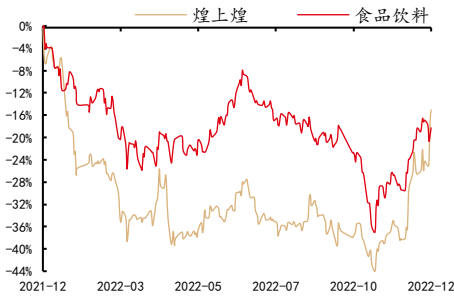




股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	14.58
总股本/流通股本(亿股)	5.12 / 4.64
总市值/流通市值(亿元)	75 / 68
52周内最高/最低价	17.20 / 9.63
资产负债率(%)	21.3%
市盈率	51.70
第一大股东	煌上煌集团有限公司
持股比例(%)	38.6%

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

煌上煌(002695)

门店扩张+单店改善，业绩将迎底部反转

● 事件

公司发布《2022年度非公开发行A股股票预案》，本次发行为面向特定对象的非公开发行，发行对象为新余煌上煌投资管理中心(有限合伙)，共1名特定投资者。发行价格为10.09元/股，非公开发行股票数量不超过4459.86万股，拟募集资金总额预计不超过4.5亿元。

● 核心观点

定增预案出炉，扩产助力全国性门店扩张。公司向新余煌上煌投资管理中心(实际控制人与公司实控人一致)非公开发行0.45亿股股票，价格10.09元/股，认购金额4.50亿元，本次拟募集资金扣除发行费用后全部用于丰城煌大食品有限公司肉鸭屠宰及副产物高值化利用加工建设项目(一期)、浙江煌上煌食品有限公司年产8000吨酱卤食品加工建设项目及海南煌上煌食品有限公司食品加工及冷链仓储中心建设项目。定增三大项目建设期均为2年，一方面将增加公司的鸭产品加工能力，另一方面将在华东和海南地区分别增加8000吨和4000吨的产能。2022年公司预计新增酱卤产能1.6万吨，若定增项目达成投产后整体产能有望达到11.7万吨，为“千城万店”计划提供产能支持。

三大品牌联合经营开创酱卤行业领军企业，疫情后将加速门店扩张。煌上煌以主攻卤味肉制品市场，以独特辣味深耕江西、辐射全国，“独椒戏”、“真真老老”分别聚焦卤烤猪蹄和米制品，多品牌发展满足市场多样性需求。公司以加盟模式为主，近几年来门店数量不断扩张，品牌也逐渐走出江西向全国扩张。2020年疫情爆发之初快速拓店，全年新开店1206家，门店总数达到4627家，2021年至今公司门店规模随之收缩，门店总数减少346家至4281家，截至22Q3末直营门店和加盟店门店总数在4000家左右，历经两年来市场筛选后的存活门店更具经营韧性。

公司门店结构偏重高线城市和势能点位，受疫情影响较大。从门店结构看，约有68.7%的门店分布在高线城市(一线/新一线/二线)，其中二线城市占比近35%，该类线级市场受到疫情影响较大。再看点位结构，据相关数据公司统计，煌上煌在营门店中约48%的门店分布在社区和沿街，其余近52%的门店位于学校、购物中心、办公楼、交通枢纽等易受人流量影响的高势能地区，因此今年以来的全国多地疫

情封控对门店收入产生了较大影响。经粗略测算，公司加盟店平均单店收入自 20 年疫情下滑以来，21 年单店收入同比 20 年呈现出明显修复态势，22 年门店经营再受挫，根据前三季度经营情况及全年预测，预计单店收入同比 21 年下滑 15% 左右。

成本端压力高点已过去。22 年鸭副产品、油脂等主要原材料价格上涨导致净利润同比大幅下滑，即便今年对主要地区鸭副、牛副等产品提价 5%-15% 左右，但难以对冲成本压力带来的利润缺口。从近期原料价格跟踪情况来看，毛鸭及鸭副产品受供需影响价格短期内难以回落但价格上行空间有限，猪肉价格年前自高位下跌，成本压力即将得到释放。

我们认为，今年 Q3 为连锁卤制品行业需求端和成本端双重压力的至暗时刻，受损越多后期复苏带来的弹性则越大。

展望未来，开店时序将回归正常，预计新开门店 1000 家左右，预计未来维持 10% 以内的关店率，净开门店 600-700 家。收入端，假设加盟店单店收入同比 21 年降幅收窄至 5%（成熟门店恢复至 21 年水平、新开店需爬坡期），在乐观复苏预期下预计 23 年全年营收 24.7 亿元，同比增长 25%。成本费用端，原材料价格将自高位下落，毛利率回升至 32%，销售费用率略有抬升，全年归母净利润预计为 1.99 亿，同比增长 60.6%。2024 年看回归到正常年份 10% 净利率水平，预计实现营收 28.5 亿，同比增长 15.2%，归母净利润 2.99 亿，同比增长 50.2%。

● 盈利预测与投资评级

我们预测 22-24 年营业收入分别为 19.76/24.70/28.46 亿元，同比增长-15.5%/25.0%/15.2%，预测归母净利润分别为 1.24/1.99/2.99 亿元，同比增长-14.4%/60.6%/50.2%，EPS 分别为 0.24/0.39/0.58 元，对应当前股价 PE 分别为 58.9/36.6/24.4 倍，给予 23 年 42 倍 PE 估值，对应目标价 16.38 元，首次覆盖“买入”评级。

● 风险提示

门店恢复速度不及预期；原材料价格波动风险；产能扩充不及预期；食品安全风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2339	1976	2470	2846
增长率 (%)	-4.0%	-15.5%	25.0%	15.2%
EBITDA (百万元)	264	235	326	430
归属母公司净利润 (百万元)	145	124	199	299
增长率 (%)	-48.8%	-14.4%	60.6%	50.2%
EPS (元/股)	0.28	0.24	0.39	0.58
市盈率 (P/E)	50.39	58.85	36.64	24.39
市净率 (P/B)	3.13	3.01	2.83	2.59
EV/EBITDA	30.39	28.21	20.24	15.00

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	2339	1976	2470	2846	营业收入	-4.0%	-15.5%	25.0%	15.2%
营业成本	1567	1386	1662	1827	营业利润	-46.7%	-17.7%	62.7%	51.3%
税金及附加	20	16	21	24	归属于母公司净利润	-48.8%	-14.4%	60.6%	50.2%
销售费用	395	267	338	376	获利能力				
管理费用	143	125	163	196	毛利率	33.0%	29.9%	32.7%	35.8%
研发费用	65	58	72	87	净利率	6.2%	6.4%	8.2%	10.6%
财务费用	0	3	-1	-2	ROE	6.2%	5.1%	7.7%	10.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	7.7%	6.2%	11.1%	15.7%
营业利润	179	147	240	363	偿债能力				
营业外收入	9	9	9	9	资产负债率	21.3%	16.9%	17.1%	16.4%
营业外支出	6	4	4	4	流动比率	4.57	6.50	6.15	6.35
利润总额	182	153	245	368	营运能力				
所得税	37	27	43	65	应收账款周转率	21.44	24.38	24.38	24.38
净利润	145	126	202	303	存货周转率	2.13	2.03	2.03	2.03
归母净利润	145	124	199	299	总资产周转率	0.77	0.66	0.78	0.83
每股收益(元)	0.28	0.24	0.39	0.58	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.28	0.24	0.39	0.58
货币资金	803	977	1038	1207	每股净资产	4.54	4.73	5.03	5.48
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	109	82	102	118	PE	50.39	58.85	36.64	24.39
预付款项	65	43	54	62	PB	3.13	3.01	2.83	2.59
存货	737	681	817	898	现金流量表				
流动资产合计	1887	1904	2163	2460	净利润	145	97	173	274
固定资产	782	754	734	711	折旧和摊销	82	79	82	64
在建工程	102	95	78	61	营运资本变动	38	150	-138	-92
无形资产	125	120	116	112	其他	5	36	32	30
非流动资产合计	1134	1075	1013	969	经营活动现金流净额	271	361	148	277
资产总计	3021	2979	3175	3428	资本开支	-189	-20	-20	-20
短期借款	113	0	0	0	其他	-10	-4	-4	-4
应付票据及应付账款	92	89	106	117	投资活动现金流净额	-199	-24	-24	-24
其他流动负债	208	204	245	270	股权融资	-114	0	0	0
流动负债合计	413	293	352	387	债务融资	86	-133	-19	-18
其他	231	212	193	175	其他	-272	-31	-44	-65
非流动负债合计	231	212	193	175	筹资活动现金流净额	-299	-163	-63	-83
负债合计	644	504	544	562	现金及现金等价物净增加额	-227	174	61	170
股本	512	512	512	512					
资本公积金	672	672	672	672					
未分配利润	1144	1240	1394	1625					
少数股东权益	49	50	53	57					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2376	2474	2631	2867					
负债和所有者权益总计	3021	2979	3175	3428					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048