

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

煌上煌(002695)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

H1 增速放缓, H2 开店加速可期

2021年08月28日

事件: 公司披露 2021 年中报, 21H1 实现营收 14.07 亿元, 同比+3.09%, 相比 19H1+20.39%; 归母净利润 1.50 亿元, 同比-4.84%, 相比 19H1+6.83%。其中 Q2 营收 8.01 亿元, 同比-2.82%, 相比 19Q2+19.63%; 归母净利润 8272 万元, 同比-10.43%, 相比 19Q2+8.16%。

点评:

- **收入受疫情影响增速放缓, 还原运输费毛利率同比提升 1.45pct。** 分品类, 21H1 禽肉制品/蓄肉制品/其他/米制品业务分别实现营收 7.08/1.44/0.94/3.72 亿元, 同比+1.82%/-12.39%/14.83%/5.8%, 增速放缓主要系机场高铁商超等地人流量下降。实现毛利率 40.28%/26.64%/35.65%/23.49%, 还原运输费影响后, 鲜货产品(包括禽肉、蓄肉制品和其他)毛利率同比增长 2.93pct, 主要系原料采购价格有所下降, 米制品业务毛利率同比下降 4.16pct, 预计与渠道结构调整有关。销售费用率为 12.13%, 还原运输费影响, 销售费用率提升 2.22pct 至 15.23%, 主要为人员薪酬及直营门店租赁费提升影响。管理费用率为 5.11%, 整体保持较为平稳。净利率为 11.36%, 同比略降 0.73pct。
- **21H1 新开门店 417 家, 疫情影响下店均营收仍未完全恢复。** 截止到 21H1, 公司肉制品加工业拥有 4840 家专卖店, 其中直营门店 366 家、加盟店 4474 家, 21H1 新开门店 417 家, 完成门店开拓计划的 92.5% (2020 年报计划 H1 开拓门店 451 家), 关闭门店 204 家, 预计受疫情影响导致关闭门店较多。店均营收同比降低仍较多, 预计与新店需要爬坡期及疫情影响终端消费疲软有关。公司门店开拓主要集中在下半年, 全年计划完成 1400 家门店的开拓, 预计下半年开店有望加速。
- **布局八大生产基地, 保障长三角、京津冀等省外市场门店开拓。** 分区域来看, 江西/广东/上海/陕西/北京/福建/辽宁/浙江/河南/湖南/其他地区分别实现营收 5.48/ 1.73/0.27/ 0.16/ 0.18/ 0.51/ 0.47/ 3.92/ 0.20/ 0.21/ 0.62 亿元, 同比-1.44%/ 4.57%/116.11%/ 29.66%/ 1.12%/ -14.50%/ -8.55%/ 4.37%/ 7.82%/ -16.45%/ 41.10%, 江西、福建、辽宁等老市场由于疫情影响, 营收存在一定的下滑, 上海、陕西等新市场通过新门店开拓, 实现快速的发展。公司目前在江西、广东、福建、辽宁、广西、河南、陕西(在建)、重庆(在建)建有八大生产基地, 同时计划今年筹建浙江、山东、京津冀生产基地, 围绕重点外省市场布局基地进一步保障门店加速开拓。
- **盈利预测与投资评级:** 展望未来, 公司积极布局长三角、京津冀城市群和粤港澳大湾区及成渝双城经济圈等新市场, 并计划 2021-2025 年保持每年平均开店 1500 家左右, 保持持续开店加速态势, 对标目前已有门店, 门店数量有望实现 3-4 年翻番, 保障实现四年利润翻番的业绩目标, 门店端, 通过“1+N”营销模式有望激发单店增长。米制品业务端调整到位, 亦有望成为利润的增长极。预计 21-23 年 EPS 为 0.65/0.77/0.93 元/

股，给予“买入”评级。

- **风险因素：**新店爬坡不及预期；新市场开拓不达预期；米制品增长不及预期；食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,117	2,436	2,644	3,080	3,684
增长率 YoY %	11.6%	15.1%	8.5%	16.5%	19.6%
归属母公司净利润 (百万元)	220	282	334	393	478
增长率 YoY%	27.5%	28.0%	18.5%	17.5%	21.6%
毛利率%	37.6%	37.8%	37.8%	38.2%	38.4%
净资产收益率ROE%	10.2%	11.6%	12.4%	13.0%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.55	0.65	0.77	0.93
市盈率 P/E(倍)	38.16	41.62	22.02	18.74	15.41
市净率 P/B(倍)	3.91	4.85	2.72	2.43	2.16

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年08月27日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	1,867	2,109	2,263	2,517	2,802	
货币资金	1,043	985	1,053	1,137	1,177	
应收票据	2	0	0	0	0	
应收账款	53	125	135	158	188	
预付账款	42	44	48	55	66	
存货	638	791	859	993	1,186	
其他	89	164	168	175	185	
非流动资产	897	918	962	1,090	1,275	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	623	624	654	761	919	
无形资产	99	98	96	95	93	
其他	176	195	212	235	263	
资产总计	2,765	3,027	3,225	3,607	4,077	
流动负债	417	407	319	369	441	
短期借款	93	105	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	95	93	101	116	139	
其他	230	209	219	253	302	
非流动负债	152	148	148	148	148	
长期借款	10	9	9	9	9	
其他	142	139	139	139	139	
负债合计	569	555	467	517	589	
少数股东权益	44	48	55	63	73	
归属母公司	2,151	2,423	2,703	3,027	3,415	
负债和股东权益	2,765	3,027	3,225	3,607	4,077	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,117	2,436	2,644	3,080	3,684	
同比	11.6%	15.1%	8.5%	16.5%	19.6%	
归属母公司净利润	220	282	334	393	478	
同比	27.5%	28.0%	18.5%	17.5%	21.6%	
毛利率(%)	37.6%	37.8%	37.8%	38.2%	38.4%	
ROE%	10.2%	11.6%	12.4%	13.0%	14.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.43	0.55	0.65	0.77	0.93	
P/E	38.16	41.62	22.02	18.74	15.41	
P/B	3.91	4.85	2.72	2.43	2.16	
EV/EBITDA	25.40	29.42	16.23	13.19	10.55	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,117	2,436	2,644	3,080	3,684	
营业成本	1,321	1,515	1,645	1,902	2,271	
营业税金及附加	19	18	19	23	27	
销售费用	313	378	444	511	600	
管理费用	159	150	119	139	162	
研发费用	69	75	79	92	107	
财务费用	-9	-11	-14	-16	-16	
减值损失合	0	0	0	0	0	
投资净收益	3	1	0	0	0	
其他	16	24	20	23	28	
营业利润	264	336	371	452	560	
营业外收支	8	5	35	25	20	
利润总额	272	340	406	477	580	
所得税	46	54	65	76	92	
净利润	226	286	341	401	488	
少数股东损	6	4	7	8	10	
归属母公司	220	282	334	393	478	
EBITDA	295	369	389	473	587	
EPS(当	0.43	0.55	0.65	0.77	0.93	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	225	125	292	315	366	
净利润	226	286	341	401	488	
折旧摊销	59	69	52	60	71	
财务费用	3	5	3	0	0	
投资损失	-3	-1	0	0	0	
营运资金变	-60	-239	-68	-121	-173	
其它	0	5	-35	-25	-20	
投资活动现金流	-88	-129	-61	-163	-235	
资本支出	-121	-89	-51	-153	-225	
长期投资	30	-40	0	0	0	
其他	3	1	-10	-10	-10	
筹资活动现金流	-25	-54	-163	-69	-90	
吸收投资	-5	-4	0	0	0	
借款	14	1	-105	0	0	
支付利息或	-45	-56	-58	-69	-90	
现金流量净增加额	112	-58	68	83	41	

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。