

煌上煌 (002695)

## 开店加快促进收入增长，原料涨价拖累盈利能力

中性 (首次)

现价：31.7 元

### 主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.jxhsh.com.cn
大股东/持股	煌上煌集团有限公司 /50.91%
实际控制人/持股	徐桂芬/20.82%
总股本(百万股)	127
流通 A 股(百万股)	43
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	40.15
流通 A 股市值(亿元)	13.61
每股净资产(元)	11.83
资产负债率(%)	5.9

### 行情走势图



### 相关研究报告

### 研究助理

#### 王俏怡

一般从业资格编号S1060113110013  
0755-822626689  
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

#### 张宇光

一般从业资格编号1060113090015  
zhangyuguang467@pasc.com.cn

### 证券分析师

#### 文 献

投资咨询资格编号S1060209040123  
wenxian@pasc.com.cn

#### 汤玮亮

投资咨询资格编号S1060512040001  
tangweiliang978@pasc.com.cn

## 投资要点

**事项：**煌上煌 10 月 25 日公布 2014 年三季报，1-3Q14 实现营收 7.8 亿，同比增 12.0%，归属上市公司股东净利 0.9 亿，同比下降 7.7%，每股收益 0.68 元。3Q14 营收 2.64 亿，同比增 7.7%，归属上市公司股东净利 0.3 亿，同比下降 31.5%，每股收益 0.23 元。业绩靠近此前预告的下线。

### 平安观点：

■ **煌上煌是专注于酱卤肉制品的江西企业，市场份额全国前三。**1H14 酱卤肉制品为公司贡献约 95% 的收入，其中约 68% 是鸭脖等禽肉产品，23% 是猪脚牛肚等畜肉产品。由于其在南昌起家，煌上煌的主要销售区域在江西、广东，1H14 江西占其收入比重 73%，广东占 14%。公司主要通过加盟店销售产品，少数直营店主要起展示公司形象作用，1H14 共有门店 2,138 家，数量仅次于绝味，是中国酱卤肉行业的三强之一。

■ **从前三季度的情况看，预计 2014 年收入增速较 13 年加快。**2012、13 年，煌上煌门店数量同比分别增长 3%、5%，但公司收入几乎没有增长，我们认为主要原因可能是，门店布局的不合理致使部分门店销量出现下滑。通过关停盈利能力差的店铺、加快新开店的速度（1H14 净增 200 家门店，数量是 2013 年全年的一倍多），可以看到公司前三季度的收入同比都实现了增长，考虑到 2H14 公司仍会继续开店，且 1H14 新开的部分门店再经历过一个短暂的推广期后，到 2H14 才能贡献销量，按照前三季度为全年贡献 80% 的收入计算，我们预计 2014 年煌上煌约可实现 9.6 亿收入，同比增速可以提高到 7% 左右。

■ **原料价格上涨，毛利率下降很可能会延续到 2015 年。**酱卤肉制品的成本中，原料成本占比在 95% 左右。2012、13 年煌上煌收入持平但净利增速都在 23% 左右，主要是受益于原料价格下降。肉鸭产业链经过了去产能调整，2014 年开始鸭肉价格已经步入上升周期，预计上升趋势会延续到 2015 年，同时猪肉价格也会在 4Q14 开始趋势性反转，故公司在成本端将面临较大压力，3Q14 毛利率大幅下降 2.7PCT，已是最好例证。预计原料价格上涨导致公司毛利率下降的现象会延续到 2015 年。

■ **盈利预测与估值：**预计公司 2014-16 年营收同比分别增长 6.9%、5.4%、5.5%，净利同比增速分别为-17.4%、3.6%、3.9%，实现 EPS 为 0.81、0.84 和 0.87 元，按照 10 月 27 日最新收盘价 31.70 元，对应 PE 分别为 39、38 和 36 倍；考虑到酱卤肉制品行业竞争激烈、且 2014、15 年原料价格上涨对公司业绩增长带来较大压力，首次覆盖给予“中性”的投资评级。

■ **风险提示：**原材料价格上涨、突发食品安全事件、消费需求低于预期。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	890	893	955	1,007	1,063
YoY(%)	0.4	0.4	6.9	5.4	5.5
净利润(百万元)	97	122	100	104	108
YoY(%)	20.1	24.8	-17.4	3.6	3.9
毛利率(%)	28.1	32.5	30.5	29.8	29.4
净利率(%)	10.9	13.6	10.5	10.3	10.2
ROE(%)	11.5	8.9	7.0	6.9	6.8
EPS(摊薄/元)	0.79	0.98	0.81	0.84	0.87
P/E(倍)	40.3	32.3	39.1	37.7	36.3
P/B(倍)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.4

图表1 三季报快读：收入、净利符合业绩预告值，3Q14收入增7.7%，净利降31.5% 单位：百万元，元/股

	3Q13	3Q14	QoQ	1-3Q13	1-3Q14	HoH	
营业收入	245	264	7.7%	694	777	12.0%	新开店加速
营业成本	168	188	12.0%	482	538	11.6%	
毛利率	31.5%	28.8%	-2.7%	30.5%	30.8%	0.3%	原料价格上涨致毛利率下降
毛利	77	76	-1.6%	212	239	12.9%	
营业税金及附加	2	2	11.6%	5	6	15.4%	
销售费用	17	23	32.4%	50	67	33.6%	加快了市场拓展和门店开发
管理费用	17	21	28.8%	53	80	49.5%	本期研发费用开始计入管理费用 口径统计，人工成本增加
财务费用	-13	-4	70.7%	-19	-14	28.2%	
资产减值损失	0	0	0.0%	0	0	145.3%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	-35.3%	0	3	513.1%	购买理财产品
营业利润	56	34	-38.3%	123	103	-16.4%	
营业利润率	22.8%	13.0%	-9.7%	17.7%	13.2%	-4.5%	
营业外收入	0	0	0.1%	1	2	21.3%	
营业外支出	0	0	-65.0%	1	1	-58.9%	
利润总额	56	35	-37.9%	123	104	-15.5%	
所得税	15	6	-56.1%	31	19	-38.8%	
所得税率	26.2%	18.7%	-7.6%	25.1%	18.8%	-6.3%	母公司企业所得税享受高新技术企业优惠政策
少数股东权益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
归属于母公司净利润	41	28	-31.5%	92	85	-7.7%	
净利率	16.8%	10.7%	-6.1%	13.3%	10.9%	-2.3%	
EPS	0.33	0.22	-31.5%	0.73	0.67	-7.7%	

资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表2 1H14新鲜禽肉制品收入增长15%，毛利率下降1.49PCT

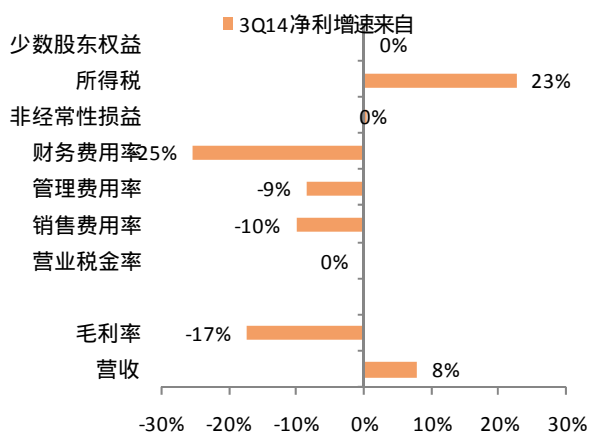
单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14
禽肉鲜货收入	296	268	265	260	305
同比			-10.71%	-3.02%	15.17%
禽肉鲜货毛利率	26.24%	37.27%	34.85%	43.88%	33.35%
同比			8.61%	6.61%	-1.49%
畜肉鲜货收入	89	71	103	80	108
同比			16.29%	12.90%	5.01%
畜肉鲜货毛利率	20.68%	6.39%	14.25%	15.52%	27.69%
同比			-6.43%	9.12%	13.44%
其他鲜货收入	43	47	43	45	45
同比			1.76%	-3.88%	3.05%
其他鲜货毛利率	20.68%	6.39%	14.25%	15.52%	27.69%
同比			-6.43%	9.12%	13.44%

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14
包装产品收入	22	17	17	24	22
同比			-25.67%	42.13%	31.89%
包装产品毛利率	20.68%	6.39%	14.25%	15.52%	27.69%
同比			-6.43%	9.12%	13.44%
屠宰加工收入	4	11	12	23	15
同比			238.18%	122.43%	30.41%
屠宰加工毛利率	20.68%	6.39%	14.25%	15.52%	27.69%
同比			-6.43%	9.12%	13.44%

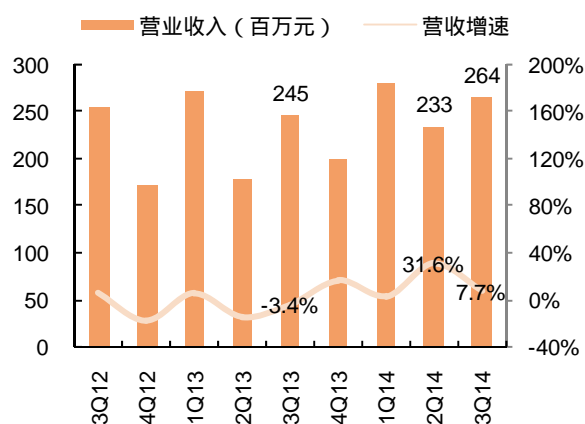
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表3 毛利率大幅下降是3Q14亏损主因



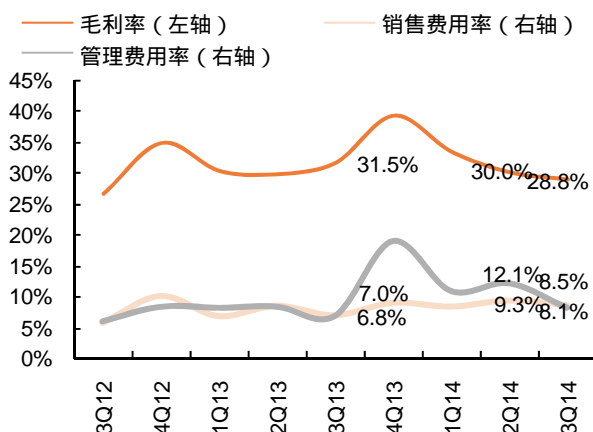
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表4 3Q14公司营收同比增7.7%



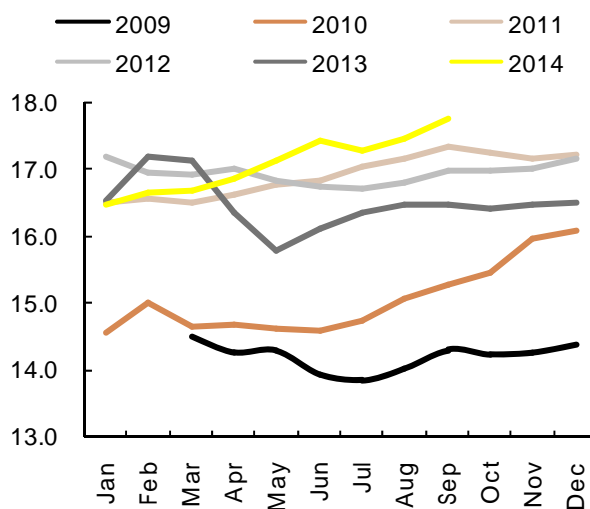
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表5 3Q14毛利率同比下降，销售费用率、管理费用率同比提升



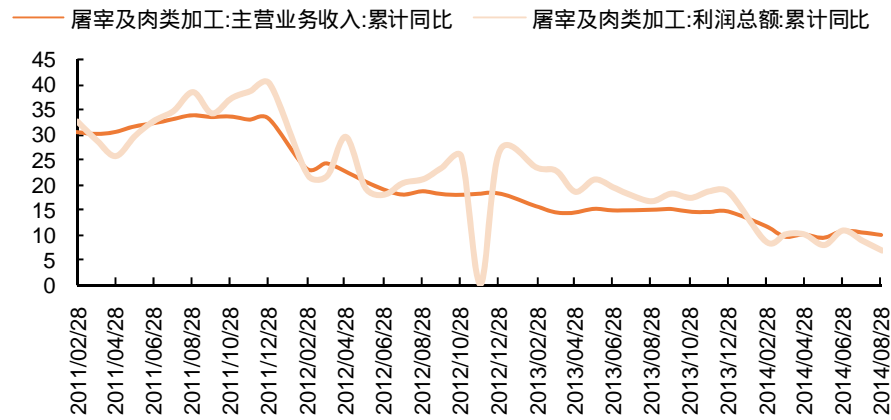
资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表6 2014年1-9月,50个城市平均鸭价同比+4%(单位：元/公斤)



资料来源：平安证券研究所、wind

图表7 屠宰及肉加工行业：2014年1-8月营收同比增10%，利润总额同比增7%



资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表8 平安重点公司盈利预测

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
	10月27日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	157.50	11.65	13.25	12.96	13.68	13.5	11.9	12.2	11.5	推荐
五粮液	17.07	2.62	2.10	1.76	1.89	6.5	8.1	9.7	9.0	暂不评级
洋河股份	61.00	5.72	4.65	4.21	4.73	10.7	13.1	14.5	12.9	中性
泸州老窖	16.26	3.13	2.45	1.16	1.17	5.2	6.6	14.0	13.9	中性
青青稞酒	17.17	0.67	0.83	0.73	0.81	25.6	20.7	23.4	21.3	中性
山西汾酒	16.18	1.53	1.11	0.40	0.47	10.6	14.6	40.0	34.4	中性
顺鑫农业	16.92	0.22	0.35	0.69	0.87	76.7	48.8	24.5	19.4	推荐
古井贡酒	23.65	1.44	1.24	1.22	1.38	16.4	19.1	19.3	17.2	中性
张裕 A	28.80	2.48	1.53	1.45	1.47	11.6	18.8	19.9	19.6	中性
青岛啤酒	37.39	1.30	1.46	1.52	1.70	28.7	25.6	24.7	22.0	推荐
海天味业	36.41	0.81	1.07	1.36	1.66	45.1	33.9	26.7	22.0	强烈推荐
中炬高新	10.32	0.16	0.27	0.36	0.47	65.4	38.6	28.5	21.9	推荐
伊利股份	23.70	0.56	1.04	1.30	1.61	42.3	22.8	18.2	14.7	强烈推荐
贝因美	15.88	0.50	0.71	0.35	0.46	31.9	22.5	45.5	34.7	中性
南方食品	16.33	0.08	0.17	0.30	0.55	216.2	97.6	53.8	29.6	推荐
安琪酵母	18.03	0.74	0.44	0.50	0.84	24.4	40.6	36.1	21.4	强烈推荐
双汇发展	28.65	1.31	1.75	1.81	1.87	21.9	16.3	15.9	15.3	中性
大北农	13.03	0.41	0.47	0.60	0.92	31.6	27.8	21.7	14.2	强烈推荐
均值						38.0	27.1	24.9	19.7	

资料来源：平安证券研究所、Wind

损益表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	893	955	1,007	1,063
YoY	0.4%	6.9%	5.4%	5.5%
营业成本	603	663	707	750
毛利率	32.5%	30.5%	29.8%	29.4%
营业税金及附加	6	7	7	7
股权激励费用	0	12	4	2
销售费用	68	75	79	84
管理费用	91	95	100	106
财务费用	-22	-18	-19	-19
投资净收益	1	3	0	0
营业利润	148	124	128	133
加: 营业外收入	3	2	0	0
减: 营业外支出	2	1	0	0
利润总额	149	125	128	133
减: 所得税	27	25	24	25
净利润	122	100	104	108
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利	122	100	104	108
YoY	24.8%	-17.4%	3.6%	3.9%
销售净利率	13.6%	10.5%	10.3%	10.2%
EPS (当年股本)	0.98	0.81	0.84	0.87
EPS (最新股本摊薄)	0.98	0.81	0.84	0.87

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	32.3	39.1	37.7	36.3
PEG	-8.4	3.5	3.4	3.4
PB	2.8	2.7	2.5	2.4
PS	4.4	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	26.7	29.7	29.0	28.0
股息收益率	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
经营回报率				
ROE	8.9%	7.0%	6.9%	6.8%
ROA	7.1%	5.6%	5.5%	5.5%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	4.8%	7.3%	7.1%	7.2%
速动比率	12.1	8.0	8.3	8.3
运营效率				
存货周转率	2.1	2.1	2.2	2.1
流动资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	3.0	2.9	3.1	3.3

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	122	100	104	108
折旧摊销	22	27	27	27
营运资金投资	-172	61	-75	1
经营活动现金净流量	54	184	44	121
资本开支	-17	-24	-28	-27
投资活动现金净流量	-177	-24	-28	-27
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-28	-33	-27	-28
融资活动现金净流量	-28	-15	-8	-9
当年现金净流量	-150	146	7	86

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	623	769	776	862
应收款项	16	16	17	18
预付款项	33	31	36	37
存货	312	306	346	357
其他流动资产	89	51	77	69
流动资产合计	1,074	1,174	1,253	1,343
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	326	323	325	325
无形资产	74	74	74	74
其他非流动资产	7	7	7	7
非流动资产合计	408	404	406	406
资产总计	1,482	1,578	1,660	1,749
短期借款	0	0	0	0
应付款项	21	31	29	33
预收款项	1	1	1	2
应付股利	0	27	28	29
其他流动负债	41	48	51	55
流动负债合计	63	108	109	118
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	71	116	117	126
归属母公司所有者权益	1,411	1,462	1,543	1,623
其中: 实收资本	124	124	124	124
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,411	1,462	1,543	1,623
负债及股东权益总计	1,482	1,578	1,660	1,749

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	