

公司研究

Q2 业绩短期承压，关注后续门店扩张

——煌上煌（002695.SZ）2021 年中报点评

要点

事件：煌上煌 2021 年上半年实现营收 14.07 亿元，同比增长 3.09%，归母净利润 1.50 亿元，同比下降 4.84%。Q2 单季实现营收 8.01 亿元，同比下滑 2.82%，归母净利润 0.83 亿元，同比下滑 10.43%。

二季度收入承压，展店节奏有所放缓，线上销售占比稳步提升。1) 分产品来看，21H1 鲜货产品收入 9.46 亿元，同比增长 0.48%，其中禽肉产品收入 7.08 亿元，同比增长 1.82%。21H1 米制品收入 3.72 亿元，同比增长 5.80%。单季度来看，由于 21Q1 肉制品/米制品收入同比增长 10.77%/26.74%，估计 Q2 增速有所放缓，主要因去年同期基数较高、二季度展店有所放缓导致。2) 渠道拓展方面，上半年公司新开门店 417 家（计划新开 451 家），截至 6 月底加盟店/直营店数量 4474/366 家，上半年分别净增 192/21 家，二季度开店节奏有所减弱。线上销售业务稳步发展，21H1 线上交易额 2.25 亿元，同比增长 3.35%，占比达 20.17%，同比提升 4.75pct。

原料采购价格波动，毛利率同比上升，租赁费增加导致净利率承压。1) 2021H1 毛利率 33.97%，还原口径下同比提升 1.55pct，其中鲜货产品/米制品毛利率分别同比+2.93/-4.16pct，主要受原材料成本变动影响，上半年鸭附、牛肉等平均采购单价同比下降，赤豆、脊髓等采购单价有所上涨。2) 2021H1 销售费用率 12.13%，按还原口径同比上升 2.32pct，主要因公司新开直营门店增加导致租赁费增加较多（上半年租赁费同比增长 50.45%），管理费用率 5.11%，同比略减 0.02pct，研发费用率 2.72%，同比下降 0.35pct。3) 综合来看，2021H1 净利率 11.36%，同比下滑 0.73pct。

股权激励调动团队积极性，建议关注后续扩张。公司 8 月调整 2021 年员工持股计划，降低授予价格，激励范围缩小且弹性变大，激励效果有望增强。公司未来“531 长中期”规划清晰，门店拓展具有较大空间，2021-2025 年计划每年平均开店 1500 家左右，拓展存量市场以及增量市场。21 年以来公司集中资源布局长三角，3 月在上海成立运营中心，计划年底在上海开店 30 家，初步奠定长三角根基。供应端现有八大生产基地，并计划明年筹建浙江、山东、京津冀生产基地，保障后续规模扩张。另外 2021 年成立品牌管理部，增加广告投入，以提升品牌力、吸引加盟商，后续拓店节奏加快，经营改善可期。

盈利预测、估值与评级：维持公司 2021-23 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 22x/17x/14x，维持“增持”评级。

风险提示：开店节奏不及预期，原材料成本波动，疫情形势再次严峻。

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%	21.27%	23.07%	25.90%
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%	14.52%
P/E	33	26	22	17	14
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27

增持（维持）

当前价：14.36 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

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.13
总市值(亿元)	73.64
一年最低/最高(元)	13.42/33.28
近 3 月换手率	54.40%

股价相对走势



资料来源：Wind

相关研报

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（2021-04-30）

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	481	567	663
管理费用	159	150	175	197	227
研发费用	69	75	106	97	81
财务费用	-9	-11	6	14	18
投资收益	3	1	0	0	0
营业利润	264	336	399	488	619
利润总额	272	340	411	506	637
所得税	46	54	66	81	102
净利润	226	286	346	425	536
少数股东损益	6	4	3	4	5
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	182	214	324
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	-704	-792	-828
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	195	159	90
股本变化	-1	-1	0	0	0
债务净变化	14	7	268	173	108
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%	15.7%	16.6%	17.3%
EBIT 率	12.3%	13.5%	13.7%	14.8%	15.5%
税前净利润率	12.8%	14.0%	13.9%	14.4%	15.5%
归母净利润率	10.4%	11.6%	11.5%	12.0%	12.9%
ROA	8.2%	9.5%	9.6%	10.1%	10.9%
ROE (摊薄)	10.2%	11.6%	12.7%	13.5%	14.5%
经营性 ROIC	10.1%	10.5%	10.9%	11.7%	12.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	21%	18%	24%	25%	24%
流动比率	4.47	5.18	3.76	3.54	3.63
速动比率	2.95	3.24	2.42	2.30	2.36
归母权益/有息债务	20.03	21.27	7.07	5.62	5.51
有形资产/有息债务	23.91	24.80	8.97	7.28	7.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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	857	1,054	1,191
短期借款	93	105	373	546	654
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	709	906	1,043
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	2,751	3,176	3,712
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	1,657	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	52	56	61

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	14.78%	15.50%	16.20%	16.10%	16.10%
管理费用率	7.51%	6.16%	5.91%	5.60%	5.51%
财务费用率	-0.40%	-0.47%	0.22%	0.39%	0.43%
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	0.42	0.63
每股净资产	4.19	4.73	5.26	6.08	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	33	26	22	17	14
PB	3.4	3.0	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	23.9	19.9	16.8	13.7	11.5
股息率	0.7%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

原点资产

行业及公司评级体系

评级	说明
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