

公司研究

门店拓展加快，员工持股计划有望激发团队活力

——煌上煌（002695.SZ）2021年一季报点评

要点

事件：4月29日，煌上煌发布2021年一季报，报告期内公司实现营收/归母净利润6.06/0.67亿元，同比增长12.12%/3.09%。

加快门店拓展和线上销售。21Q1公司实现营业收入6.06亿元，同比增长12.12%，主要系一季度公司加快门店拓展和线上销售，逐步提升经营业绩。分产品来看，肉制品/米制品业务分别实现营收5.53/0.52亿元，同比增长10.77%/26.74%。公司计划2021年实现营业收入/净利润分别为29.6/3.4亿元，其中肉制品/米制品/其他业务计划实现营收23/5.6/1亿元，计划实现净利润3/0.38/0.02亿元。预计2021年新增门店1400家，主要开店区域在江西、广东、山东、江浙沪和云贵川渝等地。公司将持续采用1+N营销模式，通过运用信息化升级、新零售模式、互联网手段，推行“线上下单、线下自提”或“线上下单、门店配送”模式，打造线上线下融合的全渠道销售模式，逐步提升单店收入。考虑公司门店拓张能力已得到验证，预计拓店目标完成压力不大，且在2020年低基数下单店收入或有所提升，我们预计业绩目标有望顺利完成。

提前战略性囤货提升毛利率。（1）2021Q1实现毛利率39.66%，同比增长4.47pcts，主要系公司2020年战略性囤货，降低了原材料成本。（2）2021Q1销售费用率18.10%，同比增长5.02pcts，主要系公司为提升经营业绩，加快门店拓展和线上销售，相应费用支出增加；2021Q1管理费用率6.38%，同比增长0.32pcts；2021Q1研发费用率2.47%，同比下降0.51pcts。（3）综合来看，2021Q1实现净利率10.87%，同比-0.99pcts。

发布员工持股计划，激发团队活力。2021年4月9日，公司发布员工持股计划，拟筹集资金总额为不超过1亿元，持有人范围包括公司管理人员、核心业务技术骨干员工和关键岗位员工，总人数不超过227人。业绩考核要求以2020年净利润为基数，2021-2024年净利润比2020年增长分别不低于20%/40%/70%/100%。截至3月5日用于员工持股计划的股票已回购完成，累计回购1088.82万股（占总股本的2.12%），平均成交价为22.96元/股。本轮员工持股计划的推出，深度捆绑员工的利益，激发团队活力，彰显出公司对未来发展的信心。

盈利预测、估值与评级：公司积极推进供应链升级，省外保持高速扩张，市占率仍有提升空间。维持公司2021/2022/2023年归母净利润预测为3.42/4.21/5.30亿元，折合2021-2023年EPS为0.67/0.82/1.03元，当前股价对应P/E分别为29x/23x/19x，维持“增持”评级。

风险提示：疫情影响超预期；原材料成本波动；核心产品增长不达预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,117	2,436	2,967	3,521	4,118
营业收入增长率	11.56%	15.09%	21.76%	18.70%	16.95%
净利润（百万元）	220	282	342	421	530
净利润增长率	27.45%	28.04%	21.34%	23.06%	25.70%
EPS（元）	0.43	0.55	0.67	0.82	1.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.24%	11.64%	12.68%	13.50%	14.51%
P/E	45	35	29	23	19
P/B	4.6	4.1	3.7	3.2	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-29

增持（维持）

当前价：19.22元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

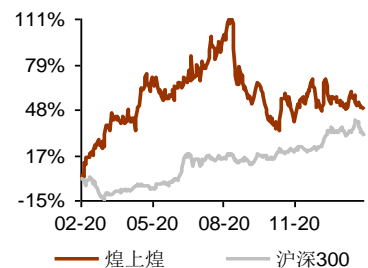
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.13
总市值(亿元):	98.56
一年最低/最高(元):	17.91/33.28
近3月换手率:	54.29%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.82	-16.25	-6.70
绝对	-6.11	-14.54	-4.99

资料来源：Wind

相关研报

盈利能力持续改善，省外渠道积极扩张——煌上煌（002695.SZ）2020年年报点评（2021-03-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,117	2,436	2,967	3,521	4,118
营业成本	1,321	1,515	1,812	2,155	2,525
折旧和摊销	50	54	61	66	71
税金及附加	19	18	23	27	31
销售费用	313	378	487	570	677
管理费用	159	150	175	201	227
研发费用	69	75	106	97	81
财务费用	-9	-11	7	14	18
投资收益	3	1	0	0	0
营业利润	264	336	392	481	605
利润总额	272	340	407	501	630
所得税	46	54	65	80	100
净利润	226	286	342	421	530
少数股东损益	6	4	0	0	0
归属母公司净利润	220	282	342	421	530
EPS(按最新股本计)	0.43	0.55	0.67	0.82	1.03

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	225	125	179	210	318
净利润	220	282	342	421	530
折旧摊销	50	54	61	66	71
净营运资金增加	189	451	482	520	550
其他	-234	-662	-707	-796	-833
投资活动产生现金流	-88	-129	-116	-141	-163
净资本支出	-121	-89	-120	-141	-163
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	33	-39	4	0	0
融资活动现金流	-25	-54	198	163	95
股本变化	-1	-1	0	0	0
债务净变化	14	7	271	177	114
无息负债变化	-8	-21	34	24	30
净现金流	112	-58	261	233	251

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	37.6%	37.8%	38.9%	38.8%	38.7%
EBITDA 率	15.1%	16.4%	15.5%	16.4%	16.9%
EBIT 率	12.3%	13.5%	13.4%	14.6%	15.2%
税前净利润率	12.8%	14.0%	13.7%	14.2%	15.3%
归母净利润率	10.4%	11.6%	11.5%	12.0%	12.9%
ROA	8.2%	9.5%	9.5%	10.0%	10.8%
ROE (摊薄)	10.2%	11.6%	12.7%	13.5%	14.5%
经营性 ROIC	10.1%	10.5%	10.7%	11.6%	12.0%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	18%	24%	25%	25%
流动比率	4.47	5.18	3.74	3.51	3.58
速动比率	2.95	3.24	2.41	2.28	2.33
归母权益/有息债务	20.03	21.27	7.01	5.55	5.40
有形资产/有息债务	23.91	24.80	8.90	7.18	6.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,765	3,027	3,608	4,230	4,903
货币资金	1,043	985	1,246	1,479	1,730
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	53	125	152	163	192
应收票据	2	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	16	41	49	59	69
存货	638	791	946	1,126	1,320
其他流动资产	73	124	208	296	390
流动资产合计	1,867	2,109	2,663	3,207	3,786
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	623	624	625	638	665
在建工程	56	74	113	153	195
无形资产	99	98	106	114	122
商誉	40	40	40	40	40
其他非流动资产	22	19	15	15	15
非流动资产合计	897	918	944	1,023	1,116
总负债	569	555	860	1,061	1,204
短期借款	93	105	376	553	667
应付账款	95	93	111	131	153
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	9	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	417	407	712	913	1,057
长期借款	10	9	9	9	9
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	142	139	139	139	139
非流动负债合计	152	148	148	148	148
股东权益	2,196	2,472	2,747	3,169	3,698
股本	513	513	513	513	513
公积金	868	903	938	980	1,033
未分配利润	832	1,037	1,278	1,658	2,134
归属母公司权益	2,151	2,423	2,699	3,120	3,650
少数股东权益	44	48	48	48	48

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	14.78%	15.50%	16.43%	16.18%	16.43%
管理费用率	7.51%	6.16%	5.91%	5.71%	5.51%
财务费用率	-0.40%	-0.47%	0.22%	0.40%	0.44%
研发费用率	3.27%	3.07%	3.57%	2.77%	1.97%
所得税率	17%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.13	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.44	0.24	0.35	0.41	0.62
每股净资产	4.19	4.73	5.26	6.09	7.12
每股销售收入	4.12	4.75	5.79	6.87	8.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	45	35	29	23	19
PB	4.6	4.1	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	32.0	26.4	22.5	18.2	15.2
股息率	0.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE