	5.80	7.14	8.87
净资产收益率 ROE	6.21	7.57	9.30	11.61
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.57	4.37	4.36	4.24
速动比率	2.63	2.43	2.27	2.05
现金比率	1.94	1.77	1.62	1.41
资产负债率 (%)	21.33	21.84	21.79	22.22
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	17.02	17.85	17.44	17.64
存货周转天数	171.65	181.10	176.38	178.74
总资产周转率	0.77	0.80	0.92	1.03
<b>每股指标 ( 元 )</b>				
每股收益	0.28	0.36	0.47	0.64
每股净资产	4.54	4.77	5.07	5.52
每股经营现金流	0.62	0.48	0.55	0.57
每股股利	0.50	0.14	0.17	0.20
<b>估值分析</b>				
PE	37	29	22	16
PB	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.46	14.29	10.81	9.15
股息收益率 (%)	4.78	1.30	1.58	1.86

现金流量表 ( 百万元 )	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	145	186	243	330
折旧和摊销	127	135	176	160
营运资金变动	33	-77	-141	-200
经营活动现金流	315	248	282	292
资本开支	-179	-156	-200	-178
投资	-22	0	0	0
投资活动现金流	-199	-154	-198	-175
股权募资	-199	0	0	0
债务募资	5	0	0	0
筹资活动现金流	-299	-73	-88	-103
现金净流量	-182	20	-4	14

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001