

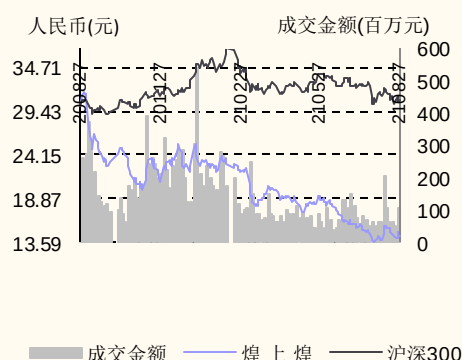
消费升级与娱乐研究中心

煌上煌 (002695.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格(人民币): 14.36元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.13
已上市流通A股(亿股)	4.65
总市值(亿元)	73.64
年内股价最高最低(元)	31.63/13.59
沪深300指数	4827
深证成指	14437

**相关报告**

- 1.《Q1 稳健增长, 股权激励落地-煌上煌 21Q1 业绩点评》, 2021.4.30
- 2.《利润增速超预期, 增长逻辑清晰-煌上煌 2020 年报点评》, 2021.3.27
- 3.《改革焕新, 拓店驶入快车道-煌上煌 覆盖报告》, 2021.1.11

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

Q2 业绩承压, 关注下半年经营改善**公司基本情况(人民币)**

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,117	2,436	2,964	3,550	4,239
营业收入增长率	11.56%	15.09%	21.66%	19.77%	19.41%
归母净利润(百万元)	220	282	329	419	509
归母净利润增长率	27.45%	28.04%	16.72%	27.14%	21.65%
摊薄每股收益(元)	0.429	0.550	0.642	0.817	0.993
每股经营性现金流净额	0.44	0.23	1.19	0.75	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.24%	11.64%	12.43%	14.43%	15.88%
P/E	38.20	41.62	22.36	17.58	14.45
P/B	3.91	4.85	2.78	2.54	2.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月27日, 公司发布2021年中期业绩, 1H21实现营收14.07亿元, 同比+3.09%; 实现归母净利润1.50亿元, 同比-4.84%。2Q21实现营收8.01亿元, 同比-2.82%; 实现归母净利润0.83亿元, 同比-10.43%。

经营分析

- **预计高基数、开店节奏、门店结构影响 Q2 业绩。**1H21 鲜货产品实现营收 9.46 亿元, 同比+0.48%, 其中禽肉/畜肉产品分别同比+1.82%/-12.39%; 米制品实现营收 3.72 亿元, 同比+5.80%。销量方面, 肉制品/米制品分别同比-0.73%/+17.06%。1Q21 肉制品/米制品营收分别同比+10.77%/+26.74%, 2Q21 增速放缓我们认为与高基数、开店节奏和门店结构有关: 1) 2Q20 环比和同比增速均不低; 2) 上半年公司新开门店 417 家, Q2 开店进度略慢于预期(计划 451 家, Q1 是超额完成任务); 3) 目前公司商场商超综合体门店和交通枢纽门店占比 45%左右, 而此类门店整体恢复慢于社区门店。其他方面, 包装产品/屠宰加工/检测业务分别同比+9.9%/244.1%/22.5%。
- **毛利率提升, 受益于主要原材料成本下滑。**1H21 公司实现毛利率 33.97%, 若还原运输费用, 可比口径毛利率同比+1.45pct, 其中肉制品同比+2.93pct, 米制品同比-4.16pct; 我们认为主要与原材料价格波动有关, 鸭副、牛肉等原材料价格有所下降, 而赤豆、脊髓等上涨幅度较大。费用端, 销售/管理/财务费用率分别同比-0.87/-0.02/+0.31pct, 在还原运输费用的可比口径下, 销售费用率同比+2.23pct, 预计主要系公司新开直营门店增加导致租赁费上升。1H21 实现净利率 11.36%, 同比-0.73pct。
- **建议关注下半年经营改善。**公司近几年改革取得不俗的成果, 未来五年战略规划清晰, 门店数量还有翻倍的空间。新一轮股权激励计划有望进一步激发员工动力, 建议持续关注下半年的经营改善, 全年激励目标有望达成。

投资建议

- 我们预计公司 21-23 年归母净利润分别为 3.29/4.19/5.09 亿元, 对应 EPS 分别为 0.64/0.82/0.99 元, 对应 PE 分别为 22/18/14X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧/食品安全问题/原材料变动/疫情出现反复/开店进度慢于预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,898	2,117	2,436	2,964	3,550	4,239
增长率		11.6%	15.1%	21.7%	19.8%	19.4%
主营业务成本	-1,243	-1,321	-1,515	-1,941	-2,311	-2,751
%销售收入	65.5%	62.4%	62.2%	65.5%	65.1%	64.9%
毛利	654	796	921	1,023	1,239	1,488
%销售收入	34.5%	37.6%	37.8%	34.5%	34.9%	35.1%
营业税金及附加	-20	-19	-18	-22	-28	-34
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-240	-313	-378	-362	-426	-500
%销售收入	12.6%	14.8%	15.5%	12.2%	12.0%	11.8%
管理费用	-141	-159	-150	-187	-213	-254
%销售收入	7.4%	7.5%	6.2%	6.3%	6.0%	6.0%
研发费用	-56	-69	-75	-83	-99	-119
%销售收入	2.9%	3.3%	3.1%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	197	236	300	369	472	581
%销售收入	10.4%	11.1%	12.3%	12.5%	13.3%	13.7%
财务费用	7	9	11	17	20	20
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	2	8	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	1	4	5	5
%税前利润	1.4%	1.1%	0.2%	1.0%	1.0%	0.8%
营业利润	218	264	336	390	497	605
营业利润率	11.5%	12.5%	13.8%	13.2%	14.0%	14.3%
营业外收支	3	8	5	7	7	7
税前利润	222	272	340	397	504	612
利润率	11.7%	12.8%	14.0%	13.4%	14.2%	14.4%
所得税	-42	-46	-54	-63	-81	-98
所得税率	18.9%	16.8%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	180	226	286	333	424	514
少数股东损益	7	6	4	4	5	5
归属于母公司的净利润	173	220	282	329	419	509
净利率	9.1%	10.4%	11.6%	11.1%	11.8%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	180	226	286	333	424	514
少数股东损益	7	6	4	4	5	5
非现金支出	45	59	69	56	63	71
非经营收益	-9	0	3	-1	-2	0
营运资金变动	-63	-60	-239	224	-99	-119
经营活动现金净流	153	225	120	612	385	467
资本开支	-139	-121	-89	-114	-193	-213
投资	-70	30	-40	20	20	20
其他	3	3	1	4	5	5
投资活动现金净流	-206	-88	-129	-90	-168	-188
股权募资	110	-5	-4	30	0	0
债权募资	10	14	1	8	41	36
其他	80	-34	-52	-140	-177	-216
筹资活动现金净流	200	-25	-54	-102	-137	-180
现金净流量	148	112	-63	420	80	99

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	931	1,043	985	1,405	1,486	1,585
应收账款	46	72	165	81	97	116
存货	535	638	791	798	950	1,131
其他流动资产	153	115	168	172	191	213
流动资产	1,665	1,867	2,109	2,456	2,723	3,044
%总资产	66.7%	67.5%	69.7%	71.5%	70.9%	70.6%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	617	679	698	772	900	1,043
%总资产	24.7%	24.5%	23.1%	22.5%	23.4%	24.2%
无形资产	158	176	178	189	197	203
非流动资产	832	897	918	980	1,117	1,266
%总资产	33.3%	32.5%	30.3%	28.5%	29.1%	29.4%
资产总计	2,497	2,765	3,027	3,417	3,800	4,250
短期借款	79	98	105	117	157	193
应付款项	282	275	256	390	463	551
其他流动负债	45	45	46	63	77	92
流动负债	405	417	407	570	697	836
长期贷款	15	10	9	9	9	9
其他长期负债	143	142	139	135	135	135
负债	563	569	555	714	841	980
普通股股东权益	1,895	2,151	2,423	2,651	2,902	3,208
其中：股本	514	513	513	513	513	513
未分配利润	671	832	1,037	1,234	1,486	1,791
少数股东权益	39	44	48	52	57	62
负债股东权益合计	2,497	2,765	3,027	3,417	3,800	4,250

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.336	0.429	0.550	0.642	0.817	0.993
每股净资产	3.688	4.190	4.726	5.169	5.659	6.255
每股经营现金净流	0.298	0.438	0.234	1.194	0.751	0.910
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.257	0.327	0.397
回报率						
净资产收益率	9.12%	10.24%	11.64%	12.43%	14.43%	15.88%
总资产收益率	6.92%	7.97%	9.32%	9.64%	11.02%	11.99%
投入资本收益率	7.89%	8.53%	9.76%	10.96%	12.69%	14.05%
增长率						
主营业务收入增长率	28.41%	11.56%	15.09%	21.66%	19.77%	19.41%
EBIT增长率	11.64%	19.74%	27.20%	22.94%	27.95%	23.00%
净利润增长率	22.72%	27.45%	28.04%	16.72%	27.14%	21.65%
总资产增长率	20.16%	10.73%	9.47%	13.54%	11.75%	12.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.4	7.3	13.3	7.3	7.3	7.3
存货周转天数	144.4	162.1	172.1	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	20.1	25.0	22.6	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	104.8	107.3	93.5	79.8	69.6	61.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.33%	-42.60%	-35.24%	-47.35%	-44.60%	-42.29%
EBIT利息保障倍数	-29.7	-27.6	-26.4	-21.9	-23.2	-29.5
资产负债率	22.56%	20.59%	18.34%	20.89%	22.13%	23.06%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	3	16
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.40	1.40	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-01-11	买入	23.40	25.30 ~ 25.30
2	2021-03-27	买入	19.66	N/A
3	2021-04-30	买入	19.22	N/A

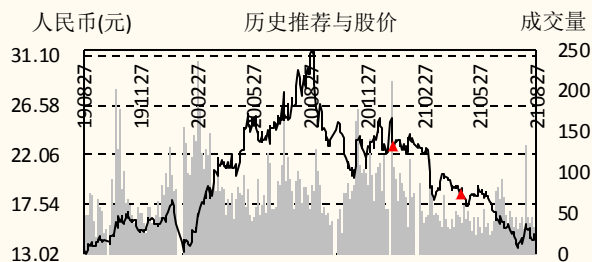
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402