

煌上煌(002695)

Q1 收入稳健增长，员工持股激发活力

——煌上煌点评报告

✎ : 邓晖 执业证书编号: S1230520040002
☎ : 021-80106029
✉ : denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

4月30日，公司公告2021年一季报。2021Q1，公司实现营收6.06亿元(同比+12.12%)，归母净利润0.67亿元(同比+3.09%)，扣非净利润0.62亿元(同比+3.52%)。

□ Q1 收入同比增长 12%，持续加速拓店

1) 2021Q1，公司营收同比增长 12.12%。Q1 公司持续加速拓店、推进线上销售，营收稳健增长；分业务看，肉制品加工/米制品业务营收同比+10.77%/+26.74%。

2) 2021Q1，公司归母净利润同比增长 3.09%。归母净利增速较营收增速低的主要原因为销售费用率+5.01pct(至 18.10%，减利约 0.27 亿)，主要由于公司加快推进门店拓展及线上销售，相关人工成本、租赁、市场推广及促销费用增加较多。

□ 疫情期间逆势开店，21 年开店再加速

1) 门店拓展加速：公司 17-20 年门店数量净增 212/403/698/921 家，20 年总门店数达 4,627 家，疫情期间逆势开店；21 年 1-4 月开店目标顺利完成，新增门店约 232 家，全年计划开店 1,400 家，加速拓店。

2) 规划产能有序建设支撑业绩目标：公司 20 年推出新品类沸腾卤，布局热卤，填补市场空白，后续全面推广有望带来更多业绩增量；公司除卤肉制品及米制品外拥有更多产品品类，如牛肉片、猪脚、鸡翅尖等，推出子品牌“独椒戏”拟打造猪蹄爆品，并拟于 22 年以直营和加盟形式拓展全国，实现多元产品全国布局；公司 15 年收购真真老老后涉足米制品业务，15-20 年米制品营收由 1.54 亿元增长至 4.34 亿元(CAGR 达 22.99%)。公司目前拥有运营产能约 8.5 万吨，其中江西/广东/福建/辽宁/广西/河南基地分别 4.5/1.4/0.8/0.8/0.5/0.5 万吨，规划建设重庆、陕西、浙江、山东及京津冀五大生产基地(其中，重庆/陕西规划产能 1.0/0.6 万吨已开工建设)，积极布局长三角、京津冀、粤港澳大湾区及成渝双城经济圈；21 年，公司经营目标为营收 29.60 亿元(同比增长不低于 21%)，归母净利 3.40 亿元(同比增长不低于 20%)，公司产能充裕，支撑 21 年目标。

□ 员工持股计划激发活力，一体化产业链助力降本增效

1) 回购完成，推出员工持股计划激发活力：3月5日，公司按回购计划上限完成 2.5 亿元股票回购拟用于股权激励，成交价为 22.14-24.07 元/股；4月29日，公司推出 21 年员工持股计划草案，覆盖核心员工约 227 人，拟以 11.48 元/股的价格授予 871.08 万股，业绩目标为 21-24 年净利润较 20 年增长 20%/40%/70%/100%，即净利润 3.39/3.95/4.80/5.64 亿元，同比增速约 20%/16.67%/21.43%/17.65%，激发团队活力。

2) 产业链纵向一体化战略助力降本增效：公司建立“公司+合作社+农户”的供应模式，目前共培育 27 个肉鸭养殖专业合作社，从源头保证产品品质并降低原料成本；公司建立全产业链经营模式，保障成本优势的同时支持公司拓展全国市场，提高市场份额，公司 2020 年市场份额约 3.15% (CR5 约 20%，其中绝味约 8.60%)，较 2019 年+0.55pct，逐步缩小与龙头差距。

□ 投资建议

公司在卤味行业积淀深厚，处于成长周期中前段，疫情期间逆势开店，21 年开店再加速，推出员工持股计划激发活力，一体化产业链助力降本增效。预计 2021-2023 年公司归母净利润 3.44/4.16/5.11 亿元，增速 21.98%/20.72%/23.01%，对应 4 月 29 日估值 28.63/23.72/19.28 倍(市值 99 亿元)。

□ 风险提示

食品安全风险，开店速度不及预期风险，产能建设不及预期风险

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥ 19.22

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.13

4Q/2020

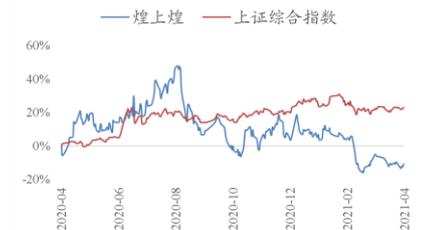
0.10

3Q/2020

0.15

2Q/2020

0.18



公司简介

公司始创于 1993 年，2012 年在深交所上市，专注于酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品及米制品的研产销，目前产品品种已达 200 余个，拥有江西、广东、福建、辽宁、广西和河南六大生产基地，销售网络覆盖全国 26 个省市，是国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌。

相关报告

- 《煌上煌：年报业绩增长 28%，领跑卤制品行业》2021.03.27
- 《煌上煌深度报告：酱卤辣上瘾，成长大空间》2020.11.29

分析师：邓晖

联系人：邓晖、杨骥、赵璐

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	2436	2986	3665	4504
(+/-)	15.09%	22.58%	22.71%	22.91%
净利润	282	344	416	511
(+/-)	28.04%	21.98%	20.72%	23.01%
每股收益(元)	0.55	0.67	0.81	1.00
P/E	34.93	28.63	23.72	19.28

表 1: 公司分季度财务数据一览表

单位: 百万元	2020Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要									
营业总收入	606.17	502.01	569.73	823.98	540.66	439.45	508.84	669.30	499.32
YOY	12.12%	14.24%	11.97%	23.11%	8.28%	-0.69%	20.50%	8.32%	20.36%
毛利率	39.66%	44.83%	36.85%	35.90%	35.19%	37.86%	38.00%	36.64%	38.23%
毛利	240.41	225.04	209.93	295.78	190.28	166.37	193.34	245.21	190.89
YOY	26.35%	35.27%	8.58%	20.62%	-0.32%	12.59%	30.86%	16.98%	28.10%
期间费用率	26.79%	33.37%	24.19%	20.34%	21.84%	36.69%	24.16%	20.05%	22.86%
其中: 销售费用	109.70	112.45	87.70	106.75	70.73	99.23	71.37	83.30	59.03
销售费用率	18.10%	22.40%	15.39%	12.96%	13.08%	22.58%	14.03%	12.45%	11.82%
其中: 管理费用	38.70	45.38	34.55	37.28	32.80	49.54	37.18	32.38	39.79
管理费用率	6.38%	9.04%	6.06%	4.52%	6.07%	11.27%	7.31%	4.84%	7.97%
其中: 研发费用	14.97	15.26	17.66	25.68	16.12	16.99	16.38	19.09	16.79
研发费用率	2.47%	3.04%	3.10%	3.12%	2.98%	3.87%	3.22%	2.85%	3.36%
其中: 财务费用	-0.98	-5.56	-2.11	-2.11	-1.60	-4.54	-1.97	-0.59	-1.46
财务费用率	-0.16%	-1.11%	-0.37%	-0.26%	-0.30%	-1.03%	-0.39%	-0.09%	-0.29%
归母净利润	67.21	48.92	75.71	92.35	65.20	8.83	71.20	76.48	63.87
YOY	3.09%	453.68%	6.34%	20.75%	2.08%	114.52%	29.86%	20.33%	26.70%
归母净利率	11.09%	9.74%	13.29%	11.21%	12.06%	2.01%	13.99%	11.43%	12.79%
扣非归母净利润	62.01	38.11	68.43	88.35	59.90	-13.24	70.93	72.91	60.86
YOY	3.52%	-	-3.51%	21.18%	-1.56%	-786.36%	37.25%	19.33%	24.01%
扣非归母净利率	10.23%	7.59%	12.01%	10.72%	11.08%	-3.01%	13.94%	10.89%	12.19%
资产负债表摘要									
货币资金	829.41	985.03	1,188.49	1,276.18	1,150.40	1,042.83	1,072.20	975.69	1,028.37
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	120.01	124.71	103.80	164.21	70.24	55.38	92.91	157.15	59.93
YOY	70.85%	125.20%	11.72%	4.49%	17.21%	75.96%	17.34%	-25.45%	-2.05%
存货	774.87	791.13	590.73	434.99	510.55	638.06	448.25	528.84	435.91
YOY	51.77%	23.99%	31.79%	-17.75%	17.12%	19.24%	24.02%	68.04%	25.67%
预付账款	58.74	43.90	40.69	55.32	147.15	41.89	167.76	128.93	117.38
YOY	-60.08%	4.80%	-75.75%	-57.10%	25.36%	-43.55%	103.18%	64.15%	63.54%
应付账款及应付票据	67.59	92.74	82.23	82.15	107.04	95.32	82.85	134.13	96.51
YOY	-36.86%	-2.71%	-0.74%	-38.75%	10.91%	10.99%	-21.06%	-2.92%	14.76%
其它应付款	132.97	163.62	152.08	171.30	198.15	179.81	239.90	224.51	214.23
现金流量表摘要									
经营活动现金净流量	62.63	-128.94	-39.54	170.28	123.52	-36.68	155.33	-50.46	156.61
筹资活动现金净流量	-243.26	-23.81	-8.65	-36.48	14.45	21.49	0.00	-45.17	-1.33
投资活动现金净流量	25.00	-50.71	-39.50	-8.02	-30.40	-14.19	-58.82	42.95	-58.14
资本开支	15.84	50.71	19.84	8.02	10.71	75.55	29.12	7.88	8.75
ROE	2.87%	2.04%	3.25%	4.09%	2.98%	0.42%	3.48%	3.84%	3.31%
YOY(+/-)	-0.11%	1.62%	-0.23%	0.25%	-0.32%	0.20%	0.65%	0.39%	0.42%
资产负债率	17.85%	18.34%	17.75%	19.58%	21.19%	20.59%	22.16%	24.01%	22.65%
YOY(+/-)	-3.34%	-2.25%	-4.40%	-4.43%	-1.46%	-1.98%	2.78%	0.52%	1.39%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2109	2599	3098	3719	营业收入	2436	2986	3665	4504
现金	985	1425	1642	1926	营业成本	1515	1839	2232	2717
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	18	27	31	38
应收账款	125	96	139	183	营业费用	378	469	609	760
其它应收款	41	32	43	59	管理费用	150	182	225	278
预付账款	44	74	75	93	研发费用	75	92	114	141
存货	791	880	1104	1354	财务费用	(11)	(12)	(18)	(21)
其他	124	92	96	104	资产减值损失	5	(3)	(3)	1
非流动资产	918	928	921	909	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	29	21	25	25
固定资产	624	640	650	643	营业利润	336	417	501	617
无形资产	98	95	92	88	营业外收支	5	5	5	5
在建工程	74	68	57	54	利润总额	340	421	505	621
其他	122	125	122	123	所得税	54	72	84	103
资产总计	3027	3527	4019	4629	净利润	286	349	421	518
流动负债	407	527	598	690	少数股东损益	4	5	6	7
短期借款	105	91	96	97	归属母公司净利润	282	344	416	511
应付款项	93	124	149	177	EBITDA	401	464	547	663
预收账款	0	9	9	8	EPS (最新摊薄)	0.55	0.67	0.81	1.00
其他	209	303	344	407	主要财务比率				
非流动负债	148	150	150	149		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	9	9	9	9	成长能力				
其他	139	141	141	140	营业收入	15.09%	22.58%	22.71%	22.91%
负债合计	555	677	748	839	营业利润	27.22%	24.17%	20.13%	23.15%
少数股东权益	48	53	59	66	归属母公司净利润	28.04%	21.98%	20.72%	23.01%
归属母公司股东权益	2423	2797	3213	3724	获利能力				
负债和股东权益	3027	3527	4019	4629	毛利率	37.80%	38.43%	39.10%	39.68%
					净利率	11.74%	11.68%	11.50%	11.51%
					ROE	12.09%	12.93%	13.57%	14.48%
					ROIC	10.98%	11.67%	12.24%	13.06%
					偿债能力				
					资产负债率	18.34%	19.19%	18.60%	18.13%
					净负债比率	20.53%	15.15%	14.39%	12.87%
					流动比率	5.18	4.94	5.18	5.39
					速动比率	3.24	3.27	3.34	3.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.84	0.91	0.97	1.04
					应收账款周转率	27.36	27.50	32.76	29.22
					应付账款周转率	16.12	16.96	16.32	16.64
					每股指标(元)				
					每股收益	0.55	0.67	0.81	1.00
					每股经营现金	0.24	0.91	0.48	0.61
					每股净资产	4.73	5.46	6.27	7.26
					估值比率				
					P/E	34.93	28.63	23.72	19.28
					P/B	4.07	3.52	3.07	2.65
					EV/EBITDA	27.26	18.51	15.31	12.22

现金流量表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	125	469	248	312
净利润	286	349	421	518
折旧摊销	69	55	60	63
财务费用	(11)	(12)	(18)	(21)
投资损失	(1)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	(167)	175	10	4
其它	(51)	(95)	(223)	(251)
投资活动现金流	(129)	(59)	(54)	(49)
资本支出	(19)	(50)	(44)	(38)
长期投资	0	0	0	0
其他	(109)	(9)	(11)	(11)
筹资活动现金流	(54)	31	23	21
短期借款	13	(14)	5	1
长期借款	(1)	0	0	0
其他	(66)	45	17	20
现金净增加额	(58)	440	217	284

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>