

## 煌上煌 (002695)

公司研究/点评报告

# 21H1 收入同比小幅增长，毛销差收窄拖累利润增速

——煌上煌 (002695) 2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 8 月 30 日

### 一、事件概述

8 月 27 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营业收入 14.07 亿元，同比 +3.09%；实现归母净利润 1.50 亿元，同比 -4.84%，实现基本 EPS 为 0.29 元。

### 二、分析与判断

#### ➤ 21H1 收入同比小幅增长，毛利率下滑拖累利润增速

2021H1 公司实现营收/归母净利润 14.07/1.50 亿元，同比分别 +3.09%/-4.84%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 8.01/0.83 亿元，同比分别 -2.82%/-10.34%。总体看，公司主业动销顺利，营收实现小幅增长；受毛销差收窄影响，利润增速同比小幅下滑。**分产品看**，21H1 禽肉/畜肉/包装产品/屠宰加工/米制品/检测业务分别实现营收 7.08/1.44/0.46/0.11/3.72/0.005 亿元，同比分别 +1.82%/-12.39%/+9.90%/+244.06%/+5.80%/+22.47%。禽肉、米制品业务收入同比小幅增长；畜肉业务收入同比大幅下滑。鲜货产品和米制品收入增速不振拖累整体业绩，包装产品、屠宰加工等业务发展良好。**销量及均价方面**，21H1 公司分别销售肉制品/米制品 4.25/2.34 万吨，同比分别 -0.73%/+17.06%；销售均价分别为 20048/15893 (元/吨)，同比分别 -0.17%/-9.62%。肉制品销量和均价与去年同期大致持平，米制品收入上涨但售价下滑较明显。

**渠道建设方面**，21H1 公司新开门店 417 家，完成计划开店数的 92.46%。新开店任务推进较为顺利。21H1 末，公司全国共有门店 4840 家，同比 +16.57%，其中江西/广东/福建/辽宁/浙江等主力市场分别拥有门店 1457/926/289/283/265 家，同比分别 +8.49%/+8.56%/-2.36%/+20.43%/+29.27%，主力市场门店扩张稳步推进。

#### ➤ 毛利率小幅下滑，新收入准则影响是主因

2021H1 公司毛利率为 33.97%，同比 -1.64ppt (Q2 为 29.67%，同比 -6.23ppt)，原因是新收入准则影响下，对物流费重新认定，21H1 运输费 4358.76 万元 (其中米制品 974.34 万元) 计入营业成本，影响整体毛利率 3.10ppt；若按照 20H1 统一口径计算，肉制品 (鲜货产品) 毛利率同比 +2.93ppt，米制品毛利率同比 -4.16ppt。综合看，公司 21H1/21Q2 毛销差为 21.84%/22.05%，同比 -0.77ppt/-0.89ppt

21H1 期间费用率为 22.00%，同比 -0.93ppt (Q2 为 14.86%，同比 -5.48ppt)。其中销售费用率为 12.13%，同比 -0.87ppt (Q2 为 7.62%，同比 -5.34ppt)，原因是公司对物流费重新认定，本期计入营业成本。管理费用率为 5.11%，同比 -0.02ppt (Q2 为 4.15%，同比 -0.38ppt)。研发费用率为 2.72%，同比 -0.35ppt (Q2 为 2.91%，同比 -0.21ppt)。财务费用率为 0.04%，同比 +0.31ppt (Q2 为 0.19%，同比 +0.44ppt) 原因是公司银行资金用于购买理财产品利息收入减少以及租赁利息费用增加所致。

#### ➤ 加强品牌营销推广，稳步推进新生产基地建设

2021H1 公司分别与出行类品牌“同程旅行”、“曹操出行”异业合作，主题航班包机，花车联名派券等多种合作形式，提升品牌曝光。2021 年端午档期，在山东核心商圈策划迷你秀路演活动，实现在当地市场销量和声量双重大幅提升。同时煌上煌与良品铺子首发联名礼盒，双方签订战略合作协议，战略合作意义深远，未来煌上煌与良品铺子将从渠道和产品多方面有更深入合作。

**推荐**

维持评级

当前价格：

14.36 元

交易数据	2021-8-27
近 12 个月最高/最低	31.08/13.95
总股本 (百万股)	512.79
流通股本 (百万股)	465.05
流通股比例 (%)	91%
总市值 (亿元)	73.64
流通市值 (亿元)	66.78

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

1. 煌上煌 (002695) 2021 年一季报点评：主业绩稳健增长，员工持股计划保障中长期成长
2. 煌上煌 (002695) 2020 年报点评：主业稳健扩张，营收利润保持两位数增长

产能扩张方面，2020年10月公司同意使用部分超募资金8000万元在重庆荣昌设立全资子公司。公司将以该子公司为主体，投资8315.66万元兴建年产1万吨酱卤食品的生产基地，项目分两期完成，预计建设工期18个月，完工投产日期为2022年6月30日。公司建立荣昌基地的主要目的是完成西南地区门店规模化扩张的规划目标，保证门店供应及产品质量安全。基地投产后，将对云贵川、重庆地区的门店提供产能支持，并配合公司“千城万店”战略目标，加强西南市场扩张。

### 三、盈利预测与投资建议

根据21H1经营情况，我们下调公司盈利预测。预计21-23年公司实现营收26.39/32.22/37.87亿元，同比+8.3%/+22.1%/+17.5%；实现归属上市公司净利润2.98/3.77/4.51亿元，同比+5.6%/+26.6%/+19.5%，对应EPS为0.58/0.74/0.88元。股价对应PE为25/20/16倍。公司2021年估值低于休闲食品板块29倍估值，考虑到公司未来主营业务有望提速扩张，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

疫情冲击超预期，门店扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,436	2,639	3,222	3,787
增长率(%)	15.1%	8.3%	22.1%	17.5%
归属母公司股东净利润(百万元)	282	298	377	451
增长率(%)	28.0%	5.6%	26.6%	19.5%
每股收益(元)	0.55	0.58	0.74	0.88
PE(现价)	26.1	24.7	19.5	16.3
PB	3.0	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,436	2,639	3,222	3,787
营业成本	1,515	1,659	1,994	2,324
营业税金及附加	18	22	25	31
销售费用	378	364	445	538
管理费用	150	189	237	275
研发费用	75	81	99	116
EBIT	300	325	422	503
财务费用	(11)	(7)	(11)	(8)
资产减值损失	0	1	8	(6)
投资收益	1	1	1	1
营业利润	336	359	454	545
营业外收支	5	6	5	6
利润总额	340	365	459	551
所得税	54	60	74	90
净利润	286	305	385	461
归属于母公司净利润	282	298	377	451
EBITDA	369	380	480	563
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	985	1410	1301	1916
应收账款及票据	125	102	145	158
预付款项	44	50	59	70
存货	791	728	1125	1019
其他流动资产	124	124	124	124
流动资产合计	2109	2424	2813	3303
长期股权投资	0	1	1	2
固定资产	624	664	685	715
无形资产	98	95	90	87
非流动资产合计	918	903	877	853
资产合计	3027	3327	3689	4157
短期借款	105	105	105	105
应付账款及票据	93	111	127	152
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	407	472	523	606
长期借款	9	9	9	9
其他长期负债	139	139	139	139
非流动负债合计	148	148	148	148
负债合计	555	620	670	754
股本	513	513	513	513
少数股东权益	48	56	63	73
股东权益合计	2472	2707	3019	3403
负债和股东权益合计	3027	3327	3689	4157

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	8.3%	22.1%	17.5%
EBIT 增长率	27.2%	8.2%	30.1%	19.2%
净利润增长率	28.0%	5.6%	26.6%	19.5%
盈利能力				
毛利率	37.8%	37.15%	38.13%	38.63%
净利润率	11.6%	11.3%	11.7%	11.9%
总资产收益率 ROA	9.3%	9.0%	10.2%	10.9%
净资产收益率 ROE	11.6%	11.2%	12.8%	13.5%
偿债能力				
流动比率	5.2	5.1	5.4	5.4
速动比率	3.2	3.6	3.2	3.8
现金比率	2.4	3.0	2.5	3.2
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	13.2	10.2	11.7	10.9
存货周转天数	169.8	164.8	167.3	166.0
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.6	0.7	0.9
每股净资产	4.7	5.2	5.8	6.5
每股经营现金流	0.2	1.0	(0.0)	1.4
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.2
估值分析				
PE	26.1	24.7	19.5	16.3
PB	3.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	14.6	13.2	10.7	8.2
股息收益率	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	286	305	385	461
折旧和摊销	69	56	66	54
营运资金变动	(245)	175	(456)	213
经营活动现金流	114	536	(2)	729
资本开支	89	33	25	29
投资	(40)	0	0	0
投资活动现金流	(129)	(33)	(25)	(29)
股权募资	(4)	0	0	0
债务募资	1	0	0	0
筹资活动现金流	(54)	(77)	(82)	(85)
现金净流量	(69)	425	(109)	615

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。