

2021年07月20日

消费场景不断恢复，看好下半年加速发展 增持（维持）

证券分析师 何长天

执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,436	2,960	3,554	4,246
同比（%）	15.1%	21.5%	20.1%	19.5%
归母净利润（百万元）	282	339	406	491
同比（%）	28.0%	20.1%	19.9%	20.6%
每股收益（元/股）	0.55	0.66	0.79	0.96
P/E（倍）	26.82	22.34	18.62	15.42

投资要点

- 高质拓店持续推进，有的放矢促发展：**据渠道跟踪及我们的测算，2021年上半年公司共开设450家门店左右，全年新开店1400家目标不变，下半年开店有望加速；预计未来开店重点在综合体和社区店，目前的营销中心已迁到上海，加紧品牌策划升级，并将江浙沪川作为重点发展区域，计划在2-3年内开设2000家门店，未来优先在江浙沪打造品牌。公司通过1+N的模式提高单店销售额，今年销售额中有4-5个亿为新零售渠道所得。受疫情逐渐平息的影响，高铁机场、社区街道店的销售额基本恢复到了19年的90%以上；
- 战略采购降低原料成本，我们预计上半年毛利率稳中有升：**公司主要受益于战略采购制度，在市场低价时买入原材料，有效把握低价机遇与现金流充足的优势，加大原材料储存，当前仓库原材料储备处于高位，采购价格比同行低，有较大优势，毛利率高于同行，且最近原材料价格仍在底部运行带来了战略储备的机会；
- 新品、多品牌同步推进发展，新店营收稳步提升：**独椒戏品牌目前在南昌有8家门店，客单价、单店销售额达预期，公司预计明年在深圳开放加盟；我们测算真真老老品牌今年收入已经达到4亿元，预计全年达到6亿元的目标；沸腾卤在云贵川及北方地区受众面广，这些区域的门店目前已达到500多家，预计全年到达1000家；
- 真真老老渠道改善，利润率提升：**对于利润率较低的电商线上渠道进行梳理，加大团购经销商等线下渠道的开拓，同时提升了定制业务的招商水平；利润率提升，净利润改善情况良好；
- 股权激励即将完成，下半年将提速发展：**回购完成，由于股价走势，费用低于公司之前规划，每年摊销费用减少；我们预计下半年公司将全力完成20%的摊销前净利润增长目标，加速值得期待。
- 盈利预测与投资评级：**公司将持续受益行业红利，在管理变革和有效股权激励策略驱动下，加快门店布局，我们预计2021-2023年公司实现收入从29.60/37.66/47.81调整至29.60/35.54/42.46亿元（同比+22%/+20%/+20%）；实现归母净利润从3.41/4.31/5.65调整至3.39/4.06/4.91亿元（同比+20%/+20%/+21%）；当前股价对应21/22/23年PE从30/24/18调整至为22/19/15倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：**产能投放不及预期，门店表现不及预期，店铺扩张速度受阻，食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.76
一年最低/最高价	14.65/33.28
市净率(倍)	3.35
流通A股市值(百万元)	6864.10

基础数据

每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	17.85
总股本(百万股)	512.79
流通A股(百万股)	465.05

相关研究

1、《煌上煌（002695）：2020 年年报点评：千城万店有序推进，股权激励再启航》2021-03-31

煌上煌三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,109	2,412	2,633	3,132	营业收入	2,436	2,960	3,554	4,246
现金	985	1,153	1,310	1,436	减:营业成本	1,515	1,825	2,164	2,568
应收账款	125	35	148	64	营业税金及附加	18	22	59	70
存货	791	1,034	933	1,401	营业费用	378	468	565	692
其他流动资产	208	190	242	231	管理费用	225	272	318	369
非流动资产	918	1,043	1,151	1,280	研发费用	75	92	112	132
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-11	-12	-14	-15
固定资产	624	759	880	1,020	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	74	72	73	76	加:投资净收益	1	3	2	2
无形资产	98	98	94	91	其他收益	29	17	20	22
其他非流动资产	122	114	104	93	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	3,027	3,455	3,784	4,412	营业利润	336	405	485	586
流动负债	407	559	526	709	加:营业外净收支	5	4	5	6
短期借款	105	105	105	105	利润总额	340	409	490	592
应付账款	93	145	130	200	减:所得税费用	54	65	78	94
其他流动负债	209	309	291	404	少数股东损益	4	5	6	7
非流动负债	148	148	147	146	归属母公司净利润	282	339	406	491
长期借款	9	9	8	7	EBIT	318	383	460	557
其他非流动负债	139	139	139	139	EBITDA	387	453	544	659
负债合计	555	707	673	855	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	48	53	59	65	每股收益(元)	0.55	0.66	0.79	0.96
归属母公司股东权益	2,423	2,695	3,053	3,491	每股净资产(元)	4.73	5.26	5.95	6.81
负债和股东权益	3,027	3,455	3,784	4,412	发行在外股份(百万股)	513	513	513	513
					ROIC(%)	16.0%	18.1%	19.5%	20.5%
					ROE(%)	11.6%	12.5%	13.2%	14.0%
现金流量表 (百万元)									
					毛利率(%)	37.8%	38.3%	39.1%	39.5%
经营活动现金流	125	413	382	391	销售净利率(%)	11.6%	11.4%	11.4%	11.6%
投资活动现金流	-129	-192	-190	-228	资产负债率(%)	18.3%	20.5%	17.8%	19.4%
筹资活动现金流	-54	-53	-36	-38	收入增长率(%)	15.1%	21.5%	20.1%	19.5%
现金净增加额	-58	168	157	125	净利润增长率(%)	26.4%	20.0%	20.0%	20.8%
折旧和摊销	69	70	85	101	P/E	26.82	22.34	18.62	15.42
资本开支	90	125	108	129	P/B	3.12	2.81	2.48	2.17
营运资本变动	-245	15	-98	-190	EV/EBITDA	17.79	14.86	12.07	9.80

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>