

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 食品饮料首席分析师
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

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

业绩改善超预期，关注开店加速

2023年08月31日

事件: 公司 23H1 实现营收 11.47 亿元，同比-2.98%，归母净利润 0.83 亿元，同比+3.3%；其中 Q2 实现营收 6.35 亿元，同比-1%，归母净利润 0.46 亿元，同比+7%。

点评:

- **收入下滑环比收窄，单店持续恢复。** 23H1 公司鲜货/真真老老分别实现营收 7.67/3.1 亿元，同比+2%/+3%，包装/屠宰等业务营收有所下降。公司截至 23H1 拥有 4213 家门店，其中 23H1 新开 600 家店，净开 288 家，江西/广东/浙江等区域分别净开 100/57/27 家，传统强势区域净开明显。单店收入同比提升，老店收入水平相比疫情前我们预计仍有缺口。23H1 线上 GMV 为 2.46 亿元，销售占比 18.72%，公司近年持续在外卖等新零售平台发力，我们预计对于单店有所提振。
- **毛利率同比略微下降，原材料回落已逐步体现在 Q2 业绩。** 公司 23Q2 毛利率为 26.6%，同比-0.9pct，主要系鸭翅等原材料价格有所上涨，但毛利率同比下降幅度环比 23Q1 有所收窄，23Q2 原材料价格回落已逐步体现在业绩中。23Q2 公司销售费用率和管理费用率分别为 10.7%/5.7%，同比+0.4/0.3pct，费用率整体略微上升。对应 23Q2 归母净利率为 7.3%，同比+0.5pct，环比+0.2pct。考虑到米制品的利润率约为 5%且米制品销售旺季为 Q2，实际肉制品业务净利率预计高于 7.3%。
- **盈利预测与投资建议:** 往后展望，上半年消费疲软对于公司收入增速有所影响，全年关注公司开店进度、单店恢复情况以及股权激励目标完成情况，近期原材料价格回落明显，下半年预计环比盈利能力有望进一步改善。长期来看，公司目前门店主要聚焦在江西、广东等区域，省外开店空间广阔，关注公司省外开店策略及进度。我们预计 23-25 年 EPS 为 0.30/0.45/0.59 元，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 区域市场竞争加剧、原材料价格大幅上涨、省外开店不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	2,339	1,954	2,051	2,347	2,744
增长率 YoY %	-4.0%	-16.5%	5.0%	14.4%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	145	31	155	233	303
增长率 YoY%	-48.8%	-78.7%	402.3%	50.5%	30.2%
毛利率%	33.0%	28.2%	29.7%	32.0%	33.1%
净资产收益率ROE%	6.2%	1.3%	6.3%	8.9%	10.7%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.06	0.30	0.45	0.59
市盈率 P/E(倍)	57.79	230.75	36.50	24.26	18.63
市净率 P/B(倍)	3.59	3.03	2.31	2.17	2.00

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 08 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,887	1,828	1,835	1,867	1,987	
货币资金	803	1,026	1,013	969	974	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	109	77	81	93	109	
预付账款	65	43	44	49	56	
存货	737	518	532	589	678	
其他	173	164	164	167	170	
非流动资产	1,134	1,169	1,141	1,312	1,462	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	661	711	736	842	971	
无形资产	125	160	155	151	147	
其他	348	299	250	318	343	
资产总计	3,021	2,997	2,977	3,178	3,449	
流动负债	413	440	319	352	404	
短期借款	113	131	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	92	88	91	100	115	
其他	208	222	228	252	289	
非流动负债	231	174	174	174	174	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	231	174	174	174	174	
负债合计	644	615	493	526	579	
少数股东权益	49	37	39	43	48	
归属母公司股东权益	2,328	2,345	2,445	2,609	2,822	
负债和股东权益	3,021	2,997	2,977	3,178	3,449	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,339	1,954	2,051	2,347	2,744	
同比(%)	-4.0%	-	5.0%	14.4%	16.9%	
归属母公司净利润	145	31	155	233	303	
同比(%)	-	-	402.3	50.5%	30.2%	
毛利率(%)	33.0%	28.2%	29.7%	32.0%	33.1%	
ROE%	6.2%	1.3%	6.3%	8.9%	10.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.06	0.30	0.45	0.59	
P/E	57.79	230.7	36.50	24.26	18.63	
P/B	3.59	3.03	2.31	2.17	2.00	
EV/EBITDA	28.34	53.67	20.67	14.41	11.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	2,339	1,954	2,051	2,347	2,744	
营业成本	1,567	1,404	1,442	1,595	1,836	
营业税金及附加	20	15	17	19	22	
销售费用	395	319	230	258	296	
管理费用	143	156	129	141	159	
研发费用	65	57	53	59	66	
财务费用	0	-6	-10	-14	-14	
减值损失合计	0	0	-15	-15	-15	
投资净收益	2	4	4	4	5	
其他	29	17	31	35	41	
营业利润	179	29	209	313	409	
营业外收支	3	-1	1	2	1	
利润总额	182	28	210	315	410	
所得税	37	9	52	79	103	
净利润	145	19	157	237	308	
少数股东损益	0	-12	2	4	5	
归属母公司净利润	145	31	155	233	303	
EBITDA	275	116	225	327	422	
EPS(当年)(元)	0.28	0.06	0.30	0.45	0.59	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	315	385	200	248	303	
净利润	145	19	157	237	308	
折旧摊销	127	113	46	52	58	
财务费用	11	8	4	0	0	
投资损失	-2	-4	-4	-4	-5	
营运资金变动	33	251	-11	-42	-63	
其它	2	-2	8	6	5	
投资活动现金流	-199	-197	-23	-223	-209	
资本支出	-179	-200	-17	-218	-204	
长期投资	-22	0	0	0	0	
其他	2	4	-6	-6	-5	
筹资活动现金流	-299	35	-190	-69	-90	
吸收投资	-199	17	0	0	0	
借款	5	32	-131	0	0	
支付利息或股息	-74	-36	-59	-69	-90	
现金流净增加额	-182	223	-13	-44	5	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

唐有力，华中科技大学工学学士，15 年的快消品行业经验，10 年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

娄青丰，金融硕士，毕业于中央财经大学，覆盖速冻食品（深度研究 安井食品、千味央厨、立高食品），和调味品（深度研究 安琪酵母、天味食品，熟悉 海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、颐海国际、宝立食品、日辰股份）。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深度研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深度研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深度研究农夫山泉）行业。

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。