

煌上煌 (002695)

公司研究/点评报告

鲜货毛利率上行增厚业绩表现，省外市场积极扩张

——煌上煌 (002695) 2019 年年报点评

点评报告/食品饮料行业

2020 年 3 月 16 日

一、事件概述

3 月 14 日公司发布 2019 年年报，2019 全年实现营业收入 21.17 亿元，同比 +11.56%；实现归母净利润 2.20 亿元，同比 +27.45%；基本 EPS 为 0.43 元。

二、分析与判断

➤ 营收端增速平稳；原材料收储价格较低，增厚利润端增速表现

2019 年公司实现营收/归母净利润 21.17/2.20 亿元，同比分别 +11.56%/+27.45%。总体看公司营收端增速平稳，受益于战略储备制度，鸭副等原材料收储价格保持低位，公司鲜货产品毛利率同比提升 3.70 个百分点，增厚利润端增速。公司 19 全年毛利率为 37.59%，同比 +3.12 个百分点；期间费用率为 25.15%，同比 +2.47 个百分点，其中销售费用率 14.78%，同比 +2.13 个百分点；管理费用率 10.78%，同比 +0.40 个百分点；财务费用率 -0.40%，同比 -0.05 个百分点。19 年销售费用率同比上升的主要原因是公司加大省外市场的拓展，包括新增店铺、加强销售人员激励等；管理费用率、财务费用率同比基本保持平稳。

2019Q4 单季度实现营收/归母净利润 4.39/0.09 亿元，同比分别 -0.69%/+114.52%。Q4 经营平稳，营收与 18 年持平，利润略高于 18 年同期水平。Q4 单季度毛利率 37.86%，同比 +4.47 个百分点；期间费用率 36.69%，同比 +1.01 个百分点，其中销售费用率 22.58%，同比 +4.97 个百分点；管理费用率 15.14%，同比 -3.49 个百分点；财务费用率 -1.03，同比 -0.47 个百分点。

➤ 鲜货业务充分受益原材料价格平滑战略，米制品业务保持平稳

2019 年公司鲜货产品实现营业收入 16.16 亿元，同比 +15.21%；共销售 3.48 万吨，同比 +7.06%；平均吨价 4.65 万元/吨，同比 +7.59%。18Q3 公司成立战略储备委员会，平滑鸭副等原材料采购价格，低位大量收储。受此影响，19 年鲜货产品毛利率 39.75%，同比 +3.70 个百分点。19 年公司米制品业务实现营业收入 3.35 亿元，同比 -4.50%；共销售 3.41 万吨，同比 -8.71%；平均吨价 0.98 万元，同比 +4.55%；销售毛利率 28.61%，同比 +0.36 个百分点。公司米制品业务总体平稳，收入同比小幅下滑，毛利率同比小幅提升。

➤ 省外市场积极布局，门店高速扩张态势有望保持

2019 年公司大力开拓省外市场，年底共有门店 3706 家，较 2018 年底净增加 698 家，同比 +23.20%，其中直营门店/加盟门店分别为 241/3465 家，占比分别为 6.50%/93.50%。具体看，江西/广东/广西/福建等传统强势区域门店增速在 10% 左右，新增门店主要分布在新布局市场，贵州/山东/上海/江苏/浙江等省份扩张力度较大。2020 年公司仍将保持高速扩张态势，按公司年报中披露的计划，2020 年公司计划新增门店 1200 家 (VS2019 年的 1092 家)，净增加门店 950 家 (VS2019 年的 698 家)，开店速度有所加速。2019 年公司推广“好味道、匠心造”的全新品牌定位，并通过外卖、O2O、微信、平台直播等形式推动公司由传统营销向互联网营销转型升级，预计 2020 年新营销方式仍将是公司传统门店业务拓展之外的有效补充。

推荐

首次评级

当前价格：

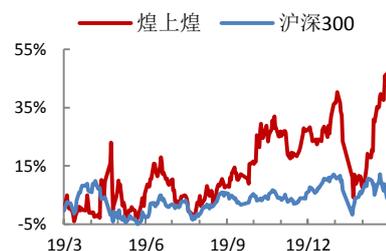
18.90

交易数据

2020-3-13

近 12 个月最高/最低	18.39/13.1
总股本 (百万股)	513.38
流通股本 (百万股)	457.61
流通股比例 (%)	89%
总市值 (亿元)	97.03
流通市值 (亿元)	86.49

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现营业收入 24.60/28.85/32.92 亿元，同比 +16.2%/+17.3%/+14.1%；实现归属上市公司净利润 2.81/3.41/4.03 亿元，同比 +27.7%/+21.3%/+18.0%，对应 EPS 为 0.55/0.66/0.78 元。目前股价对应 PE 为 35/28/24 倍。公司 2020 年估值略低于休闲食品板块 36 倍估值，考虑到公司未来主营业务有望提速扩张，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

门店扩张速度不及预期，原料成本上涨超预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,117	2,460	2,885	3,292
增长率 (%)	11.6%	16.2%	17.3%	14.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	220	281	341	403
增长率 (%)	27.5%	27.7%	21.3%	18.0%
每股收益 (元)	0.43	0.55	0.66	0.78
PE (现价)	44.1	34.5	28.4	24.1
PB	4.5	4.1	3.6	3.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,117	2,460	2,885	3,292
营业成本	1,321	1,509	1,783	2,023
营业税金及附加	19	24	27	31
销售费用	313	339	378	411
管理费用	159	184	215	247
研发费用	69	80	94	108
EBIT	236	323	388	471
财务费用	(9)	(9)	(11)	(9)
资产减值损失	0	1	2	2
投资收益	3	3	3	3
营业利润	264	351	421	501
营业外收支	8	6	7	6
利润总额	272	357	428	507
所得税	46	64	74	89
净利润	226	293	354	418
归属于母公司净利润	220	281	341	403
EBITDA	295	376	447	534
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1043	1320	1352	1849
应收账款及票据	55	53	69	74
预付款项	42	69	69	85
存货	638	629	911	812
其他流动资产	73	73	73	73
流动资产合计	1867	2161	2498	2916
长期股权投资	0	3	6	9
固定资产	623	681	749	812
无形资产	99	98	97	95
非流动资产合计	897	909	923	929
资产合计	2765	3069	3421	3845
短期借款	93	93	93	93
应付账款及票据	95	107	127	144
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	417	483	537	602
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	142	142	142	142
非流动负债合计	152	152	152	152
负债合计	569	635	689	754
股本	513	513	513	513
少数股东权益	44	56	69	84
股东权益合计	2196	2435	2732	3091
负债和股东权益合计	2765	3069	3421	3845

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.6%	16.2%	17.3%	14.1%
EBIT 增长率	19.7%	36.8%	20.2%	21.4%
净利润增长率	27.5%	27.7%	21.3%	18.0%
盈利能力				
毛利率	37.6%	38.7%	38.2%	38.5%
净利润率	10.4%	11.4%	11.8%	12.2%
总资产收益率 ROA	8.0%	9.2%	10.0%	10.5%
净资产收益率 ROE	10.2%	11.8%	12.8%	13.4%
偿债能力				
流动比率	4.5	4.5	4.6	4.8
速动比率	2.9	3.2	3.0	3.5
现金比率	2.5	2.7	2.5	3.1
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	7.2	7.3	7.2	7.3
存货周转天数	159.8	151.1	155.5	153.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.8
每股净资产	4.2	4.6	5.2	5.9
每股经营现金流	0.4	0.8	0.3	1.2
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	44.1	34.5	28.4	24.1
PB	4.5	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	24.1	18.6	15.6	12.4
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
现金流量表 (百万元)				
净利润	226	293	354	418
折旧和摊销	50	54	61	65
营运资金变动	(60)	48	(252)	142
经营活动现金流	217	393	160	622
资本开支	121	55	64	59
投资	30	0	0	0
投资活动现金流	(88)	(55)	(64)	(59)
股权募资	(5)	0	0	0
债务募资	14	0	0	0
筹资活动现金流	(25)	(60)	(64)	(66)
现金净流量	103	277	32	497

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。