

公司研究

成本上行盈利承压，期待经营修复

——煌上煌（002695.SZ）2022年三季度业绩点评

要点

事件：公司发布2022年三季报，前三季度公司实现收入16.18亿元，同比下滑16.33%，归母净利润0.84亿元，同比下滑53.97%，其中Q3公司实现收入4.36亿元，同比下滑17.23%，归母净利润0.05亿元，同比下滑86.40%。

终端门店受疫情影响较大，期待后续经营恢复。一方面，当前整体消费环境依旧承压，根据久谦数据，3Q22各行业在营门店总数同比下滑14%，截至2022年三季度末，煌上煌门店数4000家左右，较2021年底的4281家有所下降，门店扩张仍需等待消费进一步修复；另一方面，参考竞品，尽管Q3行业门店经营有所修复，但速度并不算快，我们推测公司单店收入较去年同期仍有一定下滑。但同时最困难的时候已经过去，Q3食品饮料板块多个龙头业绩有所修复，Q4消费需求有望进一步改善，公司或将有所受益，期待业绩拐点。

原材料上涨致使盈利承压，费用管控较好。3Q22公司实现毛利率27.43%，同比减少6.02pcts，环比减少0.03pct，因饲料价格上涨，高温导致鸭苗病死率高，供需失衡，今年的鸭副成本较去年有明显上涨，成为侵蚀利润的最大因素，但是环比看成本压力变化不大，随着鸭苗供给量逐步提升及高温褪去，原材料成本有下修可能性，届时公司毛利率将充分释放弹性。3Q22公司销售费用率16.82%，同比减少2.60pcts，管理费用率8.11%，同比提升0.62pcts，整体费用控制较好，在成本明显提升的大背景下，今年以来不少企业多采用精简费用的方式，一定程度上缓解了毛利率下降的压力。综上，3Q22公司归母净利率为1.05%，同比减少5.33pcts，静待成本拐点。

卤味仍是成长性赛道，公司长期展望“千城万店”目标。短期疫情扰动对行业造成一定负面影响，但长期看，卤味赛道仍为成长性行业，且休闲卤味品牌已逐步渗透餐桌卤味业务，打开第二成长曲线。公司短期积极推动渠道结构调整，强化街边社区店建设，业绩表现有望企稳，同时公司产能逐步扩张，重庆、咸阳工厂已于今年投产，嘉兴工厂或明年投产，有望为公司“千城万店”目标提供充分支持。

盈利预测、估值与评级：公司在卤味赛道耕耘多年，拥有一定品牌及渠道基础，期待疫后消费修复及成本下行后的盈利释放，但考虑短期疫情扰动的不确定性，我们下调2022-23年归母净利润预测至1.40/2.12亿元，较上次下调57.1%/47.8%，新增2024年归母净利润预测2.72亿元，当前股价对应PE为35/23/18倍，维持“增持”评级。

风险提示：成本继续上行，门店拓展不顺利，疫情反复。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,436	2,339	2,444	2,775	3,192
营业收入增长率	15.09%	-4.01%	4.50%	13.56%	15.00%
净利润(百万元)	282	145	140	212	272
净利润增长率	28.04%	-48.76%	-3.44%	52.04%	28.22%
EPS(元)	0.55	0.28	0.27	0.41	0.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.64%	6.21%	5.73%	8.01%	9.32%
P/E	18	34	35	23	18
P/B	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-31

增持（维持）

当前价：9.63元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijjq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

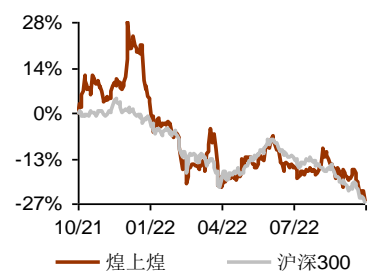
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.12
总市值(亿元)	49.33
一年最低/最高(元)	9.58/17.11
近3月换手率	43.85%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.46	2.91	-1.60
绝对	-11.24	-13.32	-29.48

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,436	2,339	2,444	2,775	3,192
营业成本	1,515	1,567	1,711	1,887	2,138
折旧和摊销	54	57	67	75	84
税金及附加	18	20	21	24	27
销售费用	378	395	367	389	447
管理费用	150	143	141	158	182
研发费用	75	65	61	69	80
财务费用	-11	0	6	13	18
投资收益	1	2	0	0	0
营业利润	336	179	167	259	335
利润总额	340	182	177	269	345
所得税	54	37	36	55	70
净利润	286	145	141	214	275
少数股东损益	4	0	1	2	3
归属母公司净利润	282	145	140	212	272
EPS(元)	0.55	0.28	0.27	0.41	0.53

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	125	315	181	192	245
净利润	282	145	140	212	272
折旧摊销	54	57	67	75	84
净营运资金增加	451	-37	106	245	305
其他	-662	150	-132	-340	-416
投资活动产生现金流	-129	-199	-213	-240	-275
净资本支出	-89	-179	-213	-240	-275
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-39	-20	0	0	0
融资活动现金流	-54	-299	255	187	204
股本变化	-1	0	0	0	0
债务净变化	7	41	292	200	223
无息负债变化	-21	48	27	6	14
净现金流	-58	-182	224	139	175

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	37.8%	33.0%	30.0%	32.0%	33.0%
EBITDA 率	16.4%	11.1%	9.9%	12.8%	13.8%
EBIT 率	13.5%	7.6%	7.1%	10.1%	11.1%
税前净利润率	14.0%	7.8%	7.2%	9.7%	10.8%
归母净利润率	11.6%	6.2%	5.7%	7.6%	8.5%
ROA	9.5%	4.8%	4.1%	5.5%	6.3%
ROE (摊薄)	11.6%	6.2%	5.7%	8.0%	9.3%
经营性 ROIC	10.5%	5.2%	4.7%	6.7%	7.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	18%	21%	28%	30%	32%
流动比率	5.18	4.57	3.00	2.61	2.36
速动比率	3.24	2.78	1.90	1.66	1.50
归母权益/有息债务	21.27	14.99	5.44	4.09	3.36
有形资产/有息债务	24.80	17.98	7.25	5.64	4.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	3,027	3,021	3,451	3,871	4,383
货币资金	985	803	1,026	1,166	1,341
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	125	109	114	122	140
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	41	27	28	32	36
存货	791	737	805	888	1,007
其他流动资产	124	147	147	147	147
流动资产合计	2,109	1,887	2,200	2,451	2,770
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	624	661	698	758	841
在建工程	74	102	183	258	332
无形资产	98	125	132	139	146
商誉	40	40	40	40	40
其他非流动资产	19	143	143	143	143
非流动资产合计	918	1,134	1,251	1,420	1,613
总负债	555	644	964	1,170	1,407
短期借款	105	113	448	648	871
应付账款	93	92	100	110	124
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	1	1	1	1
流动负债合计	407	413	733	939	1,176
长期借款	9	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	139	231	231	231	231
非流动负债合计	148	231	231	231	231
股东权益	2,472	2,376	2,487	2,701	2,976
股本	513	512	512	512	512
公积金	903	825	839	860	887
未分配利润	1,037	1,077	1,172	1,363	1,608
归属母公司权益	2,423	2,328	2,437	2,649	2,921
少数股东权益	48	49	50	52	55

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	15.50%	16.89%	15.00%	14.00%	14.00%
管理费用率	6.16%	6.13%	5.75%	5.70%	5.70%
财务费用率	-0.47%	0.02%	0.26%	0.46%	0.57%
研发费用率	3.07%	2.79%	2.50%	2.50%	2.50%
所得税率	16%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.13	0.06	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.24	0.62	0.35	0.37	0.48
每股净资产	4.73	4.54	4.76	5.17	5.70
每股销售收入	4.75	4.56	4.77	5.42	6.23

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	18	34	35	23	18
PB	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.5	22.9	22.8	16.0	13.4
股息率	1.3%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE