

煌上煌 (002695)

公司研究/点评报告

21Q3 收入小幅下滑，渠道投入加大影响短期利润

——煌上煌 (002695) 2021 年三季度报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 11 月 1 日

一、事件概述

10 月 29 日，公司发布 2021 年三季度报，前三季度实现营收 19.33 亿元，同比-0.05%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比-21.32%，基本 EPS 为 0.36 元。21Q3 实现营收 5.26 亿元，同比-7.59%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比-55.61%。

二、分析与判断

➤ 21Q3 收入小幅下滑，渠道投入加大影响短期利润

21 年前三季度公司收入同比持平，其中肉制品业务收入同比-1.65%，米制品业务收入同比+3.53%；净利润下滑较明显，其中肉制品业务净利润同比-24.37%，米制品业务净利润同比-4.99%。21Q3 公司收入小幅下滑，其中肉制品业务收入同比-8.78%，米制品业务收入同比+10.13%；净利润同比大幅下滑，原因包括：(1) 7~8 月份南京等地区出现疫情，直接导致机场、高铁等高势能门店动销受到较大负面影响。(2) 目前门店结构中超市门店占比较高，公司将逐步提高街边店占比，进一步优化门店结构，但也将导致相应投入有所提高。(3) 人工成本、门店租赁费和市场促销支持等各项销售费用投入加大，但营业收入同比下降造成收支两头挤压利润。公司短期业绩受冲击较大，但是未来发展方向不变，新生产基地建设、1+N 营销模式转型等工作均稳步推进，中长期发展无忧。

➤ 毛利率小幅下滑，销售投入提高导致销售费用率上升明显

前三季度公司毛利率为 33.83%，同比-2.15pct (Q3 为 33.45%，同比-3.39pct)，原因是 (1) 新收入对物流费重新认定，影响营业成本。(2) 原材料成本相对稳定，其中牛肉等畜类价格处于上涨趋势，鸭副产品原材料价格稳定且前期储备相对充足。公司 21 年前三季度/21Q3 毛销差为 19.71%/14.03%，同比-2.56pct/-7.42pct。

前三季度期间费用率有所上升，其中销售费用率为 14.12%，同比+0.41pct (Q3 为 19.42%，同比+4.03pct)，原因是 (1) 人工成本、门店租赁费、市场促销支持等费用投入加大；

(2) 收入未同步放大，费用无法有效摊薄；(3) 新收入准则影响。管理费用率为 5.76%，同比+0.35pct (Q3 为 7.49%，同比+1.42pct)。研发费用率为 2.64%，同比-0.43pct (Q3 为 2.44%，同比-0.66pct)。财务费用率为 0.08%，同比+0.38pct (Q3 为 0.19%，同比+0.56pct)，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。

三、投资建议

根据前三季度经营情况，我们下调公司盈利预测。预计 21-23 年公司实现营收 25.11/31.15/37.23 亿元，同比+3.1%/+24.1%/+19.5%；实现归属上市公司净利润 2.38/3.30/4.21 亿元，同比-15.8%/+39.1%/+27.5%，对应 EPS 为 0.46/0.64/0.82 元。股价对应 PE 为 30/22/17 倍。公司 2021 年估值低于休闲食品板块 2021 年 34 倍估值 (Wind 一致预测)，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	2,511	3,115	3,723
增长率 (%)	15.1%	3.1%	24.1%	19.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	282	238	330	421
增长率 (%)	28.0%	-15.8%	39.1%	27.5%
每股收益 (元)	0.55	0.46	0.64	0.82
PE (现价)	25.2	29.9	21.5	16.8
PB	2.9	2.7	2.5	2.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

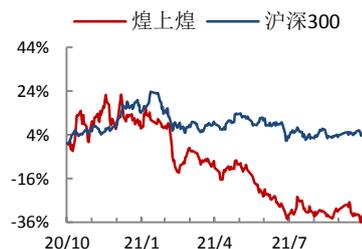
维持评级

当前价格：13.84 元

交易数据 2021-10-29

近 12 个月最高/最低	25.38/13.27
总股本 (百万股)	512.43
流通股本 (百万股)	464.36
流通股比例 (%)	91%
总市值 (亿元)	70.92
流通市值 (亿元)	64.27

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：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：0755-22662016

邮箱：wangyanhai@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

- 煌上煌 (002695) 2021 年半年报点评：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 年一季报点评：主业业绩稳健增长，员工持股计划保障中长期成长

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	2,511	3,115	3,723
营业成本	1,515	1,653	2,021	2,378
营业税金及附加	18	21	25	30
销售费用	378	343	424	503
管理费用	150	172	201	237
研发费用	75	67	78	98
EBIT	300	255	367	478
财务费用	(11)	(2)	(2)	(4)
资产减值损失	0	1	1	1
投资收益	1	1	1	1
营业利润	336	285	397	508
营业外收支	5	6	5	6
利润总额	340	291	402	514
所得税	54	48	65	84
净利润	286	243	337	431
归属于母公司净利润	282	238	330	421
EBITDA	369	310	425	538
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	985	1355	1163	1761
应收账款及票据	125	97	140	156
预付款项	44	50	60	71
存货	791	723	1156	1038
其他流动资产	124	124	124	124
流动资产合计	2109	2356	2701	3165
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	3259	3578	4018
短期借款	105	105	105	105
应付账款及票据	93	110	129	155
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	407	466	521	608
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	614	669	756
股本	513	512	512	512
少数股东权益	48	54	61	70
股东权益合计	2472	2645	2909	3262
负债和股东权益合计	3027	3259	3578	4018

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%	3.1%	24.1%	19.5%
EBIT 增长率	27.2%	-15.0%	43.8%	30.3%
净利润增长率	28.0%	-15.8%	39.1%	27.5%
盈利能力				
毛利率	37.8%	34.15%	35.13%	36.13%
净利率	11.6%	9.5%	10.6%	11.3%
总资产收益率 ROA	9.3%	7.3%	9.2%	10.5%
净资产收益率 ROE	11.6%	9.2%	11.6%	13.2%
偿债能力				
流动比率	5.2	5.1	5.2	5.2
速动比率	3.2	3.5	3.0	3.5
现金比率	2.4	2.9	2.2	2.9
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	0.5	0.6	0.8
每股净资产	4.7	5.1	5.6	6.2
每股经营现金流	0.2	0.9	(0.2)	1.4
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.2
估值分析				
PE	25.2	29.9	21.5	16.8
PB	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	14.0	15.5	12.0	8.6
股息收益率	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	286	243	337	431
折旧和摊销	69	56	59	61
营运资金变动	(245)	182	(483)	219
经营活动现金流	114	481	(85)	711
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)	370	(192)	597

分析师简介

王言海，食品饮料行业首席分析师，7年酒类消费品专业咨询经验，深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。2021年9月加入民生证券。

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。