

## 煌上煌 (002695)

# 业绩符合预期，酱卤业务发展态势良好

### 中性 (维持)

现价: 28.72 元

#### 主要数据

行业	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)	125
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	36.38
流通 A 股市值(亿元)	35.87
每股净资产(元)	12.05
资产负债率(%)	13.27

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《煌上煌\*002695\*区域龙头全国化进程加快, 2H15 仍面临肉价上行挑战》 2015-08-27

#### 证券分析师

文献 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@pingan.com.cn

#### 研究助理

王俏怡 一般从业资格编号  
S1060113110013  
0755-22626689  
WANGQIAOYI597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

煌上煌公布2015年三季报, 1-3Q15营收9.15亿元, 同比+17.7%, 归属上市公司股东净利5,978万元, 同比-29.6%, 扣非后为5,820万元, 同比-31.4%, EPS: 0.47元。3Q15营收3.31亿元, 同比+25.2%, 归属上市公司股东净利2,255万元, 同比-20.2%, 扣非后为2,236万元, 同比-25.8%, EPS: 0.18元。

#### 平安观点:

- **3Q15 扣非后净利 2,236 万元, 靠近预告区间下限。** 同比-25.8%, 净利下滑主要是市场开拓力度加大及真真老老并表影响, 费用率同比提升所致。
- **扣除并表因素, 传统酱卤业务表现良好。** 在肉制品行业增长放缓的背景下, 煌上煌凭借较强的品牌实力, 仍实现了良好增长, 扣掉真真老老 3Q15 估计约四千至五千万收入, 三季度单季煌上煌老业务收入同比增速估计在 6%到 10%左右, 主要估计是渠道全国化, 门店数量增加、新店盈利能力提升推动。
- **市场拓展力度加大、并表一次性影响, 拉高了费用率。** 3Q15 煌上煌毛利率率同比+2.5PCT, 考虑同期猪肉价格、鸡肉价格分别同比+19%、+3%, 估计毛利率提升主要是真真老老并表影响。3Q15 煌上煌销售费用率同比+2.7PCT, 管理费用率同比+1.5PCT, 财务费用率同比+0.9PCT, 收购真真老老及公司加大市场拓展力度是费用率上升主因。
- **维持“中性”评级。** 维持原有盈利预测, 预计 15-17 年归母净利润分别同比-20%、+2%、+24%, EPS 分别为 0.62 元、0.64 元、0.79 元, 对应最新收盘价 P/E 分别为 46 倍、45 倍和 36 倍。作为酱卤肉制品龙头, 行业低迷小企业退出给煌上煌提供了很好的扩张机会, 在开店拓展市场的过程中, 公司也看重新店质量, 会在保证单店盈利的情况下争取更多的份额, 凭借多年积累的品牌和管理优势, 未来煌上煌市占率、盈利能力均有望持续提升。但上游原料肉价格高企的情况可能会延续到 4Q15, 考虑成本压力对公司盈利能力的负面影响, 暂维持“中性”评级。
- **风险提示:** 食品安全事故、原料价格波动、需求低于预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	893	984	1036	1139	1249
YoY(%)	0.4	10.2	5.3	9.9	9.7
净利润(百万元)	122	99	79	81	100
YoY(%)	24.8	-18.9	-20.1	2.1	24.3
毛利率(%)	32.5	30.6	29.0	28.2	29.3
净利率(%)	13.6	10.0	7.6	7.1	8.0
ROE(%)	8.9	6.8	5.3	5.2	6.2
EPS(摊薄/元)	0.96	0.78	0.62	0.64	0.79
P/E(倍)	29.9	36.9	46.1	45.2	36.3
P/B(倍)	2.58	2.45	2.40	2.31	2.21

**图表1 三季报快读：扣非后净利靠近预告区间下限** 单位：百万元，元/股

	3Q14	3Q15	QoQ	1-3Q14	1-3Q15	同比	备注
营业收入	264	331	25.2%	777	915	17.7%	收入增长主要收购并表、渠道扩张推动
营业成本	188	227	20.7%	538	630	17.1%	
毛利率	28.8%	31.3%	2.5%	30.8%	31.1%	0.3%	毛利率提升估计主要是真真老老并表影响
毛利	76	104	36.1%	239	285	19.0%	
营业税金及附加	2	3	34.9%	6	7	21.8%	
销售费用	23	37	64.1%	67	113	67.8%	费用率提升主要是市场拓展力度加大及
管理费用	21	32	48.6%	80	92	15.1%	收购并表影响
财务费用	-4	-2	50.5%	-14	-9	32.0%	
资产减值损失	0	0	0.0%	0	2	301.5%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	-100.0%	3	-0	-103.9%	
营业利润	34	34	-0.9%	103	80	-21.8%	
营业利润率	13.0%	10.3%	-2.7%	13.2%	8.8%	-4.4%	
营业外收入	0	1	125.4%	2	3	67.2%	政府补助
营业外支出	0	0	151.3%	1	1	-59%	固定资产处置减少
利润总额	35	34	-0.4%	104	82	-20.6%	
所得税	6	9	44.3%	19	19	1.8%	
所得税率	18.7%	26.9%	8.3%	18.8%	23.8%	5.0%	
少数股东损益	0	3	0.0%	0	3	0.0%	
归属于母公司净利润	28.24	22.55	-20.2%	84.89	59.78	-29.6%	
净利率	10.7%	7.6%	-3.0%	10.9%	6.9%	-4.0%	
EPS	0.22	0.18	-20.2%	0.67	0.47	-29.6%	靠近预告区间下限

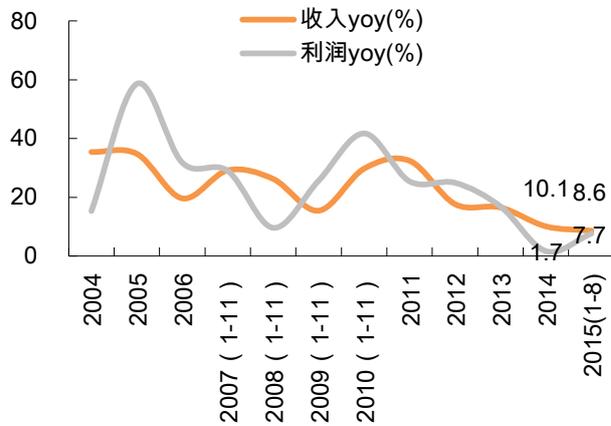
资料来源：平安证券研究所、公司公告、wind

**图表2 1H15 鲜货产品收入增长加快，毛利率下降** 单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15
鲜货产品	427	386	411	386	457	424	535
同比增长率			-4%	0%	11%	10%	17%
毛利率	24.9%	28.9%	28.4%	36.0%	31.1%	28.4%	30.1%
同比变化			3.5%	7.1%	2.8%	-7.5%	-1.0%
包装产品	22.4	17.1	16.6	24.3	21.9	16.6	24.2
同比增长率			-26%	42%	32%	-32%	10%
毛利率	28.8%	22.1%	35.6%	27.6%	31.4%	27.5%	26.8%
同比变化			6.7%	5.5%	-4.1%	-0.2%	-4.6%
屠宰加工	4	11	12	23	15	23	15
同比增长率			238%	122%	30%	-2%	-6%
毛利率	37.9%	33.7%	46.3%	27.4%	36.8%	33.5%	40.5%
同比变化			8.4%	-6.3%	-9.6%	6.1%	3.8%

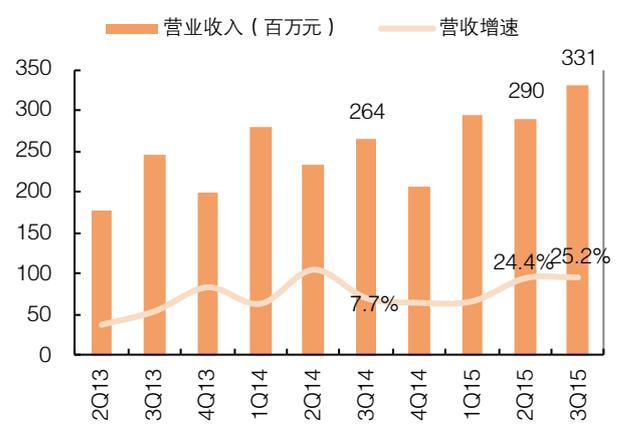
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 肉制品及副产品加工行业：2015年1-8月收入、利润同比分别+8.6%、+7.7% (单位：%)



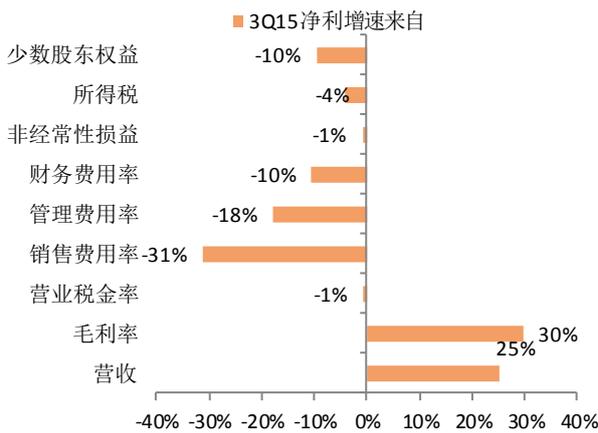
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 3Q15 营收 3.31 亿元，同比+25.2%



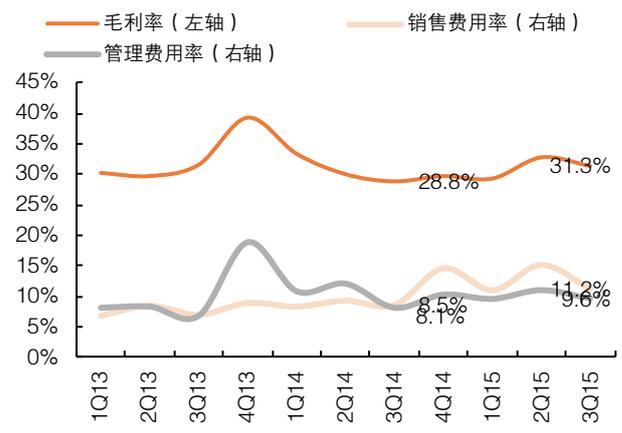
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 3Q15 净利下滑主要是费用率提升



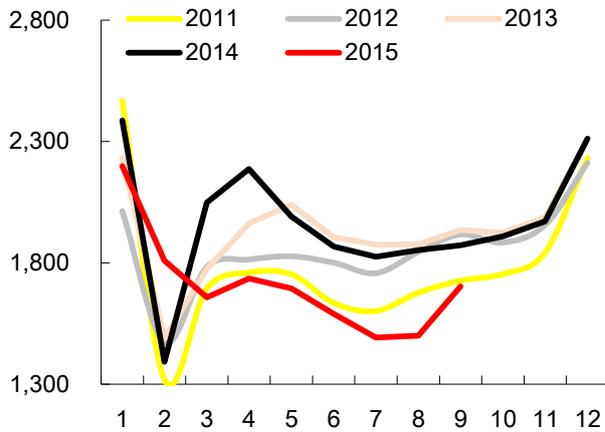
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 3Q15 毛利率+2.5PCT，销售费用率+2.7PCT，管理费用率+1.5PCT



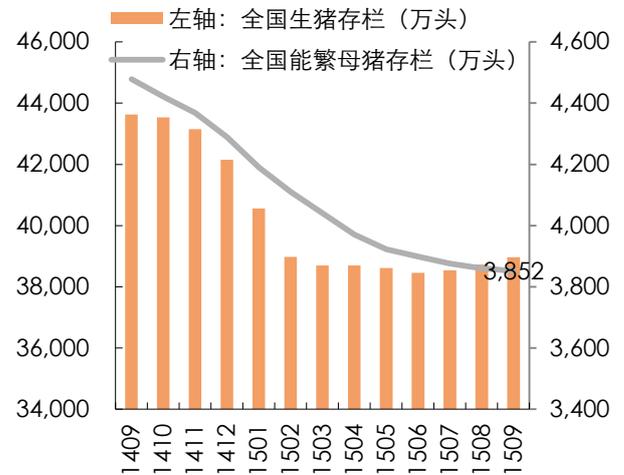
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 3Q15全国定点屠宰量同比-15%



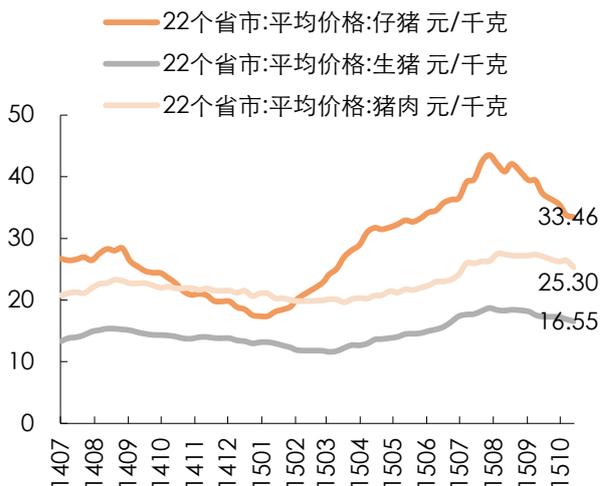
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2015年9月,能繁母猪存栏同比下降14%,环比下降0.2%



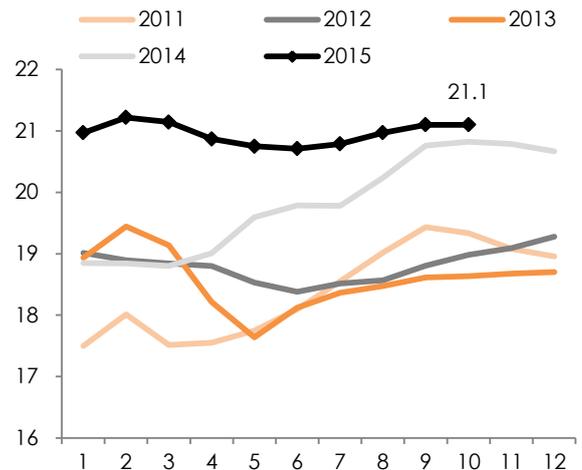
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2015年10月23日,生猪价格同比+16%,环比-2.1%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 2015年10月20日,白条鸡价格同比涨1%,环比+0.4%



资料来源: wind, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1,120	1,166	1,245	1,327
现金	738	689	753	774
应收账款	19	19	21	23
其他应收款	9	10	11	12
预付账款	48	46	54	57
存货	294	349	369	409
其他流动资产	13	53	37	52
<b>非流动资产</b>	480	480	482	482
长期投资	0	0	0	0
固定资产	372	371	373	373
无形资产	73	73	73	73
其他非流动资产	35	35	36	36
<b>资产总计</b>	1,600	1,646	1,727	1,809
<b>流动负债</b>	108	120	141	151
短期借款	0	0	0	0
应付账款	19	23	24	27
其他流动负债	89	97	117	124
<b>非流动负债</b>	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	118	130	151	161
少数股东权益	0	0	0	0
股本	127	127	127	127
资本公积	944	948	950	950
留存收益	442	472	530	603
<b>归属母公司股东权益</b>	1,482	1,516	1,576	1,648
<b>负债和股东权益</b>	1,600	1,646	1,727	1,809

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	122	-11	99	55
净利润	99	79	81	100
折旧摊销	27	30	30	30
财务费用	-22	-19	-19	-19
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	109	-108	0	-62
其他经营现金流	-90	7	7	5
<b>投资活动现金流</b>	-5	-30	-32	-30
资本支出	-19	-30	-32	-30
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	14	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-2	-9	-3	-4
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2	-9	-3	-4
<b>现金净增加额</b>	115	-49	63	22

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	984	1,036	1,139	1,249
营业成本	683	736	817	883
营业税金及附加	7	7	8	9
营业费用	98	104	114	125
管理费用	101	111	119	129
财务费用	-22	-19	-19	-19
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	120	97	99	123
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	120	97	99	123
所得税	22	18	19	23
<b>净利润</b>	99	79	81	100
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	99	79	81	100
EBITDA	124	108	111	134
EPS (元)	0.78	0.62	0.64	0.79

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	10.2	5.3	9.9	9.7
营业利润(%)	-19.0	-18.9	2.4	23.8
归属于母公司净利润(%)	-18.9	-20.1	2.1	24.3
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	30.6	29.0	28.2	29.3
净利率(%)	10.0	7.6	7.1	8.0
ROE(%)	6.8	5.3	5.2	6.2
ROIC(%)	9.7	7.5	7.2	9.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	7.4	7.9	8.7	8.9
净负债比率(%)	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5
流动比率	10.3	9.7	8.8	8.8
速动比率	7.6	6.8	6.2	6.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	58.5	56.7	58.2	58.0
应付账款周转率	34.5	35.3	34.9	34.9
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.78	0.62	0.64	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	-0.08	0.78	0.44
每股净资产(最新摊薄)	11.70	11.97	12.44	13.01
<b>估值比率</b>				
P/E	36.9	46.1	45.2	36.3
P/B	2.45	2.40	2.31	2.21
EV/EBITDA	29.3	33.7	33.0	27.2

## 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代行使独立判断。

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 2015 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033