

# 激励机制大为改善，快速展店助力高成长



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——煌上煌（002695）

## 核心观点

### ❖ 新任管理层锐意进取，激励机制大为改善，酱卤之煌重回高增长

16 年煌上煌实施变革后聚焦主业，17 年公司管理层顺利实现新老交接，新任管理层褚浚、褚剑锐意改革，奖金池 70% 用于销售团队的激励，并确立了对骨干营销人员“年薪+提成+奖金+股权激励”的薪资结构。期间公司营收从 16 年的 12.18 亿元快速增加至 18 年的 18.98 亿元，复合增速高达 24.83%。

### ❖ 休闲卤制品行业持续高增长，加盟模式脱颖而出

1) 从行业角度来看，休闲卤制品 10-18 年 CAGR 为 18.65%，当前市场规模高达 911 亿元，但行业 CR3 仅为 14%，其中绝味食品、周黑鸭、煌上煌市占率分别为 7.7%、3.5%、2.7%，考虑到品牌卤制品收入增速远高于非品牌卤制品，头部品牌集聚有望加快；2) 从企业角度来看，当前行业头部企业出现一定程度分化，其中以绝味、煌上煌为代表的加盟模式依靠门店数快速增加的驱动实现业绩快速提升，而以周黑鸭为代表的直营模式业绩增长却陷入瓶颈；3) 从行业未来发展趋势来看，上游原料端采购的规模效应、中游生产端贴近市场的布局、下游门店端的强覆盖相互协同形成的供应链优势是休闲卤制品行业的核心竞争力。

### ❖ 快速展店助力快周转，煌上煌 ROE 水平提升空间大

历经 20 多年沉淀，煌上煌老字号酱卤品牌赋能全国化，内在开发叠加外延收购助力产品品类更为多元。公司上游原材料采购依托双重采购模式，规模效应逐步显现；中游规划“四大基地+若干小基地”生产布局，运输和管理效率有望逐步提升；下游开店策略不断优化，新市场以老加盟商打头阵、通过高势能店切入，预计 19 年终端门店数量分别为 3800、4800、5800 家。我们认为，公司快速展店有望实现快周转，带动 ROE 实现同步提升，盈利能力逐步增强。

### ❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 23.23、28.94、34.83 亿元；归母净利润分别为 2.40、3.23、4.31 亿元；EPS 分别为 0.47、0.63、0.84 元/股，对应当前 PE 分别为 33.44、24.83、18.64 倍。考虑到公司新任管理层锐意进取、未来门店快速扩张有望实现快周转，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**食品安全风险；直营店、特许加盟店的管理风险；跨区域经营的风险；原材料价格波动风险。

## 盈利预测与估值

|          | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 1897.58 | 2322.65 | 2894.31 | 3482.84 |
| +/-%     | 28.41%  | 22.40%  | 24.61%  | 20.33%  |
| 净利润(百万)  | 172.91  | 240.17  | 323.43  | 430.84  |
| +/-%     | 22.72%  | 38.90%  | 34.67%  | 33.21%  |
| EPS(元)   | 0.34    | 0.47    | 0.63    | 0.84    |
| PE       | 46.45   | 33.44   | 24.83   | 18.64   |

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2019/12/08

## 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
报告类别 | 公司深度  
所属行业 | 食品饮料  
报告时间 | 2019/12/8  
前收盘价 | 15.63 元

## 分析师

欧阳宇剑  
证书编号：S1100517020002  
021-68595127  
ouyangyujian@cczq.com

## 联系人

郭晓东  
证书编号：S1100119080011  
021-68595118  
guoxiaodong@cczq.com

## 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

## 正文目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 一、煌上煌：激励机制大为改善，重回高增长 .....     | 5  |
| 1.1 历经波折，酱卤之煌重回高增长 .....       | 5  |
| 1.2 核心管理层经验丰富，激励机制大为改善 .....   | 6  |
| 二、休闲卤制品：持续高增长，供应链为核心优势 .....   | 9  |
| 2.1 行业处于快速增长期，集中度逐步提升 .....    | 9  |
| 2.2 头部企业出现分化，加盟模式脱颖而出 .....    | 10 |
| 2.3 供应链优势为行业核心竞争力 .....        | 13 |
| 三、产品品类更为多元，供应链优化保障快速展店 .....   | 15 |
| 3.1 老字号酱卤品牌，产品品类更为多元 .....     | 15 |
| 3.2 打造核心供应链优势，护航门店快速扩容 .....   | 18 |
| 3.2.1 依托双重采购模式，保障原材料供应 .....   | 18 |
| 3.2.2 生产布局贴近市场，门店有望快速扩容 .....  | 20 |
| 四、快速展店助力快周转，未来 ROE 提升空间大 ..... | 22 |
| 五、盈利预测与估值 .....                | 25 |
| 风险提示 .....                     | 28 |

## 图表目录

|       |                                  |    |
|-------|----------------------------------|----|
| 图 1:  | 煌上煌历史沿革.....                     | 5  |
| 图 2:  | 17 年以来公司营收及归母净利润实现高增长.....       | 5  |
| 图 3:  | 公司主营卤肉制品及米制品.....                | 6  |
| 图 4:  | 2018 年禽肉及米制品营收占比分别为 58%、18%..... | 6  |
| 图 5:  | 公司营收主要来自江西、浙江、广东.....            | 6  |
| 图 6:  | 2018 年江西、浙江、广东合计营收占比高达 82%.....  | 6  |
| 图 7:  | 公司核心管理层为实际控制人.....               | 7  |
| 图 8:  | 2018 年销售人员数量快速增长.....            | 8  |
| 图 9:  | 加盟店销售奖励快速增加.....                 | 8  |
| 图 10: | 休闲卤制品行业持续高速增长.....               | 9  |
| 图 11: | 品牌休闲卤制品增长更快.....                 | 9  |
| 图 12: | 休闲卤制品 CR3 仅为 14%.....            | 9  |
| 图 13: | 收入贡献主要来自华中、华东、华南.....            | 9  |
| 图 14: | 绝味、煌上煌定位大众消费市场，而周黑鸭聚焦中高端市场.....  | 10 |
| 图 15: | 绝味在大中型城市密集布局.....                | 11 |
| 图 16: | 煌上煌在核心城市加强布局.....                | 11 |
| 图 17: | 绝味、煌上煌原材料采购成本规模优势显著(万元/吨).....   | 12 |
| 图 18: | 绝味、煌上煌终端销售价格更具性价比优势(万元/吨).....   | 12 |
| 图 19: | 主产区鸭苗、毛鸭均价逐步回落.....              | 12 |
| 图 20: | 绝味主要原材料采购价格(元/公斤).....           | 14 |
| 图 21: | 绝味主要原材料采购价格低于周黑鸭.....            | 14 |
| 图 22: | 绝味在全国搭建了 28 个生产基地.....           | 14 |
| 图 23: | 煌上煌、周黑鸭打造大基地生产体系.....            | 14 |
| 图 24: | 绝味食品门店处于快速扩张期.....               | 14 |
| 图 25: | 煌上煌门店扩张速度加快.....                 | 14 |
| 图 26: | 煌上煌产品品类更为多元.....                 | 16 |
| 图 27: | 酱卤肉制品吨价维持增长态势.....               | 16 |
| 图 28: | 17 年以来酱卤肉制品量价齐升.....             | 16 |
| 图 29: | 米制品吨价趋于稳定.....                   | 17 |
| 图 30: | 17 年以来米制品收入增长主要为销量贡献.....        | 17 |
| 图 31: | 研发费用率稳定在 3%左右.....               | 17 |
| 图 32: | 煌上煌研发投入高于绝味.....                 | 17 |
| 图 33: | 公司已形成酱卤肉制品加工完整产业链.....           | 18 |
| 图 34: | 原材料采购一般模式.....                   | 19 |
| 图 35: | 原材料采购“公司+合作社+农户”供应模式.....        | 19 |
| 图 36: | 煌上煌 TOP5 供应商采购情况.....            | 19 |
| 图 37: | 绝味食品 TOP5 供应商采购情况.....           | 19 |
| 图 38: | 未来公司将形成“4 大基地+若干小基地”的生产布局.....   | 20 |
| 图 39: | 公司核心区域门店数量占比接近 70%.....          | 21 |
| 图 40: | 未来 3 年门店数量有望翻番.....              | 21 |
| 图 41: | 煌上煌 ROE 水平逐步提升，与绝味的差距进一步缩小.....  | 22 |
| 图 42: | 煌上煌、绝味、周黑鸭毛利率水平.....             | 23 |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

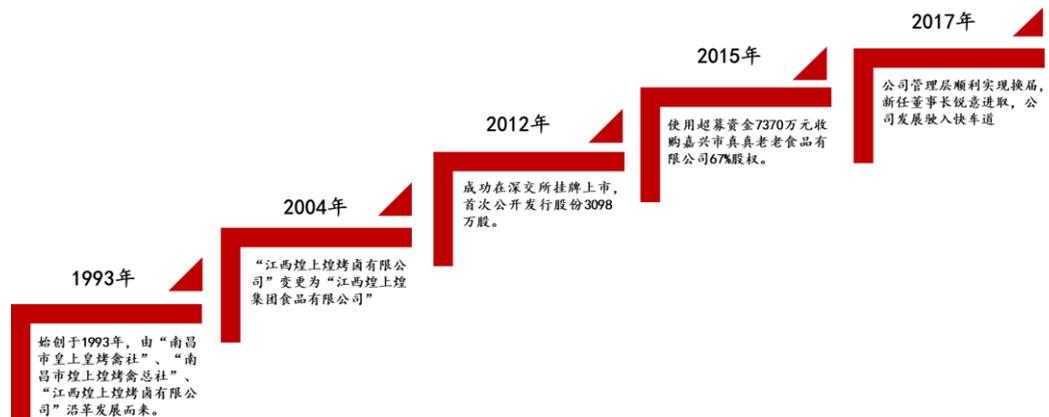
|        |                                     |    |
|--------|-------------------------------------|----|
| 图 43:  | 煌上煌、绝味、周黑鸭净利率水平.....                | 23 |
| 图 44:  | 煌上煌、绝味、周黑鸭销售费用率.....                | 23 |
| 图 45:  | 煌上煌、绝味、周黑鸭管理费用率.....                | 23 |
| 图 46:  | 煌上煌、绝味、周黑鸭资产周转率.....                | 24 |
| 图 47:  | 煌上煌核心资产周转率情况.....                   | 24 |
| 图 48:  | 煌上煌、绝味、周黑鸭权益乘数.....                 | 24 |
| 图 49:  | 煌上煌整体占款能力较强.....                    | 24 |
|        |                                     |    |
| 表格 1.  | 核心管理层行业运营经验丰富.....                  | 7  |
| 表格 2.  | 2018 年限制性股票激励计划业绩考核要求.....          | 8  |
| 表格 3.  | 本次激励计划涉及的激励对象共计 227 人.....          | 8  |
| 表格 4.  | 加盟模式和直营模式对比分析.....                  | 10 |
| 表格 5.  | 绝味、煌上煌营收快速增长主要来自门店数快速增长的驱动.....     | 11 |
| 表格 6.  | 绝味主要原料采购价格变动情况.....                 | 12 |
| 表格 7.  | 煌上煌品牌荣誉一览.....                      | 15 |
| 表格 8.  | 天猫旗舰店煌上煌、周黑鸭、绝味食品销量 TOP10 产品一览..... | 15 |
| 表格 9.  | 产能布局保障公司未来快速扩张.....                 | 20 |
| 表格 10. | 煌上煌、绝味食品、周黑鸭 ROE 水平及详细杜邦财务拆分.....   | 22 |
| 表格 11. | 煌上煌核心资产周转率低于绝味食品（2018 年）.....       | 24 |
| 表格 12. | 煌上煌终端门店拆分及预测.....                   | 26 |
| 表格 13. | 煌上煌主营业务量价拆分及预测.....                 | 26 |
| 表格 14. | 分产品盈利预测.....                        | 27 |
| 表格 15. | 可比公司估值表一览.....                      | 27 |

## 一、煌上煌：激励机制大为改善，重回高增长

### 1.1 历经波折，酱卤之煌重回高增长

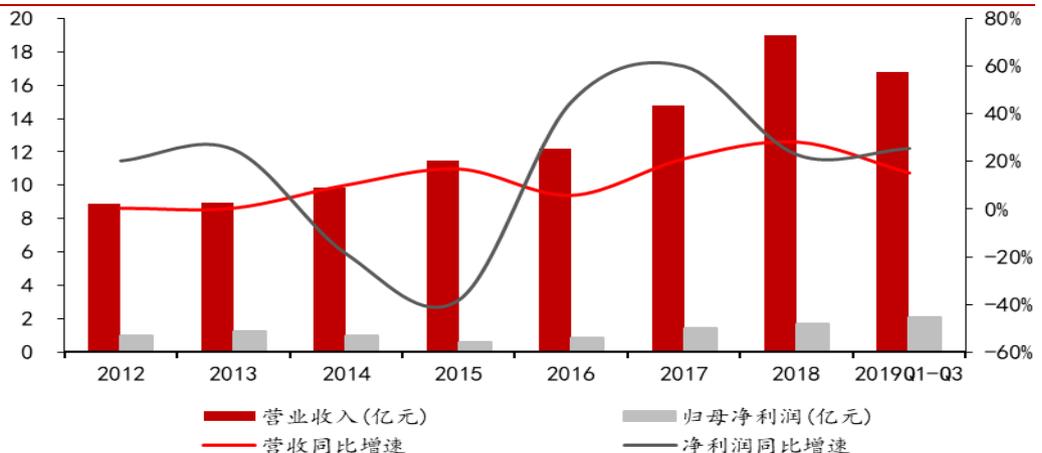
煌上煌始创于 1993 年，是一家以畜禽肉制品加工为主的食品加工企业。2012 年成功登陆深交所，成为酱卤肉制品上市第一股。2015 年收购真真老老入局米制品行业，产品结构呈现多元化。2016 年公司实施变革、聚焦主业，2017 年公司管理层顺利实现新老交接，新任董事长锐意进取，公司发展驶入快车道。期间营收从 16 年的 12.18 亿元快速提升至 18 年的 18.98 亿元，复合增速高达 24.83%，19 年前三季度实现营收 16.77 亿元，同比增长 15.28%，实现归母净利润 2.12 亿元，同比增长 25.33%。

图 1：煌上煌历史沿革



资料来源：公司官网，川财证券研究所

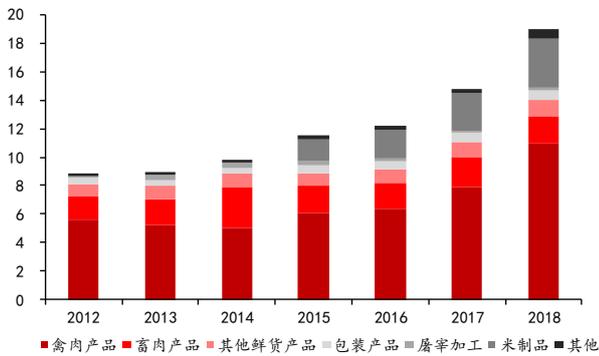
图 2：17 年以来公司营收及归母净利润实现高增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

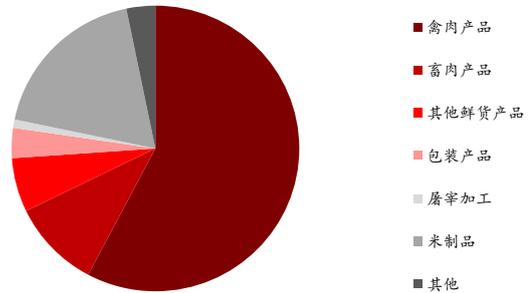
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 3：公司主营卤肉制品及米制品



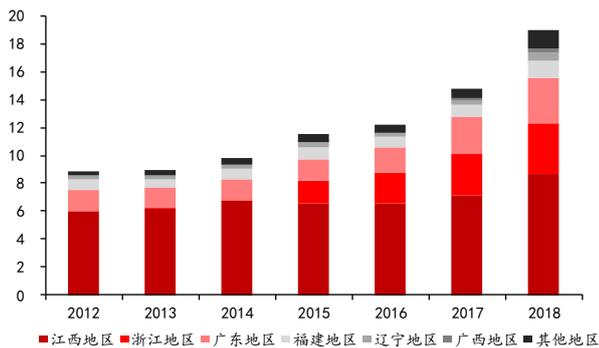
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4：2018 年禽肉及米制品营收占比分别为 58%、18%



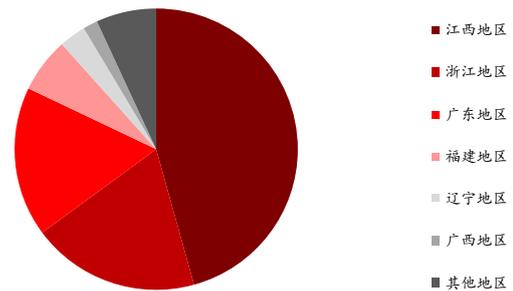
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：公司营收主要来自江西、浙江、广东



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：2018 年江西、浙江、广东合计营收占比高达 82%

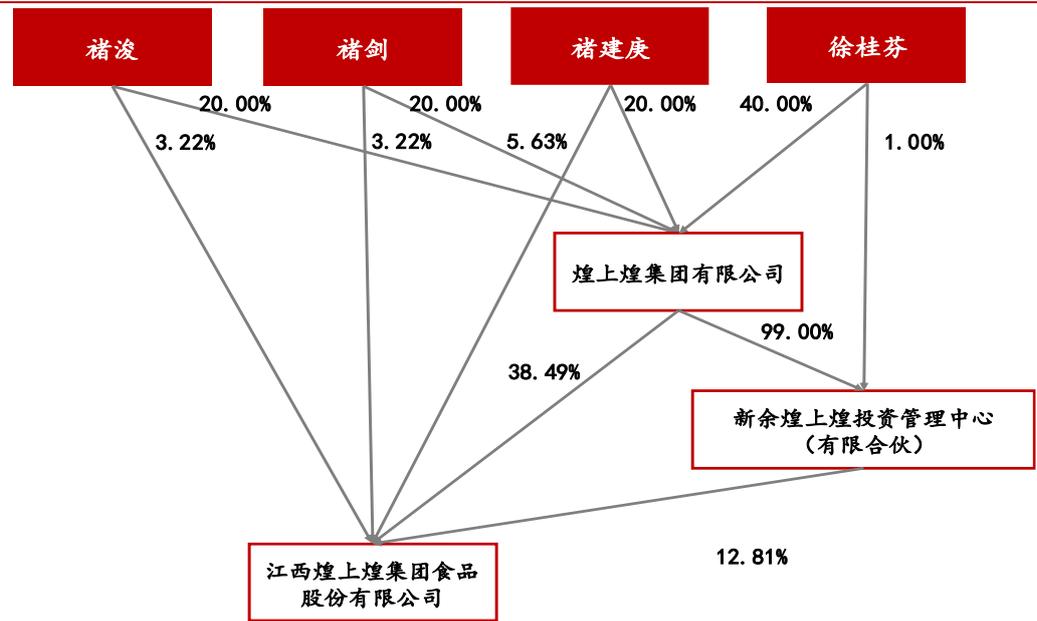


资料来源：Wind，川财证券研究所

## 1.2 核心管理层经验丰富，激励机制大为改善

公司核心管理层为实际控制人，深耕行业多年经验丰富。煌上煌为家族控股企业，实际控制人为徐桂芬、褚建康、褚浚、褚剑，徐桂芬家族直接及间接合计持有上市公司股份比例为 63.37%。2017 年董事会换届后，新任管理层褚浚、褚剑成功上任，两人均早年进入煌上煌参加工作，见证了煌上煌发展壮大的过程，并在人才引进、绩效激励和快速展店等方面的战略规划更为清晰。

图 7：公司核心管理层为实际控制人



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 1. 核心管理层行业运营经验丰富

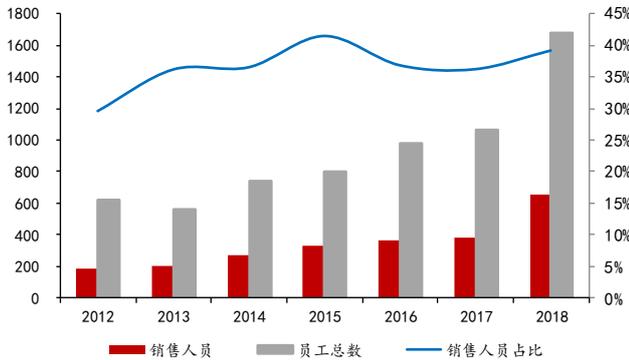
| 姓名  | 职务              | 年龄 | 个人履历  |
|-----|-----------------|----|---|
| 褚浚  | 董事长、总经理         | 43 | 清华大学EMBA，高级经济师。1997年进入煌上煌参加工作，2008年至2017年9月任公司副董事长、总经理。现任公司董事长、总经理。 |
| 褚剑  | 副董事长、副总经理       | 41 | 大学学历，2003年进入煌上煌参加工作。2008年至2017年9月任公司董事、副总经理。现任公司副董事长、副总经理。          |
| 徐桂芬 | 董事              | 69 | 大学学历，高级经济师，为煌上煌创始人。2008年至2017年9月任公司董事长，现任公司董事。                      |
| 褚建庚 | 董事              | 70 | 大学学历，高级经济师，为煌上煌创始人。2008年至2017年9月任公司副董事长，现任公司董事。                     |
| 范旭明 | 董事、副总经理         | 45 | 大学学历，在职工商管理硕士，高级经济师。1993年7月进入煌上煌参加工作。2008年至今任公司董事、副总经理。             |
| 章启武 | 董事、副总经理         | 44 | 大学学历。历任广东煌上煌食品有限公司总经理、公司采购供应中心总监、公司董事，2015年至今任公司董事、副总经理。            |
| 曾细华 | 副总经理、财务总监兼董事会秘书 | 48 | 大学学历，注册会计师。2008年至2017年9月7日任公司财务总监，兼任董事会秘书。现任公司副总经理、财务总监兼董事会秘书。      |

资料来源：公司公告，川财证券研究所

营销端改革后激励机制大为改善，成功调动员工销售积极性。公司考核激励政策自 2016 年起重新调整，确立了销售人员基本工资外加业绩提成、奖金的模式，并且将业绩激励更多向销售端倾斜，奖金池中 70% 用于销售团队的激励；同时在 2018 年推出的新一轮股权激励计划涉及 200 多位核心业务骨干，从而确立了公司对骨干业务人员“年薪+奖金+股权激励”的薪资结构、营销人员“年薪+提成+奖金+股权激励”的薪资结构，成功调动公司各管理层级的积极性，保证了公司在扩张过程中的人才需求。

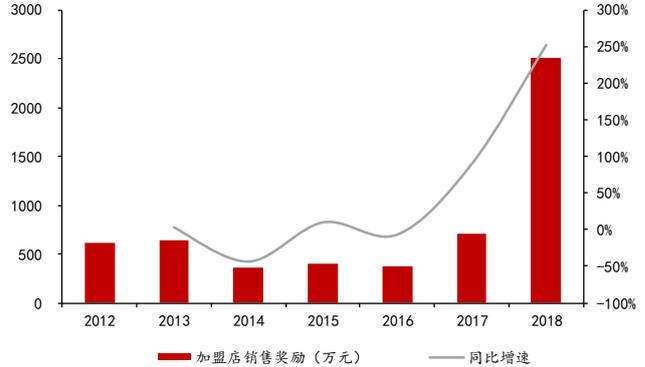
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 8：2018 年销售人员数量快速增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9：加盟店销售奖励快速增加



资料来源：Wind，川财证券研究所

股权激励计划业绩考核要求较高，有利于促进公司长远发展。公司 2018 年推出限制性股票激励计划，授予 224 人核心管理层及技术业务骨干 1393 万股限制性股票，占授予前公司总股本的 2.79%。该方案对业绩考核要求较高，要求 18-20 年净利润增速分别不低于 25.00%、20.00%、33.33%。我们认为，本次限制性股票激励计划使得公司的法人治理结构和长效激励机制大为改善，充分调动起公司人员的积极性，有利于公司快速抢占市场份额，促进公司长远发展。

表格 2. 2018 年限制性股票激励计划业绩考核要求

| 解除限售期    | 绩效考核目标                                |
|----------|---------------------------------------|
| 第一个解除限售期 | 2018 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 25.00%；  |
| 第二个解除限售期 | 2019 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 50.00%；  |
| 第三个解除限售期 | 2020 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 100.00%。 |

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 3. 本次激励计划涉及的激励对象共计 227 人

| 姓名   | 职务                  | 获授的限制性股票数量 (万股) | 占授予限制性股票总数的比例 | 占目前股本总额的比例 |
|--|---------------------|-----------------|---------------|------------|
| 范旭明  | 董事、副总经理             | 120             | 8.04%         | 0.24%      |
| 章启武  | 董事、副总经理             | 120             | 8.04%         | 0.24%      |
| 曾细华  | 副总经理、财务总监、<br>董事会秘书 | 110             | 7.37%         | 0.22%      |
| 核心管理人员、核心技术（业务）人员、<br>公司董事会认为应当激励的其他员工（224人） |                     | 1042.6          | 69.85%        | 2.09%      |
| 预留   |                     | 100             | 6.70%         | 0.20%      |
| 合计（227人）                                     |                     | 1492.6          | 100.00%       | 2.99%      |

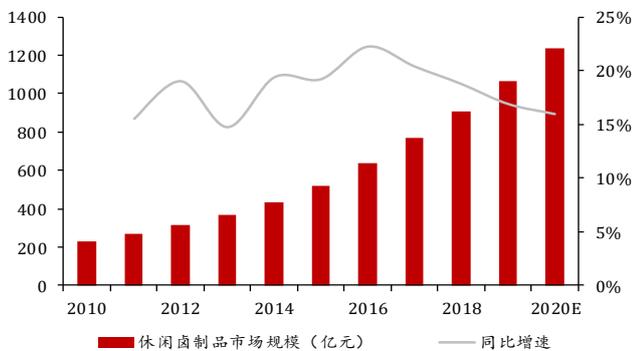
资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 二、休闲卤制品：持续高速增长，供应链为核心优势

### 2.1 行业处于快速增长期，集中度逐步提升

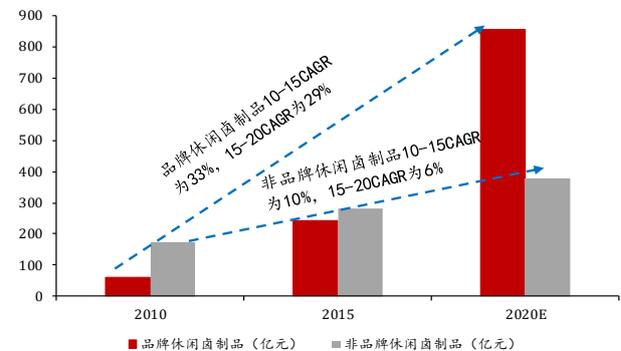
休闲卤制品持续高速增长，其中品牌卤制品增速远超非品牌的增速，行业集中度有望持续提升。据 Frost &Sullivan 数据显示，2018 年休闲卤制品市场规模为 911 亿元，同比增长 18.77%，2010-2018 年 CAGR 为 18.65%，行业持续高速增长。此外，受益于消费者对健康的追求以及品牌卤制品的优秀营销，近年来品牌卤制品收入增速远高于非品牌卤制品。

图 10：休闲卤制品行业持续高速增长



资料来源：Frost &Sullivan，川财证券研究所

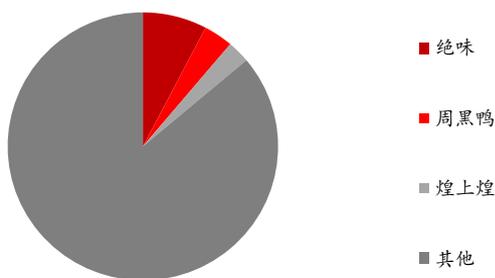
图 11：品牌休闲卤制品增长更快



资料来源：Frost &Sullivan，川财证券研究所

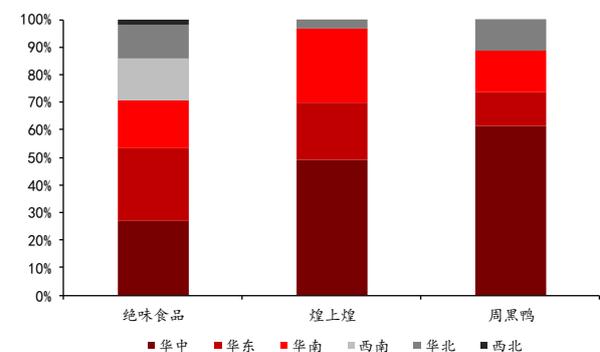
当前休闲卤制品行业 CR3 仅为 14%，绝味食品、周黑鸭、煌上煌处于行业第一梯队，市占率分别为 7.7%、3.5%、2.7%。分区域来看，头部企业的收入贡献主要来自华中、华东、华南地区，其中绝味食品基本实现全国化，区域分布更为合理；煌上煌依托江西大基地市场，核心区域华中、华南、华东占比高达 97%；周黑鸭以武汉基地市场为主的华中区域占比超过 60%。

图 12：休闲卤制品 CR3 仅为 14%



资料来源：公司调研，川财证券研究所

图 13：收入贡献主要来自华中、华东、华南



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 2.2 头部企业出现分化，加盟模式脱颖而出

由于产品定位及运营模式的差异，当前行业头部企业出现一定程度分化，其中以绝味、煌上煌为代表的加盟模式专注于大众消费市场，采取低成本、高扩张的形式进行线下渠道布局，业绩提升主要来自门店数快速增长的驱动；而以周黑鸭为代表的直营模式聚焦高端，依托高质高价策略来培育品牌形象，但由于单店收入持续下滑，业绩增长渐入瓶颈。

具体来看，14-18 年的绝味食品营收 CAGR 为 13.52%，其中门店数量从 14 年的 6187 家快速提升到 18 年的 9915 家，门店数 CAGR 为 12.51%，单店收入 CAGR 为 0.90%，业绩增长主要凭借门店数的快速扩张；而同期周黑鸭单店收入 CAGR 为 -10.75%，并未形成高端品牌势能，困局下周黑鸭开放特许经营模式，未来或将复制绝味、煌上煌快速开店的模式实现持续增长。

图 14：绝味、煌上煌定位大众消费市场，而周黑鸭聚焦中高端市场

|   |                        |                          |
|---|------------------------|--------------------------|
|   | 成立于1993年，总部位于南昌，创始人徐桂芬 | 大众餐饮和休闲卤制品，拥有酱制、卤制、凉拌等系列 |
|  | 成立于2002年，总部位于武汉，创始人周富裕 | 白领消费休闲卤制品，主打黑鸭系列         |
|  | 成立于2005年，总部位于长沙，创始人戴文军 | 大众消费的休闲食品，主打招牌、藤椒系列      |

资料来源：公司官网，川财证券研究所

表格 4. 加盟模式和直营模式对比分析

| 项目     | 加盟模式                                      | 直营模式   |
|--------|---|--|
| 权益归属   | 加盟商投资，拥有收益权                               | 公司投资，拥有收益权   |
| 人员安排   | 加盟商聘请，但须接受公司的培训和监管                        | 公司聘请，纳入公司的人事体系   |
| 生产方式   | 区域生产基地统一采购原材料并生产                          |  |
| 供货方式   | 区域生产基地统一供应                                |  |
| 物流模式   | 全程“冷链”统一配送至门店                             |  |
| 销售模式   | 公司对加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售                     | 公司通过直营门店以零售方式向顾客销售产品                                       |
| 产品定价方式 | 地区统一零售价                                   |  |
| 优点     | 1) 启动成本低；<br>2) 发展迅速；<br>3) 本地化经营更了解当地市场。 | 1) 经营管理统一化；<br>2) 员工队伍稳定；<br>3) 服务水平高；<br>4) 信息化程度高、执行力更强。 |

资料来源：公司公告，川财证券研究所

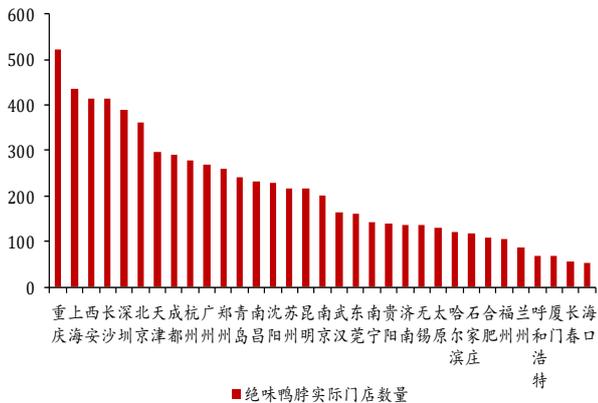
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 5. 绝味、煌上煌营收快速增长主要来自门店数快速增长的驱动

| 类别   | 2014       | 2015   | 2016   | 2017   | 2018    | 2019Q1-Q3 |       |
|------|------------|--------|--------|--------|---------|-----------|-------|
| 煌上煌  | 卤制品营收(亿元)  | 9.20   | 9.47   | 9.75   | 11.69   | 14.67     |       |
|      | 同比增长       | 10.16% | 16.98% | 5.80%  | 21.35%  | 28.41%    |       |
|      | 门店数(家)     | 2280   | 2400   | 2500   | 2750    | 3008      | 3609  |
|      | 同比增加       |        | 120    | 100    | 250     | 258       | 601   |
|      | 单店收入(万元/家) | 出厂口径   | 40.33  | 39.44  | 38.98   | 42.49     | 48.78 |
|      |            | 销售口径   | 67.22  | 65.73  | 64.97   | 70.82     | 81.31 |
|      | 同比增长       |        | -2.22% | -1.15% | 9.00%   | 14.80%    |       |
| 绝味食品 | 营业收入(亿元)   | 26.30  | 29.21  | 32.74  | 38.50   | 43.68     |       |
|      | 同比增长       |        | 11.09% | 12.08% | 17.59%  | 13.45%    |       |
|      | 门店数(家)     | 6187   | 7172   | 7924   | 9053    | 9915      | 10800 |
|      | 同比增加       |        | 985    | 752    | 1129    | 862       | 885   |
|      | 单店收入(万元/家) | 出厂口径   | 42.51  | 40.73  | 41.32   | 42.53     | 44.05 |
|      |            | 销售口径   | 70.85  | 67.88  | 68.86   | 70.88     | 73.42 |
|      | 同比增长       |        | -4.19% | 1.45%  | 2.93%   | 3.59%     |       |
| 周黑鸭  | 直营店营收(亿元)  | 15.90  | 21.31  | 24.21  | 27.54   | 27.76     |       |
|      | 同比增长       |        | 34.03% | 13.61% | 13.75%  | 0.80%     |       |
|      | 直营店数量(家)   | 468    | 641    | 778    | 1027    | 1288      |       |
|      | 同比增加       |        | 173    | 137    | 249     | 261       |       |
|      | 单店收入(万元/家) | 339.74 | 332.45 | 311.18 | 268.16  | 215.53    |       |
|      | 同比增长       |        | -2.15% | -6.40% | -13.83% | -19.63%   |       |

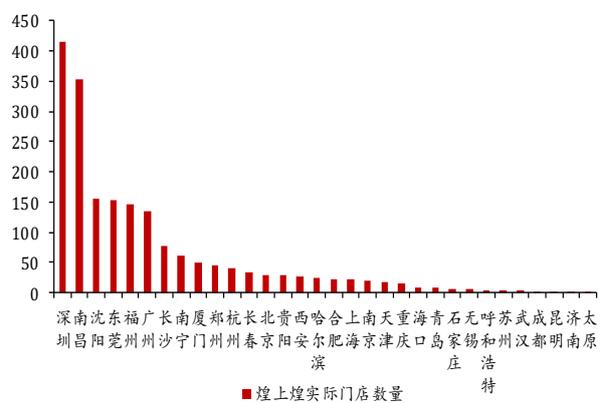
资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 草根调研显示, 煌上煌、绝味加盟模式渠道利润率约为 40%

图 15: 绝味在大中型城市密集布局



资料来源: 大众点评, 川财证券研究所

图 16: 煌上煌在核心城市加强布局

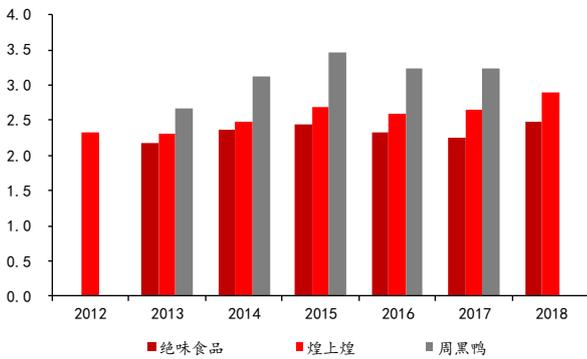


资料来源: 大众点评, 川财证券研究所

依托大众化定位叠加加盟模式驱动, 绝味门店数量实现快速扩张, 原材料采购量大幅提升从而规模优势更为显著, 保证终端偏低的定价策略下盈利能力依然强劲。从营业成本/销量的角度来看, 绝味的吨成本仅为周黑鸭的 70%左右, 显著价差表明绝味具备更强的采购规模优势; 此外, 假定绝味加盟店渠道利润率约为 40%, 推算出绝味产品的终端吨价仅为周黑鸭的 70%左右, 绝味终端吨价更具性价比优势。我们认为, 随着煌上煌门店数量的快速增加, 原材料采购量将同步提升, 随着规模优势进一步强化, 煌上煌有望成功复制绝味的崛起路径。

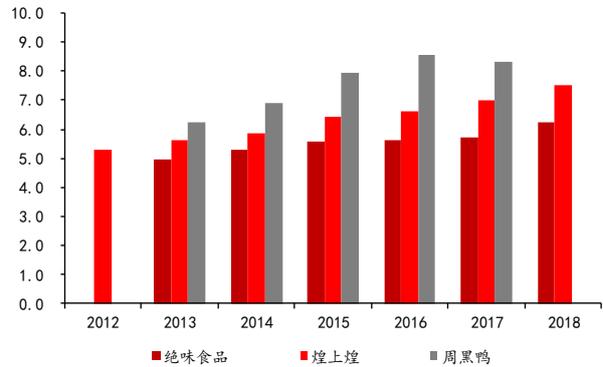
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 17: 绝味、煌上煌原材料采购成本规模优势显著(万元/吨)



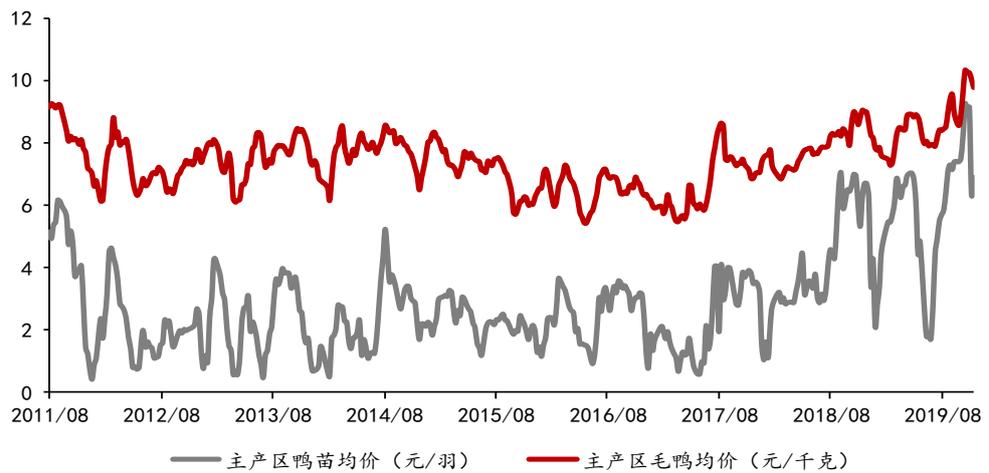
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 18: 绝味、煌上煌终端销售价格更具性价比优势(万元/吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所, 注: 草根调研显示, 绝味、煌上煌门店渠道利润率约为 40%

图 19: 主产区鸭苗、毛鸭均价逐步回落



资料来源: 博亚和讯, 川财证券研究所

表格 6. 绝味主要原料采购价格变动情况

| 项目  | 2015  |       | 2016    |       | 2017    |       | 2018Q1-Q3 |  |
|-----|-------|-------|---------|-------|---------|-------|-----------|--|
|     | 均价    | 均价    | 变动幅度    | 均价    | 变动幅度    | 均价    | 变动幅度      |  |
| 鸭脖  | 11.59 | 9.50  | -17.99% | 6.45  | -32.15% | 5.33  | -17.30%   |  |
| 鸭锁骨 | 7.45  | 5.72  | -23.23% | 6.98  | 21.95%  | 9.26  | 32.66%    |  |
| 鸭掌  | 17.36 | 15.47 | -5.17%  | 19.73 | 19.81%  | 26.71 | 35.41%    |  |
| 鸭肠  | 9.94  | 9.06  | -8.85%  | 9.24  | 1.94%   | 14.69 | 59.02%    |  |
| 鸭翅  | 11.16 | 11.30 | 1.24%   | 11.63 | 2.95%   | 13.30 | 14.34%    |  |

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

## 2.3 供应链优势为行业核心竞争力

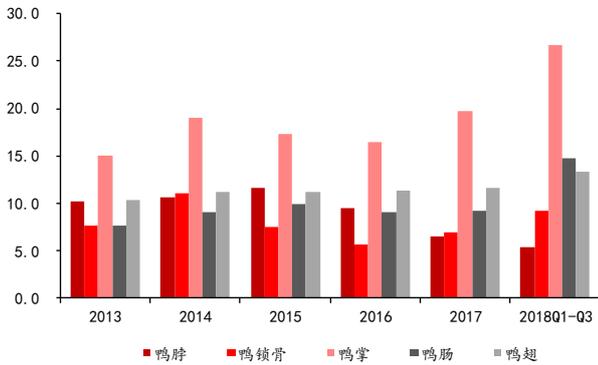
整体来看，上游原料端采购的规模效应、中游生产端贴近市场的布局、下游门店端的强覆盖相互协同形成的供应链优势是休闲卤制品行业的核心竞争力。

从上游原料采购端来看，绝味食品的采购原材料为鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等产品，2013-2018Q3 总计采购量分别为 8.06、7.64、9.18、9.10、9.52、7.06 万吨；周黑鸭主要采购两类鸭，即为鸭肉产品采购麻鸭、为鸭副产品采购樱桃谷鸭，2013-2015 年总计采购量分别为 3.00、3.91、5.25 万吨。可以看到，2013-2015 年绝味食品的采购量为周黑鸭两倍左右，规模效应下议价能力更强，反映到采购单价上绝味采购价更为便宜，绝味食品 2013-2015 年采购价分别为 1.00、1.15、1.13 万元/吨，周黑鸭同期采购价分别为 1.14、1.38、1.43 万元/吨。

从中游生产端来看，绝味在全国设立了 28 个全资生产型子公司，配送范围涵盖 300 公里范围内的门店，成功构建了“紧靠销售网络、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系，从而实现直接、快捷、低成本的产品配送效果，进而保障了门店的快速扩张；煌上煌在江西、广东、福建、辽宁、河南、广西投资建设六大生产基地，未来将形成“4 大基地+若干小基地”的生产基地布局，打造“贴近市场、供应及时、产品新鲜、质量保证”的全方位供应链体系；而周黑鸭目前仅在武汉、河北、广东设厂，未来将打造“1+N”供应链模式，该模式能够减缓初期固定资产投入的资金压力，但存在运输成本更高的问题。

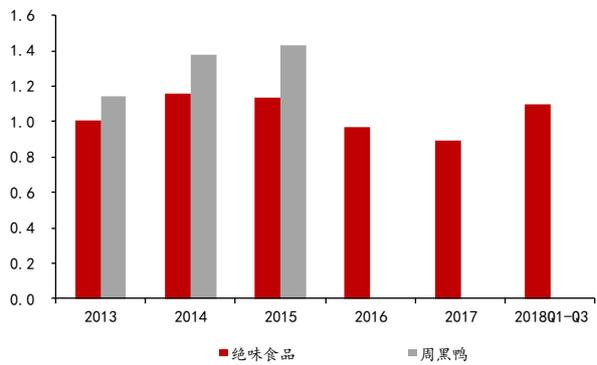
从下游门店终端数量及管理模式来看，绝味门店数量超过 1 万家，在核心城市密集布局，此外为加强产品质量控制，公司采取门店每日报单、公司每日集中生产和每日物流配送的每日销售报单模式；煌上煌近年来加快开店步伐，当前门店数量接近 3800 家，公司牵头规划物流线、部分优秀加盟商购置冷藏车并配备司机，为该物流线上的所有加盟店进行产品配送，实现全程“冷链”每日配送；而周黑鸭门店数仅为 1288 家，通过自营门店网络覆盖全国 12 个省市，此外在“中央厨房+直营店”模式下，公司引进 ERP 管理系统，门店实现实时配送，每天安排 2-3 次的产品配送。

图 20: 绝味主要原材料采购价格 (元/公斤)



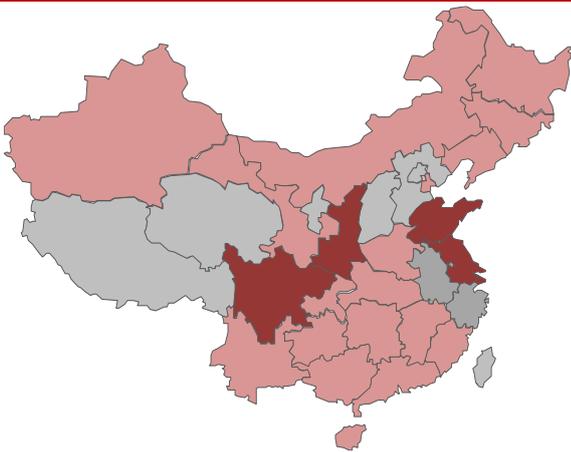
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 21: 绝味主要原材料采购价格低于周黑鸭



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 22: 绝味在全国搭建了 28 个生产基地



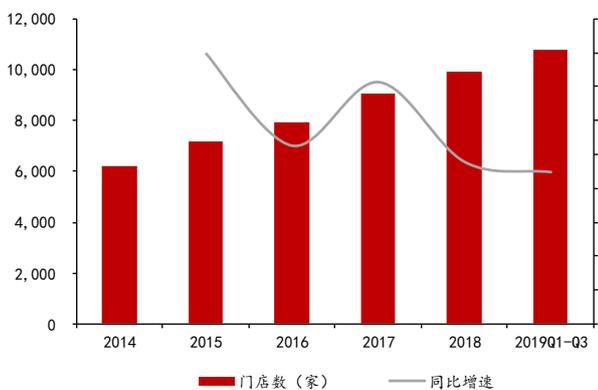
资料来源: 川财证券研究所, 注: 深色区域拥有 2 个生产基地, 浅色区域拥有 1 个生产基地, 灰色区域暂无生产基地

图 23: 煌上煌、周黑鸭打造大基地生产体系



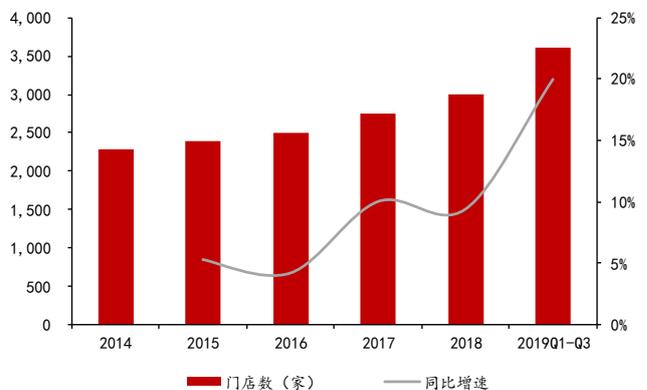
资料来源: 川财证券研究所, 注: 深色区域为煌上煌生产基地, 浅色区域为周黑鸭生产基地, 灰色区域暂无生产基地

图 24: 绝味食品门店处于快速扩张期



资料来源: 公司调研, 川财证券研究所

图 25: 煌上煌门店扩张速度加快



资料来源: 公司调研, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

### 三、产品品类更为多元，供应链优化保障快速展店

#### 3.1 老字号酱卤品牌，产品品类更为多元

“煌上煌”品牌深入人心，强品牌力赋能全国化。经过 20 多年的发展，“煌上煌”品牌已拥有众多忠实消费者，消费者认可度相对较高。公司“皇禽及图”商标于 2008 年荣获“中国驰名商标”称号，“皇禽”牌酱鸭被中国食品工业协会誉为“全国第一家独特酱鸭产品”。此外，公司旗下粽子品牌“真真老老”被评为浙江省老字号、名牌产品，在历届中国粽子文化节粽子大奖赛上多次获得金奖。

表格 7. 煌上煌品牌荣誉一览

| 日期       | 认定部门          | 品牌荣誉                           |
|----------|---------------|--------------------------------|
| 2003年2月  | 江西省工商局        | “皇禽”被评为江西省著名商标、江西省十大原创知名食品品牌之一 |
| 2008年3月  | 国家工商总局        | “皇禽”商标被评定为“中国驰名商标”             |
| 2013年2月  | 中国农业部         | 2013农业产业化国家重点龙头企业              |
| 2013年11月 | 中国食品工业协会      | 2012-2013年度全国食品工业优秀龙头企业        |
| 2014年6月  | 中国肉类协会        | 2014中国肉类食品行业强势企业               |
| 2015年1月  | 江西省委、省政府      | 2014年度全省优秀农业产业化龙头企业            |
| 2015年9月  | 中国农业部         | 全国主食加工业示范企业                    |
| 2015年9月  | 中国肉类协会        | 畜禽屠宰最具价值品牌企业                   |
| 2018年9月  | 中国农业农村部       | 国家禽肉加工技术研发专业中心                 |
| 2018年11月 | 国家农产品加工技术研发体系 | 2018年度农产品加工业十大企业品牌             |

资料来源：公司官网，川财证券研究所

由于休闲卤制品核心原材料基本相似，因此口味成为各个品牌的标签。从天猫旗舰店煌上煌、周黑鸭、绝味食品 Top10 产品来看，主要鸭副品类均为鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等，但主打口味却各有特色，其中煌上煌口感以“香辣”为特色，区别于绝味的“麻辣”、周黑鸭的“甜辣”。

表格 8. 天猫旗舰店煌上煌、周黑鸭、绝味食品销量 Top10 产品一览

| 煌上煌                   |       |       | 周黑鸭                    |       |       | 绝味食品                       |       |       |
|-----------------------|-------|-------|------------------------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|
| 产品                    | 价格(元) | 销量(盒) | 产品                     | 价格(元) | 销量(盒) | 产品                         | 价格(元) | 销量(盒) |
| 鸭脖200g+鸭锁骨200g        | 49.9  | 4.8万  | 鸭脖200g+鸭锁骨240g         | 48.8  | 14万   | 招牌麻辣鸭脖200g                 | 26.9  | 3385  |
| 鸭锁骨200g+鸭翅150g        | 44.9  | 3.4万  | 卤鸭翅250g(不辣)            | 28.9  | 10万   | 招牌麻辣脖锁翅520g                | 59.9  | 1377  |
| 卤鸭舌120g               | 79.9  | 2.3万  | 卤鸭脖140g                | 18.6  | 9.4万  | 麻辣鸭脖200g                   | 23.8  | 677   |
| 鸭锁骨200g+鸭掌155g        | 49.9  | 2.2万  | 卤鸭脖200gX2+鸭锁骨240gX1    | 76.5  | 7.7万  | 零食大礼包1000g                 | 109   | 608   |
| 酱鸭320g                | 89.9  | 1.4万  | 卤鸭掌245g(不辣)            | 28.9  | 4.8万  | 麻辣鸭肠130g                   | 31.9  | 425   |
| 鸭翅150g+鸭锁骨200g        | 49.9  | 4066  | 卤鸭掌108g                | 18.5  | 4.6万  | 黑鸭甜辣鸭锁骨150g                | 21.9  | 378   |
| 卤鸭脖120g               | 19.8  | 3148  | 卤豆干香干280g              | 19.9  | 3.6万  | 黑鸭甜辣鸭翅170g                 | 23.9  | 355   |
| 鸭脖200g+鸭翅150g+鸭锁骨200g | 59.8  | 2165  | 卤鸭脖200g+鸭锁骨240g+鸭翅250g | 63.8  | 3万    | 麻辣鸭舌90g                    | 35.9  | 322   |
| 鸭脖200g                | 29.9  | 1706  | 6款鸭肉零食礼包500g           | 59.9  | 2.5万  | 黑鸭甜辣鸭脖200g+鸭锁骨150g+鸭翅中170g | 69.9  | 307   |
| 卤鸭脖260g/盒             | 33.3  | 1889  | 卤鸭腿220g                | 26.9  | 2.3万  | 招牌麻辣鸭脖300g                 | 31.9  | 307   |

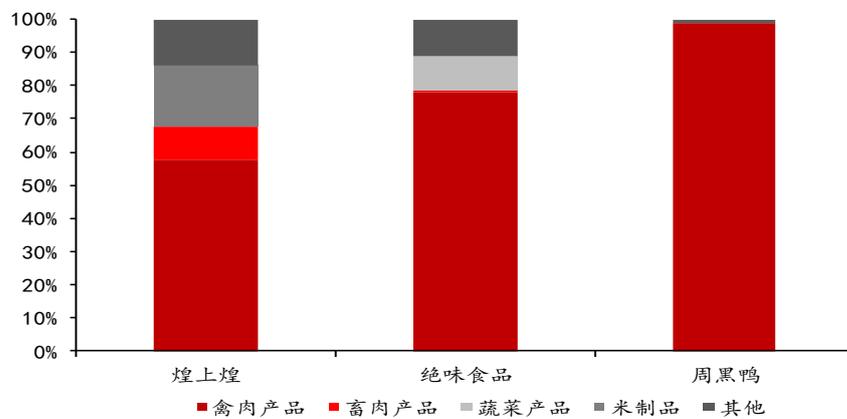
资料来源：天猫旗舰店，川财证券研究所，注：统计时间为 2019 年 11 月底

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

从产品结构来看，煌上煌产品品类更为多元，禽肉产品和米制品占比分别为 57.7%、18.5%；周黑鸭品类最集中，禽肉产品占比高达 98.8%；绝味禽肉产品和蔬菜产品占比分别为 78%和 10%。

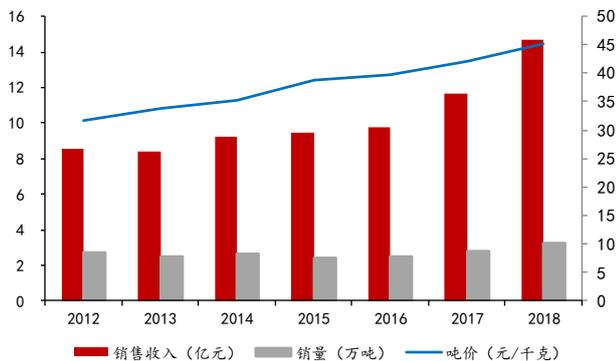
从产品量价拆分来看，煌上煌酱卤肉制品收入增长来自量价齐升，17 年收入同比增长 19.90%，其中销量增速为 13.13%，吨价增速为 5.99%；18 年收入同比增长 25.57%，其中销量增速为 17.06%，吨价增速为 7.27%。此外，米制品收入增长主要来自销量贡献，18 年收入同比增长 29.97%，其中销售增速为 34.84%。

图 26：煌上煌产品品类更为多元



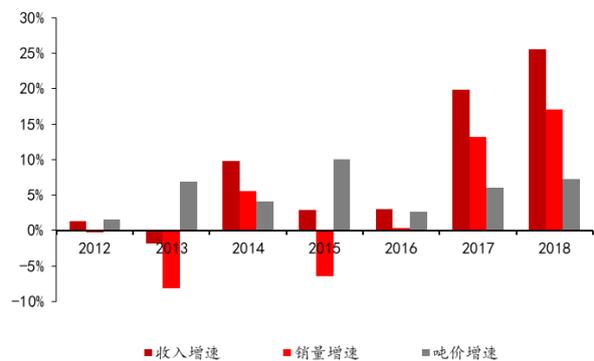
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27：酱卤肉制品吨价维持增长态势



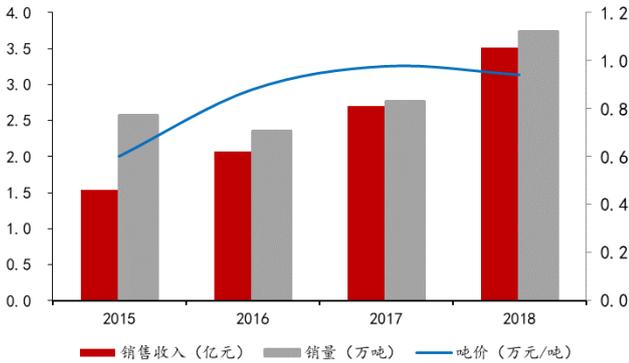
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28：17 年以来酱卤肉制品量价齐升



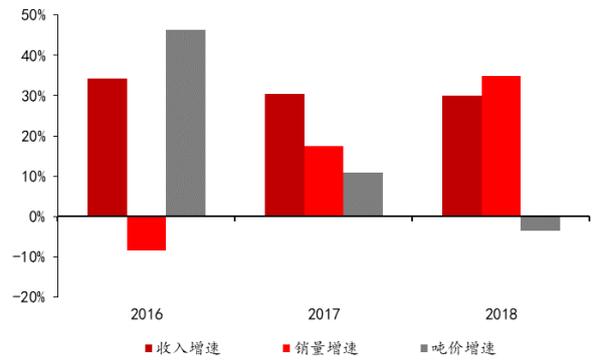
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：米制品吨价趋于稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

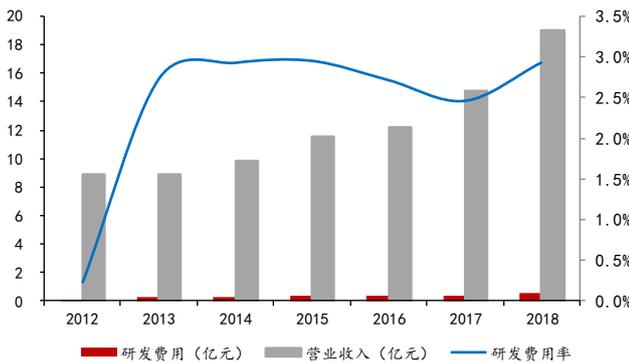
图 30：17 年以来米制品收入增长主要为销量贡献



资料来源：Wind，川财证券研究所

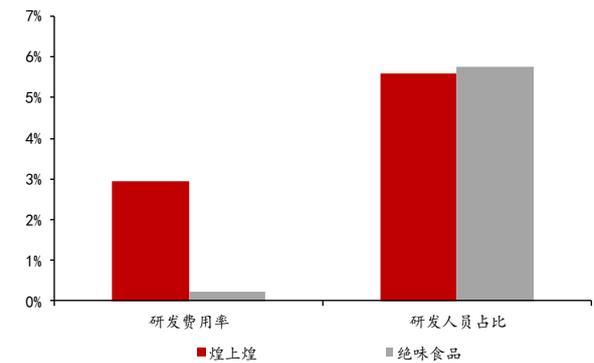
此外，公司注重新品研发，进而确保产品在行业内的领先地位。具体来看，公司研发投入远超绝味食品，18 年研发费用高达 5571 万元，费用占比接近 3%。公司目前形成了 200 多个品种的丰富产品组合，并依托食品质量安全检验与研发工程技术中心募投项目，不断加大对新产品的开发力度公司已能根据每季时令和消费者消费习惯的变化及时开发出新产品，不断引领市场潮流。此外，公司还与南昌大学中德食品工程中心、江西农业大学食品科学与工程学院等科研院所建立了长期的合作关系，并在公司设立了朱蓓薇院士工作站以保持并不断提升在行业内的领先优势。

图 31：研发费用率稳定在 3%左右



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32：煌上煌研发投入高于绝味

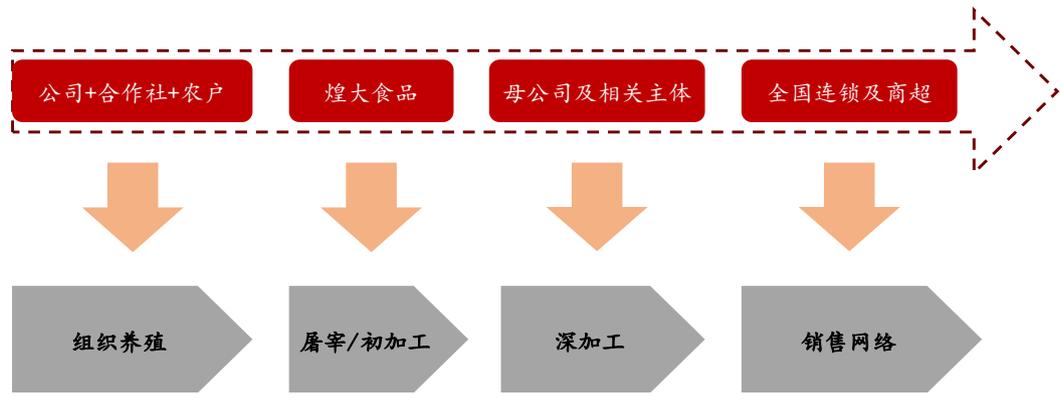


资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3.2 打造核心供应链优势，护航门店快速扩容

经过多年的发展，公司已形成酱卤肉制品加工上下游的完整产业链，集组织养殖、屠宰、初加工、深加工、销售网络为一体，业务协同效应有效降低了公司的经营风险。

图 33：公司已形成酱卤肉制品加工完整产业链



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

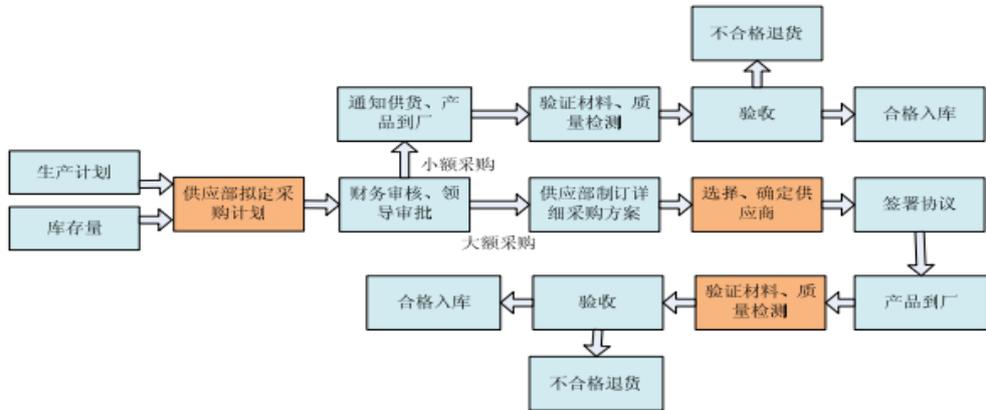
#### 3.2.1 依托双重采购模式，保障原材料供应

双重模式有力保障了公司原材料的供应，提高了原材料安全等级。区别于绝味、周黑鸭，公司原材料供应模式分为“公司+合作社+农户”和一般模式，其中“公司+合作社+农户”模式占比 8%-10%，主要生产酱鸭品牌，确保品质达到规格要求；一般模式占比约 90%，主要是外购鸭副产品。此外，公司 Top5 供应商占比为 20%，而绝味 Top5 供应商占比为 40%，主因绝味原材料采购中鸭脖占比较高，而公司各品类原材料采购更为均匀。

具体来看，“公司+合作社+农户”供应模式不但保障了原材料来源，更保障了原材料毛鸭的品质。此模式中，公司发挥组织者和管理者的作用，组织孵化户、饲料厂商、疫苗供应商、畜牧专家为合作社及农户提供相应服务，并对其进行监督，并不直接从事毛鸭的养殖。

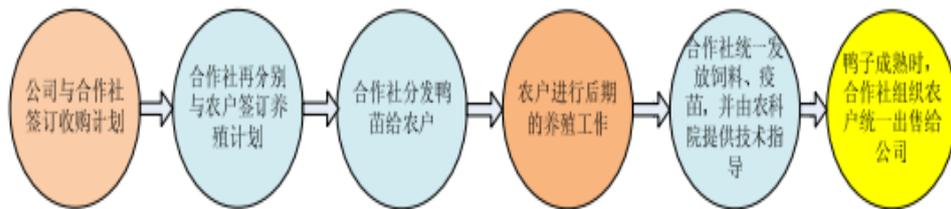
而“一般模式”主要环节包括采购计划、选择/确定供应商、验证材料、质量检测等。此模式中，公司首先在月初依据产销计划、禽畜肉价格以及未来市场价格预测制定本月份的采购计划；其次在《合格供应商名录》中确定合适的供应商范围，通过品质、交货期、价格、信用、质量管理等方面的对比进行招标评审，评审后最终确定选择合适供应商，签署采购订单；此外，在原材料进厂时，公司严格按照质量体系控制规定进行验证和抽检。

图 34： 原材料采购一般模式



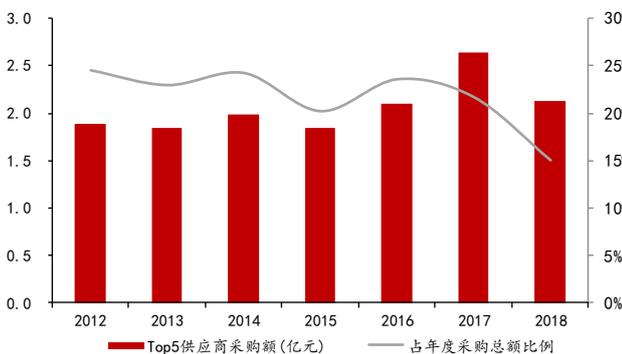
资料来源：招股说明书，公司调研，川财证券研究所

图 35： 原材料采购“公司+合作社+农户”供应模式



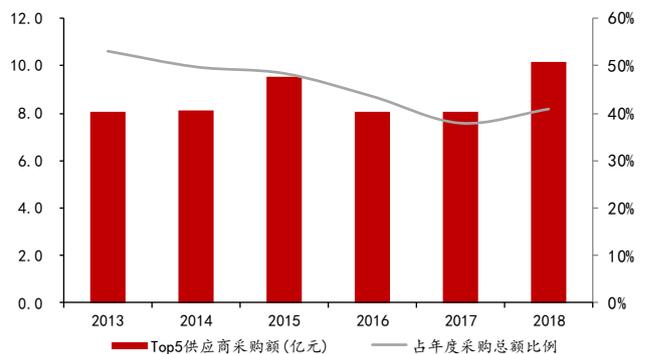
资料来源：招股说明书，公司调研，川财证券研究所

图 36： 煌上煌 Top5 供应商采购情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 37： 绝味食品 Top5 供应商采购情况



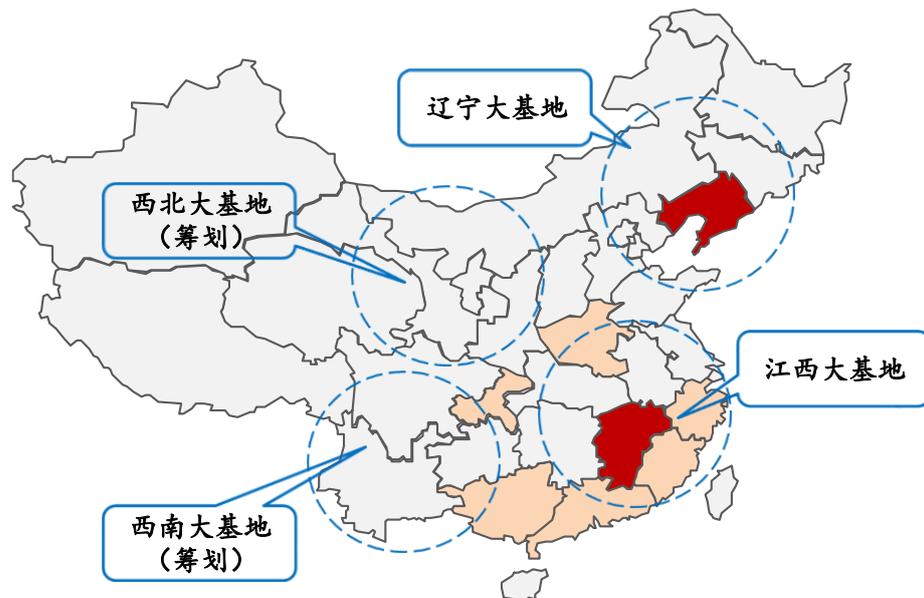
资料来源：Wind，川财证券研究所

### 3.2.2 生产布局贴近市场，门店有望快速扩容

未来随着线下门店的快速扩张，公司规划将形成“4大基地+若干小基地”的生产布局。当前公司在江西、广东、福建、辽宁、河南、广西设立6个生产基地，明年将规划在重庆、嘉兴设立生产基地，未来将形成江西、辽宁、西南、西北4大基地以及若干小基地。我们认为，“4大基地+若干小基地”的生产布局能够有效辐射区域市场，很好地满足终端门店的销售需求，能实现直接、快捷、低成本的物流配送，打造了一个“贴近市场、供应及时、产品新鲜、质量保证”的全方位供应链体系，为公司门店的快速扩张提供了坚实的保障。

从当前的产能布局来看，公司酱卤肉制品的设计产能超过6万吨，当前的实际产量在3.3万吨，产能利用率为53%。假定未来3年公司门店数量翻番，现有产能基本能够满足终端销售需求，而且随着“4大基地+若干小基地”布局的逐步推进，总体产能仍将持续提升。

图 38：未来公司将形成“4大基地+若干小基地”的生产布局



资料来源：公司调研，川财证券研究所，注：深色区域为大基地，浅色区域为小基地，灰色区域暂无生产基地

表格 9. 产能布局保障公司未来快速扩张

|       | 江西  | 辽宁         | 福建         | 广东    | 合计     |
|-------|-----|------------|------------|-------|--------|
| 设计产能  | 4万吨 | 5500吨      | 8000吨      | 8000吨 | 6.2万吨  |
| 实际产量  | 2万吨 | 2000-3000吨 | 2000-3000吨 | 8000吨 | 3.3万吨  |
| 产能利用率 |     |            |            |       | 53.23% |

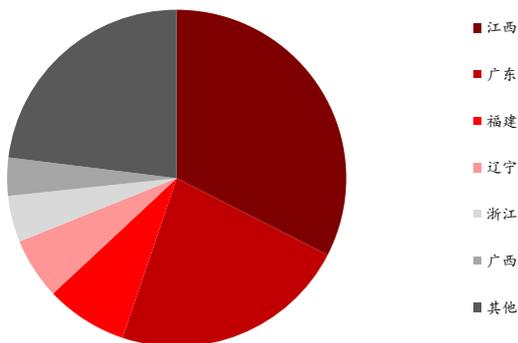
资料来源：公司调研，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司加快开店节奏，未来 3 年门店数量有望翻番。预计公司今年门店数量将突破 3800 家，销售网络覆盖全国 26 个省或直辖市、126 个地级市，并在江西、广东、福建、辽宁合计占比接近 70%，其中江西市场门店 1200 多家，广东市场门店接近 900 家，福建市场门店近 300 家，辽宁市场门店 200 多家。

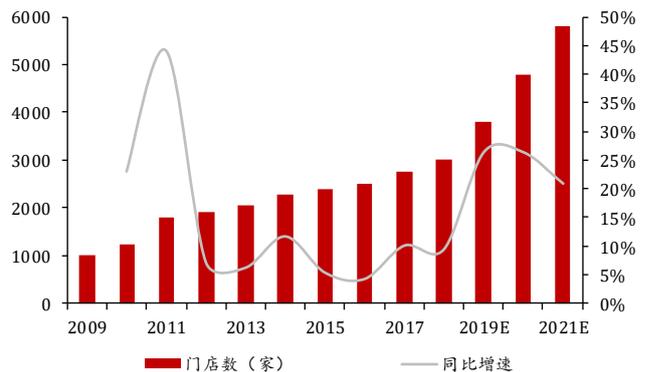
公司开店策略不断优化，新市场以老加盟商打头阵、通过高势能店切入。一方面，公司不断调整门店拓展思路，新市场拓展以公司直营或者老加盟商为主，通过集中开店并配合媒体宣传推广在当地打响品牌，以今年新开的 1000 家门店为例，其中 50% 以上是由老加盟商开店贡献，开店成活率 95%；另一方面，公司目前门店选址主要考虑商业综合体、大卖场、机场、高铁站等高势能商圈，现有门店中 20%-30% 是高势能商圈。此外，公司为了鼓励加盟商精细化管理升级，不断深化奖惩机制，其中对销售排名靠前的门店进行奖励，对落后门店提出整改建议，若仍未好转会直接关店处理。

图 39：公司核心区域门店数量占比接近 70%



资料来源：公司调研，川财证券研究所

图 40：未来 3 年门店数量有望翻番

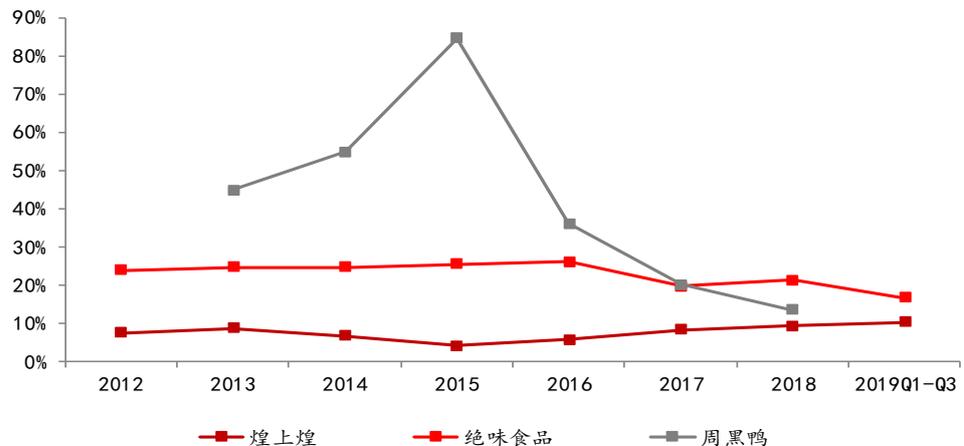


资料来源：公司调研，川财证券研究所

#### 四、快速展店助力快周转，未来 ROE 提升空间大

煌上煌 17 年以来 ROE 水平显著提升，但与绝味基本保持 20% 以上的 ROE 对比，未来还有较大提升空间。自 2017 年换届以来，公司激励机制大为改善，整体 ROE 水平显著提升，其中 12-17 年的平均 ROE 水平仅为 6.73%，18 年为 9.12%，19Q3 为 10.15%。但对比绝味基本维持 20% 以上的 ROE 水平，煌上煌未来仍有较大提升空间。

图 41：煌上煌 ROE 水平逐步提升，与绝味的差距进一步缩小



资料来源：Wind，川财证券研究所

为研究未来煌上煌 ROE 提升的驱动因素，我们将 ROE 拆分为净利率\*总资产周转率\*权益乘数，并具体分析未来提升的空间。细分来看，净利率和资产周转率的提升是增强盈利能力的核心驱动因素。

表格 10. 煌上煌、绝味食品、周黑鸭 ROE 水平及详细杜邦财务拆分

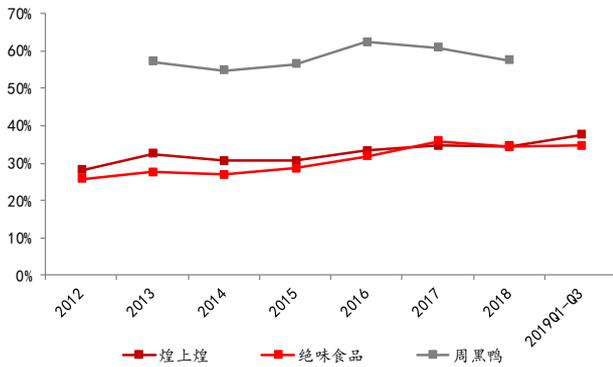
| 公司   | 杜邦分析  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018   | 2019Q1-Q3 |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 煌上煌  | ROE   | 8.62%  | 6.66%  | 3.98%  | 5.56%  | 8.18%  | 9.12%  | 10.15%    |
|      | 净利率   | 13.61% | 10.02% | 5.63%  | 7.65%  | 9.93%  | 9.48%  | 13.11%    |
|      | 资产周转率 | 0.62   | 0.64   | 0.67   | 0.65   | 0.74   | 0.83   | 0.64      |
|      | 权益乘数  | 1.05   | 1.08   | 1.18   | 1.19   | 1.18   | 1.29   | 1.28      |
| 绝味食品 | ROE   | 24.49% | 24.60% | 25.45% | 25.95% | 19.51% | 21.18% | 16.61%    |
|      | 净利率   | 8.49%  | 8.99%  | 10.30% | 11.62% | 12.92% | 14.44% | 15.63%    |
|      | 资产周转率 | 2.21   | 2.10   | 1.96   | 1.83   | 1.49   | 1.25   | 0.85      |
|      | 权益乘数  | 1.45   | 1.42   | 1.36   | 1.34   | 1.24   | 1.26   | 1.44      |
| 周黑鸭  | ROE   | 44.85% | 54.72% | 84.57% | 35.96% | 20.05% | 13.29% | -         |
|      | 净利率   | 21.34% | 22.70% | 22.72% | 25.39% | 23.42% | 16.79% | -         |
|      | 资产周转率 | 1.60   | 1.85   | 2.26   | 1.11   | 0.75   | 0.70   | -         |
|      | 权益乘数  | 1.31   | 1.29   | 2.48   | 1.14   | 1.14   | 1.13   | -         |

资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

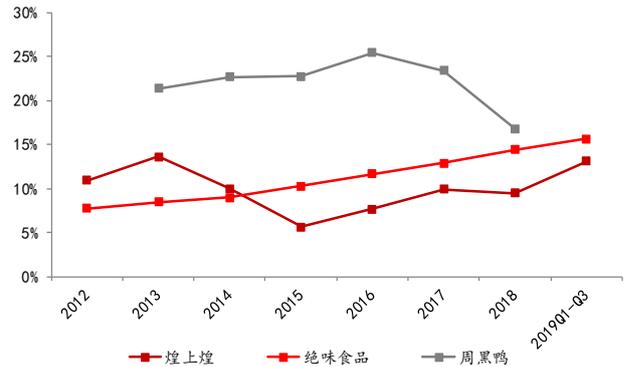
从净利率的角度来看，煌上煌提升至 10% 左右，但由于费用端投入相对更高，且 18-20 年存在限制性股权激励的费用摊销，与绝味仍然存在明显的差异。未来随着规模效应的逐步增强叠加费用端投入的企稳，煌上煌净利率水平或将实现稳中有升。

图 42：煌上煌、绝味、周黑鸭毛利率水平



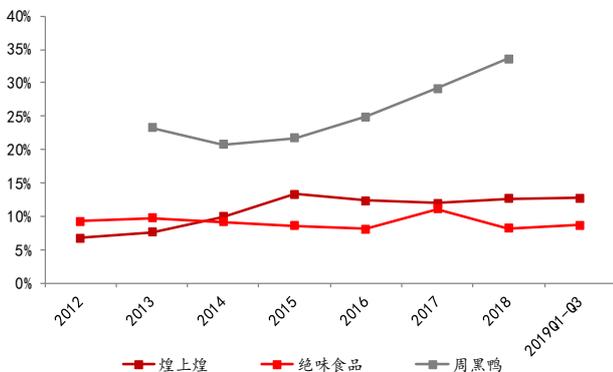
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：煌上煌、绝味、周黑鸭净利率水平



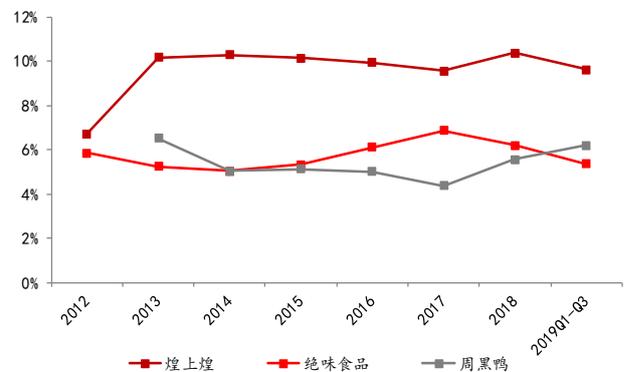
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：煌上煌、绝味、周黑鸭销售费用率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45：煌上煌、绝味、周黑鸭管理费用率



资料来源：Wind，川财证券研究所

从资产周转率的角度来看，公司与绝味差距明显，这也是 ROE 水平偏低的主要原因。18 年公司资产周转率为 0.83，低于绝味食品的 1.25，其中公司流动资产周转率仅为 1.26，远低于绝味食品的 2.77，我们认为主要原因包括两个方面，一是公司自 12 年上市以来货币资金大幅提升，当前维持在 10 亿水平的高位；二是公司为应对原材料上涨风险，18 年成立了战略筹备小组，存货维持高位水平。未来随着公司供应链体系进一步优化、加盟店数量快速增加，资产周转率有望逐步提升，从而实现快周转。

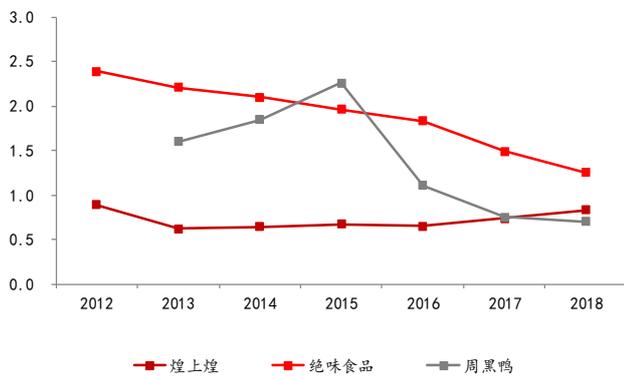
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 11. 煌上煌核心资产周转率低于绝味食品 (2018 年)

| 公司   | 存货周转率 | 应收账款周转率 | 流动资产周转率 | 固定资产周转率 | 资产周转率 |
|------|-------|---------|---------|---------|-------|
| 煌上煌  | 2.53  | 49.00   | 1.26    | 3.61    | 0.83  |
| 绝味食品 | 5.55  | 986.43  | 2.77    | 4.79    | 1.25  |
| 周黑鸭  | 4.61  | 113.94  | 1.01    | 3.17    | 0.70  |

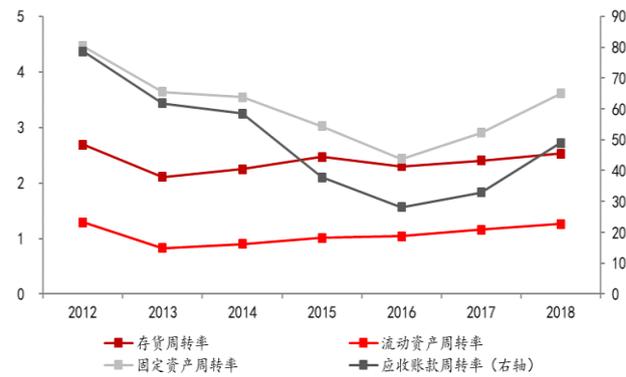
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 46: 煌上煌、绝味、周黑鸭资产周转率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

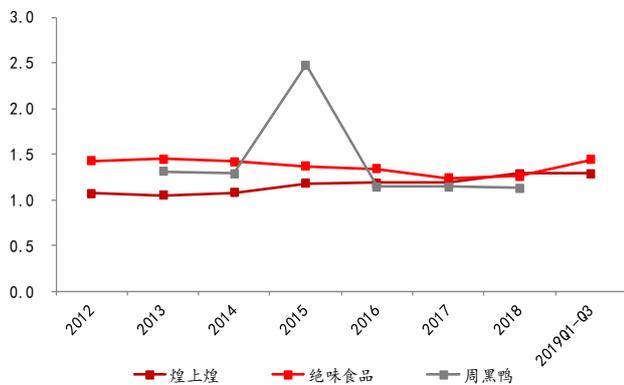
图 47: 煌上煌核心资产周转率情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

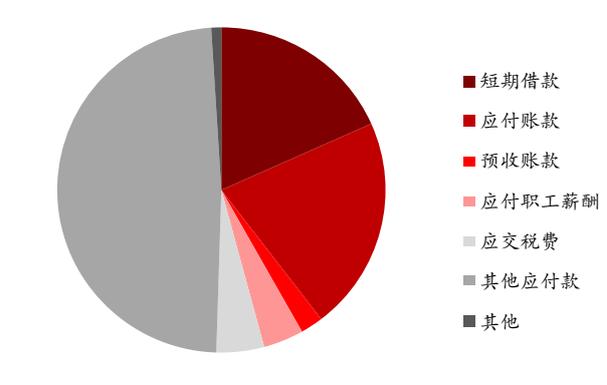
从权益乘数的角度来看, 公司与绝味食品基本一致。休闲卤制品行业整体负债率相对较低, 头部企业占款能力较强。煌上煌在原材料采购端和加盟商供货端均具备较强的议价能力, 18 年相关的应付款项为 1.55 亿元, 占流动负债的比例为 38%, 整体占款能力较强。

图 48: 煌上煌、绝味、周黑鸭权益乘数



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 49: 煌上煌整体占款能力较强



资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 五、盈利预测与估值

基于以上对公司的经营分析，我们认为公司未来的两大主营业务仍将保持快速增长：肉制品加工业务增长的驱动因素主要来自门店数量的快速增长，预计 2019-2021 年终端门店数量分别为 3800、4800、5800 家，考虑到未来新增门店主要来自于新市场的横向发展，而新市场开拓风险高于老市场，预计单店年终端销售额将稳定在 80 万元水平；米制品业务增长的驱动因素主要来自多渠道的快速放量，公司提出在 2019 年基础上未来三年业绩翻番的发展目标，未来将通过人才战略、产品升级、品牌升级、信息化升级战略以及打通线上、线下全渠道营销等举措，维持米制品收入的稳定增长。

### (1) 肉制品加工业务：

**吨价：**考虑到公司产品的提价周期叠加 CPI 处于相对高位，酱卤肉制品吨价将保持稳中有升，我们预计 2019-2021 年肉制品加工业务吨价增速分别为 3.00%、3.00%、3.00%。

**销量：**随着省外扩张继续提速，预计公司今年年底门店数量净增加 800 家，达到 3800 家左右，未来两年每年净增加门店数仍将保持在 1000 家左右，我们预计 2019-2021 年肉制品加工业务销量增速分别为 20.68%、22.64%、17.31%。

### (2) 米制品加工业务：

**吨价：**米制品当前主要认为是营收快速增长及进一步抢占市场份额，我们预计 2019-2021 年米制品吨价将维持在当前价格水平，仍将保持高性价比优势。

**销量：**米制品电商渠道略有亏损，今年销量会受到一定影响；但经销商、团购等渠道处于快速放量期，我们预计 2019-2021 年米制品业务销量增速分别为 15.00%、18.00%、18.00%。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 23.23、28.94、34.83 亿元；归母净利润分别为 2.40、3.23、4.31 亿元；EPS 分别为 0.47、0.63、0.84 元/股，对应当前 PE 分别为 33.44、24.83、18.64 倍。考虑到公司新任管理层锐意进取、未来门店快速扩张有望实现快周转，首次覆盖给予“增持”评级。

**表格 12. 煌上煌终端门店拆分及预测**

| 项目        | 2015A | 2016A | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售金额 (亿元) | 9.47  | 9.75  | 11.69  | 14.67  | 18.24  | 23.04  | 27.84  |
| 同比增速      |       | 0.38% | 13.13% | 17.06% | 24.30% | 26.32% | 20.83% |
| 门店总数 (家)  | 2400  | 2500  | 2750   | 3008   | 3800   | 4800   | 5800   |
| 同比增加      |       | 100   | 250    | 258    | 792    | 1000   | 1000   |
| 单店收入      | 出厂口径  | 39.44 | 38.98  | 42.49  | 48.78  | 48.00  | 48.00  |
| (万元/家)    | 销售口径  | 65.73 | 64.97  | 70.82  | 81.31  | 80.00  | 80.00  |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

**表格 13. 煌上煌主营业务量价拆分及预测**

| 主营业务量价拆分 |           | 2017A   | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 肉制品加工    | 销售收入 (百万) | 1168.59 | 1467.42 | 1824.00 | 2304.00 | 2784.00 |
|          | 增速        |         | 25.57%  | 24.30%  | 26.32%  | 20.83%  |
|          | 销量 (吨)    | 27758   | 32492   | 39211   | 48087   | 56413   |
|          | 增速        |         | 17.06%  | 20.68%  | 22.64%  | 17.31%  |
|          | 吨价 (万元/吨) | 4.21    | 4.52    | 4.65    | 4.79    | 4.94    |
|          | 增速        |         | 7.27%   | 3.00%   | 3.00%   | 3.00%   |
|          | 毛利率       | 37.04%  | 35.82%  | 37.69%  | 39.51%  | 41.27%  |
| 米制品加工    | 销售收入 (百万) | 270.03  | 350.96  | 403.61  | 476.26  | 561.99  |
|          | 增速        |         | 29.97%  | 15.00%  | 18.00%  | 18.00%  |
|          | 销量 (吨)    | 27680   | 37325   | 42924   | 50650   | 59767   |
|          | 增速        |         | 34.84%  | 15.00%  | 18.00%  | 18.00%  |
|          | 吨价 (万元/吨) | 0.98    | 0.94    | 0.94    | 0.94    | 0.94    |
|          | 增速        |         | -3.61%  | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   |
|          | 毛利率       | 23.24%  | 28.25%  | 28.25%  | 28.25%  | 28.25%  |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 14. 分产品盈利预测

|       |        | 2017A    | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|-------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 肉制品加工 | 收入(百万) | 1,168.59 | 1,467.42 | 1,824.00 | 2,304.00 | 2,784.00 |
|       | 毛利率(%) | 37.04    | 35.82    | 37.69    | 39.51    | 41.27    |
|       | 同比     | 19.90%   | 25.57%   | 24.30%   | 26.32%   | 20.83%   |
| 米制品加工 | 收入(百万) | 270.03   | 350.96   | 403.61   | 476.26   | 561.99   |
|       | 毛利率(%) | 23.24    | 28.25    | 28.25    | 28.25    | 28.25    |
|       | 同比     | 30.42%   | 29.97%   | 15.00%   | 18.00%   | 18.00%   |
| 其他    | 收入(百万) | 39.15    | 79.20    | 95.04    | 114.05   | 136.86   |
|       | 毛利率(%) | 42.46    | 37.02    | 37.02    | 37.02    | 37.02    |
|       | 同比     | 8.28%    | 102.28%  | 20.00%   | 20.00%   | 20.00%   |
| 合计    | 收入(百万) | 1477.78  | 1897.58  | 2322.65  | 2894.31  | 3482.84  |
|       | 毛利率(%) | 34.66    | 34.47    | 36.02    | 37.56    | 39.00    |
|       | 同比     | 21.35%   | 28.41%   | 22.40%   | 24.61%   | 20.33%   |

资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 15. 可比公司估值表一览

|      | 日期        | 2019/12/8 | 股价   | 总市值   | EPS |     |     | PE   |      |      |
|------|-----------|-----------|------|-------|-----|-----|-----|------|------|------|
|      |           |           |      |       | 19E | 20E | 21E | 19E  | 20E  | 21E  |
| 卤制品  | 603517.SH | 绝味食品      | 44.0 | 267.5 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 33.7 | 28.1 | 23.8 |
| 坚果炒货 | 300783.SZ | 三只松鼠      | 58.0 | 232.6 | 0.9 | 1.2 | 1.5 | 61.1 | 47.6 | 37.6 |
|      | 002557.SZ | 洽洽食品      | 32.8 | 166.4 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 30.7 | 26.1 | 22.4 |
| 烘焙   | 603866.SH | 桃李面包      | 44.2 | 291.1 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 40.2 | 33.6 | 27.8 |
|      | 平均值       |           |      |       |     |     |     | 44.0 | 35.8 | 29.3 |
| 卤制品  | 002695.SZ | 煌上煌       | 15.6 | 80.4  | 0.5 | 0.6 | 0.8 | 33.4 | 24.8 | 18.6 |

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 股价截止时间为2019年12月8日

## 风险提示

- 1) 食品安全风险，影响公司的品牌形象和美誉度；
- 2) 直营店、特许加盟店的管理风险；
- 3) 跨区域经营的风险；
- 4) 原材料价格波动风险。

| 报表预测        |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利润表 (百万元)   | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 营业收入        | 1477.8 | 1897.6 | 2322.6 | 2894.3 | 3482.8 |
| 减:营业成本      | 965.6  | 1243.4 | 1485.9 | 1807.3 | 2124.5 |
| 营业税金及附加     | 17.3   | 20.0   | 24.5   | 30.6   | 36.8   |
| 营业费用        | 177.2  | 240.0  | 313.6  | 390.7  | 470.2  |
| 管理费用        | 141.1  | 141.3  | 209.0  | 275.0  | 330.9  |
| 财务费用        | -2.6   | -6.6   | -6.7   | -7.6   | -9.5   |
| 资产减值损失      | 1.7    | -2.0   | 1.8    | 1.8    | 1.8    |
| 加:投资收益      | 6.0    | 3.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 公允价值变动损益    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 其他经营损益      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 营业利润        | 187.4  | 218.3  | 294.5  | 396.5  | 528.2  |
| 加:其他非经营损益   | -1.0   | 3.4    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 利润总额        | 186.4  | 221.8  | 294.5  | 396.5  | 528.2  |
| 减:所得税       | 39.6   | 41.8   | 44.2   | 59.5   | 79.2   |
| 净利润         | 146.8  | 179.9  | 250.3  | 337.1  | 449.0  |
| 减:少数股东损益    | 5.9    | 7.0    | 10.1   | 13.6   | 18.1   |
| 归属母公司股东净利润  | 140.9  | 172.9  | 240.2  | 323.4  | 430.8  |
| 资产负债表 (百万元) | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
| 货币资金        | 783.5  | 931.2  | 945.8  | 1278.4 | 1479.1 |
| 应收和预付款项     | 116.2  | 120.2  | 226.2  | 199.8  | 306.4  |
| 存货          | 448.7  | 535.1  | 640.6  | 698.1  | 767.0  |
| 其他流动资产      | 3.1    | 79.0   | 79.0   | 79.0   | 79.0   |
| 长期股权投资      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 投资性房地产      | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| 固定资产和在建工程   | 547.4  | 617.3  | 615.3  | 613.3  | 619.3  |
| 无形资产和开发支出   | 133.5  | 136.1  | 124.4  | 112.6  | 100.8  |
| 其他非流动资产     | 45.6   | 78.2   | 47.0   | 36.2   | 36.2   |
| 资产总计        | 2078.1 | 2497.0 | 2678.2 | 3017.4 | 3387.9 |
| 短期借款        | 67.0   | 74.5   | 74.5   | 74.5   | 74.5   |
| 应付和预收款项     | 183.7  | 291.2  | 278.7  | 330.2  | 317.3  |
| 长期借款        | 16.5   | 14.9   | 14.9   | 14.9   | 14.9   |
| 其他负债        | 56.7   | 182.8  | 149.1  | 149.1  | 149.1  |
| 负债合计        | 323.9  | 563.4  | 517.2  | 568.7  | 555.8  |
| 股本          | 500.0  | 513.9  | 513.9  | 513.9  | 513.9  |
| 资本公积        | 614.4  | 635.0  | 635.0  | 635.0  | 635.0  |
| 留存收益        | 608.3  | 746.2  | 940.7  | 1202.6 | 1551.6 |
| 归属母公司股东权益   | 1722.6 | 1895.0 | 2089.5 | 2351.5 | 2700.4 |
| 少数股东权益      | 31.6   | 38.6   | 48.7   | 62.3   | 80.5   |
| 股东权益合计      | 1754.1 | 1933.6 | 2138.2 | 2413.8 | 2780.9 |
| 负债和股东权益合计   | 2078.1 | 2497.0 | 2655.5 | 2982.4 | 3336.7 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017A | 2018A  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|-------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 经营性现金净流量    | 132.9 | 153.2  | 133.9 | 473.9  | 376.4  |
| 投资性现金净流量    | 124.9 | -205.8 | -90.0 | -100.0 | -120.0 |
| 筹资性现金净流量    | -13.5 | 200.3  | -29.4 | -41.3  | -55.7  |
| 现金流量净额      | 244.3 | 147.7  | 14.6  | 332.6  | 200.8  |

| 财务分析和估值指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力      |       |       |       |       |       |
| 毛利率       | 34.7% | 34.5% | 36.0% | 37.6% | 39.0% |
| 销售净利率     | 9.8%  | 9.2%  | 10.8% | 11.6% | 12.9% |
| ROE       | 8.2%  | 9.1%  | 11.5% | 13.8% | 16.0% |
| ROA       | 8.6%  | 8.2%  | 10.7% | 12.9% | 15.3% |
| 成长能力      |       |       |       |       |       |
| 销售收入增长率   | 21.3% | 28.4% | 22.4% | 24.6% | 20.3% |
| 净利润增长率    | 55.1% | 20.4% | 43.8% | 34.7% | 33.2% |
| 资本结构      |       |       |       |       |       |
| 资产负债率     | 15.6% | 22.6% | 19.3% | 18.8% | 16.4% |
| 流动比率      | 4.8   | 4.1   | 5.3   | 5.5   | 6.6   |
| 速动比率      | 3.2   | 2.6   | 3.3   | 3.6   | 4.5   |
| 经营效率      |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率    | 0.7   | 0.8   | 0.9   | 1.0   | 1.0   |
| 存货周转率     | 2.2   | 2.3   | 2.3   | 2.6   | 2.8   |
| 业绩和估值     |       |       |       |       |       |
| EPS       | 0.3   | 0.3   | 0.5   | 0.6   | 0.8   |
| BPS       | 3.4   | 3.7   | 4.1   | 4.6   | 5.3   |
| PE        | 55.5  | 46.5  | 33.4  | 24.8  | 18.6  |
| PB        | 4.5   | 4.2   | 3.8   | 3.4   | 3.0   |

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004