

煌上煌 (002695.SZ) / 食品制造

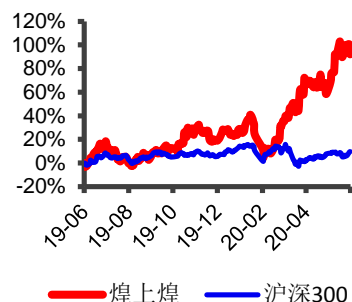
门店加速扩张, 酱卤之煌扬帆起航

**评级: 买入 (首次)**
**市场价格: 23.66**
**分析师: 范劲松**
**执业证书编号: S0740517030001**
**电话: 021-20315138**
**Email: fanjs@r.qlzq.com.cn**

### 基本状况

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 513   |
| 流通股本(百万股) | 458   |
| 市价(元)     | 23.66 |
| 市值(百万元)   | 12100 |
| 流通市值(百万元) | 10800 |

### 股价与行业-市场走势对比



### 公司盈利预测及估值

| 指标        | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,898  | 2,117  | 2,541  | 3,065  | 3,742  |
| 增长率 yoy%  | 28.41% | 11.56% | 20.01% | 20.66% | 22.08% |
| 净利润       | 173    | 220    | 289    | 369    | 473    |
| 增长率 yoy%  | 22.72% | 27.45% | 31.08% | 27.78% | 28.27% |
| 每股收益(元)   | 0.34   | 0.43   | 0.56   | 0.72   | 0.92   |
| 每股现金流量    | 0.30   | 0.44   | 0.53   | 2.57   | -0.54  |
| 净资产收益率    | 9.12%  | 10.24% | 8.96%  | 10.49% | 11.58% |
| P/E       | 71.46  | 56.07  | 42.78  | 33.48  | 26.10  |
| PEG       | 2.54   | 1.93   | 1.62   | 1.19   | 0.90   |
| P/B       | 6.52   | 5.74   | 3.83   | 3.51   | 3.02   |

备注: 股价数据更新截止 2020 年 6 月 5 日

### 投资要点

- **核心观点:** 我们认为, 一个行业允许多种生态同时生存, 尤其是在有增量的行业中更是如此, 每家公司均有自身的成长逻辑。休闲卤味行业依旧处于拓展增长中, 消费场景广阔, 当下行业 CR5 仅 21% 仍有较大的提升空间。公司积极变革, 通过营销组织架构变革、调整省外扩张思路, 2019 年净增 698 家门店, 增速 23%。看好公司在强供应链加持下, 全国化进程的加速, 带动收入与业绩的增长。
- **卤制品行业千亿空间还能看得更远, 连锁业态下供应链强壁垒助力头部企业份额提升。**从规模看, 根据 Frost & Sullivan 报告数据, 休闲卤制品 2019 年规模约 923.5 亿元, yoy+11.9%。五年复合增速为 17.6%, 是休闲食品中增速最快的子板块。卤制品兼具餐桌及零售属性, 消费场景广阔, 预计未来 3-5 年仍能保持 10% 左右增速。从格局看, 卤制品行业 CR5 仅 21%, 但头部企业几乎瓜分尽连锁渠道份额, 我们认为供应链为卤制品连锁业态筑起壁垒, 助力头部企业份额进一步提升。
- **深耕近 30 年的老牌卤味企业变革后再次扬帆起航。**公司成立于 1993 年, 主营业务系酱卤肉制品, 自 2012 年上市后, 业绩受多方面影响经历大起大落, 2017 年董事会换届后, 褚浚董在营销、省外扩张、品牌升级、信息化管理等多方面进行改革, 帮助公司重回增长快车道。2018 年推出限制性股票激励计划, 要求 2018-2020 年加回摊销费用的扣非净利润增速同比 2017 年不低于 25%/50%/100%, 有效提升管理层积极性。
- **公司核心优势: 省外门店快速扩张加快公司全国化进程, 强供应链为营收增长保驾护航。**公司在管理层及董事会换届后, 积极调整省外扩张思路, 通过: 1) 营销组织架构变革: 将营销组织由原来的大区改为省区制管理从 5 大区裂变到 12 个省区 (19 年至 19 个), 实行组织扁平化, 加强执行力。2) 调整省外扩张方式: 从简单复制江西省内模式以社区店进入改为以高势能门店作为突破口进入, 加强地推宣传互动, 强化新区域消费者对品牌的认识。3) 把新店存活率纳入考核指标, 深化 PK 模式, 提升新店运营质量。使得公司全国化进程加速, 2019 年底共有专卖店 3706 家, 净增 698 家, 大幅提速至 23%。在供应链端, 全国“大基地+小基地”布局生产为全国化保驾护航。
- **疫情背景下, 一季度收入业绩双放缓, 但对加盟商的扶持+拿店的机遇有助于公司长期发展。**疫情期间餐饮渠道、物流配送等多方受到限制, 公司 2020Q1 营收 5.41 亿元, yoy+8.28%; 归母净利润 0.65 亿元, yoy+2.08%, 收入和业绩增速放缓, 但仍能维持正增长。面对危机, 公司投入费用扶持加盟商, 加

强加盟商对品牌的认可度与忠诚度，转危为机；同时账面资金充裕，公司有能力抓住机遇逆势拿店，推进今年 1200 家新增门店计划的完成。

- **盈利预测及投资建议：**看好公司在行业扩容背景下，全国开店加速带动业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。得益于重新调整省外扩张思路（扁平化营销组织架构+以高势能门店作为新区域突破口），2019 年公司门店净增近 700 个。我们认为公司的新思路将助力全国化进程加速，从而带动收入高速增长，同时强供应链能力能有效管控成本，盈利能力有望提升。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 25.41/30.65/37.42 亿元，同比增长 20.01%/20.66%/22.08%，考虑 20-21 年股权激励费用 363.45、68.02 万元后，预计归母净利润为 2.89/3.69/4.73 亿元，同比增长 31.08%/27.78%/28.27%，EPS 分别为 0.56/0.72/0.92 元，对应 PE 分别为 42X、33X、25X。公司作为休闲卤制品头部企业，门店全国化布局加速中，预计未来 3 年内增速高于行业增速，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全事件风险、全球疫情持续扩散风险、门店扩张不如预期风险、原材料价格波动风险。

## 目录

|  |        |
|--|--------|
| 卤制品行业：兼具餐桌与零食属性，千亿空间还能看更远.....           | - 5 -  |
| 规模：千亿规模未见顶，广阔消费场景持续驱动行业发展 .....          | - 5 -  |
| 格局：行业低集中度，供应链+加盟模式助力连锁卤制品龙头脱颖而出 .....    | - 9 -  |
| 公司简介：酱卤之煌，再次扬帆起航.....                    | - 11 - |
| 发展历程：深耕三十年，子承母业再起航 .....                 | - 11 - |
| 股权结构：家族控股股权稳定，员工持股激励激发活力，增持体现长期信心 .....  | - 12 - |
| 主营业务：起源江西，以新鲜酱卤制品为主 .....                | - 13 - |
| 核心优势：门店加速扩张，强供应链为全国化保驾护航.....            | - 14 - |
| 产品：产品线丰富，价格处于平均水平 .....                  | - 14 - |
| 品牌：品牌升级助力老品牌焕发新生 .....                   | - 16 - |
| 渠道：线下开店全国化加速中，线上拥抱新零售加速全渠道融合 .....       | - 16 - |
| 供应链：全产业链覆盖，协同效应强，大基地+小基地布局生产为全国化护航 ..... | - 18 - |
| 财务分析：对比同业，ROE 提升空间大.....                 | - 20 - |
| 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 .....                 | - 22 - |
| 收入分项预测.....                              | - 22 - |
| 盈利预测 .....                               | - 22 - |
| 风险提示 .....                               | - 23 - |

## 图表目录

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| 图表 1：休闲卤制品市场规模.....                 | - 5 -  |
| 图表 2：休闲食品各子行业增速.....                | - 5 -  |
| 图表 3：休闲卤制品子分类销售规模（单位：亿元） .....      | - 5 -  |
| 图表 4：2018 年休闲卤制品的渠道占比 .....         | - 5 -  |
| 图表 5：2018 年中国人口年龄结构及消费意愿 .....      | - 6 -  |
| 图表 6：2015-2017 年消费者每月各渠道购物频率.....   | - 6 -  |
| 图表 7：2017 年便利店及网购人群年龄结构.....        | - 6 -  |
| 图表 8：小镇青年引领下线消费趋势.....              | - 6 -  |
| 图表 9：标准化工艺提升生产效率 .....              | - 7 -  |
| 图表 10：我国冷藏车数量.....                  | - 7 -  |
| 图表 11：休闲卤制品的 4 大消费场景.....           | - 7 -  |
| 图表 12：2019 年煌上煌、绝味和周黑鸭各城市万人门店数..... | - 8 -  |
| 图表 13：休闲卤制品行业产业链.....               | - 9 -  |
| 图表 14：煌上煌、绝味、周黑鸭生产基地全国布局.....       | - 9 -  |
| 图表 15：2018 年休闲卤制品竞争格局.....          | - 9 -  |
| 图表 16：公司营收及增速.....                  | - 11 - |
| 图表 17：公司归母净利润及增速.....               | - 11 - |

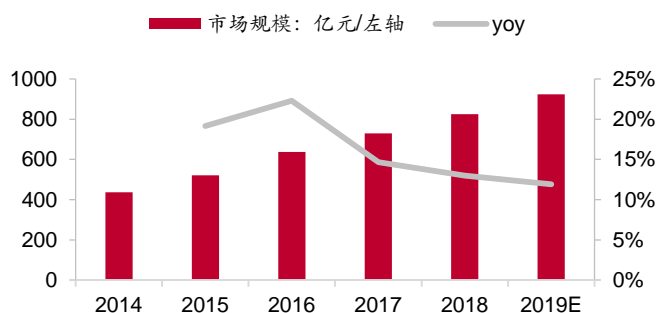
|   |        |
|---|--------|
| 图表 18: 公司股权结构 (截止 2019 年年底)             | - 12 - |
| 图表 19: 2018 年限制性股票激励计划                  | - 13 - |
| 图表 20: 公司主营收入按业务拆分                      | - 13 - |
| 图表 21: 公司主营收入按地区拆分                      | - 13 - |
| 图表 22: 2015-2019 年公司鲜货产品按门店拆分情况         | - 13 - |
| 图表 23: 煌上煌主要产品情况                        | - 15 - |
| 图表 24: 煌上煌、绝味、周黑鸭门店内产品价格对比 (单位: 元/250g) | - 15 - |
| 图表 25: 煌上煌赞助江西卫视春晚                      | - 16 - |
| 图表 26: 煌上煌赞助深圳国际马拉松                     | - 16 - |
| 图表 27: 煌上煌、绝味、周黑鸭门店数对比                  | - 17 - |
| 图表 28: 煌上煌、绝味加盟店单店收入 (出厂端)              | - 17 - |
| 图表 29: 煌上煌联合拼多多共同打造年货节                  | - 18 - |
| 图表 30: 煌上煌招募社区拼团团长                      | - 18 - |
| 图表 31: 公司覆盖全产业链                         | - 18 - |
| 图表 32: 主要产区毛鸭均价 (单位: 元/kg)              | - 18 - |
| 图表 33: 煌上煌肉制品吨成本                        | - 18 - |
| 图表 34: 煌上煌鲜货及包装产品毛利率情况                  | - 19 - |
| 图表 35: 新进入市场的生产基地布局过程                   | - 19 - |
| 图表 36: 煌上煌、绝味、周黑鸭 ROE 对比 (%)            | - 20 - |
| 图表 37: 煌上煌、绝味、周黑鸭权益乘数对比                 | - 20 - |
| 图表 38: 煌上煌、绝味、周黑鸭净利率对比 (%)              | - 20 - |
| 图表 39: 煌上煌、绝味、周黑鸭剔除投资净收益的净利率对比 (%)      | - 20 - |
| 图表 40: 煌上煌、绝味、周黑鸭销售毛利率对比 (%)            | - 21 - |
| 图表 41: 煌上煌、绝味、周黑鸭销售费用率对比 (%)            | - 21 - |
| 图表 42: 煌上煌、绝味、周黑鸭管理费用率对比 (%)            | - 21 - |
| 图表 43: 煌上煌、绝味、周黑鸭总资产周转率对比 (%)           | - 21 - |
| 图表 44: 煌上煌、绝味、周黑鸭存货周转天数对比               | - 21 - |
| 图表 45: 煌上煌、绝味、周黑鸭应收账款周转天数对比             | - 21 - |
| 图表 46: 煌上煌收入分享预测 (收入单位: 百万元)            | - 22 - |
| 图表 46: 休闲食品可比公司估值表                      | - 23 - |
| 图表 47: 煌上煌财务预测三张报表                      | - 24 - |

## 卤制品行业：兼具餐桌与零食属性，千亿空间还能看更远

规模：千亿规模未见顶，广阔消费场景持续驱动行业发展

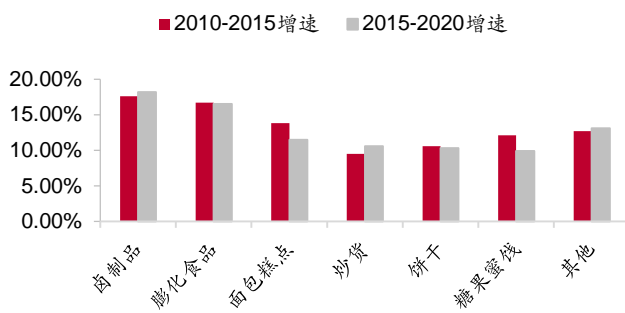
- 休闲卤制品规模近千亿，是休闲食品行业中增速最快的赛道。根据 Frost & Sullivan 报告数据，休闲卤制品 2019 年规模约 923.5 亿元，yoy+11.9%。五年复合增速为 17.6%，是休闲食品中增速最快的子板块，从卤制品子分类看：家禽制品占比最高、增速最快，2018 年规模 381.5 亿元，占比 46%，四年的复合增速为 19.8%。从渠道看：商超便利店、食品店及市场是最主要的渠道，占比分别为 35%/32%，连锁门店渠道占比 23%。但随着卤制品连锁企业的快速发展、卤制品从餐桌到日常消费的转变、外卖等新零售渠道的演变，预计连锁门店占比还将进一步提升。

图表 1：休闲卤制品市场规模



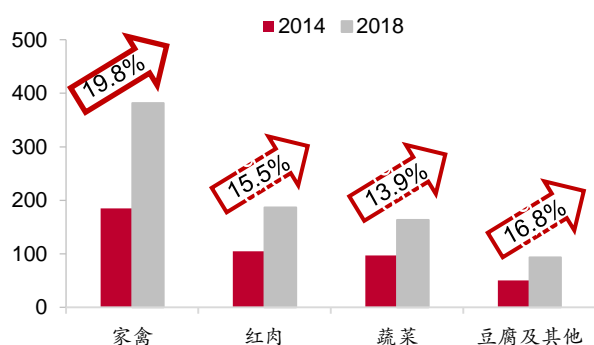
来源：Frost & Sullivan、中泰证券研究所

图表 2：休闲食品各子行业增速



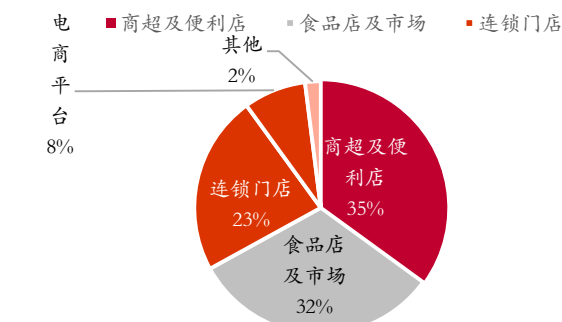
来源：Frost & Sullivan、中泰证券研究所

图表 3：休闲卤制品子分类销售规模 (单位：亿元)



来源：Frost & Sullivan、中泰证券研究所

图表 4：2018 年休闲卤制品的渠道占比



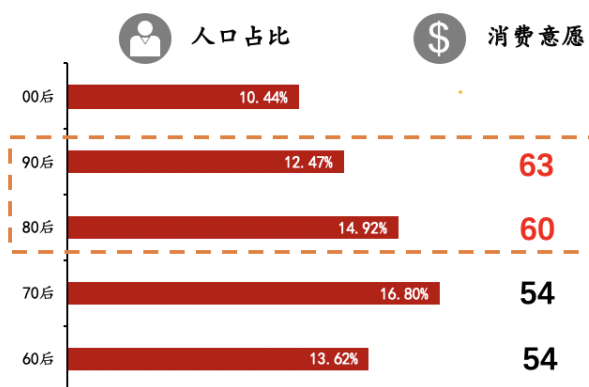
来源：观研天下、中泰证券研究所

- 从“人-货-场”角度分析，我们认为卤制品行业高增长的原因一是消费客群年轻化，休闲食品属性加强。鲜香麻辣等口味创新不断带来味蕾的刺激享受，具有解压和上瘾性特点，加之禽畜、肉类、蔬菜等品类更加丰富；二是产品口味/质量的标准可复制性+冷链物流发展驱动全国化扩张及渠道下沉。产品质量稳定+冷链物流快速发展为龙头跑马圈地提供强有力的支撑，助于品牌门店的快速扩张。三是随着消费场景扩大，渠道端连锁门店逐渐发力成为增长主要驱动。从佐餐食品向休闲食品延伸后，便捷性要求凸显，尤其小包装休闲化卤制品受到消费者喜爱，收益消费客群及习惯的改变，未来连锁门店的扩张空间大。



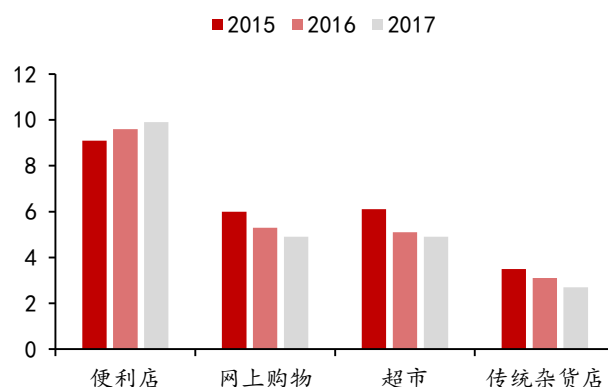
- **驱动一：从消费客群看年轻一代成为主力，休闲食品化趋势明显。**一是2018年80、90后人口占比达到27.39%，消费能力乐观的90后进入家庭生活，成长为休闲卤制品家庭佐餐消费市场的中坚力量。尼尔森数据显示，80后、90后的消费意愿显著强于70后和60后，同时购买力也不断提升，预计至2021年，18-35岁人群消费量增幅将达47%，带动家庭佐餐市场卤制品消费。二是从消费特性看，年轻群体对便捷性的需求不断增长，尤其青睐“小而美”的便利店及网购等消费渠道，带动了消费逻辑的转变，提高了移动消费渗透率。其中小镇青年有更高的新品尝试意愿和消费升级意愿，愿意购买高品质产品提升生活质量，引领了下线消费强势增长，为卤制品渠道下沉及向休闲零食品类延伸打下坚实基础。预计未来年轻群体将同时带动卤制品家庭端和零食端的需求增量，加速行业品牌化进程。

图表 5：2018 年中国人口年龄结构及消费意愿



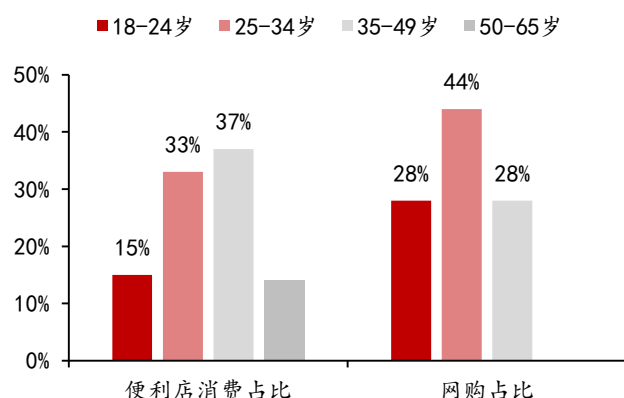
来源：国家统计局、尼尔森研究、中泰证券研究所

图表 6：2015-2017 年消费者每月各渠道购物频率



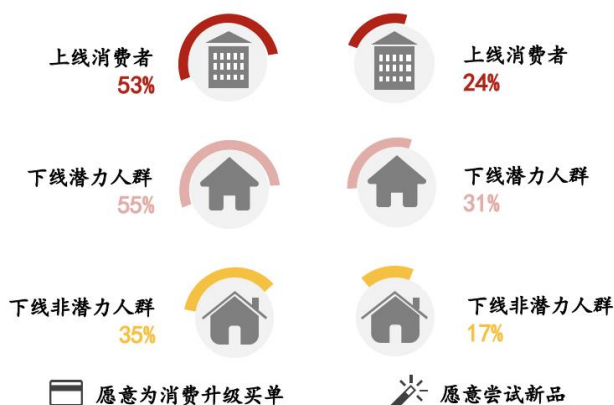
来源：尼尔森研究、中泰证券研究所

图表 7：2017 年便利店及网购人群年龄结构



来源：尼尔森研究、中泰证券研究所

图表 8：小镇青年引领下线消费趋势



来源：尼尔森研究、中泰证券研究所

- **驱动二：标准化工艺+冷链物流发展提升生产和运输效率。**卤制品制作通常包括解冻、分割、腌制、煮制、预冷、包装等步骤，目前多数企业使用解冻设备、真空滚揉机、标准化辅料配置线、夹层锅、自动化包装

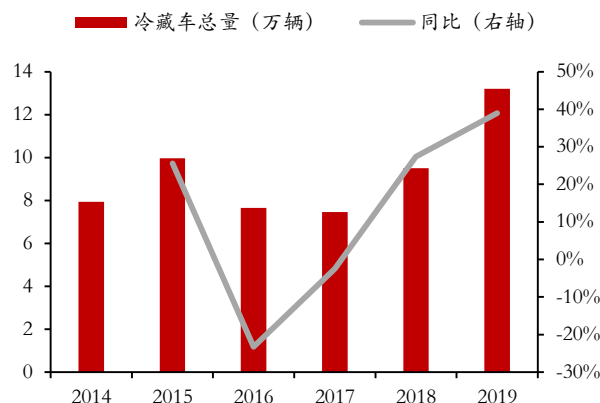
机等设备进行生产，实现了产品的标准化生产。卤制品产品口味与生产工艺息息相关，标准化工艺同时保障了口味的统一与生产效率，为企业实现规模化和连锁化提供了途径。物流配送方面，国内冷链运输规模不断扩大，冷链供应系统也愈发完善。2019年，我国冷藏车数量达到13.2万辆，同比上升38.95%。冷链供应的发展保证了食品的快捷供应和高新鲜度，为卤制品行业全面铺开全国市场提供了坚实后盾。

图表 9：标准化工艺提升生产效率



来源：煌上煌公众号、宁视界微信公众号、中泰证券研究所

图表 10：我国冷藏车数量



来源：中冷联盟、中泰证券研究所

- **驱动三：消费场景扩大支撑起行业千亿规模高成长，休闲食品属性驱动连锁门店快速扩张。** 卤制品同时具备家庭佐餐、日常休闲零食、酒店佐餐和送礼等消费场景与属性。过去鲜货卤制品的主要消费场景以佐餐居多，而未来随着连锁门店网点密度加大，卤制品作为休闲食品的消费场景会更多，消费频次会更高，行业空间将进一步加大。

图表 11：休闲卤制品的 4 大消费场景

| 市场   | 目标客户群     | 销售渠道                                   | 特点                       | 主要消费方式     |
|------|-----------|--|--------------------------|------------|
| 家庭   | 家庭成员      | 主要通过门店直接购买外带，辐射区域有限，一般门店在生活小区、集贸市场附近   | 免于制作之烦，为主要消费群体，销售零散，但较稳定 | 家庭日常       |
| 休闲食品 | 年轻人为主     | 一般通过门店直接购买，销售面广。门店一般集中在娱乐场所、景区街市、写字楼附近 | 具有开袋即食的方便食品特性，消费面广       | 逛街、休闲、娱乐小吃 |
| 酒店餐饮 | 以外出就餐人员为主 | 直接供应酒店、酒吧、夜市餐饮、快餐店、单位食堂等大客户            | 订单量大，销量较稳定               | 餐饮佐餐       |
| 礼品特产 | 礼品赠送及旅游人群 | 产品主打名优特产战略，主要有专卖店、商超专柜、机场、火车站等         | 保质期较长，订单量一般较大            | 礼品赠送及旅游特产  |

来源：煌上煌招股书、中泰证券研究所

- **1) 佐餐凉菜属性：便捷化趋势下佐餐属性仍将延续。** 过去，卤制品的一大消费场景是家庭佐餐需求：最早由个体经营户在家卤制食品，到菜场售卖，消费者购买用于家庭消费。现在卤制品的渠道虽然更为多样化，

但是消费便捷化趋势是不变的，这与速冻食品、复合调味品的 C 端逻辑相同，因此佐餐消费场景仍将保持增长带动行业空间提升。

## ■ 2) 休闲食品属性：连锁业态供给决定需求，网点布局密度带动增长。

卤制品作为休闲食品时，属性与街边小吃类似。消费需求由供给决定，即消费者的消费主要来源于“看到门店→冲动消费”，而非“想吃→专门去门店”，因此门店布局密度尤为重要。根据全国煌上煌、绝味和周黑鸭的万人餐厅数量，我们认为卤制品连锁业态在城市密度仍大有可为：许多一线城市万人门店数与基地市场相比仍有较大提升空间，是待持续挖掘的潜力市场。如南昌市 3 个品牌的万人门店数达到 1.2 个，是上海的 4.8 倍。随着卤制品消费习惯的不断延伸普及，品牌效应的不断提升，头部企业门店的持续布局能更有效地带动规模增长。

- **驱动四：一线城市高增长，下线城市崛起，渠道下沉有空间。**对比同省不同线级城市万人门店数量发现，大型城市的餐厅密度更高，如江西省内，南昌市 3 个品牌万人门店数分别是省内九江市(0.44)、新余市(0.34)的 2.8 和 3.6 倍。广东省内 3 个品牌的万人门店数也随着城市线级增加而减少。因此我们认为城镇化是助推餐饮门店密度的重要推手。从区域来看，2019 年各地区 GDP 均实现稳健增长，华东和华南地区 GDP 遥遥领先，增速维持在较高水平，华北、华中地区增速也分别达到 8.50% 和 17.46%，实现了高增长。食品消费方面，2018 年华东和华南地区人均食品消费稳步提升，华北、西北和东北地区的可观增速也预示着崛起之势。从城市层级来看，下线城市仍存在广泛的蓝海市场。近年来，新一线城市快速发展，一二线城市的高房价与高生活成本也不断推动人口向低线城市回流，2018 年三线、四线及以下城市人口占比高达 77.55%，庞大的人口基数孕育着很大市场。随着城镇化率越来越高、快递运输愈发普及，消费出现趋同现象，低线城市消费能力逐渐逼近一二线城市，一二线城市返乡人员带来的消费习惯的影响也促进了下沉市场的消费升级。尼尔森数据显示，2019Q3 二、三线城市消费趋势指数领跑，分别达到了 119 和 121。一线城市和四线城市较为稳定，农村地区存在波动，但整体仍呈增长趋势。未来随着收入上涨、渠道下沉，低线城市将有很大待挖掘的市场。

图表 12：2019 年煌上煌、绝味和周黑鸭各城市万人门店数

| 城市线级  | 城市    | 常住人口<br>(万人) | 人均GDP<br>(元) | 人均可支配收入<br>(元) | 门店数量 |      |     | 万人门店数(门店<br>数量/常住人口) |
|-------|-------|--------------|--------------|----------------|------|------|-----|----------------------|
|       |       |              |              |                | 煌上煌  | 绝味食品 | 周黑鸭 |                      |
| 一线城市  | 广东：深圳 | 1,344        | 203,489      | 62,522         | 419  | 430  | 85  | 0.70                 |
|       | 北京    | 2,154        | 164,243      | 67,756         | 37   | 416  | 115 | 0.26                 |
|       | 上海    | 2,428        | 157,138      | 69,442         | 31   | 490  | 78  | 0.25                 |
| 新一线城市 | 湖南：长沙 | 839          | 137,879      | 55,211         | 87   | 475  | 51  | 0.73                 |
|       | 湖北：武汉 | 1,121        | 145,545      | 46,010         | 4    | 199  | 292 | 0.44                 |
|       | 四川：成都 | 1,658        | 103,386      | 40,371         | 2    | 328  | 48  | 0.23                 |
| 二线城市  | 江西：南昌 | 560          | 100,415      | 38,015         | 382  | 241  | 50  | 1.20                 |
|       | 广东：佛山 | 816          | 131,775      | 54,043         | 47   | 118  | 7   | 0.21                 |
| 三线城市  | 江西：九江 | 492          | 63,584       | 28,436         | 107  | 104  | 6   | 0.44                 |
|       | 广东：汕头 | 566          | 47,669       | 26,613         | 13   | 18   | 1   | 0.06                 |
| 四五线城市 | 江西：新余 | 119          | 81,641       | 34,288         | 23   | 16   | 2   | 0.34                 |
|       | 广东：汕尾 | 302          | 35,958       | 22,783         | 6    | 4    | 1   | 0.04                 |

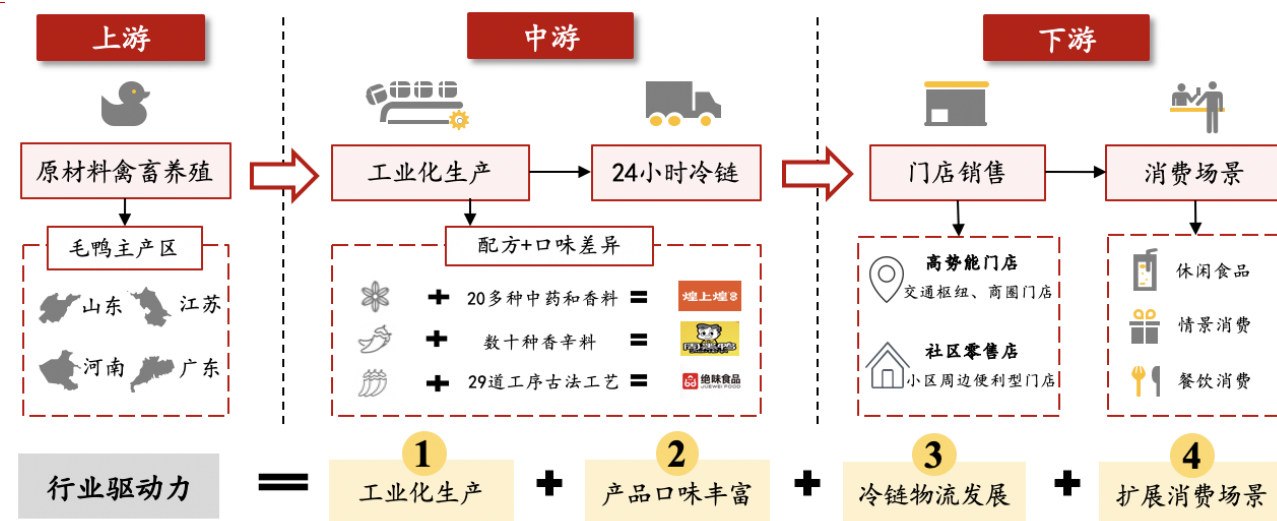
来源：大众点评、各省统计局、《2019 中国城市商业魅力排行榜》、中泰证券研究所



注：1）城市线级划分标准参考《2019 中国城市商业魅力排行榜》；2）江西南昌是煌上煌的起源地，因此万人卤制品数量显著高于其他地区，但省内对比万人门店数：南昌>九江>新余，与我们认为的城镇化是助推门店的重要动力相符。

■ 总结：我们认为行业长期高成长，未来 3-5 年持续维持 10%以上增长。

图表 13：休闲卤制品行业产业链

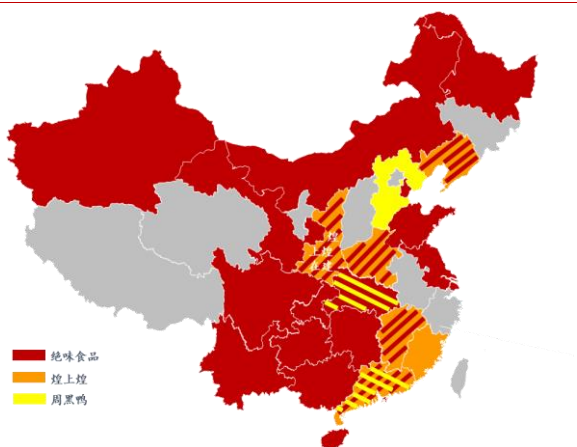


来源：中泰证券研究所绘制

格局：行业低集中度，供应链+加盟模式助力连锁卤制品龙头脱颖而出

■ 行业 CR5 仅 21%，但连锁渠道几乎被龙头瓜分。2018 年休闲卤制品行业 CR5 达到 21%，其中煌上煌占比 3%。我们注意到前 5 大企业均以连锁经营业态为主。根据草根调研，我们将头部 5 家企业的连锁门店收入按占比 85% 测算，它们连锁业态的收入在全行业中占比为  $21\% \times 85\% = 17.85\%$ ，而全行业连锁渠道占比 23%，因此实际上卤制品行业的连锁业态几乎都被龙头瓜分，格局基本稳定。

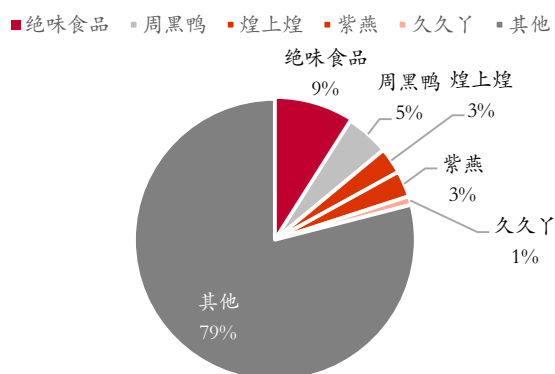
图表 14：煌上煌、绝味、周黑鸭生产基地全国布局



来源：公司年报、中泰证券研究所

注：颜色叠加表示代表公司此地都有工厂，灰色表示 3 家公司在此都没有生产基地。

图表 15：2018 年休闲卤制品竞争格局



来源：中国产业信息网、中泰证券研究所

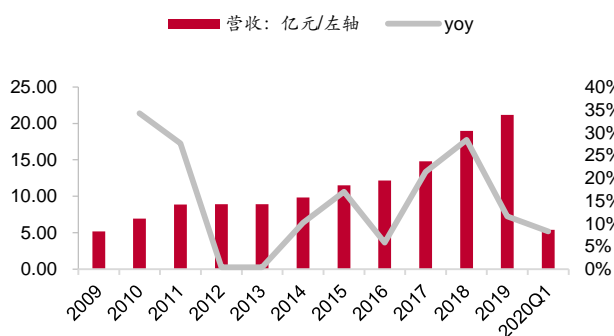
- **供应链为卤制品全国连锁业态构建强壁垒。**卤制品连锁店多以短保的鲜货卤制品为主，保质期短、易变质，需要全程冷链配送，配送半径受限，这类产品对供应链要求很高。上游采购鸭副产品完成生产后，需要根据门店订单配送到不同区域的连锁门店。供应链的管理需要有良好的库存管理能力、生产与门店销售端的协调能力和配送能力。前两者通常需要与供应链管理系统的参与，而后者则需要与生产基地布局的配合。目前，煌上煌、绝味、周黑鸭门店均覆盖我国多省份地区。与之相匹配的是生产基地多地布局：绝味拥有 28 个生产基地（24 个在国内，4 个在境外），仅 8 省未被覆盖（不含港澳台）；煌上煌在 6 省布局 6 大生产基地（陕西工厂在建中）；周黑鸭也在 3 省建立了现代化工厂。这些生产基地不仅能保障产品品质，更有助于企业深入挖掘当地市场，是供应链上重要的一环。
- **商业模式确定扩张速度：直营 VS 加盟。**连锁店的扩张模式分为直营和加盟两种。对比来看，直营门店由公司直接投资经营，投入大、资产重，但直控终端，对门店把控更好，毛利率、费用率都相对高；加盟门店由公司和加盟商合作运营，厂家负责生产、发货给终端，门店端则由加盟商负责，公司投入更小、资产轻，掌控终端的难度更高，毛利率、费用率相对低。加盟模式资产更轻，且来自不同地区的加盟商会更了解当地门店、政策情况，在选址，管理上因地制宜、具有灵活性，能节省部分直营模式下开拓新市场时的摸索阶段，因此加盟模式能有效加快门店扩张速度。

## 公司简介：酱卤之煌，再次扬帆起航

发展历程：深耕三十年，子承母业再起航

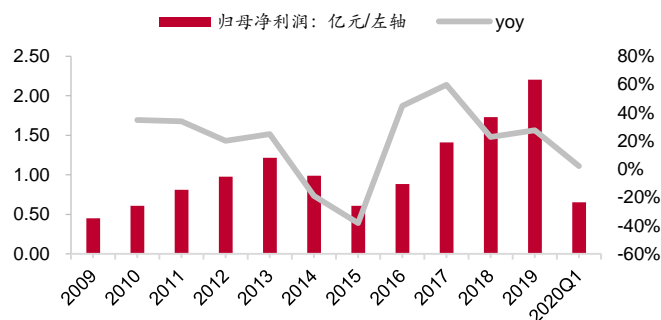
- **煌上煌成立于 1993 年，酱卤行业 27 年。**煌上煌集团食品股份有限公司于 1993 年在江西南昌成立，是一家集肉鸭养殖、屠宰加工、肉制品深加工、连锁销售、科研开发为一体的民营企业。2008 年公司变更设立股份有限公司后，于 2012 年 9 月在深交所挂牌上市，成为酱卤肉制品行业第一个上市公司。
- **波动中成长，企业战略思路逐渐清晰。**1) 2012-2013 年：外部禽流感影响+内部门店整改、地产价格高企致使开店放缓双重因素叠加导致公司收入陷入停滞状态，但得益于原材料成本下行，公司利润保持增长。2) 2014-2016 年：2014-2015 年江西省外扩张思路不对+原材料价格上行导致公司业绩下行。早期进行省外扩张时，煌上煌尝试复制江西模式，在新区域从社区店入手，缺乏品牌认知度，且不考核门店存活率导致公司新店存活率很低、门店扩张速度放缓，费用消耗大，加之原材料价格上行，使得公司业绩下滑。2015 年收入恢复增长系因收购真真老老并表所致。2016 年净增店铺仅 27 家使得收入增速较低，但受益于原材料价格的下行，业绩大幅提升。3) 2017 年至今：2017 年公司管理层换届后，重新调整省外扩张思路，门店扩张加速+原材料管控能力加强帮助公司收入业绩双增长。公司 2019 年实现营收 21.17 亿元，yoy+11.56%；归母净利润 2.20 亿元，yoy+27.45%。

图表 16：公司营收及增速



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 17：公司归母净利润及增速



来源：Wind、中泰证券研究所

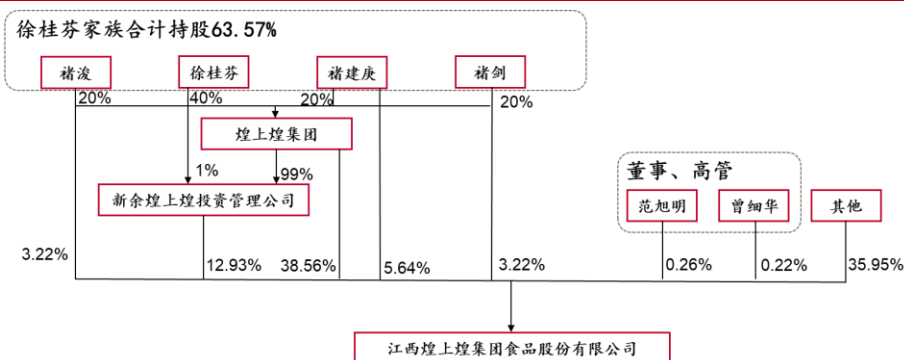
- **高管层改善：子承母业着手营销组织架构扁平化、调整省外扩张方式为公司带来新气象。**自 2017 年董事会换届，褚浚当选董事长后，放手改革，在营销组织架构、省外扩张、人才引进、信息化深化等多方面做出变化，引领公司重回增长之路。1) 营销组织架构变革：2018 年将营销组织由原来的大区改为省区制管理从 5 大区裂变到 12 个省区，把原来大区具备丰富实战经验、管理经验的大区负责人调回总部，加强总部管理力量。由中心垂直管理省区，实行组织扁平化、达到快速反应、执行到位的效果、真正做到了强执行。2019 年已新增至 19 个省区。2) 调

**整省外扩张方式：**从简单复制江西省内模式，以社区店进入改为以高势能门店作为突破口进入，加强地推宣传互动，强化新区域消费者对品牌的认识，帮助公司更顺利地开拓新市场。同时把新店存活率纳入考核指标，加强新门店的运营质量。**3) 品牌升级：**推出“好味道，匠心造”的全新品牌定位，并通过 VI、SI、吉祥物、休闲包装等一系列的品牌视觉，广告投放等来助力门店标准化打造、全国市场发展。**4) 加强信息化建设：**在营销端打造 CRM 系统。实现全渠道会员打通统一会员、客户细分精准营销、会员多维度数据分析、多触点提升消费者体验、培养会员忠诚度；在供应链端推动 MES 排产计划管理，导入 WMS 仓储管理系统，完善仓库原料、半成品等库存管理，做好先进先出，完成库存管理数据化、透明化等增强供应链管理的能力。**5) 重视人才培养：**成立煌上煌企业大学，强化人才培养。公司通过将营销商学院、生产工匠学院合并成立煌上煌企业大学，强化对专业技能、管理规范、团队建设、组织执行等方面的培训，提升业务管理人员管理水平，完善人才梯队建设。

**股权结构：家族控股股权稳定，员工持股激励激发活力，增持体现长期信心**

- **徐桂芬家族合计持股 63.58%，2019 年增持 500 余万股体现对公司的信心。**煌上煌创始人为徐桂芬家族（徐桂芬、褚建庚、褚浚、褚剑，其中徐桂芬和褚建庚为夫妻关系，褚浚和褚剑为兄弟关系，均系徐桂芬夫妇儿子），截止 2019 年年底，徐桂芬家族通过煌上煌集团、新余煌上煌投资管理公司与直接持有的股份共计持有公司 63.58% 股份。2019 年徐桂芬家族自上市以来首次增持公司股份，累计增持 586.68 万股，合计 7685.64 万元，体现对公司未来发展的良好信心。

**图表 18：公司股权结构（截止 2019 年年底）**



来源：公司年报、中泰证券研究所

- **2018 年推出限制性股票激励计划，激励机制大幅改善，提升员工积极性。**公司曾于 2013 年推出过一次股票激励计划，但因业绩考核未达标仅解锁第一期。2018 年公司再次推出限制股票激励计划，授予 227 名核心人员 1392.6 万限制性股票，要求 2018-2020 年净利润（扣除股权激励摊销费用后的扣非净利润）同比 2017 年增速分别不低于 25%/50%/100%，三年业绩翻两番的高要求能有效提升管理层等核心人员的积极

性，加强公司运营能力、提高运营效率。目前，前两期解锁目标均已达成：2018、2019 年摊销后扣非净利润同比增速分别为 46%/70%。

**图表 19：2018 年限制性股票激励计划**

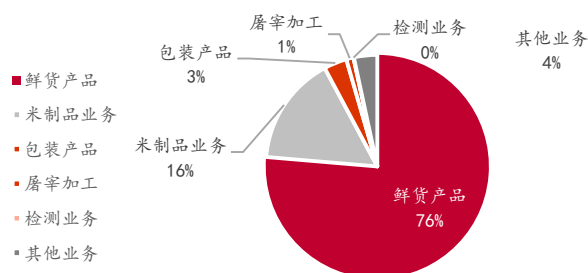
| 解除限售期    | 解除时间  | 解除比例 | 解除要求                                |
|----------|-------|------|-------------------------------------|
| 第一个解除限售期 | 12 个月 | 40%  | 2018 年度净利润同比 2017 年增长率 $\geq 25\%$  |
| 第二个解除限售期 | 24 个月 | 30%  | 2019 年度净利润同比 2017 年增长率 $\geq 50\%$  |
| 第三个解除限售期 | 36 个月 | 30%  | 2020 年度净利润同比 2017 年增长率 $\geq 100\%$ |

来源：公司公告、中泰证券研究所

**主营业务：起源江西，以新鲜酱卤制品为主**

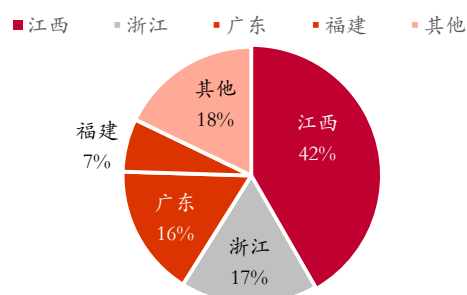
- **业务结构：酱卤制品收入占比近 80%。**公司主业为酱卤制品，贡献 80% 收入，包括鲜货产品（2019 年收入 16.16 亿元，yoy+15.21%，占比 76%）及包装产品（2019 年收入 7055.81 万元，yoy+9.32%，占比 3%）。其次，真真老老的米制品业务为公司贡献 16% 收入，2019 年实现收入 3.35 亿元，yoy-4.5%。其他收入还包括：屠宰加工、检测及收取的品牌使用费、加盟费等。
- **区域结构：公司处于半全国化状态，江西省、浙江、广东三省收入占比 75%。**江西省是公司创始地，也是公司大本营，2019 年收入 8.82 亿元，yoy+1.76%，贡献收入占比达 42%；收购的真真老老系浙江公司，因此浙江省贡献收入比例较大，达 17%，2019 年实现收入 3.65 亿元，yoy+0.06%。煌上煌正处于开拓新市场、全国化进程之中，其余地区收入增速更高，达到 30.6%

**图表 20：公司主营收入按业务拆分**



来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 21：公司主营收入按地区拆分**



来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 22：2015-2019 年公司鲜货产品按门店拆分情况**

| 鲜货拆分-门店 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------|------|------|------|------|------|
| 门店数     |      |      |      |      |      |
| 加盟店     | 2202 | 2235 | 2442 | 2818 | 3465 |
| 直营店     | 164  | 158  | 163  | 190  | 241  |
| 合计      | 2366 | 2393 | 2605 | 3008 | 3706 |
| 加盟 yoy  |      | 1%   | 9%   | 15%  | 23%  |
| 直营 yoy  |      | -4%  | 3%   | 17%  | 27%  |



|             |          |          |           |           |           |
|-------------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 加盟占比        |          | 93.40%   | 93.74%    | 93.68%    | 93.50%    |
| 直营占比        |          | 6.60%    | 6.26%     | 6.32%     | 6.50%     |
|             |          |          |           |           |           |
| <b>鲜货产品</b> |          |          |           |           |           |
| 鲜货产品销量      |          | 23555    | 26647     | 31192     | 33394     |
| yoy         |          |          | 13.13%    | 17.06%    | 7.06%     |
| 鲜货产品收入      | 88946.6  | 91154.64 | 110896.61 | 140287.41 | 161626.57 |
| yoy         |          | 2.48%    | 21.66%    | 26.50%    | 15.21%    |
| 鲜货产品成本      | 61399.37 | 59005.8  | 69130.08  | 89711.48  | 97378.98  |
| yoy         |          | -3.90%   | 17.16%    | 29.77%    | 8.55%     |
|             |          |          |           |           |           |
| 鲜货单店营收及成本   |          |          |           |           |           |
| 单店鲜货产品销量    |          | 9.84     | 10.23     | 10.37     | 9.01      |
| yoy         |          |          | 4%        | 1%        | -13%      |
| 单店鲜货产品收入    | 37.59    | 38.09    | 42.57     | 46.64     | 43.61     |
| yoy         |          | 1.33%    | 11.76%    | 9.55%     | -6.49%    |
| 单店鲜货产品成本    | 25.95    | 24.66    | 26.54     | 29.82     | 26.28     |
| yoy         |          | -4.98%   | 7.62%     | 12.39%    | -11.90%   |
|             |          |          |           |           |           |
| 鲜货单店单位价格及成本 |          |          |           |           |           |
| 鲜货单店单价      |          | 3.87     | 4.16      | 4.50      | 4.84      |
| yoy         |          |          | 7.54%     | 8.07%     | 7.62%     |
| 鲜货单店单成本     |          | 2.50     | 2.59      | 2.88      | 2.92      |
| yoy         |          |          | 4%        | 11%       | 1%        |

来源：公司公告、中泰证券研究所

## 核心优势：门店加速扩张，强供应链为全国化保驾护航

产品：产品线丰富，价格处于平均水平

- **产品线丰富，可适用于各种消费场景。**公司卤制品有鲜货、气调装（乐鲜装）、包装（真空装）三大系列共计 200+ SKU，在节假日还会推出礼盒装。其中真空装高温产品保质期更长，适应场景、渠道更多，公司计划除自产自销外，还会通过 OEM 进一步扩充产品品类。从原材料构成看，有禽肉、畜肉、豆制品、蔬菜类卤制品。丰富的产品线能满足消费者多样化的消费场景。

图表 23: 煌上煌主要产品情况

| 鲜货产品                           |   |  |   |   |  |
|--------------------------------|---|--|---|---|--|
| 产品<br>(散装称重, 即食为主,<br>保质期1-2天) | 鸭肫  | 鸭锁骨  | 鸭脖  | 鸭掌  | 鸭翅   |
|                                |    |     |   |    |   |
| 标准单价: 元/250g                   | 36  | 19.5   | 23  | 28.75   | 19.75  |
| 气调装产品 (乐鲜装)                    |   |  |   |   |  |
| 产品<br>(保质期8天)                  | 鸭肫  | 鸭锁骨  | 鸭脖  | 鸭掌  | 鸭翅   |
|                                |    |     |   |    |   |
| 单价: 一盒装价                       | 29.9元/200g  | 24.8元/200g   | 29.9元/200g  | 23.9元/155g  | 29.9元/150g   |
| 标准单价: 元/250g                   | 37.38   | 31.00  | 37.38   | 38.55   | 39.87  |
| 真空装产品                          |   |  |   |   |  |
| 产品<br>(保质期300天)                | 酱鸭  | 鸭锁骨  | 鸭脖  | 鸭掌  | 鸭翅   |
|                                |   |    |  |   |  |
| 单价: 一袋装价                       | 68元/450g  | 12.8元/100g   | 9.8元/60g  | 18.8元/125g  | 16.8元/125g   |
| 标准单价: 元/250g                   | 37.77777778   | 32   | 40.83333333   | 37.6  | 33.6   |
| 礼盒装及米制品                        |   |  |   |   |  |
| 产品<br>(保质期300天, 粽子礼盒<br>180天)  | 酱鸭礼盒  | 真空鸭肉礼盒   |   | 粽子礼盒  |  |
|                                |  |  |   |  |  |
| 礼盒内容                           | 一整只酱鸭   | 鸭掌、鸭脖、鸭翅、翅根、鸭舌   |   | 蛋黄、鲜肉、蜜枣粽   |  |
| 单价: 礼盒价                        | 78元/450g  | 88元/458g   |   | 69.9元/840g  |  |

来源: 煌上煌官网、天猫旗舰店、大众点评、中泰证券研究所

- 产品价格处于市场平均水平, 消费者对散装产品价格敏感度不高。对比煌上煌、绝味和周黑鸭门店产品价格发现, 煌上煌与绝味价格基本相当, 周黑鸭因为不销散装称重产品, 单价相对高。散装产品由店员一起称重后汇总结账, 消费者对单个品类的单价关注度更低, 从而价格敏感度偏低。以鸭锁骨为例, 当价格增加 5%以内时, 单价涨幅小于 1 元, 消费者对涨价的接受度会更高, 因此行业能维持较高毛利率, 且仍有提升空间。

图表 24: 煌上煌、绝味、周黑鸭门店内产品价格对比 (单位: 元/250g)

|      | 鸭肫   | 鸭锁骨  | 鸭脖   | 鸭掌   | 鸭翅   |
|------|------|------|------|------|------|
| 煌上煌  | 36.0 | 19.5 | 23.0 | 28.8 | 19.8 |
| 绝味食品 | 37.0 | 19.4 | 19.9 | 27.0 | 19.9 |
| 周黑鸭  | 40.2 | 31.3 | 25.0 | 30.6 | 30.0 |

来源: 大众点评、中泰证券研究所 注: 周黑鸭都是包装产品, 单价偏高

- 口味差异+供给决定需求逻辑致使行业短期内不会进行价格战。我们认

为行业短期内不会进行价格战,主要原因有:1)卤制品虽然原材料相同,但卤汁带来的口味差异较大,绝味主打麻辣而煌上煌主打酱卤,消费者具有一定偏好差异。2)消费需求主要由供给决定,因此我们认为只有在几个品牌的门店覆盖街区高度重合时,才有可能进行价格战。而行业现阶段仍在高速扩容,远未到达这个阶段。

#### 品牌: 品牌升级助力老品牌焕发新生

- 推出“好味道,匠心造”的全新品牌定位,多方配合进行品牌升级。公司于2018年推出“好味道,匠心造”的全新品牌定位,并通过VI、SI、CI、吉祥物、休闲包装等一系列的门店形象系统和导视系统品牌升级、加大央视、上星卫视品牌曝光,开启品牌体育营销元年,多项目参与国际马拉松、国际环鄱阳湖自行车赛、WCBA总决赛等体育赛事、打造煌上煌酱卤博物馆等进行品牌升级,提升自身品牌力。
- 加强营销端信息化,推动传统营销向互联网营销的转型升级。通过全力打造数字中心创新业务、赋能销售,通过打造CRM系统,实现全渠道会员打通统一会员、客户细分精准营销、会员多维度数据分析、多触点提升消费者体验、培养会员忠诚度。

图表 25: 煌上煌赞助江西卫视春晚



来源: 煌上煌官网、中泰证券研究所

图表 26: 煌上煌赞助深圳国际马拉松



来源: 煌上煌官网、中泰证券研究所

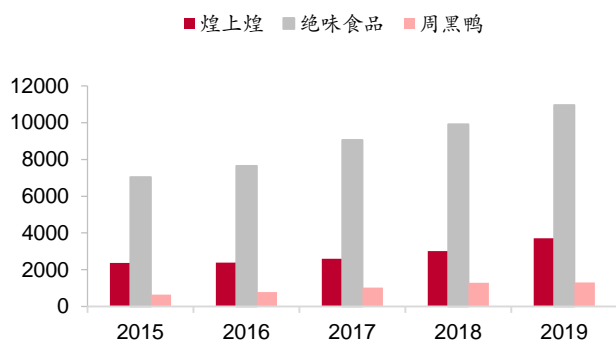
#### 渠道: 线下开店全国化加速中, 线上拥抱新零售加速全渠道融合

- 1. 线下: 加盟模式扩张更快, 调整新思路后全国化加速可期。
- 加盟模式是线下扩张更快的方式。公司2019年共有3706个门店, 其中加盟店3465个, 直营店241个。绝味和公司都以加盟模式扩张为主, 对比周黑鸭的直营门店扩张模式, 加盟模式下的毛利率略低, 但是费用率也相对低。其次, 卤制品行业供给决定需求的模式决定了门店布局密度的重要性, 而公司在加盟的轻资产模式下, 轻装上阵, 扩张时更显轻盈。绝味和煌上煌的门店数量远超周黑鸭, 2019年煌上煌、绝味和周黑鸭数量分别为3706/10954/1301个, 估算煌上煌和绝味加盟店单店营收(出厂端)分别为42万/45万元, 调研显示两企业单店毛利率接近, 因此销售端收入水平也十分相近。
- 省外扩张新思路, 全国化进程大幅加速。公司在2014-2016年进行省外

扩张时，简单复制江西省内模式，以社区店进入新市场，不重视品牌效应，新店存活率很低。因此 2017 年以来，公司调整了省外思路，主要通过以下措施进行省外门店扩张，加速全国化进程，今年计划新开 1200 家门店：

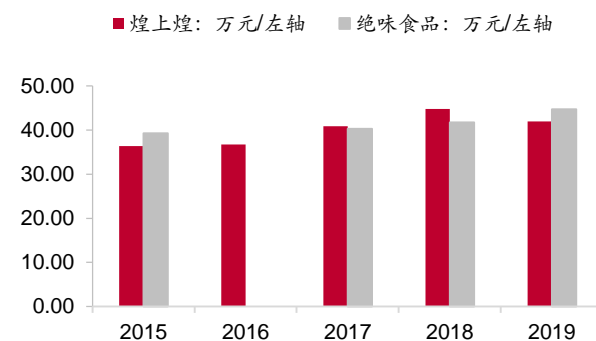
- ✓ **1) 营销组织架构变革，扁平化管理，加强执行力。**2018 年营销组织由原来的大区改为省区制管理从 5 大区裂变到 12 个省区，把原来大区具备丰富实战经验、管理经验的大区负责人调回总部，加强总部管理力量。由中心垂直管理省区，实行组织扁平化、达到快速反应、执行到位的效果、真正做到了强执行。2019 年省区已增至 19 个。
- ✓ **2) 以高势能门店作为新市场突破口。**通过采取重点城市密集型布店，核心区域核心商圈集中爆破开发，门店拓展目标由原来的传统选址扩大到机场、高铁、商超。高势能门店人流量大，有助于扩大品牌认知度。在当地拥有一定品牌基础后，后续新开传统社区门店更易存活。
- ✓ **3) 深化 PK 模式+考核新店存活率加强门店管理。**在积极性上，公司对加盟商引入 PK 模式，激发经营积极性。在经营质量上，公司将门店存活率纳入考核指标，给运营健康新店的团队进行奖励。

图表 27：煌上煌、绝味、周黑鸭门店数对比



来源：公司年报、中泰证券研究所

图表 28：煌上煌、绝味加盟店单店收入（出厂端）



来源：公司年报、中泰证券研究所 注：1) 加盟店收入按鲜货收入的 90% 估算；2) 绝味加盟店按总门店数的 95% 估算。

- **疫情下的“危”与“机”。**1) 危：一季度公司收入与业绩受直接影响，加盟商资金压力较大。今年一季度受疫情影响，许多餐饮门店被迫关闭，公司也受此影响，收入与业绩仅个位数增长。营收 5.41 亿元，yoy+8.28%；归母净利润 0.65 亿元，yoy+2.08%。但随着疫情趋缓，餐饮业逐渐恢复，后三个季度的收入与业绩预计环比得以改善。而在营业停滞的时间内，加盟商同样面临资金压力，为此，公司免除了部分品牌使用费、配送费，在后续恢复后也将帮扶新开店的装修费用等。虽然对加盟商的帮扶会提升公司费用，但在雪中送炭能加强加盟商对品牌的认可度与忠诚度，转危为机，利于公司长远发展。2) 机：拿店机会更多。疫情会致使一批门店亏损严重，最终停业转让门店。公司 2019 年底账上有现金 10 亿，资金充裕，有能力抓住机遇逆势拿店，尤其是一些地理位置优越、过去没有机会的店铺，进一步推进今年 1200 家新增门店计划。

- **2. 线上：积极拥抱新零售，期待全渠道融合放量。**
- **传统电商：**公司推出乐鲜装、真空装等系列产品布局传统的天猫、京东



电商渠道，且以组合搭售等促销方式让消费者纵享高性价比产品。

- **新零售**：近年来外卖、社区团购等新零售渠道高速发展。公司进一步加快线上线下融合，积极布局外卖、拼多多、O2O、平台直播、无人零售、社区电商等渠道，期待线上收入跟随渠道铺开持续放量。

图表 29：煌上煌联合拼多多共同打造年货节



来源：煌上煌官网、中泰证券研究所

图表 30：煌上煌招募社区拼团团长

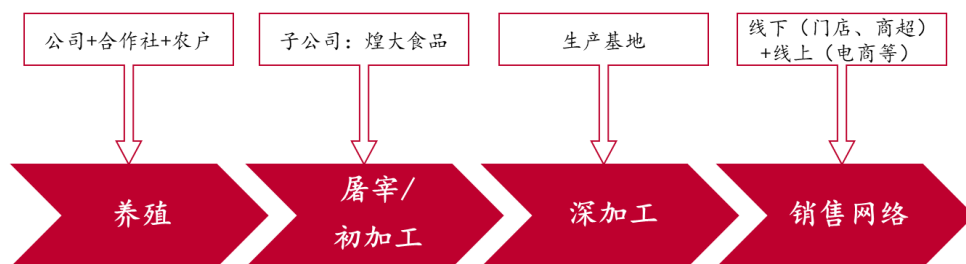


来源：煌上煌公众号、中泰证券研究所

**供应链：全产业链覆盖，协同效应强，大基地+小基地布局生产为全国化护航**

- **从养殖到销售，公司覆盖全产业链，协同效应强。**公司覆盖全产业链，上游养殖端采用“公司+合作社+农户”模式，中游加工端由子公司煌大食品负责屠宰，各生产基地负责深加工，下游连锁门店销售产品。全产业链覆盖模式不仅能自供部分酱鸭原材料，屠宰业务还能贡献收入利润。
- **疫情下的屠宰业务利润能弥补部分卤制品业务盈利的下滑。**发生疫情后，江西很多农户活鸭滞留不能屠宰，公司以低价收购活鸭，屠宰、初加工后销售至农贸批发等市场，能弥补部分卤制品业务盈利的损失。

图表 31：公司覆盖全产业链



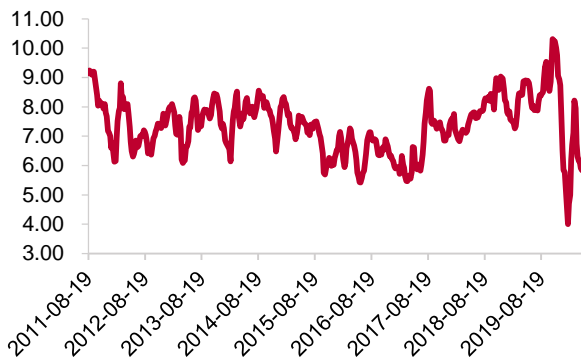
来源：中泰证券研究所

- **加大原材料安全库存储备，加强成本管控。**卤制品行业原材料成本占比近 90%，因此原材料价格波动易影响公司毛利率进而影响盈利水平。近年来，为了保证公司主要原料供应充足，公司加大了主要原材料安全库存储备，逐步降低企业生产成本。2017 年以来，毛鸭价格虽然波动上涨，但是公司肉制品吨成本温和上涨，毛利率逐渐上升。2017 到 2019 年，鲜货产品和包装产品毛利率分别从 37.66%/25.42% 上升至 39.75%/33.77%，分别提升 2.09pct/8.35pct。预计今年鸭价下行，叠加公司充足的原材料储备，毛利率有望进一步提升。

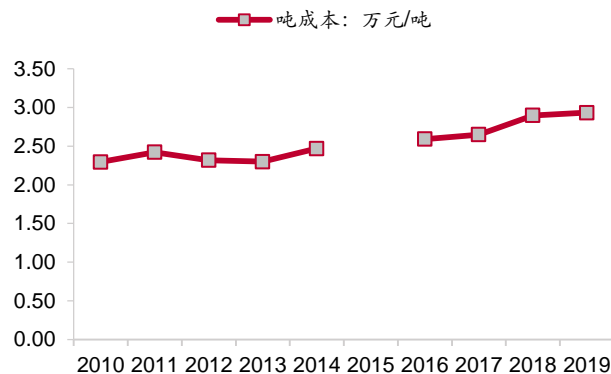
图表 32：主要产区毛鸭均价（单位：元/kg）

图表 33：煌上煌肉制品吨成本



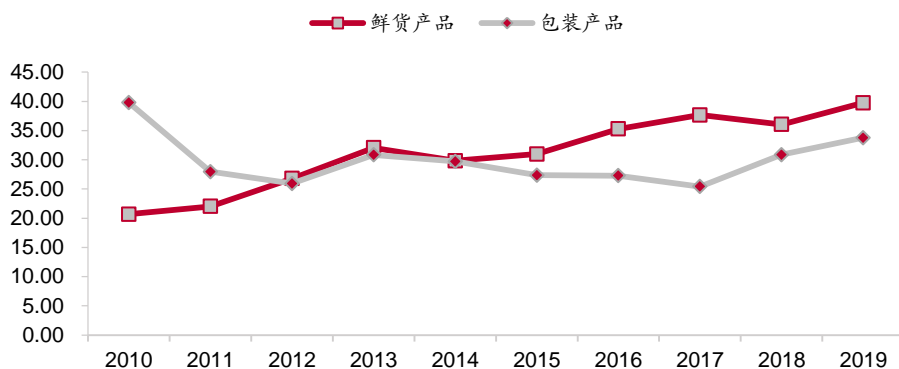


来源: Wind、中泰证券研究所



来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 34: 煌上煌鲜货及包装产品毛利率情况**



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **大基地+小基地模式为公司全国化保驾护航。**目前公司在江西、广东、福建、河北、辽宁、陕西（在建）6省有6大生产基地。未来随着门店加速扩张，公司全国化进程加速，推行“大基地+小基地”模式。即在进入新市场时，在规模还较小的时候从总部供应产品，到一定规模后租赁生产基地，在不到2000万规模时建立小基地，随着规模的扩大，再将小基地替换为大基地，在全国形成“大基地+小基地”模式。

**图表 35: 新进入市场的生产基地布局过程**



来源: 公司公告、中泰证券研究所

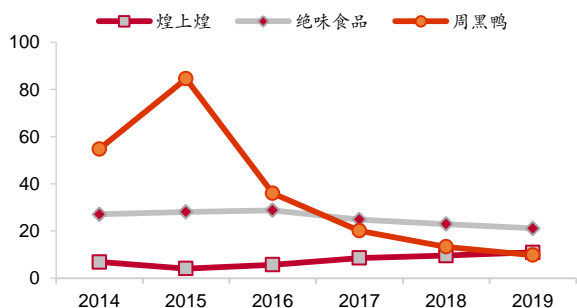
- **加强供应链信息化管理，强化供应链管理。**公司在2019年推动了MES排产计划管理，导入WMS仓储管理系统，完善仓库原料、半成品

等库存管理，做好先进先出，完成库存管理数据化、透明化等。

## 财务分析：对比同业，ROE 提升空间大

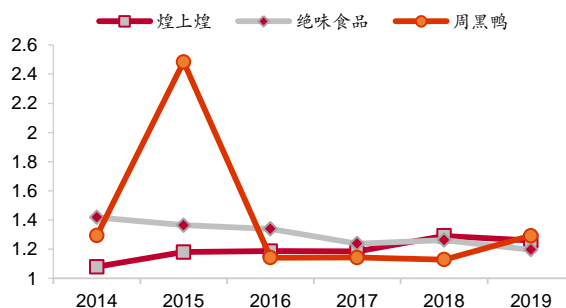
- 对比同业，公司 ROE 仍有较大提升空间。2019 年公司 ROE 为 10.89%。对比绝味 21.11%，仍有较大提升空间。多年来公司 ROE 一直在提升之中，2014 年 ROE 仅为 6.82%，5 年净提升 4.07pct。而同业公司近 5 年来 ROE 都有一定程度的下降。接下来将进一步进行杜邦分析。
- 杜邦分析——权益乘数相差不大。三家公司近几年的权益乘数均略高于 1，相差不大。
- 杜邦分析——净利率受费用率拖累较低。公司净利率近几年都低于同业公司，2019 年煌上煌、绝味、周黑鸭净利率分别为 10.69%/15.29%/12.76%。进一步分解看，公司毛利率 2019 年 37.59%，与绝味水平相近（周黑鸭主要采用直营店模式，毛利率偏高）。但是费用率更高，尤其是管理费用率，未来随着公司改革强化、运营效率提升、规模扩大，公司净利水平有望进一步提高。
- 杜邦分析——低总资产周转率也是 ROE 偏低的重要因素。2019 年煌上煌、绝味与周黑鸭的总资产周转率分别为 0.80/1.11/0.63。公司的存货周转天数和应收账款周转天数都高于同业公司，存货主要系公司加大原材料储备保障盈利水平，应收账款主要来源于对加盟商的赊销，公司占款能力略弱于绝味。整体看，公司的存货或有助于提升公司毛利水平，未来随着公司供应链能力的加强、规模的扩大，营运能力有望进一步提高。

图表 36：煌上煌、绝味、周黑鸭 ROE 对比 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

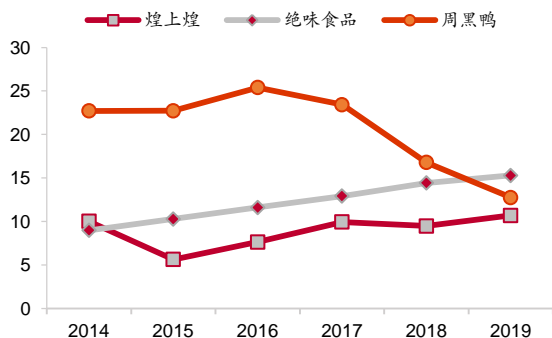
图表 37：煌上煌、绝味、周黑鸭权益乘数对比



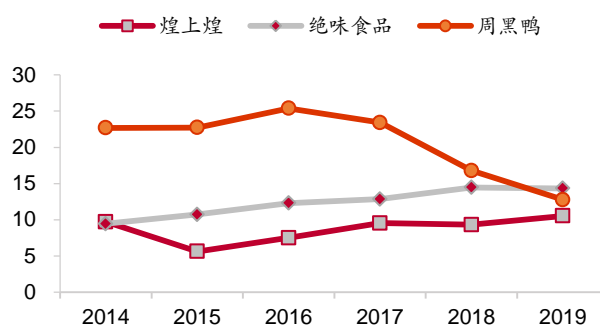
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 38：煌上煌、绝味、周黑鸭净利率对比 (%)

图表 39：煌上煌、绝味、周黑鸭剔除投资净收益的净利率对比 (%)

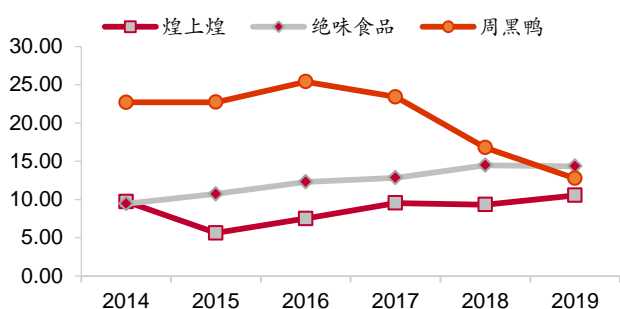


来源: Wind、中泰证券研究所



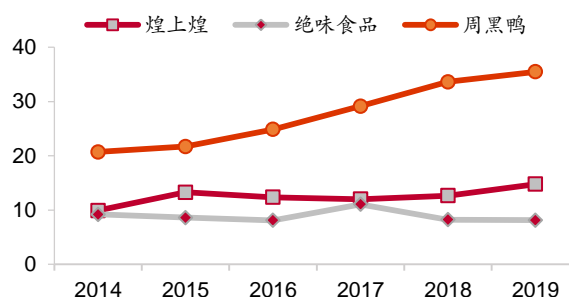
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 40: 煌上煌、绝味、周黑鸭销售毛利率对比 (%)



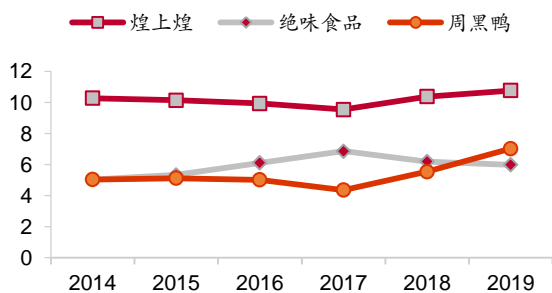
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 41: 煌上煌、绝味、周黑鸭销售费用率对比 (%)



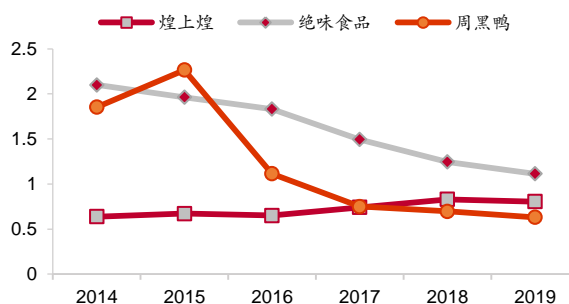
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 42: 煌上煌、绝味、周黑鸭管理费用率对比 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

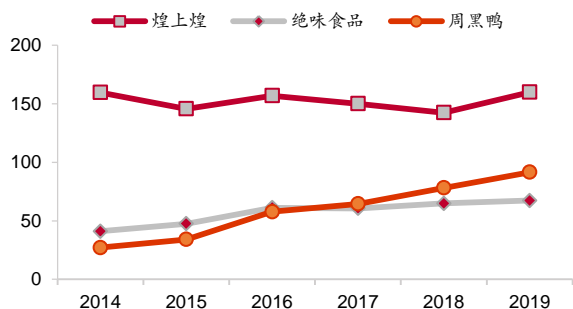
图表 43: 煌上煌、绝味、周黑鸭总资产周转率对比 (%)



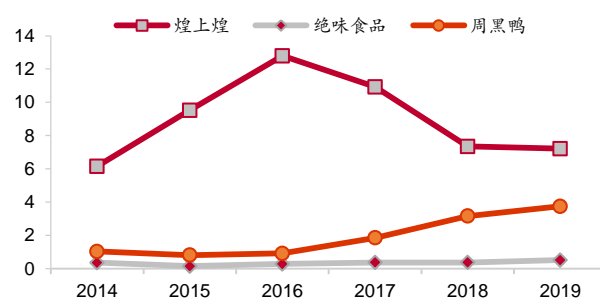
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 44: 煌上煌、绝味、周黑鸭存货周转天数对比

图表 45: 煌上煌、绝味、周黑鸭应收账款周转天数对比



来源: Wind、中泰证券研究所



来源: Wind、中泰证券研究所

## 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

### 收入分项预测

- **鲜货产品:** 预计未来 3 年公司未来 3 年分别开店 1000/1100/1200 家, 鲜货产品随之放量, 2020-2022 年收入增速分别为 16%/21%/24%。
- **包装产品:** 按照公司规划, 一方面将在今年加快整合高温类产品资源的步伐, 拓宽渠道、丰富产品品类, 预计包装产品会随渠道铺开和新品类的增长而快速放量; 另一方面公司还计划通过 OEM 进一步扩充产品品类, 助力快速放量。包装产品基数小, 预计今年在公司发力后, 2020-2022 年收入增速分别为 122%/21%/15%。
- **米制品:** 公司米制品业务经过 19 年过渡, 完成了引进人才、升级品牌和升级产品等工作, 加大了大团购的销售比重, 预计 2020-2022 年收入增速重回快车道, 分别为 17%/21%/16%。

图表 46: 煌上煌收入分享预测 (收入单位: 百万元)

|        | 2016    | 2017    | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 鲜货产品   | 911.55  | 1108.97 | 1402.87 | 1616.27 | 1881.69 | 2272.16 | 2824.53 |
| 同比 (%) |         | 22%     | 27%     | 15%     | 16%     | 21%     | 24%     |
| 包装产品   | 63.07   | 59.63   | 64.54   | 70.56   | 156.78  | 190.02  | 218.52  |
| 同比 (%) |         | -5%     | 8%      | 9%      | 122%    | 21%     | 15%     |
| 米制品业务  | 207.05  | 270.03  | 350.96  | 335.18  | 393.17  | 476.52  | 553.48  |
| 同比 (%) |         | 30%     | 30%     | -4%     | 17%     | 21%     | 16%     |
| 屠宰加工   | 14.05   | 9.50    | 18.02   | 21.98   | 28.58   | 34.30   | 39.44   |
| 同比 (%) |         | -32%    | 90%     | 22%     | 30%     | 20%     | 15%     |
| 检测业务   | 0.00    | 0.00    | 1.23    | 1.50    | 1.80    | 2.08    | 2.28    |
| 同比 (%) |         | 0%      | 0%      | 22%     | 20%     | 15%     | 10%     |
| 其他业务   | 22.11   | 29.66   | 59.95   | 71.42   | 78.56   | 90.35   | 103.90  |
| 同比 (%) |         | 34%     | 102%    | 19%     | 10%     | 15%     | 15%     |
| 合计     | 1217.82 | 1477.78 | 1897.58 | 2116.92 | 2540.59 | 3065.42 | 3742.15 |
| 同比 (%) |         | 21%     | 28%     | 12%     | 20%     | 21%     | 22%     |

来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 盈利预测

- **盈利预测及投资建议：**看好公司在行业扩容背景下，全国开店加速带动业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。得益于重新调整省外扩张思路（扁平化营销组织架构+以高势能门店作为新区域突破口），2019年公司门店净增近700个。我们认为公司的新思路将助力全国化进程加速，从而带动收入高速增长，同时强供应链能力能有效管控成本，盈利能力有望提升。我们预计2020-2022年公司收入分别为25.41/30.65/37.42亿元，同比增长20.01%/20.66%/22.08%，考虑20-21年股权激励费用363.45、68.02万元后，预计归母净利润为2.89/3.69/4.73亿元，同比增长31.08%/27.78%/28.27%，EPS分别为0.56/0.72/0.92元，对应PE分别为42X、33X、25X。公司作为休闲卤制品头部企业，门店全国化布局加速中，预计未来3年内增速高于行业增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 47：休闲食品可比公司估值表**

| 股票名称 | 股价（元） | 市值（亿元） | EPS   |       |       | PE     |       |       |
|------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|      |       |        | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A  | 2020E | 2021E |
| 煌上煌  | 24.07 | 123.6  | 0.43  | 0.56  | 0.72  | 56.07  | 42.78 | 33.48 |
| 绝味食品 | 64.62 | 393.3  | 1.32  | 1.57  | 1.92  | 49.09  | 41.16 | 33.66 |
| 有友食品 | 19.92 | 60.7   | 0.59  | 0.70  | 0.84  | 33.88  | 28.52 | 23.72 |
| 来伊份  | 17.99 | 61.0   | 0.03  | 0.36  | 0.56  | 588.18 | 49.64 | 32.13 |

来源：Wind、中泰证券研究所

注：1）股价数据更新截止2020年6月3日。2）有友食品及来伊份EPS为Wind一致预测数据。

## 风险提示

- **食品安全事件风险：**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击。鲜货类产品保质期短，储藏条件不当极易引发食品安全事件风险，这将对公司带来极大负面影响。
- **全球疫情持续扩散风险：**当前新型冠状病毒肺炎疫情仍在全球扩散过程中，新增确诊病例尚未见到明确下降的拐点，若疫情持续扩散，将制约全球资本市场的风险偏好。
- **门店扩张不如预期风险：**公司门店快速扩张、加速全国化是公司收入增长的主要原因，因此如果在新进入地区的新店存活率不高、开店速度不及预期，将影响到公司业绩增长。
- **原材料价格波动风险：**公司所需最主要原材料为禽肉类，占主营成本比重近90%。禽肉类价格受产量、猪价、瘟疫等多重因素影响，价格波动大。如果公司对原材料价格把握不当，价格的大幅上升将直接影响到公司的毛利率水平。



**图表 48: 煌上煌财务预测三张报表**

| 损益表 (人民币百万元) |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 营业总收入        | 1,898  | 2,117  | 2,541  | 3,065  | 3,742  |
| 增长率          | 28.4%  | 11.6%  | 20.0%  | 20.7%  | 22.1%  |
| 营业成本         | -1,243 | -1,321 | -1,577 | -1,894 | -2,294 |
| % 销售收入       | 65.5%  | 62.4%  | 62.1%  | 61.8%  | 61.3%  |
| 毛利           | 654    | 796    | 964    | 1,171  | 1,448  |
| % 销售收入       | 34.5%  | 37.6%  | 37.9%  | 38.2%  | 38.7%  |
| 营业税金及附加      | -20    | -19    | -25    | -31    | -37    |
| % 销售收入       | 1.1%   | 0.9%   | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   |
| 销售费用         | -240   | -313   | -381   | -460   | -561   |
| % 销售收入       | 12.6%  | 14.8%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 管理费用         | -141   | -159   | -191   | -224   | -262   |
| % 销售收入       | 7.4%   | 7.5%   | 7.5%   | 7.3%   | 7.0%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 253    | 305    | 367    | 457    | 587    |
| % 销售收入       | 13.3%  | 14.4%  | 14.4%  | 14.9%  | 15.7%  |
| 财务费用         | 7      | 9      | 5      | 6      | 7      |
| % 销售收入       | -0.4%  | -0.4%  | -0.2%  | -0.2%  | -0.2%  |
| 资产减值损失       | -2     | 0      | 2      | 2      | 2      |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 3      | 3      | 3      | 3      | 3      |
| % 税前利润       | 1.1%   | 1.0%   | 0.9%   | 0.7%   | 0.6%   |
| 营业利润         | 260    | 317    | 377    | 468    | 599    |
| 营业利润率        | 13.7%  | 15.0%  | 14.8%  | 15.3%  | 16.0%  |
| 营业外收支        | 3      | 8      | 3      | 4      | 5      |
| 税前利润         | 264    | 325    | 380    | 471    | 604    |
| 利润率          | 13.9%  | 15.4%  | 15.0%  | 15.4%  | 16.1%  |
| 所得税          | -42    | -46    | -80    | -89    | -114   |
| 所得税率         | 15.9%  | 14.1%  | 21.1%  | 18.8%  | 18.9%  |
| 净利润          | 180    | 226    | 297    | 379    | 486    |
| 少数股东损益       | 7      | 6      | 8      | 10     | 13     |
| 归属于母公司的净利润   | 173    | 220    | 289    | 369    | 473    |
| 净利率          | 9.1%   | 10.4%  | 11.4%  | 12.0%  | 12.7%  |

| 现金流量表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 净利润            | 180   | 226   | 297   | 379   | 486   |
| 加: 折旧和摊销       | 47    | 59    | 51    | 54    | 57    |
| 资产减值准备         | -2    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用           | 5     | 3     | -5    | -6    | -7    |
| 投资收益           | -3    | -3    | -3    | -3    | -3    |
| 少数股东损益         | 7     | 6     | 8     | 10    | 13    |
| 营运资金的变动        | -71   | -72   | -68   | 894   | -812  |
| 经营活动现金净流       | 153   | 225   | 270   | 1,318 | -278  |
| 固定资本投资         | -70   | -61   | -60   | -60   | -50   |
| 投资活动现金净流       | -206  | -88   | -60   | -60   | -50   |
| 股利分配           | -42   | -42   | -58   | -74   | -95   |
| 其他             | 242   | 17    | 837   | -87   | 287   |
| 筹资活动现金净流       | 200   | -25   | 779   | -161  | 192   |
| 现金净流量          | 148   | 112   | 990   | 1,097 | -136  |

| 资产负债表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金           | 931   | 1,043 | 2,032 | 3,130 | 2,994 |
| 应收款项           | 46    | 72    | 70    | 101   | 107   |
| 存货             | 535   | 638   | 762   | 920   | 1,117 |
| 其他流动资产         | 153   | 115   | 170   | 143   | 205   |
| 流动资产           | 1,665 | 1,867 | 3,034 | 4,293 | 4,423 |
| % 总资产          | 66.7% | 67.5% | 77.1% | 82.7% | 83.4% |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 545   | 623   | 624   | 614   | 603   |
| % 总资产          | 21.8% | 22.5% | 15.9% | 11.8% | 11.4% |
| 无形资产           | 96    | 99    | 98    | 97    | 95    |
| 非流动资产          | 832   | 897   | 899   | 897   | 881   |
| % 总资产          | 33.3% | 32.5% | 22.9% | 17.3% | 16.6% |
| 资产总计           | 2,497 | 2,765 | 3,933 | 5,190 | 5,304 |
| 短期借款           | 75    | 93    | 83    | 0     | 88    |
| 应付款项           | 291   | 284   | 381   | 1,426 | 869   |
| 其他流动负债         | 39    | 41    | 41    | 41    | 41    |
| 流动负债           | 405   | 417   | 505   | 1,467 | 998   |
| 长期贷款           | 15    | 10    | 10    | 0     | 0     |
| 其他长期负债         | 143   | 142   | 142   | 142   | 142   |
| 负债             | 563   | 569   | 657   | 1,609 | 1,140 |
| 普通股股东权益        | 1,895 | 2,151 | 3,224 | 3,519 | 4,090 |
| 少数股东权益         | 39    | 44    | 52    | 62    | 75    |
| 负债股东权益合计       | 2,497 | 2,765 | 3,933 | 5,190 | 5,304 |

| 比率分析         |         |         |         |         |          |
|--------------|---------|---------|---------|---------|----------|
|              | 2018A   | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
| 每股指标         |         |         |         |         |          |
| 每股收益 (元)     | 0.34    | 0.43    | 0.56    | 0.72    | 0.92     |
| 每股净资产 (元)    | 3.69    | 4.19    | 6.28    | 6.86    | 7.97     |
| 每股经营现金净流 (元) | 0.30    | 0.44    | 0.53    | 2.57    | -0.54    |
| 每股股利 (元)     | 0.08    | 0.08    | 0.11    | 0.14    | 0.18     |
| 回报率          |         |         |         |         |          |
| 净资产收益率       | 9.12%   | 10.24%  | 8.96%   | 10.49%  | 11.58%   |
| 总资产收益率       | 7.21%   | 8.18%   | 7.54%   | 7.30%   | 9.16%    |
| 投入资本收益率      | 17.03%  | 20.88%  | 24.55%  | 29.17%  | 119.22%  |
| 增长率          |         |         |         |         |          |
| 营业总收入增长率     | 28.41%  | 11.56%  | 20.01%  | 20.66%  | 22.08%   |
| EBIT增长率      | 42.62%  | 19.57%  | 19.45%  | 24.46%  | 28.48%   |
| 净利润增长率       | 22.72%  | 27.45%  | 31.08%  | 27.78%  | 28.27%   |
| 总资产增长率       | 20.16%  | 10.73%  | 42.24%  | 31.97%  | 2.20%    |
| 资产管理能力       |         |         |         |         |          |
| 应收账款周转天数     | 9.6     | 9.8     | 9.8     | 9.8     | 9.8      |
| 存货周转天数       | 93.3    | 99.8    | 99.2    | 98.8    | 98.0     |
| 应付账款周转天数     | 19.8    | 24.7    | 22.2    | 23.5    | 22.8     |
| 固定资产周转天数     | 99.6    | 99.2    | 88.3    | 72.7    | 58.6     |
| 偿债能力         |         |         |         |         |          |
| 净负债/股东权益     | -49.10% | -87.68% | -92.55% | -83.46% | -125.00% |
| EBIT利息保障倍数   | -38.8   | -36.0   | -72.4   | -80.0   | -90.6    |
| 资产负债率        | 22.56%  | 20.59%  | 16.70%  | 31.00%  | 21.48%   |

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。