

肉制品业务增长符合预期，快速展店稳步推进



——煌上煌 (002695)

事件：公司 2 月 28 日发布 2019 年度业绩快报。报告期内公司实现营业收入 21.17 亿元，同比+11.56%；实现营业利润 2.64 亿元，同比+20.85%；实现归母净利润 2.20 亿元，同比+27.45%；综合毛利率 37.59%，同比提高 3.12 个百分点。

点评

❖ 煌上煌肉制品保持快速增长，盈利能力显著增强

2019 年公司实现营收 21.17 亿元 (+11.56%)，其中肉制品实现营收 16.88 亿元 (+15.04%)，米制品实现营收 3.44 亿元 (-2.07%)；实现归母净利润 2.20 亿元 (+27.45%)，其中肉制品实现归母净利润约 2.05 亿元 (+31.05%)，米制品实现归母净利润约 0.15 亿元 (-6.78%)。肉制品业务增长符合预期、米制品业务增长低于预期主因：一方面公司围绕战略大方向调架构、促发展，同时加大门店拓展和市场开发力度 (2019 全年新开店 1092 家)，配套营销模式转型升级、深化全方位 PK 模式，打造数字中心创新业务、赋能销售，进而推动肉制品业务收入同比增长 15.04%，同时米制品业务因调整优化线上、线下业务结构，使得 2019 年收入略微下滑 2.07%；另一方面公司持续进行生产技术改造、工艺创新、节能降耗不断挖潜，优化部门职能、强化供应链管理及主要原材料战略储备管理，从而提升公司产品综合毛利率至 37.59% (同比提高 3.12 个百分点)，使得公司净利润同比增长 27.45%，整体盈利能力显著增强。

❖ 全面复工稳步推进，拓宽销售渠道弥补短期疫情影响

随着疫情逐步好转，目前公司江西、广东、福建、辽宁、河南、广西六大生产基地均已全面复工生产，且除疫情比较严重的地区外，其他区域门店逐步全面恢复营业。同时公司表示后续会通过增加电商及团购渠道的销售来积极弥补短期疫情带来的损失。

❖ 激励机制持续优化，快速展店有望稳步推进

公司考核激励政策自 2016 年起重新调整，确立了销售人员“年薪+提成+奖金”的薪资结构，并且将业绩激励更多向销售端倾斜，奖金池中 70% 用于销售团队的激励；同时在 2018 年推出的新一轮股权激励计划涉及 200 多位核心业务骨干，从而确立了公司对骨干业务人员“年薪+奖金+股权激励”的薪资结构，成功调动公司各管理层级的积极性，保证了公司在扩张过程中的人才需求。

公司 17 年制定了门店三年翻番的战略规划，今年是实现三年规划的关键之年。短期疫情影响不改公司经营计划，考虑到公司后续会加快开店节奏，我们维持 2020-2021 年终端门店数量将分别达到 4800、5800 家的预测，公司快速展店有望实现快周转，带动 ROE 实现同步提升。

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2020/02/29
前收盘价	16.75 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

郭晓东
证书编号：S1100119080011
021-68595118
guoxiaodong@cczq.com

📄 川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号 中海国际中心 15 楼， 100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

❖ 维持公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 21.17、26.88、33.18 亿元；归母净利润分别为 2.20、2.80、3.58 亿元；EPS 分别为 0.43、0.54、0.70 元/股，对应当前 PE 分别为 39.04、30.77、24.04 倍。考虑到公司全年经营计划仍将稳步推进，未来快速展店有望实现快周转，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险；直营店、特许加盟店的管理风险；跨区域经营的风险；原材料价格波动风险。

盈利预测与估值

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1897.58	2116.94	2687.99	3318.20
+/-%	28.41%	11.56%	26.98%	23.45%
归属母公司股东 净利润(百万)	172.91	220.50	279.78	358.05
+/-%	22.72%	27.52%	26.88%	27.98%
EPS(元)	0.34	0.43	0.54	0.70
PE	49.78	39.04	30.77	24.04

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/02/29

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
						2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
利润表 (人民币, 百万)						经营性现金净流量					
营业收入	1477.8	1897.6	2116.9	2688.0	3318.2	132.9	153.2	250.4	246.9	407.2	
减:营业成本	965.6	1243.4	1321.1	1663.9	2038.9	投资性现金净流量					
营业税金及附加	17.3	20.0	22.4	28.4	35.0	124.9	-205.8	-80.0	-100.0	-100.0	
营业费用	177.2	240.0	296.4	389.8	481.1	筹资性现金净流量					
管理费用	141.1	141.3	211.7	268.8	331.8	-13.5	200.3	-24.1	-32.5	-43.1	
财务费用	-2.6	-6.6	-6.7	-7.6	-9.5	现金流量净额					
资产减值损失	1.7	-2.0	1.8	1.8	1.8	244.3	147.7	146.2	114.4	264.2	
加:投资收益	6.0	3.0	0.0	0.0	0.0	财务分析和估值指标					
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	盈利能力					
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率					
营业利润	187.4	218.3	270.3	343.0	439.0	34.7%	34.5%	37.6%	38.1%	38.6%	
加:其他非经营损益	-1.0	3.4	0.0	0.0	0.0	销售净利率					
利润总额	186.4	221.8	270.3	343.0	439.0	9.8%	9.2%	10.9%	10.8%	11.2%	
减:所得税	39.6	41.8	40.6	51.5	65.8	ROE					
净利润	146.8	179.9	229.8	291.6	373.1	8.2%	9.1%	10.6%	12.2%	13.8%	
减:少数股东损益	5.9	7.0	9.3	11.8	15.1	ROA					
归属母公司股东净利润	140.9	172.9	220.5	279.8	358.1	8.6%	8.2%	10.0%	11.3%	13.2%	
资产负债表 (人民币, 百万)						ROIC					
						成长能力					
货币资金	783.5	931.2	1077.5	1191.9	1456.0	销售收入增长率					
应收和预付款项	116.2	120.2	191.2	202.5	281.6	21.3%	28.4%	11.6%	27.0%	23.4%	
存货	448.7	535.1	510.2	722.3	683.9	净利润增长率					
其他流动资产	3.1	79.0	79.0	79.0	79.0	55.1%	20.4%	32.1%	26.9%	28.0%	
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资本结构					
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率					
固定资产和在建工程	547.4	617.3	614.3	623.3	622.3	15.6%	22.6%	18.8%	19.2%	16.7%	
无形资产和开发支出	133.5	136.1	124.4	112.6	100.8	流动比率					
其他非流动资产	45.6	78.2	47.0	36.2	36.2	4.8	4.1	5.5	5.3	6.5	
资产总计	2078.1	2497.0	2643.5	2967.8	3259.9	速动比率					
短期借款	67.0	74.5	74.5	74.5	74.5	3.2	2.6	3.8	3.4	4.5	
应付和预收款项	183.7	291.2	259.3	332.5	304.6	经营效率					
长期借款	16.5	14.9	14.9	14.9	14.9	总资产周转率					
其他负债	56.7	182.8	149.1	149.1	149.1	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	
负债合计	323.9	563.4	497.8	571.0	543.1	存货周转率					
股本	500.0	513.9	513.9	513.9	513.9	2.2	2.3	2.6	2.3	3.0	
资本公积	614.4	635.0	635.0	635.0	635.0	业绩和估值					
留存收益	608.3	746.2	924.8	1151.4	1441.3	EPS					
归属母公司股东权益	1722.6	1895.0	2073.6	2300.2	2590.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	
少数股东权益	31.6	38.6	47.9	59.6	74.7	BPS					
股东权益合计	1754.1	1933.6	2121.5	2359.8	2664.9	3.4	3.7	4.0	4.5	5.0	
负债和股东权益合计	2078.1	2497.0	2643.5	2967.8	3259.9	PE					
						PB					
						4.9	4.5	4.2	3.7	3.3	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857