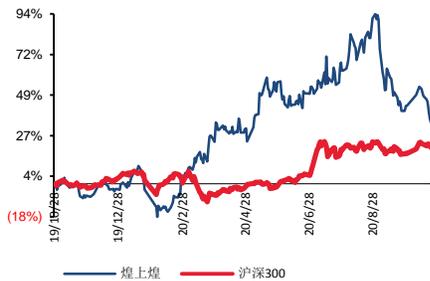


日常消费 食品、饮料与烟草

煌上煌三季报点评：开店持续推进，米制品拖累利润

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	513/461
总市值/流通(百万元)	11,281/10,148
12 个月最高/最低(元)	31.85/13.43

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

点评事件：煌上煌发布 2020 年三季报，前三季度公司实现营收 19.34 亿元，同比+15.31% (Q1: +8.28%; Q2: +23.11%; Q3: +11.97%)，前三季度归母净利润 2.33 亿元，同比+10.26% (Q1: +2.08%; Q2: +20.75%; Q3: +6.34%)，前三季度归母扣非净利润 2.17 亿元 (Q1: -1.56%; Q2: +21.18%; Q3: -3.51%)，Q3 利润增速略低预期。

肉制品业务：新开门店减速，收入增速放缓

收入端：前三季度收入同比增长 13.53% (Q1: +11.65%; Q2: +16.94%; Q3: +12.20%)，Q3 较 Q2 有所降速，我们认为部分原因与公司开店速度有关。门店来看，截至 9 月底公司共有门店 4411 家，今年新开门店 968 家，其中 Q1 新开门店 165 家，Q2 新开 452 家，Q3 新开 350 家，Q3 进度略低于公司 418 家的计划。

利润端：前三季度净利润同比+13.67% (Q1: 微增长; Q2: +22.6%; Q3: +15.63%)，Q3 利润增速高于收入增速，我们认为主要受益于成本端鸭价下行。

米制品业务：成本压力较大，利润出现下滑

收入端：前三季度同比增长 22.79% (Q1: -20.78%; Q2: +34.22%; Q3: +8.54%)，Q3 降速主要是跟时令、天气有关。

利润端：前三季度同比增长 28.58% (Q1: 亏损; Q2: +15.4%; Q3: 下滑)，Q3 米制品业务利润下滑主要是与原材料、人工成本上涨，以及电商等线上平台费用投放较大所致。

成本费用：米制品业务成本、费用压力较大，拖累整体利润

Q3 公司毛利率 36.85%，同比下滑 1.15pct，主要是米制品业务影响，原材料、人工等成本上涨。Q3 销售费用率 15.39%，同比提升 1.37pct，主要是受米制品业务影响，线上平台费用投放较大。

未来展望：新管理层及股权激励下，公司活力持续释放

2020 年公司计划新增门店 1200 家，关闭门店 250 家，按照当前开店速度，我们认为目标完成无忧。2020 年 10 月，公司公告预计在重庆扩建酱卤生产基地，完成西南地区门店规模化扩张的规划目标。

1) 收入端：一方面进行组织结构调整，新增吉黑、云贵、川渝、山东、湖北 5 大省区，由过去 14 大省区，裂变为 19 大省区，扁平化管理；同时计划将营销中心迁移到沿海经济发达地区，进一步吸收全国优秀人才；另一方面完善市场布局，采取重点城市密集布店、核心区域核心商圈集中爆破开发，门店拓展目标由原来的传统选址扩大为机场、高铁、商超、高速公路服务区，扩大销售渠道。此外，在重庆投资生产基地，完成西南地区门店的扩张计划。**2) 利润端：**公司持续强化原材料战略储备管理、子公司基地产能转移战略、供应链管理，毛利率有望持续提升；**3) 股权激励活力释放：**2017 年创始人徐桂芬女士卸任董事长，其子褚浚接任董事长，44 岁的褚总自 1997 年以来均在公司工作，对公司经营熟悉且有干劲。上任后第二年，即 2018 年推出股权激励计划，对高管、核心管理人员和技术人员进行激励，绩效考核为归母净利润（扣除激励成本），2018-2021 年业绩增速分别为 25%、20%、33%和 15%，较往年增速提升较块，2018 年、2019 年均已完成业绩目标。

盈利预测与评级：给与“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.48 元、0.61 元、0.74 元，公司省外及高势能门店开拓持续推进，新管理层及股权激励下，公司活力持续释放，参考同行业其他公司估值，按照 2021 年业绩给予 40x 估值，一年目标价 25 元，给与公司“增持”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

主要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2117	2440	2895	3368
增长率 (%)	12%	15%	19%	16%
净利润(百万元)	220	246	314	378
增长率 (%)	27%	12%	27%	21%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.48	0.61	0.74

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。