

煌上煌 (002695)

证券研究报告

2019年11月27日

股份增持完成，长期持续看好

煌上煌集团一致行动人煌上煌投资股份增持完成，增持股份占煌上煌公司总股本比例为 1.14%。

煌上煌 2019 年 11 月 15 日披露公告称，煌上煌集团一致行动人新余煌上煌投资管理中心(有限合伙)(以下简称煌上煌投资)于 2019 年 5 月 14 日至 2019 年 11 月 13 日期间，在二级市场通过集中竞价交易的方式累计增持公司股份 5,866,797 股，成本均价 13.10 元/股，增持金额为 76,856,364.73 元，占公司现有总股本的比例为 1.14%。本次增持公司股份的资金来源为煌上煌投资的自有资金和自筹资金。本次增持完成后，公司控股股东煌上煌集团、实际控制人徐桂芬、褚建庚、褚浚、褚剑及一致行动人煌上煌投资合计持有公司股份 63.37%。

我们认为增持计划反映出集团公司对于未来快速发展的强烈预期。公告称，本次增持目的为煌上煌投资基于对公司未来发展前景的信心和对公司长期投资价值的认可，同时提升投资者信心，维护中小投资者利益。

公司三季报显示煌上煌活力不断焕发，公司稳步发展，验证成长逻辑

根据公告，19 年前三季度煌上煌实现营业总收入 16.77 亿元，同比增长 15.28%；归母净利润为 2.12 亿元，同比增长 25.33%。公司 Q3 实现营业收入 5.09 亿元，同比增长 20.5%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比增长 29.86%。同时，公司将使用自有资金 1,000.00 万元人民币设立全资子公司江西独椒戏食品有限公司用于生产和销售串串食品项目。

管理持续赋能，门店扩张迅速，成本控制得当

公司制定了一套完整的标准体系文件对加盟店进行管理，涉及了店面选址、店面形象、人员培训、产品质量、产品价格、信息系统、门店监督等。总的来说就是借助信息化系统，加上相关制度，进行标准化运营。

开店战略上，2019 年底预计门店数量达到 4000 家左右。下半年是开店旺季，公司将加大开店力度，力争按时高质量的完成开店任务。

公司在主要原材料采购价格处于相对低位时启动了主要原材料战略储备工作，从而降低公司主要原材料平均加权成本，缓冲了前三季度一直处于高位的原材料成本。

盈利预测与估值

预计 19/20/21 年的收入为 22.7/29.3/37.7 亿，净利润 2.54/3.7/5.02 亿，EPS 为 0.49/0.72/0.98 元。基于公司内外部环境改善和行业的集中度提升，三季度开店加快、看好串串放量、股东增持等因素，本次给予公司 2020 年 33 倍估值（前值为 30 倍），目标价为 23.8 元，“买入”评级。

风险提示：食品安全风险 市场风险 直营店、特许加盟店的管理风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,477.78	1,897.58	2,267.61	2,925.21	3,773.52
增长率(%)	21.35	28.41	19.50	29.00	29.00
EBITDA(百万元)	257.52	299.68	350.93	473.20	628.78
净利润(百万元)	140.90	172.91	253.71	370.16	501.58
增长率(%)	59.76	22.72	46.73	45.90	35.50
EPS(元/股)	0.27	0.34	0.49	0.72	0.98
市盈率(P/E)	55.47	45.20	30.81	21.12	15.58
市净率(P/B)	4.54	4.12	3.56	3.15	2.74
市销率(P/S)	5.29	4.12	3.45	2.67	2.07
EV/EBITDA	30.19	14.13	20.02	14.03	10.45

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.2 元
目标价格	23.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	514.24
流通 A 股股本(百万股)	453.12
A 股总市值(百万元)	7,816.39
流通 A 股市值(百万元)	6,887.43
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	22.16
一年内最高/最低(元)	17.48/9.70

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《煌上煌-季报点评:强管理、降成本、扩门店，内外部改革带来增长通道》2019-10-24
- 《煌上煌-公司研究简报:成本控制得当，开店持续加速，长期继续看好》2019-10-18
- 《煌上煌-季报点评:季报点评——渠道拓展，管理优化，高速发展延续》2019-04-25

1. 煌上煌集团一致行动人煌上煌投资股份增持完成，增持股份占煌上煌公司总股本比例为 1.14%

煌上煌 2019 年 11 月 15 日披露公告称，煌上煌集团一致行动人新余煌上煌投资管理中心（有限合伙）（以下简称煌上煌投资）于 2019 年 5 月 14 日至 2019 年 11 月 13 日期间，在二级市场通过集中竞价交易的方式累计增持公司股份 5,866,797 股，成本均价 13.10 元/股，增持金额为 76,856,364.73 元，占公司现有总股本的比例为 1.14%。本次增持公司股份的资金来源为煌上煌投资的自有资金和自筹资金。本次增持完成后，公司控股股东煌上煌集团、实际控制人徐桂芬、褚建庚、褚浚、褚剑及一致行动人煌上煌投资合计持有公司股份 63.37%。

我们认为增持计划反映出集团公司对于未来快速发展的强烈预期。公告称，本次增持目的为煌上煌投资基于对公司未来发展前景的信心和对公司长期投资价值的认可，同时提升投资者信心，维护中小投资者利益。

2. 公司三季报显示煌上煌活力不断焕发，公司稳步发展，验证成长逻辑

根据公告，19 年前三季度煌上煌实现营业总收入 16.77 亿元，同比增长 15.28%；归母净利润为 2.12 亿元，同比增长 25.33%。公司 Q3 实现营业收入 5.09 亿元，同比增长 20.5%；实现归母净利润 0.71 亿元，同比增长 29.86%。

当期应收账款为 0.89 亿元，较 2018 年末增加了 0.57 亿元，主要为子公司应收客户货款增加所致。当期预收账款为 0.16 亿元，较 2018 年末增加了 0.07 亿元，增长幅度为 76.89%，主要原因是预收客户订单货款增加所致。

年初至报告期末经营活动产生的现金净流量为 2.61 亿元，同比下降 20.03%。主要是因为本期购买商品、接受劳务支付的现金增加，导致经营活动现金流出小计增加了 2.1 亿元。设立全资子公司江西独椒戏食品有限公司用于生产和销售串串食品项目。

3. 管理持续赋能，门店扩张迅速，成本控制得当

公司制定了一套完整的标准体系文件对加盟店进行管理，涉及了店面选址、店面形象、人员培训、产品质量、产品价格、信息系统、门店监督等。总的来说就是借助信息化系统，加上相关制度，进行标准化运营。

开店战略上，2019 年底预计门店数量达到 4000 家左右。下半年是开店旺季，公司将加大开店力度，力争按时高质量的完成开店任务。

公司 2018 年年报披露，公司依据制定的《主要原材料战略储备管理制度》，结合公司主要原材料加权库存单价、参考原材料价格行情下行趋势，在主要原材料采购价格处于相对低位时启动了主要原材料战略储备工作，从而降低公司主要原材料平均加权成本，缓冲了前三季度一直处于高位的原材料成本；同时公司不断加强了生产内部管理节能降耗、提升产品出品率，确保公司产品毛利空间。

4. 盈利预测与估值

采用历史估值法，可以看到煌上煌历史估值的低位大约在二十倍左右。由于前期煌上煌公司的 EPS 较低，公司有一段时间的估值较高。最近一年维持在三十五倍上下。

图 1：煌上煌近 5 年 PE



资料来源：wind，天风证券研究所

采用可比公司估值方法，选择业务类别相似的煌上煌、周黑鸭、绝味食品三者公司进行横向比较。从销售收入规模来看煌上煌位列第三，较周黑鸭和绝味食品还有一定的距离。同时可以看到由于销售收入增速较快，煌上煌的PE(TTM)相对较高。我们认为煌上煌的估值介于绝味和周黑鸭之间较为合适。考虑煌上煌历史估值情况以及可比公司估值情况，同时基于公司内外部环境改善和行业的集中度提升，三季度开店加快、看好串串放量、股东增持等因素，我们调高了公司的估值预测，本次给予公司2020年33倍估值(前值为30倍)。

表 1：可比公司

	煌上煌	周黑鸭	绝味食品
2018 年营业收入(亿元)	18.98	32.18	43.68
2018 年全年收入增速	28.41%	-1.07%	13.45%
估值 PE (TTM)	36	13.6	32.9

资料来源：wind，天风证券研究所

公司盈利预测与估值现值为：预计 19/20/21 年的收入为 22.7/29.3/37.7 亿，净利润 2.54/3.7/5.02 亿，EPS 为 0.49/0.72/0.98 元。给予公司 2020 年 33 倍估值(前值为 30 倍)，目标价为 23.8 元，“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	783.53	931.22	796.98	1,198.82	1,293.68
应收票据及应收账款	46.39	31.47	100.81	(2.79)	(3.60)
预付账款	60.81	74.21	112.20	110.49	166.74
存货	448.74	535.10	658.20	826.86	1,082.08
其他	12.10	93.48	108.07	75.33	108.47
流动资产合计	1,351.57	1,665.47	1,776.25	2,208.71	2,647.37
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	505.88	544.59	569.71	602.42	626.67
在建工程	41.54	72.67	79.60	95.76	87.46
无形资产	93.31	95.96	91.72	87.48	83.24
其他	85.77	118.34	90.23	89.48	85.57
非流动资产合计	726.50	831.57	831.27	875.14	882.94
资产总计	2,078.06	2,497.04	2,607.52	3,083.85	3,530.30
短期借款	67.00	74.50	2.00	2.00	2.00
应付票据及应付账款	50.76	85.89	70.78	126.68	124.98
其他	161.33	244.77	216.78	330.13	360.39
流动负债合计	279.09	405.16	289.56	458.81	487.37
长期借款	16.50	14.90	2.00	2.00	2.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.34	143.39	68.10	79.94	97.14
非流动负债合计	44.84	158.29	70.10	81.94	99.14
负债合计	323.93	563.45	359.66	540.76	586.51
少数股东权益	31.55	38.58	49.74	65.38	86.61
股本	499.96	514.24	514.24	514.24	514.24
资本公积	614.36	745.39	745.39	745.39	745.39
留存收益	1,222.62	1,491.56	1,683.88	1,963.47	2,342.94
其他	(614.36)	(856.18)	(745.39)	(745.39)	(745.39)
股东权益合计	1,754.13	1,933.59	2,247.86	2,543.09	2,943.80
负债和股东权益总	2,078.06	2,497.04	2,607.52	3,083.85	3,530.30

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	146.81	179.94	253.71	370.16	501.58
折旧摊销	47.88	47.35	32.19	35.38	38.29
财务费用	4.65	4.83	(9.24)	(13.46)	(16.86)
投资损失	(5.98)	(3.03)	(26.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	97.27	(70.53)	(332.63)	150.79	(294.73)
其它	(157.72)	(5.36)	11.75	15.90	21.72
经营活动现金流	132.93	153.21	(70.22)	538.77	229.99
资本支出	32.74	(0.73)	135.29	68.15	32.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.21	(205.07)	(169.29)	(128.15)	(62.80)
投资活动现金流	124.94	(205.80)	(34.00)	(60.00)	(30.00)
债权融资	83.50	93.40	5.33	5.78	6.37
股权融资	3.44	41.96	120.83	14.26	17.67
其他	(100.49)	64.92	(156.18)	(96.97)	(129.17)
筹资活动现金流	(13.54)	200.28	(30.02)	(76.93)	(105.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	244.33	147.69	(134.24)	401.84	94.86

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,477.78	1,897.58	2,267.61	2,925.21	3,773.52
营业成本	965.57	1,243.44	1,434.37	1,813.63	2,301.85
营业税金及附加	17.34	20.04	24.64	40.95	52.83
营业费用	177.23	240.04	285.04	360.39	443.39
管理费用	104.70	141.26	161.00	204.18	253.96
研发费用	36.40	55.71	68.03	87.76	150.94
财务费用	(2.64)	(6.64)	(9.24)	(13.46)	(16.86)
资产减值损失	1.71	(2.05)	1.78	0.48	0.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.98	3.03	26.00	20.00	20.00
其他	(15.94)	(15.60)	(52.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	187.42	218.35	327.98	451.28	607.35
营业外收入	2.47	6.07	12.00	20.00	20.00
营业外支出	3.51	2.63	2.99	3.04	2.89
利润总额	186.37	221.78	336.99	468.24	624.46
所得税	39.56	41.84	71.53	82.18	101.16
净利润	146.81	179.94	265.46	386.06	523.30
少数股东损益	5.91	7.03	11.75	15.90	21.72
归属于母公司净利润	140.90	172.91	253.71	370.16	501.58
每股收益(元)	0.27	0.34	0.49	0.72	0.98

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.35%	28.41%	19.50%	29.00%	29.00%
营业利润	57.22%	16.50%	50.21%	37.59%	34.58%
归属于母公司净利润	59.76%	22.72%	46.73%	45.90%	35.50%
获利能力					
毛利率	34.66%	34.47%	36.75%	38.00%	39.00%
净利率	9.53%	9.11%	11.19%	12.65%	13.29%
ROE	8.18%	9.12%	11.54%	14.94%	17.55%
ROIC	12.93%	17.03%	24.67%	25.67%	38.04%
偿债能力					
资产负债率	15.59%	22.56%	13.79%	17.54%	16.61%
净负债率	-39.91%	-43.33%	-35.22%	-46.91%	-43.73%
流动比率	4.84	4.11	6.13	4.81	5.43
速动比率	3.23	2.79	3.86	3.01	3.21
营运能力					
应收账款周转率	32.48	48.74	34.29	59.69	-1,179.68
存货周转率	3.67	3.86	3.80	3.94	3.95
总资产周转率	0.74	0.83	0.89	1.03	1.14
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.34	0.49	0.72	0.98
每股经营现金流	0.26	0.30	-0.14	1.05	0.45
每股净资产	3.35	3.69	4.27	4.82	5.56
估值比率					
市盈率	55.47	45.20	30.81	21.12	15.58
市净率	4.54	4.12	3.56	3.15	2.74
EV/EBITDA	30.19	14.13	20.02	14.03	10.45
EV/EBIT	35.80	16.42	22.04	15.16	11.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com