

煌上煌 (002695)

证券研究报告

2019年04月25日

季报点评——渠道拓展，管理优化，高速发展延续

营业收入同比增长 20.36%，归母净利润同比增长 26.7%，业绩快速提升

2019 年一季度公司共实现营业收入 4.99 亿元，同比增长 20.36%；归属于上市公司股东的净利润 0.64 亿元，同比增长 26.7%；公司基本每股收益为 0.12 元，增长 20%。

2019 年一季度销售费用率为 11.8%，管理费用率为 8.0%，均同比下降了 1% 左右，由于费用率的下降，煌上煌归母净利润占收入比重相较于 2018 年一季度提升了接近 1 个百分点达到 12.8%。

公司报告期末总资产为 25.9 亿元，同比增长 13.21%；归属于上市公司股东的所有者权益为 19.7 亿元，同比增长 11%。

门店拓展加速，渠道不断铺枝散叶为高增长奠定基础

2019 年上半年公司持续推进“品牌升级、产品升级、信息化升级、人才发展”四大战略规划，加大省外市场开发及高铁、高速公路、机场、CBD 等高势能门店开拓力度。公司目前门店数量在近 3000 家左右，未来将重点开发高势能门店，比如高铁、机场、商业综合体等特殊商圈。

成本管控日益成熟，民营机制叠加规模优势带来毛利率提升

公司持续进行生产技术改造、工艺创新，落实子公司基地产能转移战略，强化供应链管理及主要原材料战略储备管理提升公司产品综合毛利率。

管理不断优化，深化 PK 机制，加强员工激励

在组织架构建设方面，公司将营销组织由原来的大区改为省区制管理，即由原来的 5 大区裂变为现在的 12 个省区，把在大区有丰富实战经验、管理经验的大区负责人调回到总部，加强总部管理力量。

新一任领导层不拘泥于现有的制度，大胆调整营销策略并积极开拓市场。深化销售“PK”模式，点燃内部营销激情。对员工激励加强，内部活力不断提升。通过对员工的股权激励也看到了煌上煌留住人才，激励人才的决心。对员工的激励将可能推动煌上煌业绩进一步提升。

盈利预测与估值

根据公司最新业绩表现，将公司 19/20/21 年的收入由 22.3/25.4/28.9 亿上调为 23.5/27.73/31.9 亿，19/20/21 年净利润由 2.56/3.05/3.61 亿上调为 2.62/3.41/4.06 亿，EPS 为 0.51/0.66/0.79 元。当前股价对应 19/20/21 年 27/21/18 倍，“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，收入增长不及预期

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	12.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	513.88
流通 A 股股本(百万股)	453.42
A 股总市值(百万元)	6,474.93
流通 A 股市值(百万元)	5,713.11
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	22.65
一年内最高/最低(元)	17.82/9.70

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何长天	联系人
hechangtian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《煌上煌-年报点评报告:渠道拓展、营销升级,煌上煌步入高速发展新时期》
2019-04-03
- 《煌上煌-首次覆盖报告:赛道优良,业绩上扬,王者归来煌上煌》
2019-02-24

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	2,353.00	2,772.77	3,188.69
增长率(%)	21.35	28.41	24.00	17.84	15.00
EBITDA(百万元)	257.52	299.68	362.02	435.87	508.46
净利润(百万元)	140.90	172.91	262.08	341.31	406.39
增长率(%)	59.76	22.72	51.57	30.23	19.07
EPS(元/股)	0.27	0.34	0.51	0.66	0.79
市盈率(P/E)	50.55	41.19	27.18	20.87	17.53
市净率(P/B)	4.13	3.76	3.20	2.83	2.47
市销率(P/S)	4.82	3.75	3.03	2.57	2.23
EV/EBITDA	30.19	14.12	17.52	13.39	11.29

资料来源：wind，天风证券研究所

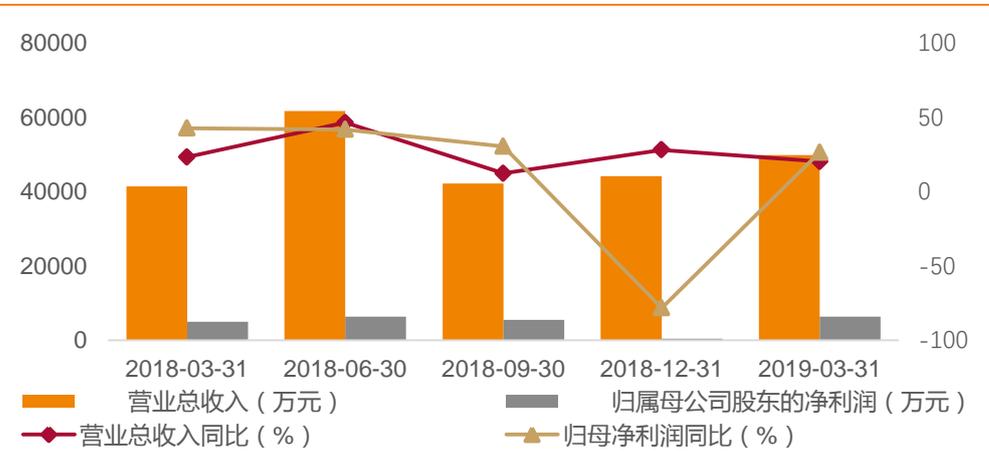


1. 季报数据

2019年4月24日，煌上煌集团公布了2019年一季报。2019年一季度公司共实现营业收入4.99亿元，同比增长20.36%；归属于上市公司股东的净利润0.64亿元，同比增长26.7%；公司基本每股收益为0.12元，增长20%。经营性现金流1.57亿元。

2019年1-6月预计的经营业绩情况：净利润为正，同比上升50%以上。

图1：煌上煌季度收入与归母净利润



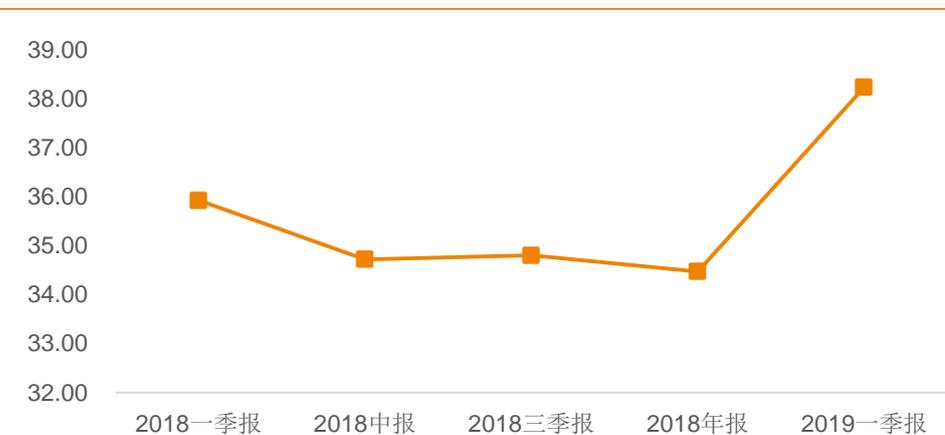
资料来源：Wind、天风证券研究所

销售收入的持续增长来源于2019年上半年公司持续推进“品牌升级、产品升级、信息化升级、人才发展”四大战略规划，加大省外市场开发及高铁、高速公路、机场、CBD等高势能门店开拓力度。2016年煌上煌门店数量为2500家左右，而在2018年，门店数量为近3000家，两年时间内增长率达到了20%，增长速度快。根据煌上煌计划，2019年将增加1000家门店，进一步提升门店扩展速度。

煌上煌不仅加大力度拓展门店数量，单店营收也有了增加。以2018年中报的数字估算，煌上煌单店年营业收入为68.85万元，而目前，煌上煌直营店单店年销售额在120万元左右，加盟店单店年销售额在77万元左右，综合来看，平均单店年销售额在80万元左右，单店销售额有了明显提升。除此之外，米制品业务预期销售收入持续增长。

煌上煌的销售毛利率在2019年一季度有了明显的提高，说明其成本管理有所提升。公司持续进行生产技术改造、工艺创新，落实子公司基地产能转移战略，强化供应链管理，及主要原材料战略储备管理提升公司产品综合毛利率。

图2：煌上煌销售毛利率 (%)

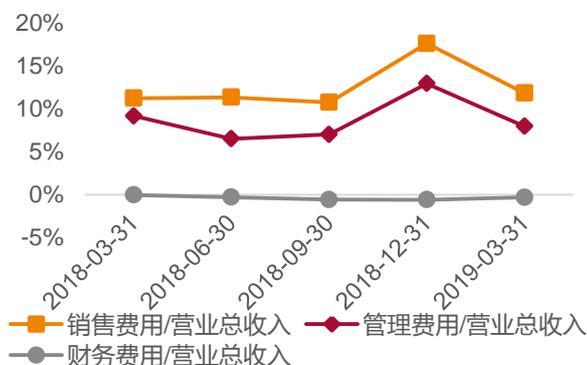


资料来源：Wind、天风证券研究所

煌上煌 2019 年一季度销售费用占营业收入的比重同比变化不大，而管理费用有了明显下降，去除煌上煌计提限制性股票激励费用 916.60 万元，管理费用将下降更多。说明煌上煌部控制水平提升较大。

在费用率有了下降的情况下，煌上煌的归母净利润占收入比重得到提升 2019 年一季度归母净利润占收入的比重为 12.8%，相较于 2018 年一季度提升了近一个百分点。

图 3：煌上煌销售、管理、财务费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：归母净利润占收入比重



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司报告期末总资产为 25.9 亿元，同比增长 13.21%；归属于上市公司股东的所有者权益为 19.7 亿元，同比增长 11%。

2. 季报点评

2.1. 加强渠道拓展，推动收入高增长

2019 年上半年公司持续推进“品牌升级、产品升级、信息化升级、人才发展”四大战略规划，加大省外市场开发及高铁、高速公路、机场、CBD 等高势能门店开拓力度。公司目前门店数量在近 3000 家左右，未来将重点开发高势能门店，比如高铁、机场、商业综合体等特殊商圈。

2.2. 优化组织架构，深化 PK 机制，提高员工激励

在组织架构建设方面，为加大管理力度，做到全国一盘棋、实现全国统一、强化总部管理力量，公司将营销组织由原来的大区改为省区制管理，即由原来的 5 大区裂变为现在的 12 个省区，把在大区有丰富实战经验、管理经验的大区负责人调回到总部，加强总部管理力量。由中心垂直管理省区，实行组织扁平化、达到快速反应、执行到位的效果、真正做到强执行。

新一任领导层不拘泥于现有的制度，大胆调整营销策略并积极开拓市场。深化销售“PK”模式，点燃内部营销激情。对员工激励加强，内部活力不断提升。

煌上煌于 2018 年授予公司授予核心员工的 1,042.60 万股限制性股票，通过对员工的股权激励也看到了煌上煌留住人才，激励人才的决心。对员工的激励将可能推动煌上煌业绩进一步提升。

2.3. 成本管控日益成熟，综合毛利率提升

公司持续进行生产技术改造、工艺创新，落实子公司基地产能转移战略，强化供应链管理及主要原材料战略储备管理提升公司产品综合毛利率。

3. 核心逻辑重申

核心逻辑 1：定位餐桌带来稳定的长期增长，集中度低未来龙头红利明显，产品呈多元化趋势

卤制品行业市场空间大,增速高,预计 2016-2020 年休闲卤制品的年均复合增长率为 18.8%,但集中度低, CR3 仅为 11%。随着消费者更加青睐包装化、品牌化的产品,煌上煌作为老字号的卤制品品牌,品牌形象深入人心,具有更大的发展空间。

核心逻辑 2: 收入增长逻辑: 新品类和渠道外延深耕带来量增

煌上煌卤制、肉制产品除了休闲卤制品外,还带有一定的佐餐性质。产品多元化成功,外延米制品带动收入增长。门店数量拓展深度、广度下沉潜力大,煌上煌的门店扩张仍有进步的空间,增速较快。真真老老米制品的高增长贡献增速。

核心逻辑 3: 消费者粘性带与较强品牌力带来的龙头红利共同导致在产品上的定价权,提价仍有较大空间和能力。

核心逻辑 4: 成本管控、管理水平提升和费用改善有利于未来利润率进一步提高

公司原材料成本控制能力不断增强。引入自动化生产助推生产效率提升,前期费用投入效果显现进入收获阶段,助推销售净利率不断提升。

4. 盈利预测与估值

根据公司最新业绩表现,将公司 19/20/21 年的收入由 22.3/25.4/28.9 亿上调为 23.5/27.73/31.9 亿,19/20/21 年净利润由 2.56/3.05/3.61 亿上调为 2.62/3.41/4.06 亿, EPS 为 0.51/0.66/0.79 元。当前股价对应 19/20/21 年 27/21/18 倍,“买入”评级。

5. 风险提示

5.1. 食品安全问题

煌上煌主要从事酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品的开发、生产和销售,产品为卤鸭脚、卤鸭翅、卤鸭脖、酱鸭等酱卤肉制品及各类蔬菜、水产品、豆类佐餐凉菜制品及米制品。

随着国家对食品安全的日趋重视和消费者食品安全意识以及权益保护意识的增强,产品质量、食品安全控制已经成为食品加工企业经营的重中之重。如果煌上煌在屠宰、加工、配送等任一环节出现疏忽,发生食品安全问题,可能会增加公司的成本或减少公司的收入,甚至影响公司的品牌和美誉度。

如果行业内个别企业发生严重的食品安全事故,所产生的负面影响将会波及整个行业,对行业形象、消费者信心造成严重损害,将对包括煌上煌在内的行业内其他企业的产品销售产生重大影响。

5.2. 增长不及预期

随着我国快捷消费食品安全的标准越来越高,行业进入门槛不断提高;同时随着市场竞争的不断深入,中国酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品行业市场份额呈现逐步集中的趋势。

随着竞争对手投入力度的加大、管理与运营水平逐渐提升,若煌上煌不能尽快增加投入,通过加强管理、扩展市场营销网络、发挥规模效应和提高研发水平等方式来持续提高核心竞争力,迅速做大做强,煌上煌将面临行业竞争加剧的风险。

市场门槛不高,新产品层出不穷。在行业竞争加剧的情况下,如果煌上煌不能注重创新,提高自身竞争力,很有可能被消费者淘汰。

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	782.99	1,302.78	1,421.29
应收票据及应收账款	46.39	31.47	105.79	(2.65)	(3.05)
预付账款	60.81	74.21	119.21	96.50	145.45
存货	448.74	535.10	703.14	735.41	930.57
其他	12.10	93.48	109.50	71.66	103.60
流动资产合计	1,351.57	1,665.47	1,820.63	2,203.70	2,597.86
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	2,651.90	3,078.84	3,480.80
短期借款	67.00	74.50	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	50.76	85.89	76.68	114.60	105.03
其他	161.33	244.77	231.62	299.61	310.58
流动负债合计	279.09	405.16	308.30	414.21	415.61
长期借款	16.50	14.90	0.00	0.00	0.00
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	68.10	79.94	97.14
负债合计	323.93	563.45	376.40	494.15	512.75
少数股东权益	31.55	38.58	50.11	64.53	81.73
股本	499.96	513.88	513.88	513.88	513.88
资本公积	614.36	745.39	745.39	745.39	745.39
留存收益	1,222.62	1,491.56	1,711.51	2,006.28	2,372.43
其他	(614.36)	(855.82)	(745.39)	(745.39)	(745.39)
股东权益合计	1,754.13	1,933.59	2,275.50	2,584.69	2,968.05
负债和股东权益总	2,078.06	2,497.04	2,651.90	3,078.84	3,480.80

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	146.81	179.94	262.08	341.31	406.39
折旧摊销	47.88	47.35	32.19	35.38	38.29
财务费用	4.65	4.83	(9.25)	(14.30)	(18.67)
投资损失	(5.98)	(3.03)	(26.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	97.27	(70.53)	(370.26)	254.77	(253.72)
其它	(157.72)	(5.36)	12.13	14.66	17.60
经营活动现金流	132.93	153.21	(99.11)	611.83	169.88
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	1.33	1.78	2.37
股权融资	3.44	41.96	120.49	15.11	19.48
其他	(100.49)	64.92	(136.94)	(48.93)	(43.22)
筹资活动现金流	(13.54)	200.28	(15.11)	(32.05)	(21.37)
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	(148.22)	519.79	118.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,477.78	1,897.58	2,353.00	2,772.77	3,188.69
营业成本	965.57	1,243.44	1,488.39	1,756.83	2,008.87
营业税金及附加	17.34	20.04	25.57	38.82	44.64
营业费用	177.23	240.04	295.77	322.20	374.67
管理费用	104.70	141.26	167.06	190.77	214.60
研发费用	36.40	55.71	70.59	83.18	95.66
财务费用	(2.64)	(6.64)	(9.25)	(14.30)	(18.67)
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	339.09	414.79	488.84
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	348.10	431.75	505.96
所得税	39.56	41.84	73.89	75.77	81.96
净利润	146.81	179.94	274.21	355.98	423.99
少数股东损益	5.91	7.03	12.13	14.66	17.60
归属于母公司净利润	140.90	172.91	262.08	341.31	406.39
每股收益(元)	0.27	0.34	0.51	0.66	0.79

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.35%	28.41%	24.00%	17.84%	15.00%
营业利润	57.22%	16.50%	55.30%	22.33%	17.85%
归属于母公司净利润	59.76%	22.72%	51.57%	30.23%	19.07%
获利能力					
毛利率	34.66%	34.47%	36.75%	36.64%	37.00%
净利率	9.53%	9.11%	11.14%	12.31%	12.74%
ROE	8.18%	9.12%	11.78%	13.54%	14.08%
ROIC	12.93%	17.03%	25.53%	22.87%	31.92%
偿债能力					
资产负债率	15.59%	22.56%	14.19%	16.05%	14.73%
净负债率	-39.91%	-43.33%	-34.35%	-50.33%	-47.81%
流动比率	4.84	4.11	5.91	5.32	6.25
速动比率	3.23	2.79	3.62	3.54	4.01
营运能力					
应收账款周转率	32.48	48.74	34.29	53.77	-1,120.13
存货周转率	3.67	3.86	3.80	3.85	3.83
总资产周转率	0.74	0.83	0.91	0.97	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.34	0.51	0.66	0.79
每股经营现金流	0.26	0.30	-0.19	1.19	0.33
每股净资产	3.35	3.69	4.33	4.90	5.62
估值比率					
市盈率	50.55	41.19	27.18	20.87	17.53
市净率	4.13	3.76	3.20	2.83	2.47
EV/EBITDA	30.19	14.12	17.52	13.39	11.29
EV/EBIT	35.80	16.41	19.22	14.57	12.21

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