

**煌上煌 (002695)**

公司研究/点评报告

# 米制品业务拖累 Q3 业绩，肉制品增速平稳

——煌上煌 (002695) 2020 年三季度报点评

点评报告/食品饮料行业

2020 年 10 月 26 日

## 一、事件概述

10 月 24 日公司发布 2020 年三季度报, 1~9 月实现营业收入 19.34 亿元, 同比+15.31%; 实现归母净利润 2.33 亿元, 同比+10.26%, 实现基本 EPS 为 0.45 元。

## 二、分析与判断

### ➤ Q3 肉制品平稳增长，米制品成为拖累业绩的主要原因

前三季度公司实现营收/归母净利润 19.34/2.33 亿元, 同比分别+15.31%/+10.26%; 合 20Q3 单季度实现营收/归母净利润 5.70/0.76 亿元, 同比分别+11.97%/+6.34%。收入端, 前三季度公司营收保持平稳增长, 肉制品业务同比+13.53%, 米制品业务同比+22.79%, 受益于端午节礼赠需求显著增长, 米制品业务增速显著快于肉制品业务。公司 Q3 收入增速较 Q2 环比出现明显下滑, 其中肉制品业务同比+12.20%, 米制品业务同比+8.54%, 肉制品业务增速与 20H1 相近, 但米制品业务增速下滑明显。利润端, 前三季度公司归母净利润增速低于收入端增速, 主要原因是毛利率下滑及新市场开拓费用上升, 其中肉制品业务净利润同比+13.67%, 与收入端增速基本一致; 米制品业务净利润同比-28.58%, 主要原材料、人工成本上涨以及电商等线上销售平台费用投放较大。Q3 利润端增速较 Q2 环比下滑, 肉制品业务净利润同比+15.63%, 米制品业务同比减少 0.10 亿元。

### ➤ 毛利率小幅下滑，销售费用率同比上行

前三季度公司毛利率为 35.98%, 同比-1.54ppt (Q3 为 36.85%, 同比-1.15ppt), 原因是受疫情影响, 下游市场消费力下滑。公司期间费用率为 21.89%, 同比-0.24ppt (Q3 为 24.19%, 同比+0.03ppt)。其中销售费用率 13.71%, 同比+0.97ppt (Q3 为 15.39%, 同比+1.37ppt), 原因是线下门店加快拓展, 宣传、人工、门店租赁等投入上升; 同时线上平台促销投入同比加大。管理费用率 5.41%, 同比-1.11ppt (Q3 为 6.06%, 同比-1.24ppt), 原因是相关费用支出控制有所加强。研发费用率 3.07%, 同比-0.04ppt (Q3 为 3.10%, 同比-0.12ppt)。财务费用率-0.30%, 同比-0.06ppt (Q3 为-0.37%, 同比+0.02ppt), 原因是银行存款利息收入增加。

### ➤ 使用超募基金投建重庆基地，加强西南市场开发

2020 年 10 月公司同意使用部分超募资金 8000 万元在重庆荣昌设立全资子公司。公司将以该子公司为项目主体, 共投资 8315.66 万元兴建年产 1 万吨酱卤食品的生产基地, 项目分两期完成, 合计用地 100 亩, 预计建设工期 18 个月, 完工投产日期为 2022 年 6 月 30 日。公司建立荣昌基地的主要目的是完成西南地区门店规模化扩张的规划目标, 保证门店供应及产品质量安全。基地投产后, 将对云贵川、重庆地区的门店提供产能支持, 并配合公司“千城万店”战略目标, 加强西南市场扩张。

## 三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况, 我们小幅下调盈利预测。预计 20-22 年公司实现营收 24.37/28.59/32.61 亿元, 同比+15.1%/+17.3%/+14.1%; 实现归属上市公司净利润 2.61/3.30/3.99 亿元, 同比+18.5%/+26.5%/+20.7%, 对应 EPS 为 0.51/0.64/0.78 元。股价对应 PE 为 43/34/28 倍。公司 2020 年估值低于休闲食品板块 49 倍估值, 考虑到公司未来主营业务有望提速扩张, 维持“推荐”评级。

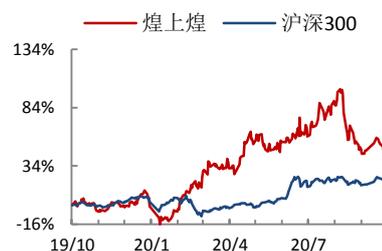
**推荐**

维持评级

**当前价格:**
**22.00 元**
**交易数据**
**2020-10-23**

近 12 个月最高/最低	31.3/13.37
总股本 (百万股)	512.79
流通股本 (百万股)	461.27
流通股比例 (%)	90%
总市值 (亿元)	112.81
流通市值 (亿元)	101.48

### 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

### 分析师: 熊航

执业证号: S0100520080003  
 电话: 0755-22662016  
 邮箱: xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 煌上煌 (002695) 2020 年半年报点评: 20Q2 经营全面恢复, 主业加速扩张
2. 煌上煌 (002695) 2020 年一季报点评: 20Q1 业绩保持正增长, 逆势扩张趋势明显

#### 四、风险提示

疫情冲击超预期，门店扩张速度不及预期，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	2,437	2,859	3,261
增长率 (%)	11.6%	15.1%	17.3%	14.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	220	261	330	399
增长率 (%)	27.5%	18.5%	26.5%	20.7%
每股收益 (元)	0.43	0.51	0.64	0.78
PE (现价)	51.3	43.2	34.2	28.3
PB	5.3	4.8	4.3	3.8

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	2,437	2,859	3,261
营业成本	1,321	1,532	1,754	1,985
营业税金及附加	19	24	27	31
销售费用	313	325	393	434
管理费用	159	179	216	238
研发费用	69	80	94	107
EBIT	236	297	375	466
财务费用	(9)	(9)	(11)	(9)
资产减值损失	0	1	2	1
投资收益	3	3	3	3
营业利润	264	325	407	496
营业外收支	8	6	7	6
利润总额	272	331	414	503
所得税	46	59	72	88
净利润	226	272	343	414
归属于母公司净利润	220	261	330	399
EBITDA	295	350	434	529
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1043	1282	1361	1798
应收账款及票据	55	52	68	74
预付款项	42	70	68	84
存货	638	648	867	823
其他流动资产	73	73	73	73
流动资产合计	1867	2142	2461	2873
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	3050	3385	3802
短期借款	93	93	93	93
应付账款及票据	95	108	125	141
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	417	485	533	596
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	637	685	748
股本	513	513	513	513
少数股东权益	44	55	67	83
股东权益合计	2196	2414	2700	3054
负债和股东权益合计	2765	3050	3385	3802

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
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	11.6%	15.1%	17.3%	14.1%
EBIT 增长率	19.7%	26.0%	26.2%	24.3%
净利润增长率	27.5%	18.5%	26.5%	20.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	37.6%	37.2%	38.6%	39.1%
净利润率	10.4%	10.7%	11.6%	12.2%
总资产收益率 ROA	8.0%	8.6%	9.8%	10.5%
净资产收益率 ROE	10.2%	11.1%	12.6%	13.4%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.5	4.4	4.6	4.8
速动比率	2.9	3.1	3.0	3.4
现金比率	2.5	2.6	2.6	3.0
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.4	0.5	0.6	0.8
每股净资产	4.2	4.6	5.1	5.8
每股经营现金流	0.4	0.7	0.4	1.1
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>估值分析</b>				
PE	51.3	43.2	34.2	28.3
PB	5.3	4.8	4.3	3.8
EV/EBITDA	28.4	23.5	19.0	15.1
股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	226	272	343	414
折旧和摊销	50	54	61	65
营运资金变动	(60)	31	(194)	86
经营活动现金流	217	355	207	563
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	239	79	437

## 分析师简介

**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。