

**煌上煌 (002695)**

公司研究/点评报告

# 主业稳健扩张，营收利润保持双位数增长

——煌上煌 (002695) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 3 月 29 日

## 一、事件概述

3 月 26 日公司发布 2020 年年报，报告期内实现营业收入 24.36 亿元，同比+15.09%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比+28.04%，实现基本 EPS 为 0.55 元。2020 年度拟每股派现金红利 0.13 元（含税）。

## 二、分析与判断

### ➤ 主业稳健扩张，营收利润均保持双位数增长

2020 年公司实现营收/归母净利润 24.36/2.82 亿元，同比分别+15.09%/+28.04%；合 20Q4 实现营收/归母净利润 5.02/0.49 亿元，同比分别+14.24%/+453.68%。总体看，2020 年疫情对公司上半年的经营活动负面影响较为明显；疫情影响逐步消退后，公司经营步入正轨，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，保持企业高质量发展。收入端，除 20Q1 受疫情影响收入增速为个位数外，20Q2~20Q4 收入增速均保持双位数稳健增长。利润端，受益毛利率小幅提升及管理费用率下降，利润端增速高于收入端，实现 28.04% 的高速增长。

**分产品看**，2020 年禽肉/畜肉/包装/屠宰加工/米制品分别实现收入 14.38/2.35/0.76/0.28/4.34 亿元，同比+14.00%/+17.80%/+7.93%/+28.66%/+29.60%。20H2 鲜货/包装/屠宰加工/米制品分别实现收入 8.95/0.34/0.25/0.82 亿元，同比+12.54%/+23.56%/+46.16%/+65.08%。总体看，主业中的禽肉/畜肉业务实现双位数稳健增长；米制品业务受益于端午节动销旺盛及结构提升，实现近 30% 的高速增长。

**从销量看**，2020 年肉制品/米制品分别销售 4.01/3.23 万吨，同比分别+15.20%/+5.19%；分别实现销售均价 41754/13447 元/吨，同比分别-0.59%/+36.70%。总体看，肉制品销售量增速与收入增速匹配，销售均价同比持平，整体增长较为稳健。米制品业务销量同比小幅下滑，销售均价大幅提升，显示产品定位趋于高端化。

**从原材料采购成本看**，2020 年主要原材料鸡翅尖/鸭头/鸭舌/鸭脚/牛肉/鸭翅/凤爪/鸭颈/大肠/去骨前肘采购均价分别为 11.79/12.68/56.33/17.48/43.49/10.90/28.56/10.78/45.15/47.80 元/千克，同比分别-54.67%/+43.34%/+37.85%/+22.67%/+18.30%/+14.81%/+12.36%/+19.37%/+51.00%/+103.72%。总体看，鸡鸭等禽类原材料采购成本同比下滑明显；猪肉及猪副产品采购成本上升较大。预计 2021 年禽类产品采购价格将维持稳定，猪肉价格有望同比回落，成本压力将得到明显缓解。

### ➤ 毛利率小幅下滑，销售费用率同比上行

2020 年公司毛利率为 37.80%，同比+0.21ppt（20Q4 为 44.83%，同比+6.97ppt），原因是疫情负面影响消退，下游动销恢复较快。2020 年禽肉/畜肉/包装产品/屠宰加工/米制品分别实现毛利率 41.30%/32.20%/34.51%/22.65%/28.46%，同比分别+0.25ppt/-2.08ppt/+0.74ppt/+1.52ppt/-0.15ppt。

期间费用率为 24.26%，同比-0.90ppt（20Q4 为 33.37%，同比-3.32ppt）。其中销售费用率 15.50%，同比+0.72ppt（20Q4 为 22.40%，同比-0.18ppt），原因是线下门店人工、销售奖励、租赁、促销宣传、折旧等费用有所增加。管理费用率 6.16%，同比-1.35ppt（20Q4 为 9.04%，同比-2.23ppt），原因是相关费用支出控制有所加强。研发费用率 3.07%，同比-0.20ppt（20Q4 为 3.04%，同比-0.83ppt）。财务费用率-0.47%，同比-0.06ppt（20Q4 为-1.11%，同比-0.07ppt），原因是银行存款利息收入增加。

**推荐**

维持评级

**当前价格：**
**19.66 元**
**交易数据**
**2021-3-26**

近 12 个月最高/最低	31.3/18.1
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）	100.81
流通市值（亿元）	90.69

### 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 年三季度点评：米制品业务拖累 Q3 业绩，肉制品增速平稳
2. 煌上煌 (002695) 2020 年半年报点评：20Q2 经营全面恢复，主业加速扩张

### ► 2021 年门店数量扩张叠加新基地建设稳步推进，中长期成长性可期

2020 年末，公司共有门店 4627 家，同比+24.85%，其中直营/加盟门店为 345/4282 家，同比分别+43.15%/+23.58%，公司目前仍以加盟门店为主。江西省/广东省门店数量占比分别为 30.26%/19.75%，为公司核心市场；其他单省门店数量占比均在 7% 以下，分布较为均匀。2021 年公司计划新开门店 1400 家，较 2020 年新开店计划数量提高 200 家，同比+16.67%。公司计划上/下半年各新开门店 451/949 家，较 2020 年新开店计划分别+9.20%/+20.58%。公司门店数量在 2021 年仍将保持高速扩张态势。

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

根据年报对 2021 年的业绩指引，我们小幅上调盈利预测。预计 21-23 年公司实现营业收入 29.73/33.91/38.50 亿元，同比+22.0%/+14.1%/+13.5%；实现归属上市公司净利润 3.42/4.12/4.90 亿元，同比+21.2%/+20.4%/+19.1%，对应 EPS 为 0.67/0.80/0.96 元。股价对应 PE 为 30/25/21 倍。公司 2021 年估值低于休闲食品板块 35 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。

### 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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,436	2,973	3,391	3,850
增长率 (%)	15.1%	22.0%	14.1%	13.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	282	342	412	490
增长率 (%)	28.0%	21.2%	20.4%	19.1%
每股收益 (元)	0.55	0.67	0.80	0.96
PE (现价)	35.7	29.5	24.5	20.6
PB	4.2	3.7	3.3	2.9

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)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,436	2,973	3,391	3,850
营业成本	1,515	1,868	2,081	2,343
营业税金及附加	18	24	27	31
销售费用	378	397	465	527
管理费用	150	213	250	280
研发费用	75	91	104	118
EBIT	300	379	465	550
财务费用	(11)	(7)	(10)	(10)
资产减值损失	0	1	8	(4)
投资收益	1	1	1	1
营业利润	336	413	496	593
营业外收支	5	6	5	6
利润总额	340	419	501	599
所得税	54	69	81	97
净利润	286	350	420	501
归属于母公司净利润	282	342	412	490
EBITDA	369	434	523	610
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	985	1282	1503	1904
应收账款及票据	125	115	152	161
预付款项	44	57	62	70
存货	791	920	1015	1147
其他流动资产	124	124	124	124
流动资产合计	2109	2513	2911	3427
长期股权投资	0	1	1	2
固定资产	624	664	685	715
无形资产	98	95	90	87
非流动资产合计	918	903	877	853
资产合计	3027	3416	3788	4280
短期借款	105	105	105	105
应付账款及票据	93	125	133	153
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	407	516	541	610
长期借款	9	9	9	9
其他长期负债	139	139	139	139
非流动负债合计	148	148	148	148
负债合计	555	664	689	757
股本	513	513	513	513
少数股东权益	48	57	65	76
股东权益合计	2472	2752	3099	3523
负债和股东权益合计	3027	3416	3788	4280

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	22.0%	14.1%	13.5%
EBIT 增长率	27.2%	26.3%	22.7%	18.4%
净利润增长率	28.0%	21.2%	20.4%	19.1%
盈利能力				
毛利率	37.8%	37.15%	38.63%	39.13%
净利润率	11.6%	11.5%	12.1%	12.7%
总资产收益率 ROA	9.3%	10.0%	10.9%	11.5%
净资产收益率 ROE	11.6%	12.7%	13.6%	14.2%
偿债能力				
流动比率	5.2	4.9	5.4	5.6
速动比率	3.2	3.1	3.5	3.7
现金比率	2.4	2.5	2.8	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	13.2	10.2	11.7	10.9
存货周转天数	169.8	164.8	167.3	166.0
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	0.8	1.0
每股净资产	4.7	5.3	5.9	6.7
每股经营现金流	0.2	0.8	0.6	1.0
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.2
估值分析				
PE	35.7	29.5	24.5	20.6
PB	4.2	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	20.7	17.0	13.9	11.4
股息收益率	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	286	350	420	501
折旧和摊销	69	56	65	55
营运资金变动	(245)	1	(160)	(42)
经营活动现金流	114	408	328	515
资本开支	89	33	25	29
投资	(40)	0	0	0
投资活动现金流	(129)	(33)	(25)	(29)
股权募资	(4)	0	0	0
债务募资	1	0	0	0
筹资活动现金流	(54)	(77)	(82)	(85)
现金净流量	(69)	297	221	401

## 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**，食品饮料行业分析师。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。