

煌上煌 (002695)

推荐

行业：肉制品

新开店增长加快，销售有所改善

8月9日煌上煌公布半年报,上半年收入5.1亿元(+14.3%),净利润5665万元(+11.6%),实现每股收益0.45元。Q2公司实现收入2.33亿元(+31.7%),净利润2090万元(+22.3%),业绩符合预期,并预告前三季度净利润增长0-30%。预计公司今年开店速度将加快至20%左右,在新市场加大费用投入亦奠定未来的增长基础,预计未来3年复合增长率15%以上。

投资要点:

✧ **Q2是业绩转折点。**2013年以来主要受禽流感影响销量出现下滑,有部分老店关店而新店开店向后拖延,2013年关闭近200家,新开300多家,店铺数量同比增长6%至2043家,新店将在今年贡献稳定增长。2014年我们预计店铺数量将稳定增长20%左右,春节后开店加快,上半年净增加门店200余家。自2013Q2开始基数下降,今年二季度收入增长31.7%,净利润增长22.3%,进入业绩转折点。公司全年收入目标10.5亿元,同比增长18%。

✧ **今年将加大费用投入开拓市场,奠定未来增长基础,安徽、河南、山东是今年开拓重点省份。**去年原材料价格低点公司囤积大量低价原料,因此前期毛利率较高,今年二季度开始原料价格持续上涨,二季度毛利率环比下降同比持平在30.0%,后续预期公司可能通过调节产品价格维持毛利率的稳定。二季度销售费用同比增加0.8个百分点至9.3%,今年公司在郑州和合肥开设直营店,根据市场拓展增加营销人员配置和促销费用投入。

✧ **公司长期成长性来自于店面的继续拓展,超预期因素来自收购有协同效应的同类食品公司。**行业龙头绝味拥有约5000家门店,相比公司开店在近几年还不会遇到瓶颈。公司经销商的净利率大约在10%-12%,预计开店是稳步增长的,根据公司的目标每年新增400家门店,保持15%-20%的增长;目前现金7亿元,未来可能的超预期来自收购有渠道协同效应的同类食品公司。

✧ **预计2013-2015年的EPS分别为1.08、1.28、1.49元,目标价32元,维持“推荐”评级。**

✧ **风险提示:禽流感造成销量下滑**

主要财务指标

单位:百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	893	1055	1246	1473
收入同比(%)	0%	18%	18%	18%
归属母公司净利润	122	134	158	185
净利润同比(%)	25%	10%	18%	17%
毛利率(%)	32.5%	33.7%	33.6%	33.6%
ROE(%)	8.6%	8.9%	9.5%	10.0%
每股收益(元)	0.98	1.08	1.28	1.49
P/E	29.41	26.66	22.58	19.36
P/B	2.54	2.37	2.14	1.93
EV/EBITDA	21	18	15	13

资料来源:中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名:蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@china-invs.cn

6-12个月目标价: 32.00

当前股价: 28.87

评级调整: 维持

基本资料

总股本(百万股)	127
流通股本(百万股)	43
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	12
成交量(百万股)	0.99
成交额(百万元)	28.64

股价表现



相关报告

《煌上煌-业绩符合预期,未来业绩增长确定性更强》2013-10-25

《煌上煌-估值回落至合理区间,关注上市后开店速度》2012-12-04

表 1 各区域门店平均销售收入

地区	门店数量	销售收入（万元）
江西地区	797	77.83
广东地区	586	25.68
福建地区	236	24.85
辽宁地区	84	17.81
北京地区（北京河北）	32	12.83
西安地区（陕西甘肃）	47	11.97
上海地区（上海江苏）	34	10.57
浙江地区	61	5.62
其他地区（海南河南）	6	15.52
直营店销售	76	157.89
加盟店销售	1722	40.64

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 2 煌上煌省内外加盟店盈利能力预估（单位：万元）

	省内	省外较好区域	盈亏平衡点
营业面积（平米）	30 左右	10-20	10-20
营业员数量（人）	4	2	2
年销售收入	$73/(1-27\%)=100$	$34/(1-30\%)=48$	$16/(1-35\%)=25$
毛利率	27%	30%	35%
毛利额	27	14	9
店面租金	7	4	4
人员工资	6	4	4
水电及其它费用	2	1	1
净利	12	5	0
净利率	12%	10%	0%
投资回报期	12 个月	18 个月	

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 3 直营和加盟店盈利情况比较（单位：万元）

	公司收入	公司净利率	公司毛利率	公司净利率
江西某直营店	329	118	41%	35.75%
	加盟店零售额	加盟店利润	加盟店毛利率	加盟店净利率
江西某加盟店	198	25	20%	12.67%

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1074	1184	1292	1450	营业收入	893	1055	1246	1473
现金	623	918	977	1078	营业成本	603	700	827	979
应收账款	16	11	12	15	营业税金及附加	6	7	9	10
其它应收款	9	11	12	15	营业费用	68	89	105	124
预付账款	33	21	25	29	管理费用	91	108	127	150
存货	312	224	265	313	财务费用	-22	-18	-23	-25
其他	80	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	408	466	496	534	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	280	328	367	400	营业利润	148	170	201	235
无形资产	74	74	74	74	营业外收入	3	2	2	2
其他	53	63	55	59	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	1482	1650	1788	1984	利润总额	149	172	203	237
流动负债	63	133	112	123	所得税	27	38	45	52
短期借款	0	0	0	0	净利润	122	134	158	185
应付账款	21	28	33	39	少数股东损益	0	0	0	0
其他	42	105	79	84	归属母公司净利润	122	134	158	185
非流动负债	8	6	6	6	EBITDA	148	172	203	239
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.98	1.08	1.28	1.49
其他	8	6	6	6					
负债合计	71	139	118	129	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	124	124	124	124	成长能力				
资本公积	909	909	909	909	营业收入	0.4%	18.1%	18.2%	18.2%
留存收益	378	478	637	821	营业利润	22.3%	15.1%	18.3%	16.8%
归属母公司股东权益	1411	1511	1670	1855	归属于母公司净利润	24.8%	10.3%	18.1%	16.6%
负债和股东权益	1482	1650	1788	1984	获利能力				
					毛利率	32.5%	33.7%	33.6%	33.6%
					净利率	13.6%	12.7%	12.7%	12.5%
					ROE	8.6%	8.9%	9.5%	10.0%
					ROIC	12.8%	20.1%	19.9%	21.0%
					偿债能力				
					资产负债率	4.8%	8.4%	6.6%	6.5%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	17.03	8.94	11.52	11.75
					速动比率	12.07	7.25	9.16	9.21
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.67	0.73	0.78
					应收账款周转率	59	78	108	108
					应付账款周转率	20.66	28.80	27.09	27.09
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.98	1.08	1.28	1.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	3.03	0.82	1.14
					每股净资产(最新摊薄)	11.39	12.20	13.48	14.97
					估值比率				
					P/E	29.41	26.66	22.58	19.36
					P/B	2.54	2.37	2.14	1.93

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3/5

现金净增加额	-150	295	59	101	EV/EBITDA	21	18	15	13
--------	------	-----	----	-----	-----------	----	----	----	----

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫：中投证券研究所食品行业分析师，2010 年加入中投证券，南开大学经济学硕士，天津大学信息工程工学学士。

重点覆盖：伊利股份、双汇发展、海天味业、汤臣倍健、洋河股份、贝因美、光明乳业、中炬高新、三全食品、洽洽食品、承德露露、克明面业、涪陵榨菜、煌上煌、好想你

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434