

煌上煌 (002695)

开店加快收入增长重返快车道，原料涨价盈利能力承压

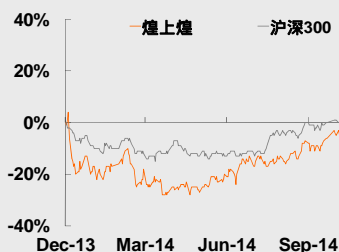
中性 (维持)

现价：31.4 元

主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.jxhsh.com.cn
大股东/持股	煌上煌集团有限公司 /50.91%
实际控制人/持股	徐桂芬/20.82%
总股本(百万股)	127
流通 A 股(百万股)	43
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	39.77
流通 A 股市值(亿元)	13.48
每股净资产(元)	11.83
资产负债率(%)	5.9

行情走势图



相关研究报告

研究助理

王俏怡

一般从业资格编号S1060113110013
0755-822626689
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

张宇光

一般从业资格编号1060113090015
zhangyuguang467@pasc.com.cn

证券分析师

文 献

投资咨询资格编号S1060209040123
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号S1060512040001
tangweiliang978@pasc.com.cn

投资要点

■ **摘要**：酱卤制品行业收入规模大，集中度低，随着农村消费能力提升行业收入规模将持续扩张，消费者对品牌产品重视程度提高将推动行业集中度提升，龙头企业将首先受益。煌上煌作为业内门店数量领先的品牌企业，2014-16年，在禽流感影响弱化、公司门店调整逐步完成的背景下，开店加快将促进规模扩张加快，但由于占营业成本九成的原料肉价格 2014 年起大概率出现持续上涨，公司的盈利能力可能面临挑战。

■ **酱卤制品行业：农村消费能力提升将促进规模增长，消费者对品牌产品重视程度提高将推动行业集中度提升。**预计 2014 年按出厂口径，酱卤制品收入规模约为 880 亿，随着农村消费水平逐步赶上城镇，酱卤制品行业收入规模有望持续提升。我们测算，2013 年行业前三大企业市场份额仅有约 5%，行业集中度提升空间广阔。在食品质量关注度不断提升的背景下，随着消费者消费水平不断提升，未来有品牌的酱卤肉企业将得到更多消费者青睐，以煌上煌为代表的品牌力强的酱卤肉企业市场份额将得到持续提升。

■ **煌上煌：酱卤制品家族企业，开店加快收入增长重返快车道，并购真真老老将加快门店全国化布局。**煌上煌是在江西起家的酱卤制品家族企业，截止 1H14 公司共有约 2,200 家门店，门店数量仅次于绝味，公司主要销售区域在江西、广东，1H14 两地收入占比分别为 73%、14%。2014 年起，随着公众加深对禽流感的了解，禽流感疫情对鸭肉制品消费的负面影响减小，公司门店结构调整逐步完成，煌上煌开店速度加快，通过收购嘉兴的粽子品牌真真老老，公司将加快全国化的销售网络布局，收入增长有望重返快车道。

■ **盈利预测与估值**：维持“中性”评级，预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.81、0.90、1.01 元，同比增速分别为-16%、12%、12%，最新收盘价对应 PE 分别为 39、35、31 倍，参考 2014 年平安重点覆盖食品企业平均 PE 约为 29 倍，我们认为，目前公司股价较为合理，考虑到行业竞争激励且未来原料肉价格上涨将对公司盈利能力产生负面影响，维持“中性”评级。

■ **风险提示**：原料价格上涨超预期、动物疫情、食品安全事故、品牌侵权。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	890	893	990	1,148	1,334
YoY(%)	0.4	0.4	10.9	15.9	16.2
净利润(百万元)	97	122	102	114	128
YoY(%)	20.1	24.8	-15.8	11.8	11.5
毛利率(%)	28.1	32.5	31.1	29.3	29.3
净利率(%)	10.9	13.6	10.3	10.0	9.6
ROE(%)	11.5	8.9	7.0	7.4	7.8
EPS(摊薄/元)	0.79	0.98	0.81	0.90	1.01
P/E(倍)	39.9	32.0	38.8	34.7	31.2
P/B(倍)	3.0	2.8	2.7	2.5	2.4

正文目录

一、	酱卤肉制品江西霸主	5
1.1	江西酱卤肉制品龙头	5
1.2	徐桂芬家族为实际控制人	6
二、	农村消费提升将促进行业规模增长，重视品牌将推动集中度提升	7
2.1	市场规模大，集中度低	7
2.2	规模增长的主要动力：农村肉类消费水平赶上城镇	7
三、	煌上煌门店扩张加速，收入增长可能重返快车道	8
3.1	新鲜酱卤制品：门店加速扩张推动收入增长加快	8
3.2	包装酱卤制品：门店调整、禽流感负面影响逐步淡化，收入增速恢复	10
四、	煌上煌规模行业第二，基地布局是全国化关键	11
4.1	小规模区域品牌割据，绝味、煌上煌规模较大	11
4.2	鸭制品为主流，品牌、渠道是扩张关键	11
4.3	煌上煌通过加盟、直营主要在赣、粤销售，并购可加速全国化布局	12
五、	其他事项：	14
5.1	产能：到 2015 年仍主要集中在江西	14
5.2	成本构成：2014、15 年原料肉价格上涨，毛利率承压	14
六、	盈利预测与估值	16
6.1	开店慢拖累煌上煌收入规模扩张	16
6.2	预计 2014-16 年 EPS 同比分别为-16%、12%、12%	17

图表目录

图表 1 新鲜酱卤制品收入 1H14 占比 93%	5
图表 2 江西、广东收入 1H14 合计占比 87%.....	5
图表 3 新鲜酱卤制品毛利 1H14 占比 92%	5
图表 4 江西、广东毛利 1H14 合计占比 91%.....	5
图表 5 徐桂芬家族是煌上煌的实际控制人.....	6
图表 6 截至 2012 年 7 月，徐桂芬家族还控制 9 家公司.....	6
图表 7 预计 2014 年酱卤肉行业：收入规模约为 880 亿	7
图表 8 2013 年酱卤肉行业：前三大企业合计约占 5%.....	7
图表 9 2012 年农村居民肉类消费量仅为城镇的 66%.....	8
图表 10 酱卤肉制品相比西式熏煮香肠更健康	8
图表 11 受禽流感门店调整等影响，煌上煌的新鲜禽肉制品收入 2013 年出现下滑	9
图表 12 经过 2012 年门店调整，煌上煌的畜肉制品收入 2013 年率先恢复增长.....	9
图表 13 门店调整拖累了其他酱卤产品的收入增速	9
图表 14 经过 2012 年的门店调整，2013 年江西主销区收入增速恢复	10
图表 15 门店调整，对煌上煌在广东区域的收入增速产生了负面影响.....	10
图表 16 门店调整、禽流感负面影响逐步淡化，包装产品 2013 年收入增速恢复	10
图表 17 酱卤肉行业的竞争格局：区域品牌各占一方	11
图表 18 绝味的卤制产品以鸭制品为主（百分比：该产品收入占当年营业收入比重）（单位：万元）	12
图表 19 煌上煌的卤制品以鸭制品为主（百分比：该产品收入占当年营业收入比重）（单位：万元）	12
图表 20 以加盟为主的绝味、煌上煌开店速度明显快于以直营为主的周黑鸭	12
图表 21 绝味的门店在全国分布较平均（图为数量占比）	13
图表 22 煌上煌的门店集中在江西、广东（图为数量占比）	13
图表 23 相比煌上煌，绝味的广告宣传投入更大	13
图表 28 预计 2015 年酱卤制品总产能同比增长 58%	14
图表 29 煌上煌有 5 个生产基地，分别位于江西、广东、福建、辽宁、陕西（2016 年投产）	14
图表 30 直接材料（原料肉：鸭、猪等）占煌上煌营业成本的 91%.....	15
图表 31 2014 年 1-10 月，50 个城市平均鸭价同比上涨 4%	15
图表 32 自 2014 年 3 月起能繁母猪数量连续 7 个月低于警戒线 4800 万头，将支持 2015 年猪价上行	15
图表 33 2014 年 10 月猪肉价格同比下降 6%.....	15
图表 24 开店慢是制约煌上煌收入快速增长的主因（单位：万元）	16
图表 25 煌上煌与绝味的主要收入来源都是销售酱卤制品	16

图表 26 煌上煌与绝味的酱卤制品毛利率相差不大.....	17
图表 27 对比绝味的费用率结构，煌上煌的营销投入可能存在不足.....	17
图表 34 盈利预测核心假设.....	18
图表 35 重点公司年度盈利预测.....	19

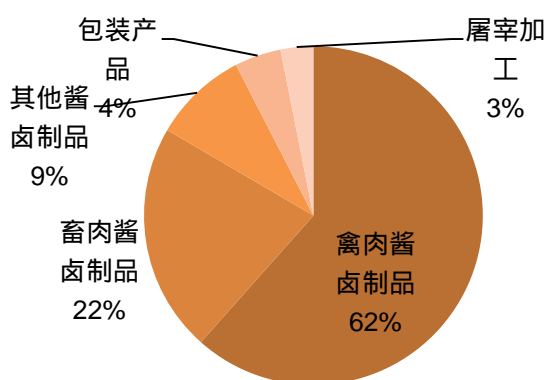
一、 酱卤肉制品江西霸主

1.1 江西酱卤肉制品龙头

江西煌上煌集团食品股份有限公司，是由徐桂芬家族创立于 1999 年的江西煌上煌烤卤有限公司 2008 年改制而成的，于 2012 年在深交所首发上市。

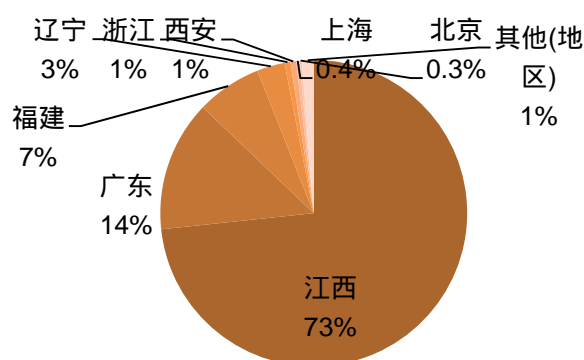
煌上煌以产销酱卤肉制品为主，销售区域集中在江西、广东。1H14 新鲜酱卤制品、包装酱卤制品以及屠宰加工业务，分别为公司贡献了 93%、4%、3%的收入，92%、4%、4%的毛利。1H14 江西、广东收入占比分别为 73%、14%，毛利占比分别为 77%、14%。

图表1新鲜酱卤制品收入1H14占比93%



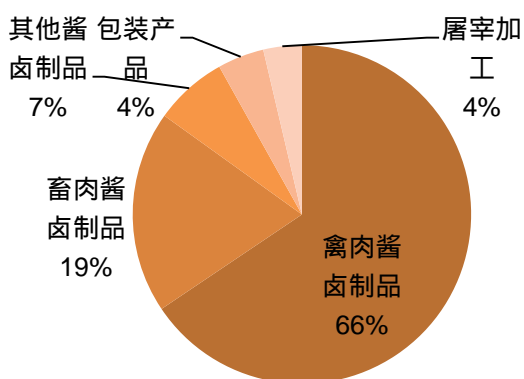
资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表2江西、广东收入1H14合计占比87%



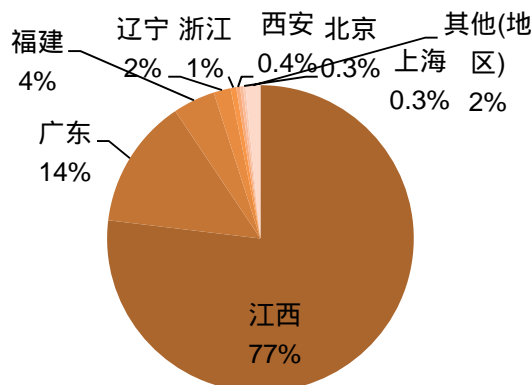
资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表3新鲜酱卤制品毛利1H14占比92%



资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表4江西、广东毛利1H14合计占比91%



资料来源：平安证券研究所、公司公告

1.2 徐桂芬家族为实际控制人

煌上煌属于家族型企业，徐桂芬家族是公司的实际控制人，3Q14 徐桂芬家族合计持有煌上煌 63% 的股份。截至 2012 年 7 月徐桂芬家族还控制 9 家公司，涉及业务包括酒店管理、矿业、小额贷款等，但从 2012 年的数据看，其他公司的盈利能力不及煌上煌。

图5徐桂芬家族是煌上煌的实际控制人

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
煌上煌集团有限公司*	64,488,000	51%
褚建庚	7,240,000	6%
褚浚	4,136,000	3%
褚剑	4,136,000	3%
国信弘盛创业投资有限公司	2,980,000	2%
中国工商银行-诺安股票证券投资基金	2,136,009	2%
兴全绿色投资股票型证券投资基金(LOF)	1,531,050	1%
光大保德信动态优选灵活配置混合型证券投资基金	1,517,522	1%
天津达晨创富股权投资基金中心(有限合伙)	1,300,000	1%
胡宗杰	1,271,338	1%
合计	90,735,919	72%

备注：徐桂芬持有煌上煌集团有限公司40%的股权，褚建庚、褚浚、褚剑各持有煌上煌集团有限公司20%的股权

资料来源：平安证券研究所、2014年煌上煌三季报

图6 截至2012年7月，徐桂芬家族还控制9家公司

公司名称	主营业务	股东结构
江西合味原实业有限公司	特大型餐饮；酒店管理；会展服务	煌上煌集团 51%、褚浚 29%、褚剑 20%
江西美程商务酒店有限公司	住宿、餐饮、美容理发、百货销售、培训	褚浚 55%、褚剑 45%
江西盛凯威矿业投资有限公司	矿产品开发；矿产投资	煌上煌集团 70%、李浩 30%
江西荣成达置业有限公司	房地产开发；室内外装饰工程；建筑材料	煌上煌集团 100%
江西锦怡大酒店有限公司	酒店管理	煌上煌集团 101%
江西茶百年油脂有限公司	油茶树的种植；林业技术的开发；国内贸易	煌上煌集团 80%、褚建庚 20%
江西合味原公望府餐饮有限公司	酒店企业管理	煌上煌集团 70%、合味原 30%
集富国际金融投资控股有限公司	尚未开展业务	褚建庚 100%
江西辉钰高岭土有限公司	高岭土生产销售，陶瓷及陶瓷制品生产销售	褚浚 70%、万小金 20%、罗斌 10%

2012年1-6月/2012年6月30日徐桂芬家族其他控制资产财务摘要

单位：万元	总资产	净资产	营业收入	净利润
江西合味原实业有限公司	2,610	2,386	2,037	85
江西美程商务酒店有限公司	1,248	278	542	-34
江西锦怡大酒店有限公司	1,412	37	710	-13
江西合味原公望府餐饮有限公司	751	489	765	85
江西茶百年油脂有限公司	3,081	1,205	123	-72
江西盛凯威矿业投资有限公司	2,371	300	-	-0.01
江西荣成达置业有限公司	9,415	950	-	-23
集富国际金融投资控股有限公司	1 万港币	1 万港币	-	-

江西辉钰高岭土有限公司	956	220	-	-
-------------	-----	-----	---	---

备注：以上信息更新截止于2012年7月

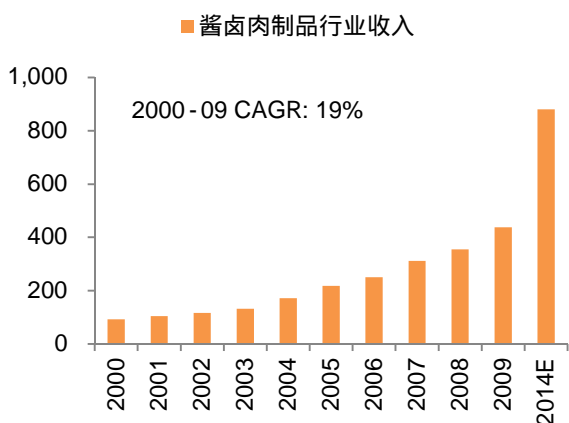
资料来源：平安证券研究所、公司公告

二、农村消费提升将促进行业规模增长,重视品牌将推动集中度提升

2.1 市场规模大，集中度低

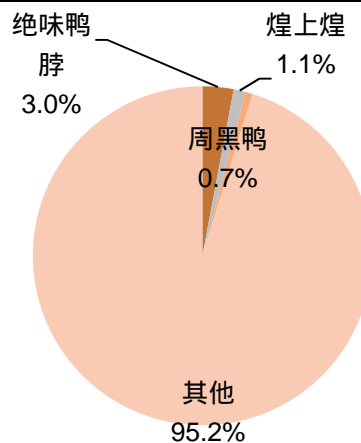
按照肉制品及副产品加工行业收入 2009-13 年 CAGR15%测算，2014 年酱卤肉行业收入规模，依据出厂口径约为 880 亿，2013 年前三大企业市场份额合计仅有约 5%，集中度提升空间广阔。未来，市场份额应是继续向品牌力强的企业集中，主要推动力有两个：一是消费水平提升，消费者自然会更看重产品质量，而品牌则是产品质量保障的标志；二是食品安全事故的发生刺激了消费者关注产品质量与食品安全，品牌认可度高的产品相对来说更能给消费者信心。

图表7预计2014年酱卤肉行业：收入规模约为880亿



资料来源：平安证券研究所、肉类工业

图表82013年酱卤肉行业：前三大企业合计约占5%



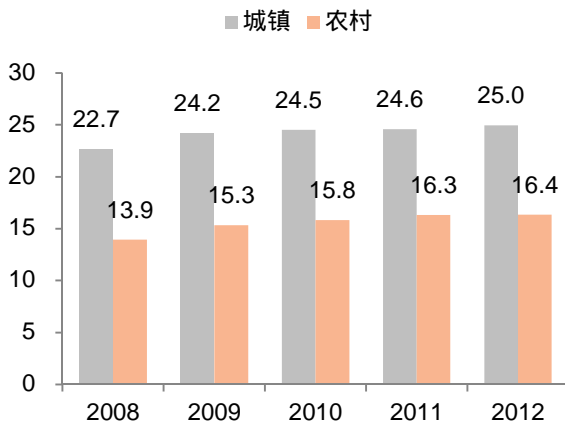
备注：按出厂价口径，2013年酱卤肉行业收入：765亿，前三大企业收入：绝味鸭脖23亿、煌上煌9亿、周黑鸭估计5亿
资料来源：平安证券研究所、产业信息网、公司公告

2.2 规模增长的主要动力：农村肉类消费水平赶上城镇

酱卤肉行业未来的增长将主要由农村消费能力提升推动。2012年，中国的农村肉类消费量仅为城镇的66%，显示城村差距较大。随着农村消费能力提升，城村肉类消费差距将逐步缩短，酱卤肉制品作为肉类消费当中的一个重要品类，其收入与规模亦将随之扩大。

另外，政策支持、消费习惯的转变也会推动酱卤肉行业持续增长。政策方面，肉类工业十二五规划明确指出，要将中西式肉制品比例从45:55调整到50:50，随着十二五计划即将结束，政府存在出台支持中式肉制品发展的政策的动机。消费观念方面，重视健康、追求方便快捷的生活观念也可能使更多消费者选择中式的酱卤肉制品。

图表9 2012年农村居民肉类消费量仅为城镇的66%



备注：统计口径为猪牛羊肉
资料来源：平安证券研究所、统计局

图表10 酱卤肉制品相比西式熏煮香肠更健康



资料来源：平安证券研究所、低温乳化肉制品的加工工艺、公司公告

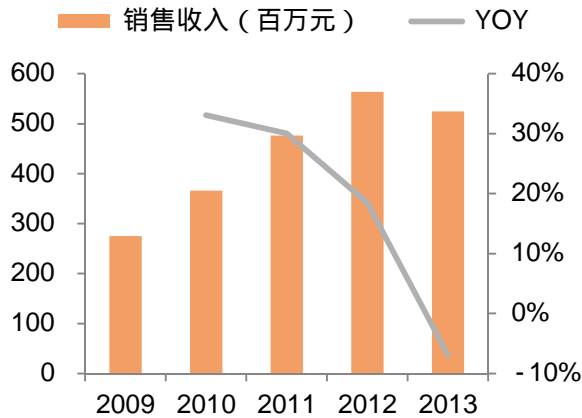
三、 煌上煌门店扩张加速，收入增长可能重返快车道

3.1 新鲜酱卤制品：门店加速扩张推动收入增长加快

1H14 煌上煌新增门店数量是 2013 年全年的一倍，净增约 200 家，门店扩张加速主要由两方面因素推动，一是消费者对禽流感的认知趋于理性，公司主营的鲜货肉制品中，约 66%是禽肉制品，2012 年以来受禽流感打击，消费信心不足抑制了销量增长，但随着禽流感知识的普及，疫情对禽肉制品消费的负面影响应会减缓，另一方面，禽流感疫情也促使更多消费者选择产品质量有保障的大品牌肉制品，长期综合来看，禽流感对公司的收入影响应偏中性。

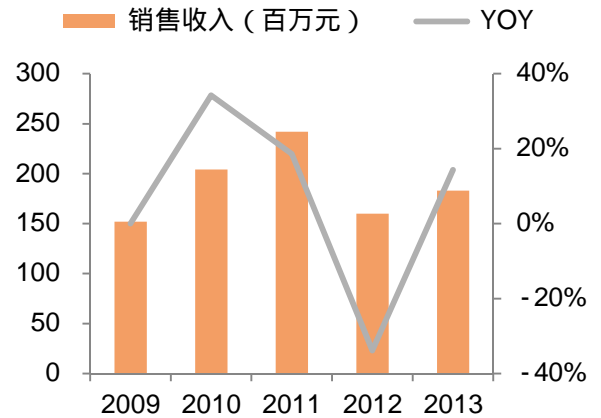
二是成熟区域门店结构调整逐渐完成，我们猜测，煌上煌为了 2012 年上市，2010、2011 年门店扩张存在一定程度的不理性（2010、11 年门店增速分别达到 23%、44%），当时公司可能更注重开店数量而对店铺的区域分布把关有所放松，这必然影响了部分门店的盈利能力。通过 2012、13 年的门店调整，成熟区域的门店分布应逐渐趋于合理，2014 年开始公司有了更多的精力和经验开发新区域的门店，公司的开店速度重返快车道。

图表11受禽流感门店调整等影响,煌上煌的新鲜禽肉制品收入2013年出现下滑



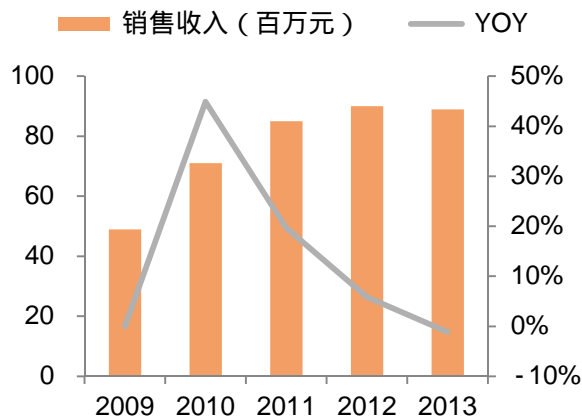
资料来源:平安证券研究所、公司公告

图表12经过2012年门店调整,煌上煌的畜肉制品收入2013年率先恢复增长



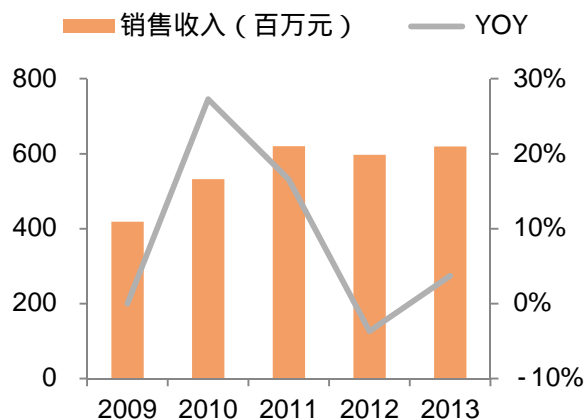
资料来源:平安证券研究所、公司公告

图表13门店调整拖累了其他酱卤产品的收入增速



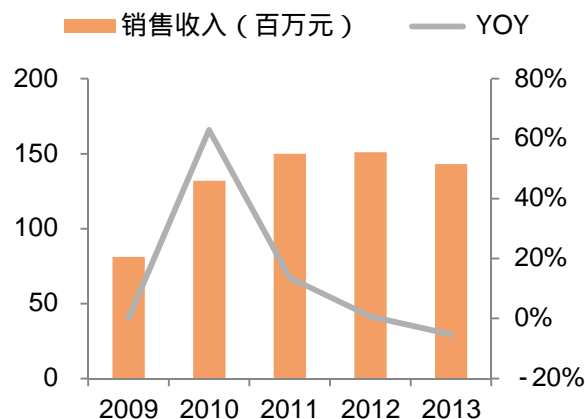
资料来源:平安证券研究所、公司公告

图表14经过2012年的门店调整，2013年江西主销区收入增速恢复



资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表15门店调整,对煌上煌在广东区域的收入增速产生了负面影响

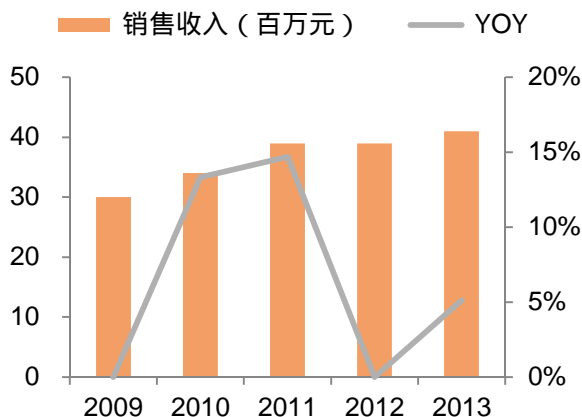


资料来源：平安证券研究所、公司公告

3.2 包装酱卤制品：门店调整、禽流感负面影响逐步淡化，收入增速恢复

煌上煌还销售少量以礼品、特产、零食为定位的包装产品，包装产品主要以禽类肉制品为主，故收入更易受禽流感因素影响，加上门店调整的原因，2012年煌上煌的包装食品收入无增长，但随着前述两项影响因素逐步淡化，13年包装食品已出现恢复增长的势头，随着2014年煌上煌门店数量扩张加速，公司品牌影响力提升，包装产品很可能加速发展。

图表16门店调整、禽流感负面影响逐步淡化，包装产品2013年收入增速恢复



资料来源：平安证券研究所、公司公告

四、煌上煌规模行业第二，基地布局是全国化关键

4.1 小规模区域品牌割据，绝味、煌上煌规模较大

中国的酱卤肉行业仍处于区域品牌割据的阶段，这个格局主要是历史因素影响造成的。现在的酱卤肉品牌企业多是由各地的小型作坊发展起来的，相对于企业的自身规模，地方市场已经给了企业足够的成长空间，故这些小品牌也就安守在各自的区域慢慢成长，一直到今天形成了区域品牌各占一方的行业格局。从市场份额来看，垄断型的全国化品牌仍未出现，但以绝味、煌上煌、周黑鸭为代表的品牌企业已经在尝试走出品牌的成熟区域，向全国拓展。

图表17酱卤肉行业的竞争格局：区域品牌各占一方

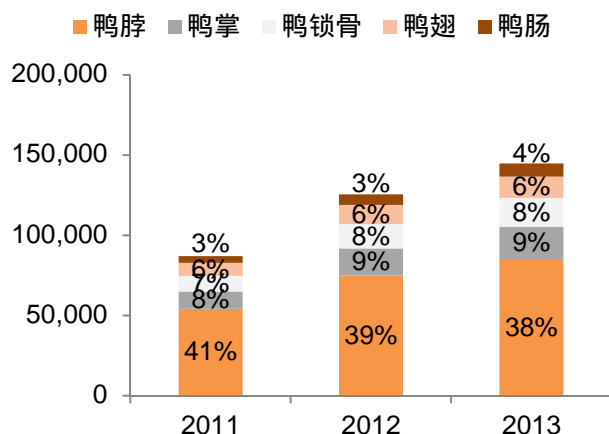
	2012年 收入 (亿元)	份额	主销区	2014年门店数量	销售模式
绝味鸭脖	19	3.8%	湖南等	截止2014年3月：5807家	加盟+直营
煌上煌	9	1.7%	江西	截止2014年9月：2313家	加盟+直营
周黑鸭	5	1.0%	湖北等	截止2014年9月：479家	只做直营
德州扒鸡	10	2.0%	山东		加盟
廖记棒棒鸡	5*	1.0%	四川		
阿满食品	5*	1.0%	东三省		
久久丫	4*	0.8%	江浙	截止2014年9月官方网站：577	
好棒美	1.8*	0.4%	湖南		加盟
飘飘食品	1.5*	0.3%	武汉		加盟
汉口精武	1.5*	0.3%	湖北	截止2014年11月官方网站：1500	
小胡鸭	1.2*	0.2%	湖北		

备注：带*数字为估算值
资料来源：平安证券研究所、公司公告、公司官方网站、德州市政府网站

4.2 鸭制品为主流，品牌、渠道是扩张关键

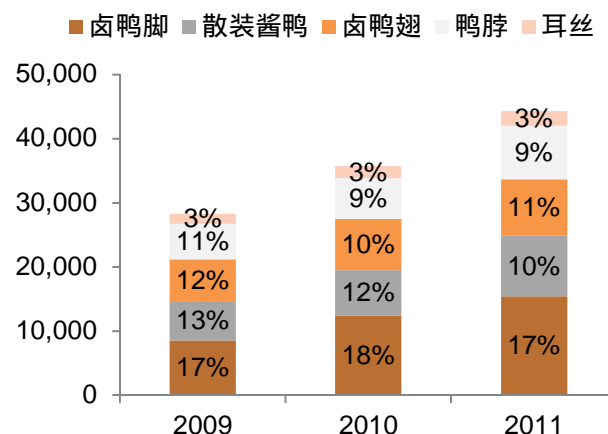
酱卤制品中最为流行的是酱卤鸭制品，其中以鸭脖、鸭掌较受欢迎，配方工艺、产品口味各家略有不同，但差别不大。因产品同质性较强，酱卤制品企业主要依靠品牌影响力多开店来扩大销量。

图表18绝味的卤制产品以鸭制品为主(百分比:该产品收入占当年营业收入比重)(单位:万元)



资料来源:平安证券研究所、公司公告

图表19煌上煌的卤制品以鸭制品为主(百分比:该产品收入占当年营业收入比重)(单位:万元)



资料来源:平安证券研究所、公司公告

4.3 煌上煌通过加盟、直营主要在赣、粤销售，并购可加速全国化布局

酱卤制品的主流扩张模式有加盟和直营两种。加盟模式即授权加盟商自负盈亏开店，而直营模式则是企业自己开店。加盟模式的好处是扩张快。绝味和煌上煌均主要通过加盟模式扩张，也开少量的直营店来展示公司形象和了解市场需求，周黑鸭则只做直营店。我们更看好加盟+直营的扩张模式，因为这能够保障扩张速度和产品质量。考虑到现在绝味、煌上煌都已经在加盟模式上积累了很多经验，加盟商管理体系渐趋成熟，只做直营的模式在产品质量控制上其实并不一定具有优势，再加上只做直营会吸引更多山寨品牌出现损坏公司形象，长期看，我们认为加盟+直营的模式更好。

图表20以加盟为主的绝味、煌上煌开店速度明显快于以直营为主的周黑鸭

	成立至 1Q14 平均每年开店数量	截止 1Q14 门店总数	第一家店开设时间
绝味鸭脖	704	5807	2005年4月
煌上煌	101	2038	1993年1月
周黑鸭	46*	430*	2004年3月

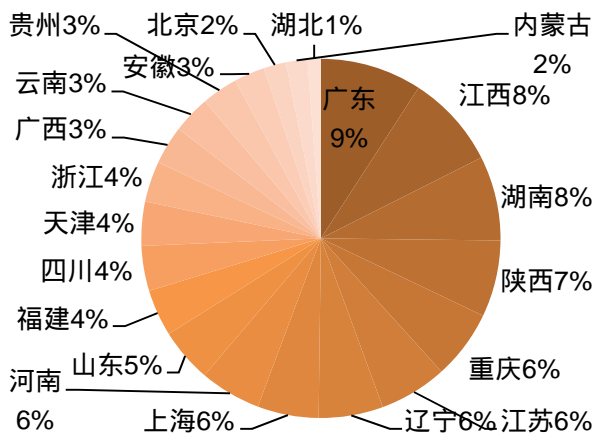
备注:带*数字为估计值
资料来源:平安证券研究所、公司公告、公司官方网站、《创业学绝味》

酱卤肉企业通常由一两个区域贡献大部分收入，收入在全国分布较均衡的公司是绝味。因大型酱卤制品企业多是由地方小作坊逐步成长起来的，故酱卤制品公司通常都有自己的大本营市场。如煌上煌以江西市场为主，周黑鸭以湖北市场为主，久久丫以四川市场为主。而依靠全国性布局的生产基地、较大规模的广告宣传投入以及更贴近市场的加盟商管理模式，绝味的全国化相对做得更好。

收购嘉兴粽子品牌，煌上煌可以加速门店全国化。2014年11月6日，煌上煌与嘉兴市真真老老食品有限公司签署股权转让意向协议，拟投资7,370万元收购真真老老67%的股权。真真老老主要通过经销商和开加盟店在嘉兴及周边销售粽子。煌上煌收购真真老老，一、可以增加一块新的盈利业

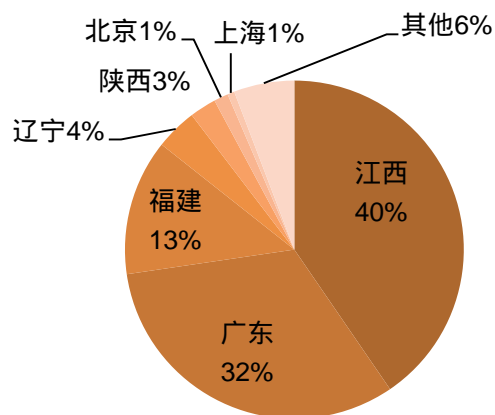
务，产品多元化发展；二、以真真老老的工厂为据点，在周围开店，可以加快门店全国化；三、可以与真真老老协同，为其提供原料肉，同时利用其已有的经销商渠道，加速包装酱卤制品的放量。

图表21绝味的门店在全国分布较平均（图为数量占比）



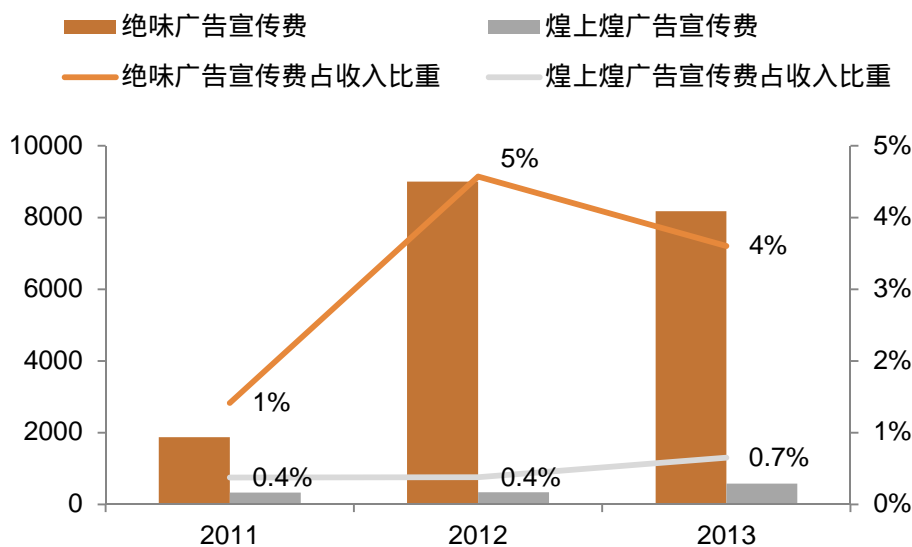
统计截止于：1Q14
资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表22煌上煌的门店集中在江西、广东（图为数量占比）



统计截止于：2H12
资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表23相比煌上煌，绝味的广告宣传投入更大



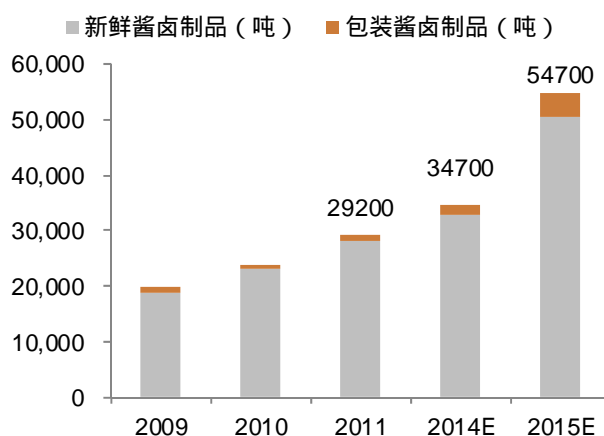
资料来源：平安证券研究所、公司公告、wind

五、其他事项：

5.1 产能：到 2015 年仍主要集中在江西

产能到 2015 年仍主要集中在江西，可能拖累全国化扩张步伐。因新鲜酱卤制品保质期较短，需要每日配送，故要在一个区域大规模铺设网点，该区域必须要配备至少一个工厂。2014 年，煌上煌投产的工厂有四个，分别位于江西南昌、广东东莞、福建福清、辽宁沈阳（2013 年 8 月投产），基地数量较少产能分布不均是制约煌上煌门店快速扩张的一个重要因素，2015 年江西年产 20,000 吨肉制品募投项目将投产，产能扩张足以支持销量增长，募投项目中的陕西基地由于地块拆迁问题尚未动工，估计建成投产最快要到 2016 年。

图表24预计2015年酱卤制品总产能同比增长58%



资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表25煌上煌有5个生产基地，分别位于江西、广东、福建、辽宁、陕西（2016年投产）



备注：星号为生产基地
资料来源：平安证券研究所、公司公告

5.2 成本构成：2014、15 年原料肉价格上涨，毛利率承压

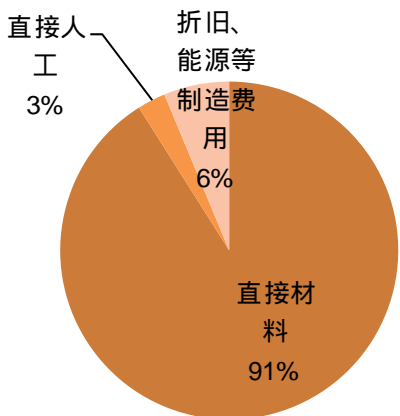
煌上煌的酱卤制品 91%的成本是鸭肉、猪肉，而随着 2015 年上游产能去化效果逐步显现，猪、鸭价格迎来上涨行情，煌上煌的酱卤制品毛利率将面临较大的下降压力。

2014 年祖代鸭引种量下降将支持肉鸭价格在 2015 年震荡上行。从祖代鸭引种到商品肉鸭出栏屠宰，合计最快约需 9 个月，其中：从进口祖代种鸭培育到产蛋需要约 6 个月，鸭蛋孵化需要约 1 个月，之后育肥成商品鸭出栏需要约 2 个月。而由于 2014 年年初，禽流感疫情蔓延致使肉鸭遭到大量捕杀，部分散养、中小型养殖户资金链断裂被迫退出，肉鸭上游产能在 1H14 急剧下降。根据卓创资讯，截止到 2014 年 7 月前后，祖代鸭引种量已从 2013 年约 4500 单元下降至 3800 单元（每单元约有 150 只鸭，其中公鸭与母鸭比例约为 1：5），同比下降约 16%。考虑到祖代鸭供给要滞后 9 个月左右才能反映到终端肉类供给上，2014 年上半年的去产能行为将会在 2015 年开始逐步反映。同时，随着消费者对禽流感的认知程度加深，禽流感对肉鸭消费的负面影响弱化，2015 年肉鸭需求量应会逐步企稳回升，加上替代产品猪肉价格 2015 年也开始上涨，综合来看，2015 年肉鸭市场很可能出现供不应求的状态，肉鸭价格将震荡上行。

前期能繁母猪数量大幅下降，将导致 2015 年猪价震荡上行。从能繁母猪补栏到商品猪出栏约需 9-13 个月的时间。而生猪价格自 2011 年三季度起，震荡下行已超过 3 年，由于盈利不佳，养殖户减少存

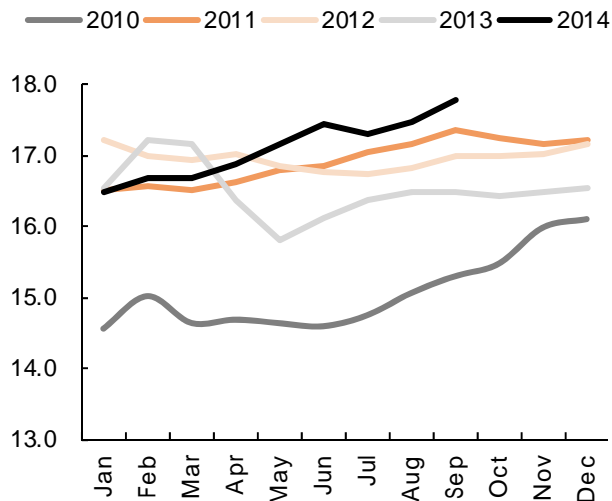
栏甚至退出市场的行为，使得能繁母猪数量自 2013 年 8 月起开始连续 14 个月下降，并且连续八个月低于 4,800 万头警戒线。考虑能繁母猪产能淘汰滞后反映到终端肉类供给上，2015 年猪价震荡上行是大概率事件。

图表26直接材料（原料肉：鸭、猪等）占煌上煌营业成本的91%



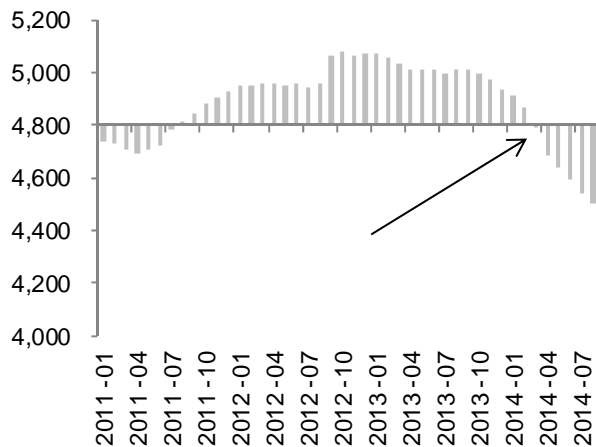
资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表272014年1-10月,50个城市平均鸭价同比上涨4%



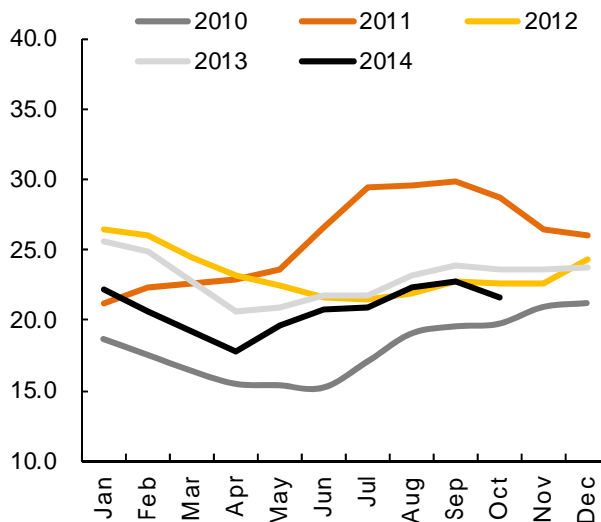
资料来源：平安证券研究所、wind

图表28自2014年3月起能繁母猪数量连续7个月低于警戒线4800万头，将支持2015年猪价上行



资料来源：平安证券研究所、wind

图表29 2014年10月猪肉价格同比下降6%



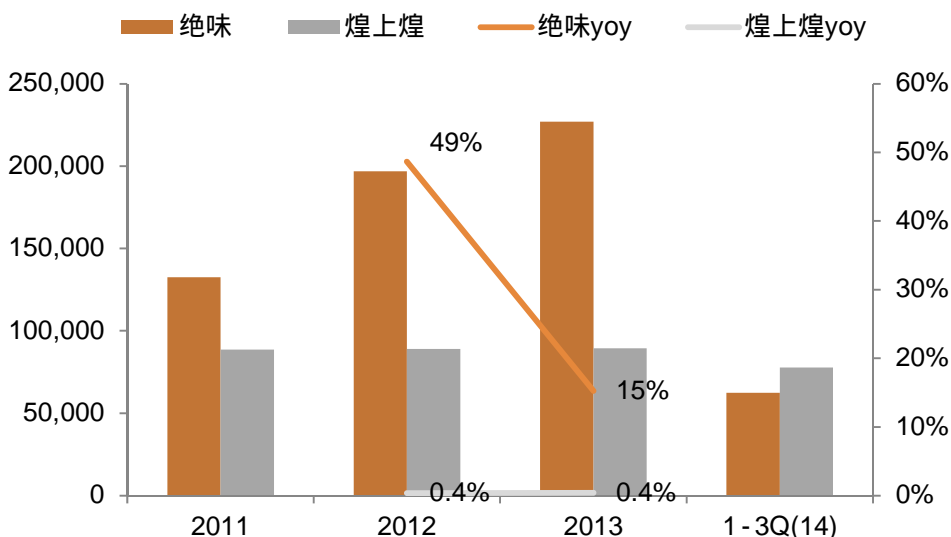
资料来源：平安证券研究所、wind

六、盈利预测与估值

6.1 开店慢拖累煌上煌收入规模扩张

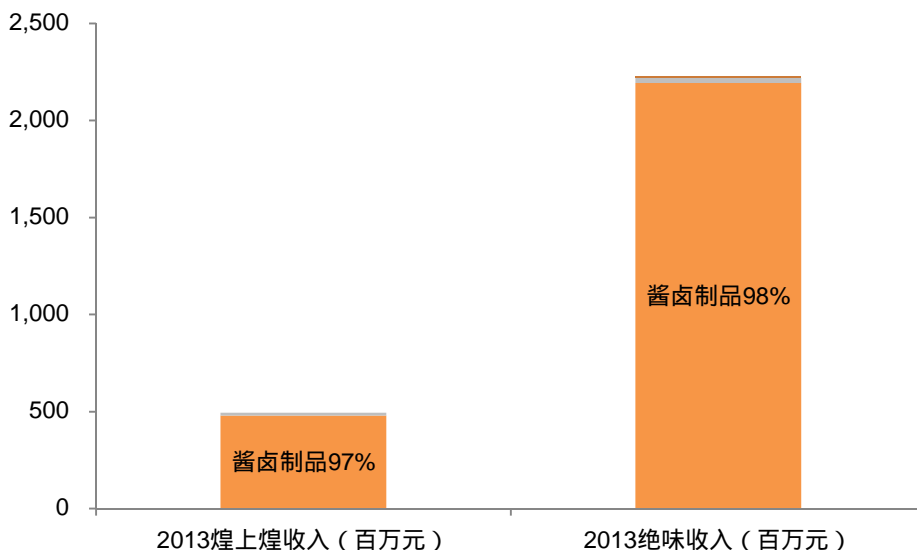
煌上煌的收入结构与绝味类似，但受限于门店数量较少，煌上煌的收入规模仅为绝味的约四成，门店扩张速度较慢也拖累了煌上煌规模扩张。由于配方工艺相若，两家公司的酱卤制品毛利率也相近，费用率二者差异不大，但对比费用率结构，煌上煌的营销投入可能存在不足。

图表30开店慢是制约煌上煌收入快速增长的主因（单位：万元）



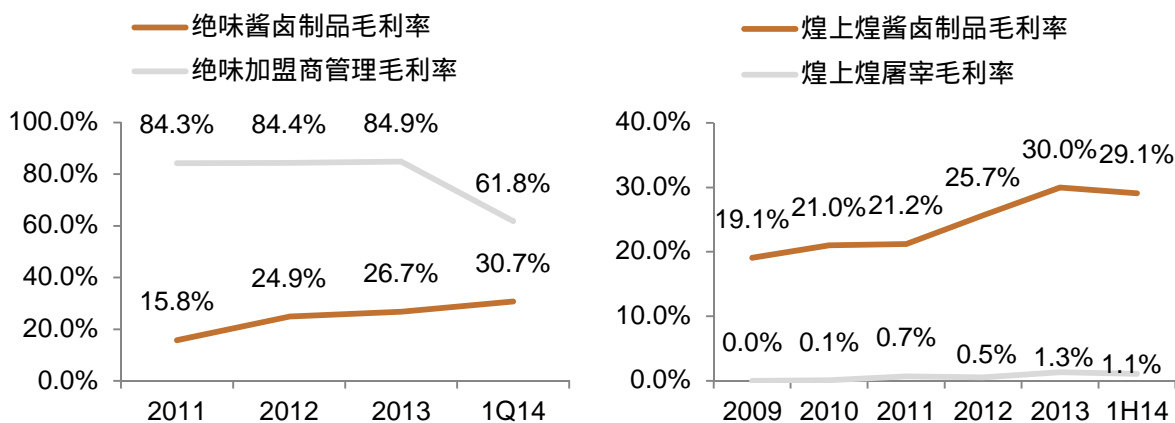
备注：带*数字为估计值
资料来源：平安证券研究所、公司公告、公司官方网站

图表31煌上煌与绝味的主要收入来源都是销售酱卤制品



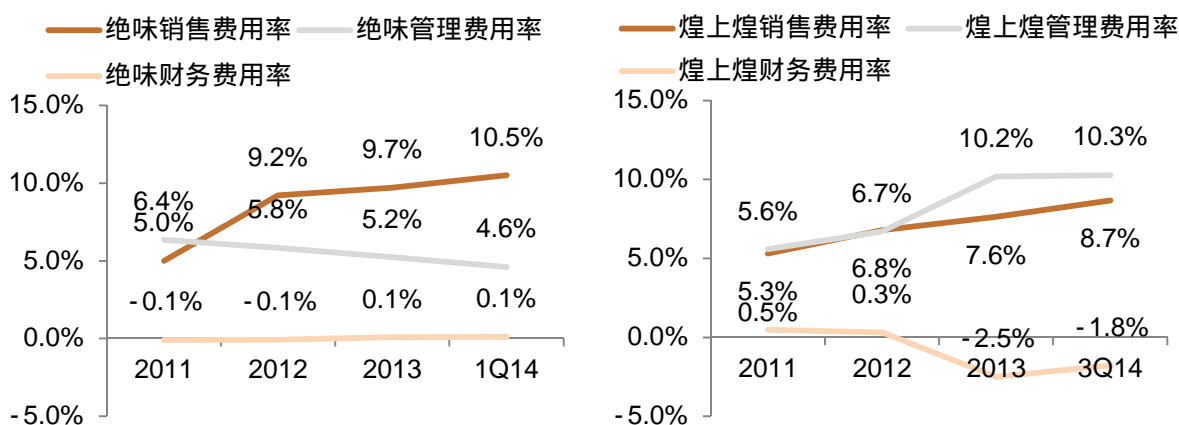
资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表32煌上煌与绝味的酱卤制品毛利率相差不大



资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表33 对比绝味的费用率结构，煌上煌的营销投入可能存在不足



备注：2013年煌上煌的管理费用率大增原因：1、江西南昌企业职工社保缴费基数2013年调高10%，2、原本计入营业成本的研发成本，因口径调整，计入管理费用
资料来源：平安证券研究所、公司公告

6.2 预计 2014-16 年 EPS 同比分别为-16%、12%、12%

预计 2014-16 年煌上煌的收入将分别同比增长 11%、16%、16%，归属母公司净利润同比增速分别为-16%、12%、12%，收入增长主要考虑开店速度加快使得酱卤制品收入增长加快。其中新鲜酱卤制品分别同比增长 12%、17%、18%，包装酱卤制品将分别同比增长 0%、5%、5%。净利润 2014 年下降较多，主要考虑公司综合毛利率在原料肉价格上升的影响下将出现下降，且销售费用投入有所加大。

预计公司 2014-16 年每股收益(按最新股本计算)分别为 0.81、0.90、1.01 元，同比增速分别为-16%、12%、12%，若考虑真真老老 2015、2016 年并表，按其承诺净利润计算，2014-16 年分别实现 500 万、1,200 万、1,450 万净利润，则真真老老与煌上煌并表后可实现净利润 1.07 亿元、1.26 亿元、1.42 亿元，按照最新股本计算，2014-16 年备考 EPS 分别为 0.85 元、1.00 元、1.12 元。按照 12 月 9 日收盘价 31.40 元计算，煌上煌(不考虑真真老老 2015-16 年并表)对应 PE 分别为 38.8、34.7、

31.2 倍，参考 2014 年平安重点覆盖食品企业平均 PE 约为 29 倍，我们认为，目前公司股价已基本反映其成长性，较为合理。考虑到行业竞争激烈且未来原料肉价格上涨将对公司盈利能力产生较大负面影响，维持“中性”评级。

图表34 盈利预测核心假设

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入合计					
销售收入 (百万元)	890	893	990	1,148	1,334
YOY	0%	0%	11%	16%	16%
毛利 (百万元)	250	290	308	337	391
YOY	19%	16%	6%	9%	16%
毛利率	28.1%	32.5%	31.1%	29.3%	29.3%
新鲜禽肉酱卤制品					
销售收入 (百万元)	564	525	603	724	869
YOY	18%	-7%	15%	20%	20%
毛利 (百万元)	178	206	196	221	265
YOY	65%	16%	-5%	13%	20%
毛利率	31.5%	39.3%	32.5%	30.5%	30.5%
新鲜畜肉酱卤制品					
销售收入 (百万元)	160	183	201	232	266
YOY	-34%	15%	10%	15%	15%
毛利 (百万元)	23	27	54	58	67
YOY	-53%	19%	101%	6%	15%
毛利率	14.3%	14.8%	27.0%	25.0%	25.0%
其他新鲜酱卤制品					
销售收入 (百万元)	90	89	89	93	98
YOY	6%	-1%	0%	5%	5%
毛利 (百万元)	18	22	21	22	23
YOY	-12%	25%	-2%	5%	5%
毛利率	19.5%	24.6%	24.0%	24.0%	24.0%
新鲜酱卤制品小计					
销售收入 (百万元)	814	796	893	1,049	1,233
YOY	1%	-2%	12%	17%	18%
毛利 (百万元)	218	255	272	301	355
YOY	23%	17%	6%	11%	18%
毛利率	26.8%	32.0%	30.4%	28.7%	28.8%
包装酱卤制品					
销售收入 (百万元)	39	41	41	43	45
YOY	1%	4%	0%	5%	5%
毛利 (百万元)	10	13	12	12	13
YOY	-7%	23%	-1%	-2%	5%
毛利率	26.0%	30.8%	30.5%	28.5%	28.5%
屠宰加工					
销售收入 (百万元)	14	35	35	35	35

YOY	-28%	151%	0%	0%	0%
毛利 (百万元)	4.89	12	13	13	13
YOY	-22%	144%	9%	0%	0%
毛利率	34.9%	33.8%	37.0%	37.0%	37.0%
其他业务					
销售收入 (百万元)	22	21	21	21	21
YOY	-7%	-8%	0%	0%	0%
毛利 (百万元)	17	10	10	10	10
YOY	0%	-39%	0%	0%	0%
毛利率	76.0%	50.4%	50.4%	50.4%	50.4%

资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表35重点公司年度盈利预测

股票名称	股价 (元) 12月9日	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	172.86	11.65	13.25	12.23	12.90	14.8	13.0	14.1	13.4	推荐
五粮液	19.74	2.62	2.10	1.64	1.72	7.5	9.4	12.1	11.5	推荐
洋河股份	67.20	5.72	4.65	4.22	4.74	11.7	14.5	15.9	14.2	中性
泸州老窖	19.38	3.13	2.45	1.16	1.17	6.2	7.9	16.7	16.6	中性
青青稞酒	18.67	0.67	0.83	0.73	0.81	27.9	22.5	25.5	23.1	中性
山西汾酒	21.27	1.53	1.11	0.40	0.47	13.9	19.2	52.5	45.2	中性
顺鑫农业	17.70	0.22	0.35	0.69	0.87	80.5	50.6	25.7	20.3	推荐
古井贡酒	29.66	1.44	1.24	1.22	1.40	20.6	23.9	24.3	21.2	中性
张裕 A	32.19	2.48	1.53	1.45	1.47	13.0	21.0	22.3	21.9	中性
青岛啤酒	41.80	1.30	1.46	1.52	1.65	32.2	28.6	27.6	25.3	推荐
海天味业	40.84	0.81	1.07	1.36	1.66	50.4	38.2	30.0	24.7	强烈推荐
中炬高新	10.26	0.16	0.27	0.36	0.45	64.1	38.0	28.8	22.7	推荐
伊利股份	26.79	0.56	1.04	1.43	1.70	47.8	25.8	18.7	15.8	强烈推荐
贝因美	16.50	0.50	0.71	0.21	0.31	33.0	23.2	78.0	53.8	中性
黑芝麻	13.66	0.06	0.13	0.25	0.45	227.7	105.1	55.4	30.4	推荐
安琪酵母	18.70	0.74	0.44	0.50	0.84	25.3	42.5	37.5	22.2	强烈推荐
双汇发展	30.45	1.31	1.75	1.81	1.87	23.2	17.4	16.9	16.3	中性
大北农	14.16	0.41	0.47	0.55	0.92	34.5	30.1	25.7	15.4	强烈推荐
均值						40.8	29.5	29.3	23.0	

资料来源：平安证券研究所、Wind

损益表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	893	990	1,148	1,334
YoY	0.4%	10.9%	15.9%	16.2%
营业成本	603	683	811	943
毛利率	32.5%	31.1%	29.3%	29.3%
营业税金及附加	6	7	8	9
股权激励费用	0	12	4	2
销售费用	68	89	103	119
管理费用	91	95	100	123
财务费用	-22	-19	-19	-19
投资净收益	1	3	0	0
营业利润	148	127	140	157
加: 营业外收入	3	2	0	0
减: 营业外支出	2	1	0	0
利润总额	149	128	140	157
减: 所得税	27	25	26	29
净利润	122	102	114	128
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利	122	102	114	128
YoY	24.8%	-15.8%	11.8%	11.5%
销售净利率	13.6%	10.3%	10.0%	9.6%
EPS (当年股本)	0.98	0.81	0.90	1.01
EPS (最新股本摊薄)	0.98	0.81	0.90	1.01

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	32.0	38.8	34.7	31.2
PEG	19.7	4.9	7.1	14.7
PB	2.8	2.7	2.5	2.4
PS	4.4	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	26.4	29.6	26.9	24.2
股息收益率	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
经营回报率				
ROE	8.9%	7.0%	7.4%	7.8%
ROA	7.1%	5.7%	5.9%	6.3%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产负率	4.8%	7.8%	8.3%	8.9%
速动比率	12.1	7.6	6.8	6.3
运营效率				
存货周转率	2.1	2.2	2.3	2.2
流动资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
固定资产周转率	3.0	3.0	3.5	4.1

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	122	102	114	128
折旧摊销	22	27	27	27
营运资金投资	-172	57	-125	-49
经营活动现金净流量	54	184	10	98
资本开支	-17	-26	-31	-28
投资活动现金净流量	-177	-26	-31	-28
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	31	0	0
支付红利	-28	-33	-28	-31
融资活动现金净流量	-28	16	-9	-12
当年现金净流量	-150	174	-30	58

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	623	797	767	826
应收款项	16	17	20	23
预付款项	33	32	42	46
存货	312	315	397	448
其他流动资产	89	53	88	87
流动资产合计	1,074	1,214	1,314	1,430
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	326	325	329	329
无形资产	74	75	75	75
其他非流动资产	7	7	8	8
非流动资产合计	408	407	411	412
资产总计	1,482	1,621	1,725	1,842
短期借款	0	0	0	0
应付款项	21	32	33	41
预收款项	1	1	2	2
应付股利	0	28	31	35
其他流动负债	41	57	69	79
流动负债合计	63	119	135	157
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	71	126	143	165
归属母公司所有者权益	1,411	1,495	1,582	1,677
其中: 实收资本	124	127	127	127
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,411	1,495	1,582	1,677
负债及股东权益总计	1,482	1,621	1,725	1,842

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	