

肉制品

署名人: 蒋鑫

S0960512080006

0755-82026708

jiangxin@cjis.cn

署名人: 柯海东

S0960512080001

0755-82026712

kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 22.10元

当前股价: 18.70元

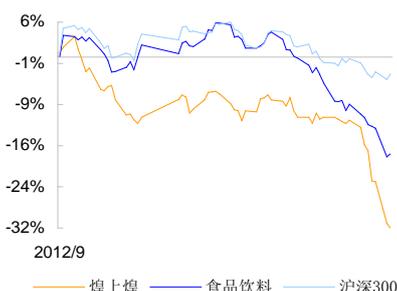
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	1975.14
总股本(百万)	123
流通股本(百万)	30
流通市值(亿)	5
EPS	0.87
每股净资产(元)	4.02
资产负债率	35.54%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
煌上煌	-25.73	-37.67	-37.67
食品饮料	-21.54	-17.81	-24.96
沪深300指数	-7.60	-4.35	-19.05



相关报告

煌上煌

002695

推荐

估值回落至合理区间, 关注上市后开店速度

上周我们到公司进行了调研, 与公司总经理、副总经理、财务总监进行了交流, 近期因公司 Q3 开店速度不达预期股价跌幅较大, 目前估值逐步回落至合理区间(大众消费品多数估值处于 15-23 倍), 后续基本面是否向好主要关注上市后的开店速度。

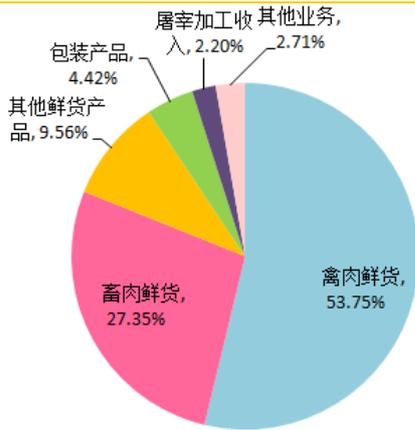
- **行业处于品牌化发展初期, 谁先占领空白市场就有先发优势。**快捷消费酱卤肉制品市场规模 500 多亿, 行业集中度低, 处于从无品牌到品牌消费整合的初期。行业前三大企业分别是绝味、周黑鸭、煌上煌, 根据地市场分别为湖南、湖北、江西, 除了在各自的根据地市场有口味上的忠诚度, 其他市场对品牌、口味的忠诚度还不高。各家企业的成本、渠道价差、终端售价等方面也无明显差别。因此, 谁先进入空白市场, 谁的品牌就拥有先发优势, 在当地加盟店的赚钱效应也会扩散更快, 占据更多有利店址, 形成正反馈。
- **公司的增长主要是以开店扩张为主, 加盟店净利率 10%左右, 投资回收期 18-20 个月。**过去三年公司开店复合增速 33%, 收入复合增速 31%。公司去年下半年集中开店, 今年开店速度和收入增速都有所放缓, 去年公司店铺净增长 550 家, 其中有 453 家集中在下半年开设, 对今年销量增长贡献不大, 而今年前三季度店铺净增长 131 家(增长 7.3%, 其中开 284 家, 关 153 家)。公司加盟店在省内单店平均年销售额约 100 万, 省外约 50 万, 投资回收期大约 18-20 个月, 加盟店平均净利润 7 万左右, 净利率约 10%。
- **行业水平扩张空间大, 应该享有更高估值溢价。**煌上煌目前 70% 的收入来自江西市场, 在广东地区销售也比较成功, 我们认为外延扩张不存在口味上的障碍, 主要是看竞争环境。公司已经在福建、辽宁建生产基地, 明年打算在西安建第五个生产基地, 都是竞争不激烈的区域, 我们认为在这些地方水平扩张的空间还很大。
- **基本面好转需取决于上市后开店速度能否回升。**公司注重食品安全问题的控制, 开店以加盟为主但速度稳健, 2012 年-2014 年的规划分别是 2100 家、2600 家、3300 家, 增速在 20%-30%。今年受经济疲软和集中精力上市影响, 开店和收入增长不达预期, 基本面要好转需观察上市后开店速度能否回升。如果上市后开店确实有加速, 我们认为未来高增长仍可持续。
- **我们预计 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.85、1.13、1.45 元,**今年受益于原料价格下降和产品提价, 毛利率大幅提升, 预计净利增长 30%, 对应 PE 为 22/17/13, 给予推荐评级。
- **风险提示:** 开店速度不达预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	886	969	1236	1553
收入同比(%)	28%	9%	28%	26%
归属母公司净利润	81	106	140	179
净利润同比(%)	34%	31%	32%	28%
毛利率(%)	23.8%	26.7%	27.3%	28.0%
ROE(%)	21.7%	7.8%	9.3%	10.6%
每股收益(元)	0.65	0.85	1.13	1.45
P/E	28.56	21.88	16.53	12.94
P/B	6.20	1.70	1.54	1.38
EV/EBITDA	22	16	12	9

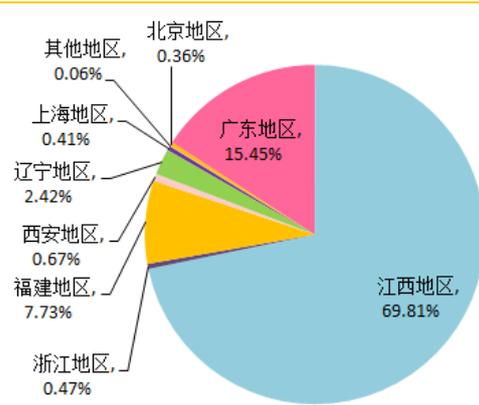
资料来源: 中投证券研究所

图 1 产品结构以禽类为主



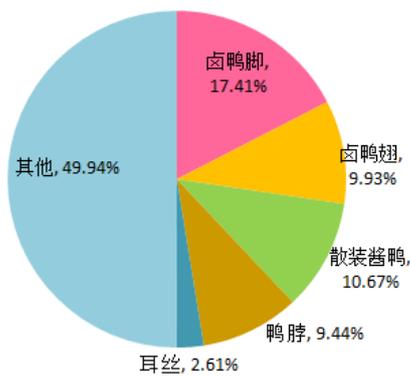
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 2 销售区域主要为江西、广东、福建



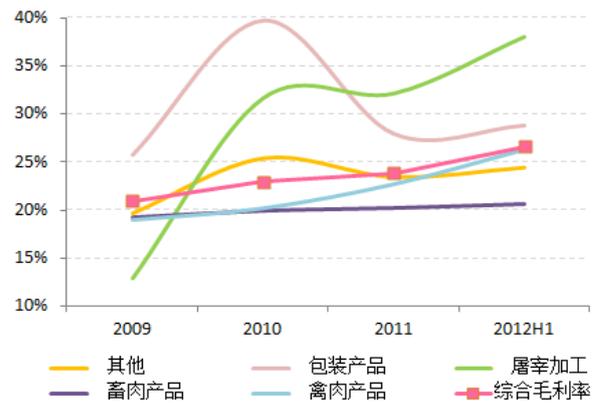
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 前 4 大禽类鲜货核心产品占收入 47.43%



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 4 毛利率保持稳中有升



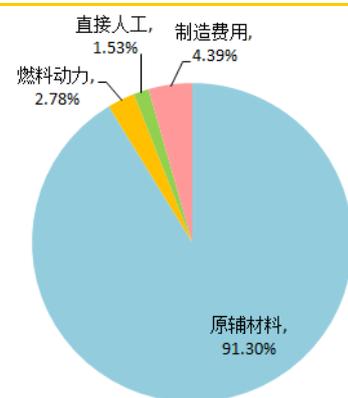
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 5 原料采购价格变动剧烈



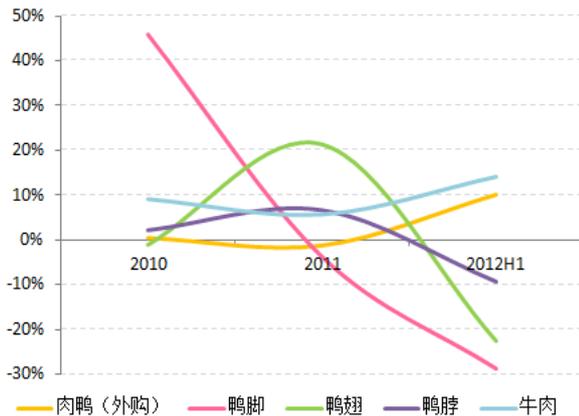
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 6 成本构成中原辅材料占 91.3%



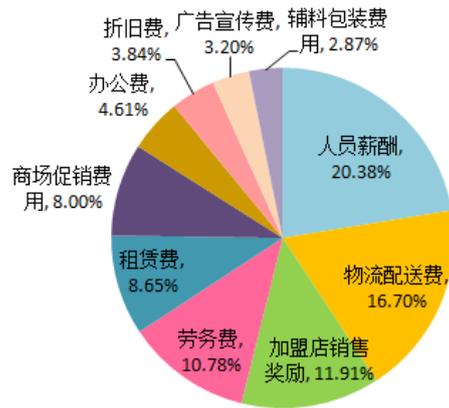
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 7 原料价格增速



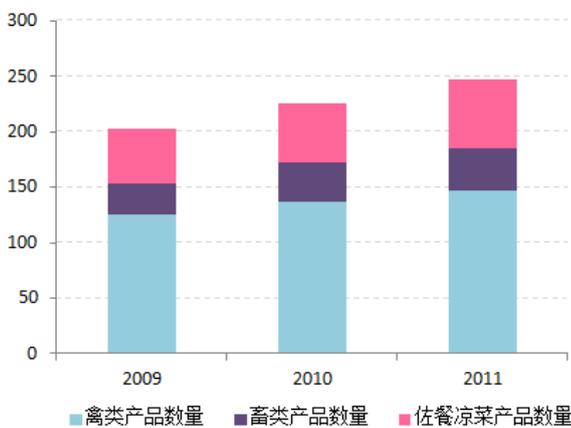
资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 8 销售费用结构中广告费用不大



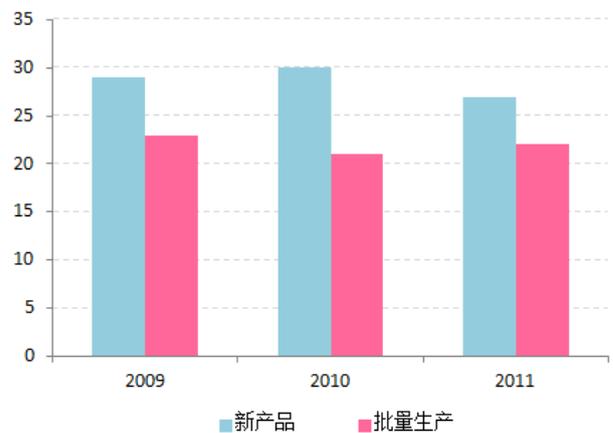
资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 9 产品种类丰富



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 10 每年都有 20 多个新品批量生产



资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

表 1 各管理机构负责区域

管理机构	负责区域	供货/运输方式
江西市场部	江西	江西基地供货, 省内以汽车运输为主, 运输半径约 500 公里, 运输时间为 1-5 个小时
广东煌上煌	广东、海南、广西	海南由江西基地供货, 通过航空运输; 广东、广西由广东基地供货, 通过汽车运输
福建煌上煌	福建、浙江	福建基地供货, 汽车运输
运营部	北京、上海、陕西、河南、河北、江苏、甘肃	江西基地供货, 航空运输, 机场之间运输时间 2 小时左右, 每天运输
沈阳分公司	辽宁	辽宁基地供货, 汽车运输

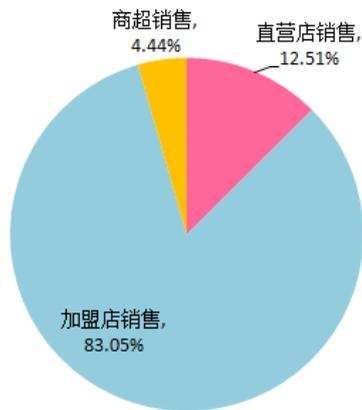
资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

表 2 直营店和加盟店分布

地区	江西	广东	福建	辽宁	陕西	海南	甘肃	北京	河北	上海	浙江	江苏	河南	广西
直营店	63	1		12										
加盟店	734	585	236	72	46	5	1	25	7	12	61	22	1	8

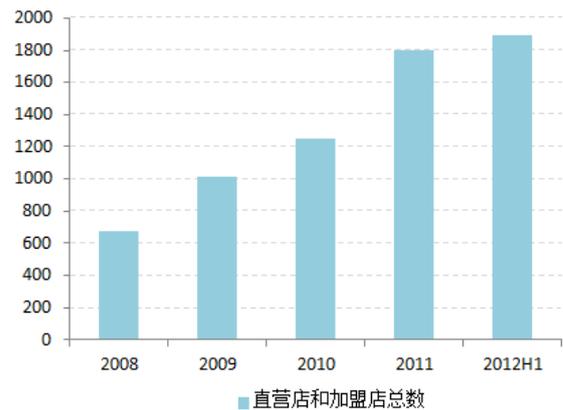
资料来源: 公司公告、中投证券研究总部, 注: 直营店包括商超专柜, 其中 30 个为商超专柜

图 11 渠道结构以直营和加盟为主



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 12 直营店与加盟店保持较快增长



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 3 直营店和加盟店的区别

涉及方面	直营店	加盟店
权益归属	公司投资，拥有收益权	加盟商投资，拥有收益权
销售人员	公司聘请，纳入公司的人事体系	加盟商聘请，但须接受公司的培训和管理
销售模式	通过公司直营店以零售方式向顾客销售产品（非商超专柜）；借助商超专柜以零售方式向顾客销售产品（商超专柜）	公司对加盟商批发销售，加盟商通过其拥有的加盟门店以零售的方式向顾客销售产品
出厂价	—	公司制定的批发价格
产品零售价	地区统一零售价	地区统一零售价
物流模式	全“冷链”配送	全“冷链”配送

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 4 各区域门店平均销售收入

地区	门店数量	销售收入（万元）
江西地区	797	77.83
广东地区	586	25.68
福建地区	236	24.85
辽宁地区	84	17.81
北京地区（北京河北）	32	12.83
西安地区（陕西甘肃）	47	11.97
上海地区（上海江苏）	34	10.57
浙江地区	61	5.62
其他地区（海南河南）	6	15.52
直营店销售	76	157.89
加盟店销售	1722	40.64

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 5 煌上煌省内外加盟店盈利能力比较 (单位: 万元)

	省内	省外较好区域	盈亏平衡点
营业面积 (平米)	30 左右	10-20	10-20
营业员数量 (人)	4	2	2
年销售收入	75/(1-25%)=100	34/(1-30%)=48	16/(1-35%)=25
毛利率	25%	30%	35%
毛利额	25	14	9
店面租金	7	4	4
人员工资	6	4	4
水电及其它费用	2	1	1
净利	10	5	0
净利率	10%	10%	0%
投资回收期	12 个月	18 个月	

资料来源: 中投证券研究总部

表 6 直营和加盟店盈利情况比较 (单位: 万元)

	公司收入	公司净利率	公司毛利率	公司净利率
江西某直营店	329	118	41%	35.75%
	加盟店零售额	加盟店利润	加盟店毛利率	加盟店净利率
江西某加盟店	198	25	20%	12.67%

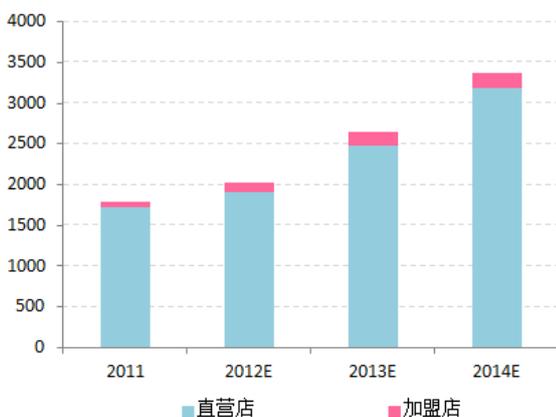
资料来源: 中投证券研究总部

表 7 新建直营店规划

	江西	广东	福建	辽宁	山东	杭州	上海	北京	天津	陕西	湖北	湖南	合计
大店 (30-50 平米)	3	1	1	1		1	1		1	1	1		11
中店 (20-30 平米)	20	15	11	6	3	2	5	2	2	2	4	3	75
小店 (<20 平米)	3	6	3	1		2	3	3	1				22
合计	26	22	15	8	3	5	9	5	4	3	5	3	108

资料来源: 公司公告、中投证券研究总部

图 13 未来直营店和加盟店增长预测



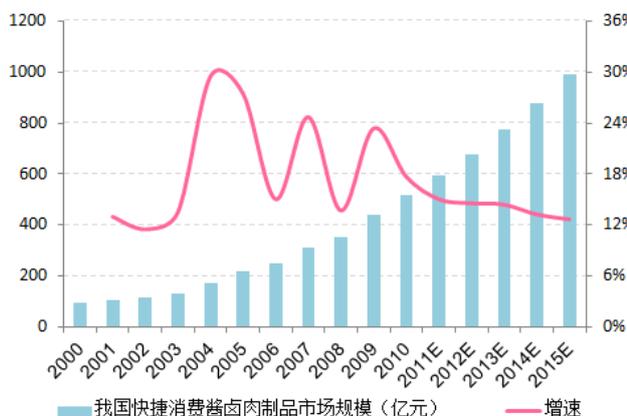
资料来源: 中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 14 2015 年公司的连锁专卖店分布预测图



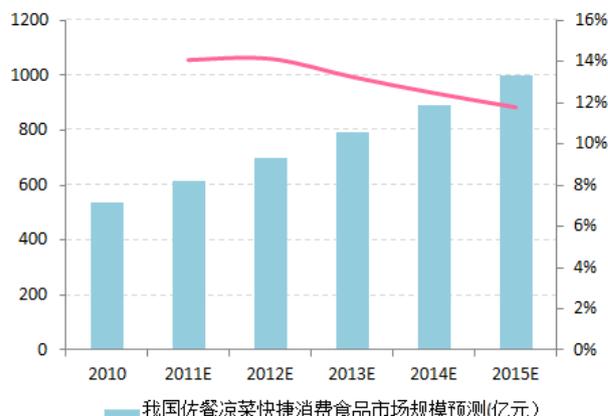
资料来源: 中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 15 我国快捷消费酱卤肉制品市场规模



资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

图 16 我国佐餐凉菜快捷消费食品市场规模预测



资料来源：中国食品工业协会、中投证券研究总部

表 8 竞争对手比较

品牌	门店数	重点区域	成立时间
绝味	4000 多家加盟 店	网络遍布 23 个省市，在湖南、四川、陕西、重庆、江西、广东、山东、江苏、北京、上海销量较高，今年销售额约 19 亿元。	2008
周黑鸭	400 多家直 营店	以武汉及周边二级市场分布为主，在部分省会城市有网点，湖北、上海、广东、北京、湖南、江苏销量较高，销售额超过 10 亿，利润总额超过 1 亿元，计划 2015 年开设 1000 家直营店，销售额突破 30 亿元。	2006
久久鸭	1000 家左右	销售网络覆盖 20 多个城市，店铺主要分布在上海、广东、北京、江苏销量较高，上海有 200 余家	2002
精武	30 家直营， 1500 多个网 点	计划在未来的 5-10 年在全国开设 3000 家精武鸭脖精品连锁店，10000 家精武鸭脖小吃卫星店，目前在湖北和山东建有生产基地，网点覆盖北京、上海、广东、合肥、江西、山东、河南、陕西等	2004
煌上煌	76 家直营， 1815 家加盟	13 个省或直辖市、56 个地级市，9 个省市做到市均一店水平，在是江西、广东、福建销量较高	1993

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 17 绝味销售网络



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 18 周黑鸭营销网络



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 19 久久丫销售网络



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 20 煌上煌销售网络



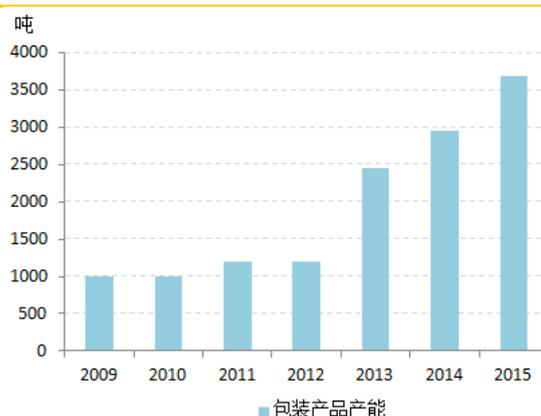
资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 21 鲜货产品产能投放进程



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

图 22 包装产品产能投放进程



资料来源：公司公告、中投证券研究总部

表 9 募集资金投资项目的的基本情况

项目名称	总投资
年产 2 万吨食品加工建设项目	12769.43
5500 吨肉制品加工建设项目	6589.74
食品质量安全检验与研发工程技术中心项目	2000.00
营销网络建设项目	11700.45

资料来源：公司公告、中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	303	1169	1068	1036
现金	48	901	729	613
应收账款	9	10	12	16
其他应收款	7	10	12	16
预付账款	22	21	27	34
存货	216	227	287	358
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	277	532	755	981
长期投资	0	0	0	0
固定资产	188	333	490	649
无形资产	67	117	167	217
其他非流动资产	21	82	98	115
资产总计	579	1701	1823	2017
流动负债	200	333	315	329
短期借款	110	200	200	200
应付账款	27	28	36	45
其他流动负债	63	104	79	85
非流动负债	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	206	339	321	335
少数股东权益	0	0	0	0
股本	93	124	124	124
资本公积	94	946	946	946
留存收益	186	292	432	612
归属母公司股东权益	374	1362	1502	1682
负债和股东权益	579	1701	1823	2017

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	67	135	81	139
净利润	81	106	140	179
折旧摊销	0	13	22	31
财务费用	4	0	-2	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	29	-89	-69
其他经营现金流	-19	-13	10	-2
投资活动现金流	-53	-255	-255	-255
资本支出	56	205	205	205
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-50	-50	-50
筹资活动现金流	6	973	2	1
短期借款	10	90	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	31	0	0
资本公积增加	0	852	0	0
其他筹资现金流	-4	0	2	1
现金净增加额	20	853	-172	-116

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	886	969	1236	1553
营业成本	675	710	898	1118
营业税金及附加	6	7	9	11
营业费用	47	58	74	93
管理费用	49	62	79	99
财务费用	4	0	-2	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	104	132	178	232
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	107	136	182	236
所得税	26	30	42	57
净利润	81	106	140	179
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	81	106	140	179
EBITDA	108	145	198	262
EPS (元)	0.87	0.85	1.13	1.45

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	27.6%	9.3%	27.6%	25.6%
营业利润	24.8%	27.0%	35.1%	30.1%
归属于母公司净利润	33.8%	30.5%	32.4%	27.8%
获利能力				
毛利率	23.8%	26.7%	27.3%	28.0%
净利率	9.2%	10.9%	11.3%	11.5%
ROE	21.7%	7.8%	9.3%	10.6%
ROIC	18.4%	15.7%	13.9%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	19.9%	17.6%	16.6%
净负债比率	53.41	59.06%	62.31	59.66%
流动比率	1.51	3.51	3.39	3.15
速动比率	0.43	2.83	2.48	2.06
营运能力				
总资产周转率	1.69	0.85	0.70	0.81
应收账款周转率	111	102	112	111
应付账款周转率	23.68	25.47	27.92	27.73
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.85	1.13	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	1.09	0.65	1.12
每股净资产(最新摊薄)	3.02	11.00	12.13	13.57
估值比率				
P/E	28.56	21.88	16.53	12.94
P/B	6.20	1.70	1.54	1.38
EV/EBITDA	22	16	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

蒋鑫: 中投证券研究所食品行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

柯海东: 中投证券研究所酒类行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434