

煌上煌 (002695.SZ)

省外拓店加速，营销改革升级

事件：公司发布 2020 年报。2020 年公司门店数量达到 4627 家，全年净增 921 家；实现 24.4 亿元，同比+15.1%；归母净利润 2.8 亿元，同比+28.0%。单 Q4 公司净增 216 家，实现收入 5.0 亿元，同比+14.2%；归母净利润 0.5 亿元，同比+454%。

省外加速拓店目标兑现，营销改革升级。2020 年公司肉制品业务收入同比+11.7%，米制品业务收入同比+32.4%。公司新开门店 1206 家，受疫情影响关闭 285 家门店，净增 921 家，完成拓店目标。公司在 2020 年加大了对省外市场的门店拓展，直营门店数量为 345 家，较 2019 年增加 104 家，直营门店数量占比提升至 7.5%。分区域看，公司在山东、云贵、川渝、江浙、北京、黑吉等省区市场门店增长均超过 30%。2020 年单店收入受疫情影响仍存缺口，主要源于交通枢纽高势能门店尚未恢复。公司推动互联网营销升级，抓住线上平台和社区电商商机，线上 GMV 达到 4.5 亿元；同时创新品牌形象升级，赞助综艺节目、与百事可乐合作概念店，推动品牌形象年轻化。

Q4 毛利率改善明显，横向扩张全年销售费用率上行。2020 年公司主要原材料价格呈现波动下行趋势，鸡翅尖、鸭头、鸭舌等产品采购价格大幅下滑，Q4 公司毛利率同比提升 7.0pct 至 44.8%，全年毛利率略下滑 0.2pct。公司 Q4 在原材料价格低位加大战略储备，原材料存货同比增加 1.3 亿元。费用端，由于公司仍处于省外加速拓展，新开直营店导致销售人员、租赁费用以及市场促销费用增加，2020 年销售费用率同比提升 0.7pct。由于下半年加强原材料战略储备、应收账款增多，全年经营现金流净额出现下滑。管理费用方面由于 2020 年股权激励费用减少，同比下降 1.3pct。我们预计 2021 年公司毛利率保持平稳向上，销售费用率也呈现上行趋势，省外布局达到一定规模后进入纵向加密阶段，费用率会逐步回落。

营销组织改革，深化供应链升级。公司 2021 年开始全面推行事业部制，营销端独立核算，提升费效比；同时生产端导入 MES 系统及 ERP 系统，提高生产效率。产能布局方面积极推进全国化产能布局，在原有六大生产基地基础上，加快建设嘉兴、重庆、西安等三大基地，实行本地化、柔性化生产。

盈利预测：我们认为公司 2021 年在管理组织架构、供应链建设升级将为门店网络扩展奠定坚实基础，未来 3 年开店或加速。预计 2021/22/23 年营收分别为 29.7/34.3/38.7 亿元，同比+21.9%/15.4%/12.9%；归母净利润分别为 3.4/4.1/4.8 亿元，同比+20.8%/18.8%/17.2%。当前市值对应 PE 分别为 30.7/25.8/22.0 倍，维持“增持”评级。

风险提示：省外扩张不及预期；原材料价格上行；行业竞争激烈。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,117	2,436	2,970	3,429	3,873
增长率 yoy (%)	11.6	15.1	21.9	15.4	12.9
归母净利润(百万元)	220	282	341	405	475
增长率 yoy (%)	27.5	28.0	20.8	18.8	17.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.43	0.55	0.66	0.79	0.93
净资产收益率(%)	10.3	11.6	12.3	13.0	13.5
P/E(倍)	47.4	37.0	30.7	25.8	22.0
P/B(倍)	4.9	4.3	3.8	3.4	3.0

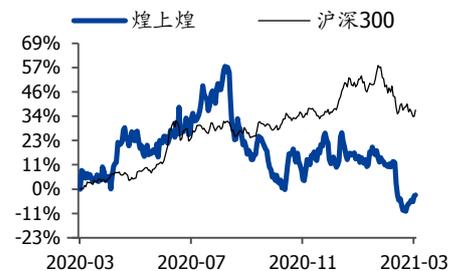
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(维持)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
最新收盘价	19.66
总市值(百万元)	10,081.37
总股本(百万股)	512.79
其中自由流通股(%)	89.95
30日日均成交量(百万股)	3.30

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

相关研究

- 《煌上煌(002695.SZ)：主业增长稳健，Q3 业绩受米制品拖累》2020-10-26
- 《煌上煌(002695.SZ)：线上线下齐发力，Q2 业绩符合预期》2020-08-16
- 《煌上煌(002695.SZ)：疫情影响有限，逆势加快拓店》2020-04-28



免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com