消费升级与娱乐研究中心

煌上煌 (002695.SZ) 买入（维持评级）

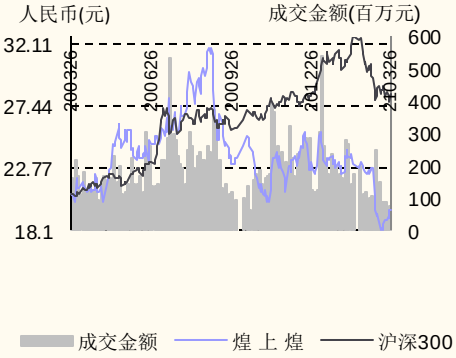
公司点评

市场价格（人民币）： 19.66 元

利润增速超预期，增长逻辑清晰

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.13
已上市流通 A 股(亿股)	4.61
总市值(亿元)	100.81
年内股价最高最低(元)	31.85/18.10
沪深 300 指数	5038
中小板综	12221



相关报告

1.《改革焕新，拓店驶入快车道-煌上煌覆盖报告》，2021.1.11

公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,117	2,436	3,095	3,724	4,296
营业收入增长率	11.56%	15.09%	27.03%	20.32%	15.36%
归母净利润(百万元)	220	282	339	425	521
归母净利润增长率	27.45%	28.04%	20.23%	25.27%	22.47%
摊薄每股收益(元)	0.429	0.550	0.662	0.829	1.015
每股经营性现金流净额	0.44	0.23	1.25	0.76	0.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.24%	11.64%	12.77%	14.60%	16.15%
P/E	38.20	41.62	29.72	23.72	19.37
P/B	3.91	4.85	3.79	3.46	3.13

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2020 年公司实现营业收入 24.36 亿元，同比+15.1%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比+28.0%，利润增速超预期。其中，Q4 实现营业收入 5.02 亿元，同比+14.2%；实现归母净利润 0.49 亿元，同比+453.7%。

经营分析

- **门店稳健扩张，疫情影响拖累单店收入。**报告期内公司鲜货产品/米制品业务营收同比+13.6%/29.6%。全年新开门店 1206 家，净增 921 家；截止年底共有 4627 家门店，同比+24.9%。其中直营/加盟门店分别占比 7.5%/92.5%，调研反馈机场高铁店/社区店/商超综合体店占比大致为 10%/45%/45%。公司鲜货产品营收增速低于门店增速，主要系疫情严重影响线下销售，单店收入下滑；米制品业务经整改后 2020 年业绩步入正轨。
- **毛利率优化、费用下滑带动利润端增速超预期。**2020 年公司毛利率提升 0.21pct 至 37.8%，Q4+6.97pct；鲜货产品/米制品业务毛利率分别同比+0.03/-0.15pct，我们认为均主要系原材料价格波动，尤其 Q4 采购成本有较大优化。销售/管理/研发/财务费率分别同比+0.72/ -1.35 /-0.20 /-0.06pct，带动全年净利率提升 1.05pct，Q4+8.41pct。销售费率提升主要系加大加盟商奖励扶持力度、新增较多直营门店。管理费率减少主要系 2020 年计提的股权激励费用大幅减少，主要在 Q4 计提，导致 Q4 报表端利润高增。
- **新一轮股权激励计划在即，增长动力及确定性较强。**目前公司正在酝酿新一轮股权激励计划，且给出今年发展指引：预计 2021 年新增门店 1400 家，继续开拓省外市场；营收和净利润增速均不低于 20%。考虑到公司门店拓张能力已得到验证，拓店目标预计完成压力不大，且在 2020 年低基数下预期单店收入有所提升，我们预计业绩指引完成确定性较强，且有超预期空间。

投资建议

- 鉴于公司增长逻辑已得到验证，新一轮激励计划有望激发员工动力，业绩指引清晰，我们将 21-22 年归母净利润分别上调 9.4%/12.1%。预计 21-23 年公司归母净利润为 3.39/ 4.25/ 5.21 亿元，同比+20.2%/25.3%/22.5%，对应 EPS 为 0.66/ 0.83/1.02 元，对应 PE 为 30/24/19X，维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动；门店拓张、单店恢复不达预期；食品安全问题。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	**1,898**	**2,117**	**2,436**	**3,095**	**3,724**	**4,296**
增长率		11.6%	15.1%	27.0%	20.3%	15.4%
主营业务成本	-1,243	-1,321	-1,515	-1,934	-2,328	-2,672
%销售收入	65.5%	62.4%	62.2%	62.5%	62.5%	62.2%
毛利	654	796	921	1,161	1,397	1,624
%销售收入	34.5%	37.6%	37.8%	37.5%	37.5%	37.8%
营业税金及附加	-20	-19	-18	-23	-30	-34
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-240	-313	-378	-443	-521	-601
%销售收入	12.6%	14.8%	15.5%	14.3%	14.0%	14.0%
管理费用	-141	-159	-150	-214	-242	-258
%销售收入	7.4%	7.5%	6.2%	6.9%	6.5%	6.0%
研发费用	-56	-69	-75	-93	-112	-129
%销售收入	2.9%	3.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润（EBIT）	197	236	300	388	492	601
%销售收入	10.4%	11.1%	12.3%	12.6%	13.2%	14.0%
财务费用	7	9	11	16	22	27
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	2	-8	5	-2	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	3	1	4	4	4
%税前利润	1.4%	1.1%	0.2%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	218	264	336	406	512	627
营业利润率	11.5%	12.5%	13.8%	13.1%	13.8%	14.6%
营业外收支	3	8	5	7	5	5
税前利润	**222**	**272**	**340**	**413**	**517**	**632**
利润率	11.7%	12.8%	14.0%	13.3%	13.9%	14.7%
所得税	-42	-46	-54	-70	-87	-107
所得税率	18.9%	16.8%	15.9%	16.9%	16.9%	16.9%
净利润	180	226	286	343	430	526
少数股东损益	7	6	4	4	5	5
归属于母公司的净利润	**173**	**220**	**282**	**339**	**425**	**521**
净利率	9.1%	10.4%	11.6%	11.0%	11.4%	12.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	180	226	286	343	430	526
少数股东损益	7	6	4	4	5	5
非现金支出	45	59	69	58	68	76
非经营收益	-9	0	3	1	-1	-6
营运资金变动	-63	-60	-239	238	-105	-91
经营活动现金净流	**153**	**225**	**120**	**640**	**392**	**505**
资本开支	-139	-121	-89	-114	-195	-215
投资	-70	30	-40	20	20	20
其他	3	3	1	4	4	4
投资活动现金净流	**-206**	**-88**	**-129**	**-90**	**-172**	**-192**
股权募资	110	-5	-4	30	0	0
债权募资	10	14	1	49	-112	-46
其他	80	-34	-52	-145	-177	-210
筹资活动现金净流	**200**	**-25**	**-54**	**-66**	**-289**	**-256**
现金净流量	**148**	**112**	**-63**	**484**	**-69**	**57**

资产负债表（人民币百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	931	1,043	985	1,469	1,400	1,457
应收款项	46	72	165	85	102	118
存货	535	638	791	795	957	1,098
其他流动资产	153	115	168	172	191	209
流动资产	1,665	1,867	2,109	2,520	2,650	2,882
%总资产	66.7%	67.5%	69.7%	72.0%	70.3%	69.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	617	679	698	772	900	1,043
%总资产	24.7%	24.5%	23.1%	22.0%	23.9%	25.1%
无形资产	158	176	178	189	197	203
非流动资产	832	897	918	980	1,117	1,266
%总资产	33.3%	32.5%	30.3%	28.0%	29.7%	30.5%
资产总计	**2,497**	**2,765**	**3,027**	**3,501**	**3,767**	**4,148**
短期借款	79	98	105	158	46	0
应付款项	282	275	256	401	480	549
其他流动负债	45	45	46	67	82	97
流动负债	405	417	407	626	608	646
长期贷款	15	10	9	9	9	9
其他长期负债	143	142	139	135	135	135
负债	**563**	**569**	**555**	**770**	**751**	**789**
普通股股东权益	**1,895**	**2,151**	**2,423**	**2,679**	**2,959**	**3,296**
其中：股本	514	513	513	513	513	513
未分配利润	671	832	1,037	1,240	1,495	1,808
少数股东权益	39	44	48	52	57	62
负债股东权益合计	**2,497**	**2,765**	**3,027**	**3,501**	**3,767**	**4,148**

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.336	0.429	0.550	0.662	0.829	1.015
每股净资产	3.688	4.190	4.726	5.181	5.678	6.287
每股经营现金净流	0.298	0.438	0.234	1.249	0.765	0.984
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.265	0.332	0.406
回报率						
净资产收益率	9.12%	10.24%	11.64%	12.77%	14.60%	16.15%
总资产收益率	6.92%	7.97%	9.32%	9.75%	11.42%	12.77%
投入资本收益率	7.89%	8.53%	9.76%	11.22%	13.51%	15.17%
增长率						
主营业务收入增长率	28.41%	11.56%	15.09%	27.03%	20.32%	15.36%
EBIT增长率	11.64%	19.74%	27.20%	29.41%	26.55%	22.35%
净利润增长率	22.72%	27.45%	28.04%	20.23%	25.27%	22.47%
总资产增长率	20.16%	10.73%	9.47%	15.66%	7.62%	10.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.4	7.3	13.3	7.3	7.3	7.3
存货周转天数	144.4	162.1	172.1	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	20.1	25.0	22.6	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	104.8	107.3	93.5	76.4	66.3	61.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.33%	-42.60%	-35.24%	-48.07%	-45.32%	-44.07%
EBIT利息保障倍数	-29.7	-27.6	-26.4	-24.1	-22.0	-21.9
资产负债率	22.56%	20.59%	18.34%	22.13%	20.20%	19.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402