

投资评级 优于大市 维持

Q2 营收增速转正，门店逆势拓展进展喜人

股票数据

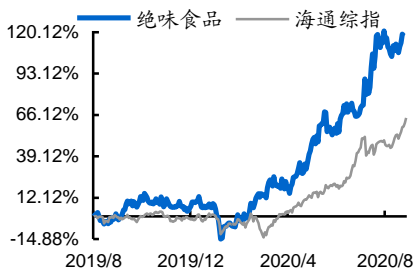
08月28日收盘价(元)	89.97
52周股价波动(元)	34.36-91.28
总股本/流通A股(百万股)	609/609
总市值/流通市值(百万元)	54759/54759

相关研究

《行业集中度将持续提升，龙头综合优势突出》2020.05.22

《休闲卤制品龙头，收入增长可持续》2017.11.01

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.2	31.3	37.5
相对涨幅(%)	-4.9	14.2	11.9

资料来源：海通证券研究所

分析师: 闻宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

联系人: 程碧升

Tel: (021)23154171

Email: cbs10969@htsec.com

投资要点:

- Q2 营收增速实现转正。**公司 2020 上半年营收 24.13 亿元，同比下降 3.08%，归母净利润 2.74 亿元，同比下降 30.78%，扣非后归母净利润 2.71 亿元，同比下降 30.46%。归母净利润下降幅度较多，主要系长期股权投资亏损 0.49 亿元所致。其中 Q2 营收 13.47 亿元，同比增长 0.83%，归母净利润 2.11 亿元，同比下降 1.74%，扣非后归母净利润 2.00 亿元，同比下降 4.58%。
- 加大对加盟商扶持，上半年销售费用率同增 1.54pct。**上半年，公司毛利率 34.32%，同增 0.09pct，销售费用率 9.74%，同增 1.54pct，管理费用率 6.04%，同增 0.72pct，财务费用率 -0.22%，同降 0.76pct。销售费用率提升主要是疫情期间加大了对加盟商扶持，其中运费同比增长 44.69% 至 0.80 亿元。管理费用率提升主要是管理人员工资、咨询服务费有所增长。财务费用率下降主要是利息收入增长、去年同期确认可转债利息费用。Q2 毛利率 38.00%，同增 2.97pct，销售费用率 8.54%，同降 0.46pct，管理费用率 5.82%，同增 0.70pct，财务费用率 -0.26%，同降 1.11 pct。
- 上半年加盟商管理业务营收同增 20.07%。**分产品看，上半年鲜货产品营收 22.68 亿元，同降 4.45%，包装产品营收 0.04 亿元，同降 17.67%，加盟商管理营收 0.37 亿元，同增 20.07%，其他主营业务营收 0.51 亿元，同增 97.83%。分区域看，华中营收 6.63 亿元，同增 1.89%，华东营收 5.45 亿元，同降 12.03%，华南营收 4.14 亿元，同降 6.56%，西南营收 3.62 亿元，同增 0.91%，华北营收 2.93 亿元，同增 1.58%，西北营收 0.45 亿元，同增 4.81%，新加坡、中国香港营收 0.39 亿元，同增 18.82%。
- 上半年净增加门店 1104 家。**公司在上半年面对疫情冲击，以“在不确定的外部环境下做好确定性的事情”为经营方针，给予加盟商较大力度的扶持，同时营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，门店数量净增加 1104 家至 12058 家。我们认为在疫情影响之下，公司逆势拓店成效显著，门店净增加数量较多，也为公司下半年及未来业绩带来较强增长潜力。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.54/1.84/2.12 元，相关可比公司 2020 年 PE 在 56-104 倍，考虑到公司作为行业龙头，给予一定估值溢价，给予 2020 年 55-60 倍 PE，对应合理价值区间 84.7-92.4 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**上游原材料价格波动影响；行业竞争加剧等。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4368	5172	5738	6613	7400
(+/-)YoY(%)	13.4%	18.4%	11.0%	15.2%	11.9%
净利润(百万元)	641	801	937	1119	1293
(+/-)YoY(%)	27.7%	25.1%	16.9%	19.4%	15.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.05	1.32	1.54	1.84	2.12
毛利率(%)	34.3%	33.9%	34.3%	34.8%	35.1%
净资产收益率(%)	21.2%	17.5%	18.0%	18.6%	18.6%

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值对比表 (2020.08.28)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
煌上煌	002695.SZ	31.47	0.43	0.54	0.69	73.19	58.28	45.61
三只松鼠	300783.SZ	67.75	0.60	0.66	0.90	112.92	102.65	75.28
良品铺子	603719.SH	72.70	0.95	1.00	1.30	76.53	72.70	55.92

资料来源: 可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	5172	5738	6613	7400
每股收益	1.32	1.54	1.84	2.12	营业成本	3416	3769	4313	4806
每股净资产	7.50	8.55	9.86	11.43	毛利率%	33.9%	34.3%	34.8%	35.1%
每股经营现金流	1.69	1.23	1.65	1.83	营业税金及附加	41	49	55	62
每股股利	0.00	0.49	0.53	0.56	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	422	471	529	577
P/E	67.54	57.76	48.38	41.86	营业费用率%	8.2%	8.2%	8.0%	7.8%
P/B	11.85	10.40	9.01	7.78	管理费用	294	310	350	370
P/S	10.46	9.43	8.18	7.31	管理费用率%	5.7%	5.4%	5.3%	5.0%
EV/EBITDA	24.13	28.81	23.94	20.24	EBIT	983	1125	1349	1567
股息率%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	财务费用	26	25	25	25
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
毛利率	33.9%	34.3%	34.8%	35.1%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	15.5%	16.3%	16.9%	17.5%	投资收益	49	86	99	111
净资产收益率	17.5%	18.0%	18.6%	18.6%	营业利润	1006	1192	1427	1658
资产回报率	14.7%	15.7%	16.3%	16.4%	营业外收支	44	42	42	42
投资回报率	15.6%	16.2%	17.0%	17.0%	利润总额	1050	1234	1469	1700
盈利增长 (%)					EBITDA	1112	1161	1376	1598
营业收入增长率	18.4%	11.0%	15.2%	11.9%	所得税	259	310	366	426
EBIT 增长率	18.7%	14.5%	19.9%	16.1%	有效所得税率%	24.7%	25.1%	24.9%	25.0%
净利润增长率	25.1%	16.9%	19.4%	15.6%	少数股东损益	-10	-13	-15	-18
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	801	937	1119	1293
资产负债率	16.4%	13.0%	13.1%	12.6%					
流动比率	2.81	3.55	3.77	4.16	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.93	2.37	2.63	3.00	货币资金	1602	1692	2198	2808
现金比率	1.82	2.22	2.50	2.87	应收账款及应收票据	10	9	11	12
经营效率指标					存货	669	769	862	970
应收账款周转天数	0.71	0.54	0.63	0.58	其它流动资产	190	236	247	281
存货周转天数	71.43	74.46	72.94	73.70	流动资产合计	2471	2705	3318	4071
总资产周转率	0.95	0.96	0.96	0.94	长期股权投资	1122	1122	1122	1122
固定资产周转率	4.52	4.36	4.53	4.57	固定资产	1144	1315	1461	1619
					在建工程	232	302	412	502
					无形资产	197	226	258	289
					非流动资产合计	2992	3262	3552	3832
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	5463	5967	6870	7903
净利润	801	937	1119	1293	短期借款	180	0	0	0
少数股东损益	-10	-13	-15	-18	应付票据及应付账款	311	320	379	416
非现金支出	131	36	27	31	预收账款	138	156	178	200
非经营收益	-9	-126	-139	-150	其它流动负债	252	286	323	363
营运资金变动	115	-83	12	-45	流动负债合计	881	762	881	979
经营活动现金流	1028	750	1004	1112	长期借款	0	0	0	0
资产	-523	-267	-278	-273	其它长期负债	17	17	17	17
投资	-256	0	0	0	非流动负债合计	17	17	17	17
其他	-21	86	99	111	负债总计	897	778	897	995
投资活动现金流	-799	-180	-178	-162	实收资本	609	609	609	609
债权募资	1225	-180	0	0	普通股股东权益	4567	5204	6003	6956
股权募资	6	0	0	0	少数股东权益	-2	-15	-30	-48
其他	-561	-300	-320	-340	负债和所有者权益合计	5463	5967	6870	7903
融资活动现金流	669	-480	-320	-340					
现金净流量	899	90	505	610					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 洋河股份,贵州茅台,东鹏饮料,双汇发展,农夫山泉,光明乳业,中炬高新,安琪酵母,汤臣倍健,益海嘉里,海天味业,今世缘,绝味食品,日辰股份,天味食品,青岛啤酒,桃李面包,中国飞鹤,安井食品,涪陵榨菜

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。