

煌上煌 (002695)

证券研究报告

2019年02月24日

赛道优良，业绩上扬，王者归来煌上煌

新一代管理层大刀阔斧改革、增加待遇和激励带来机制的盘活；内部引入PK机制加强考核

新一任核心管理层不拘泥于现有的制度，大胆调整营销策略并积极开拓省内外市场；对内深化销售“PK”模式，点燃内部营销激情。待遇水平不断提升同时加强激励，内部活力不断提升。

行业潜力巨大：定位餐桌存在需求带来增长，集中度低未来龙头红利明显，产品呈多元化趋势

酱卤肉制品作为快捷消费食品是居民日常饮食的重要组成部分，产品渠道外延能力强。2020年卤制品零售市场规模有望接近850亿元。

行业集中度低，CR3仅为11.03%，企业发展空间充足。新品层出不穷有助于未来大幅度提高市场容量，包装化趋势添休闲新动力。品牌化，渠道拓展是趋势，龙头规模优势将使得它们迅速扩张，行业壁垒日益提高。

行业龙头享受必选消费的消费升级和集中度提升双红利；绝味扩展速度快，周黑鸭单店收入高，煌上煌积极拓展省外市场，盈利质量较高。

核心优势：品类丰富佐餐有需求+米制品业务拉新增+完整产业链强控原料

主营酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品，存在需求成为提增基础；研发动力足可快速反应市场；卤制品业务成为煌上煌坚实支柱，米制品快速增长贡献总体增速；具备整鸭消化能力，完整产业链强力掌控原材料成本。

增长看点：量增预期叠加提价空间带来收入增长，成本管控增强助推未来利润增长，市占率有望进一步提高

量增逻辑：佐餐为主多消费场景存在需求，内部营销升级；门店数量拓展潜力大，新开门店2年累计增速在20%以上；真真老老米制品增速快。

消费者粘性和较强品牌力带来的龙头红利共同导致在产品上的定价权，提价仍有较大空间和潜力。

引入信息化生产系统原材料成本控制能力不断增强，管理效率提升，前期费用投入效果显现进入收获阶段，助推净利率不断提升。

盈利预测与投资建议：预计公司19/20/21年的收入为22.3/25.4/28.9亿净利润为2.50/3.04/3.61亿，EPS为0.49/0.59/0.70元。考虑到行业发展空间大，公司具有强产品力及品牌力，新一代管理层做出多项改革措施，给予19年27倍PE，11.6%空间，目标价为13.23元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：随着消费者对食品安全的重视，食品安全成为了食品企业发展的重要风险，企业自身的风险和其他企业风险都将造成较大影响。随着行业竞争对手的增加，煌上煌也存在收入增长不及预期的风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,217.82	1,477.78	1,897.58	2,230.80	2,540.88
增长率(%)	5.80	21.35	28.41	17.56	13.90
EBITDA(百万元)	155.41	221.12	255.31	358.05	429.90
净利润(百万元)	88.20	140.90	172.91	250.20	304.18
增长率(%)	44.87	59.76	22.72	44.70	21.58
EPS(元/股)	0.17	0.27	0.34	0.49	0.59
市盈率(P/E)	65.14	40.77	33.23	22.96	18.89
市净率(P/B)	3.62	3.34	3.08	2.79	2.51
市销率(P/S)	4.72	3.89	3.03	2.58	2.26
EV/EBITDA	88.11	35.16	20.08	13.81	11.18

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.85元
目标价格	13.23元

基本数据

A股总股本(百万股)	513.88
流通A股股本(百万股)	453.42
A股总市值(百万元)	6,089.52
流通A股市值(百万元)	5,373.04
每股净资产(元)	3.83
资产负债率(%)	19.37
一年内最高/最低(元)	17.82/9.70

作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何长天	联系人
hechangtian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 行业潜力巨大：定位餐桌存在需求，鸭副卤制品增长好，集中度低，产品呈多元化趋势	5
1.1. 农村肉类消费量提高，预计 2020 年卤制品零售市场规模将接近 850 亿元	5
1.2. 定位餐桌的快捷消费食品存在需求，行业拓展外延能力强	5
1.3. 行业集中度低，CR3 仅为 11.03%，品牌化，渠道拓展是趋势	6
1.4. 行业产品丰富，新品层出不穷	8
1.5 横向对比：行业龙头绝味扩展速度快，周黑鸭利润率高，煌上煌积极拓展省外市场，盈利质量好	8
2. 公司核心优势：品类丰富佐餐有需求+米制品业务拉新增+完整产业链强控原料	9
2.1. 成本品类丰富度高，研发动力足可快速反应市场	9
2.2. 快速增长的米制品+稳步发展的卤制品	12
2.3. 完整产业链强力掌控原材料成本	13
3. 最新变化：第二代核心管理层上台，员工年轻化，激励增加，深化营销“PK”	14
3.1. 子承母业，大刀阔斧改革，谋求新突破	15
3.2. 待遇水平不断提升同时加强激励，员工干劲足	15
3.3. 营销“升级”，深化“PK”模式加强内部考核	16
4. 增长看点：量增预期叠加提价空间带来收入增长，成本管控增强助推未来利润增长	16
4.1. 收入增长逻辑：新品类和渠道外延深耕带来量增；价涨仍有空间	16
4.1.1. 佐餐为主多消费场景具有一定需求，叠加公司营销转型可能带来较高的增长	16
4.1.2. 门店数量拓展深度、广度下沉潜力大	16
4.1.3. 快速增长的真真老老米制品业务	19
4.1.4. 价增逻辑：龙头定价权+消费者粘性背景下部分地区产品吨价将有一定提高	19
4.2. 成本管控、管理水平提升和费用改善有利于未来利润率进一步提高	20
4.2.1. 原材料成本控制能力增强	20
4.2.2. 引入信息化生产系统加快助推毛利率提高	20
4.2.3. 管理效率提升，前期费用投入效果显现，助推净利率增长	21
5. 盈利预测与估值分析	22
5.1. 盈利预测与投资建议	22
5.2. 估值分析	24
6. 风险提示	26
6.1. 食品安全问题	26
6.2. 增长不及预期	26

图表目录

图 1：快速消费品销量有回升趋势	5
------------------	---

图 2: 酱卤制品具有极强的渠道扩张能力	6
图 3: 休闲食品中卤制品增速最快 (亿元)	6
图 4: 休闲卤制品行业集中度	7
图 5: 休闲食品行业现状	7
图 6: 卤制品包装化成未来主要消费趋势(2020 年为预测数据)	8
图 7: 休闲卤制品品牌产品销售占比逐步提升(2020 年为预测数据)	8
图 8: 家禽卤制品在各个细分品类中增速最快 (市场规模, 单位: 亿元)	8
图 9: 煌上煌乐鲜装	11
图 10: 近四年研发支出平均增速保持在 11%左右	11
图 11: 研发费用投入与研发人员占比都已超过行业龙头绝味	11
图 12: 鲜货产品业务收入 (万元) 及增速	12
图 13: 米制品业务收入 (万元)、增速、占总收入比重	13
图 14: 煌上煌具有完整产业链可有效降低成本	14
图 15: 人均创收与人均创利 (万元)	15
图 16: 煌上煌人均薪酬与净利润 (万元)	15
图 17: 煌上煌新开门店 2 年累计增速在 20%以上	16
图 18: 煌上煌生产销售区域布局 (橙色为现有及待建生产基地, 黄色为主要销售区域)	17
图 19: 加盟为主, 其他渠道拓展有空间	18
图 20: 南昌煌上煌 E 派无人智能店	18
图 21: 预计 2022 年 39%的中产阶级来自三四线城市	18
图 23: 煌上煌近两年平均营收增长率在 24%以上	19
图 24: 原材料-肉鸭价格变动 (元/500g)	20
图 25: 销售毛利率增速对比	21
图 26: 煌上煌净利率变化趋势	21
图 27: 煌上煌近三年平均归母净利润同比增速已超绝味 (%)	21
图 28: 销售费用率变化趋势 (%)	22
图 29: 管理费用率变化趋势 (%)	22
图 30: 财务费用率变化趋势 (%)	22
图 31: 近五年历史季度估值	24
表 1: 2020 年卤制品零售市场规模将有望接近 850 亿元	5
表 2: 卤制品是餐饮新零售的万金油	6
表 3: 三大巨头对比 (2018 年中报数据)	8
表 4: 煌上煌多元化明星产品	9
表 5: 天猫绝味、周黑鸭、煌上煌销量前五产品	10
表 6: 公司在研发工程技术方面引入募投项目	11
表 7: 煌上煌行业地位或荣誉	12
表 8: 煌上煌股权激励方案	15
表 9: 各城市渗透率	18

表 10: 收入按业务拆分	23
表 11: 毛利润按业务拆分	23
表 12: 损益表 (单位: 百万元)	24
表 13: 可比公司估值及财务数据	25

1. 行业潜力巨大：定位餐桌存在需求，鸭副卤制品增长好，集中度低，产品呈多元化趋势

1.1. 农村肉类消费量提高，预计 2020 年卤制品零售市场规模将接近 850 亿元

酱卤肉行业未来的增长将主要由农村消费能力提升推动。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其中的一个重要品类，其收入与规模亦将随之扩大。

2020 年城乡人均肉类消费将基本达到 2012 年城乡高收入组居民的消费水平。若年均增量按 2012~2015 年 0.6 公斤、2015~2020 年 0.3 公斤计，预计城镇人均肉类消费量在 2020 年将达到 48.9 公斤。城镇居民对农村居民的肉类消费产生的“示范效应”会助推农村肉类消费增速提高。若年均增量 2012~2015 年按 0.65 公斤，2015~2020 年按 2000~2010 年城镇居民年均 1.23 公斤计，预计 2020 年农村人均肉类消费量将增至 32.6 公斤。根据农业部发布《中国农业展望报告（2015-2024）》预测，2020 年城乡人均肉类消费基本与 2012 年城乡高收入组居民的消费水平相差不多。

2020 年卤制品零售市场规模有望接近 850 亿元。肉鸭养殖企业提供原材料供鸭副卤制品加工，原材料通常只取特定部位包括鸭脖、鸭翅、鸭锁骨、鸭肠、鸭掌等，所以决定鸭副行业市场均衡点主要是肉鸭供给量。据 Frost&Sullivan 统计，2015 年家禽类卤制品零售收入 226 亿，约占禽类卤制品零售市场规模的 25%（暂不考虑鸡类等其他卤制品）。理论上估算 2020 年禽类卤制品市场规模约为 1059 亿，若 2020 年鸭副卤制品市场占比提升到 40%，则鸭副卤制品市场规模将超过 420 亿；若 2020 年假设 2020 年休闲鸭副卤制品/卤制品零售市场规模占比提高到 50%，那么 2020 年卤制品零售市场规模有望接近 850 亿。

表 1：2020 年卤制品零售市场规模将有望接近 850 亿元

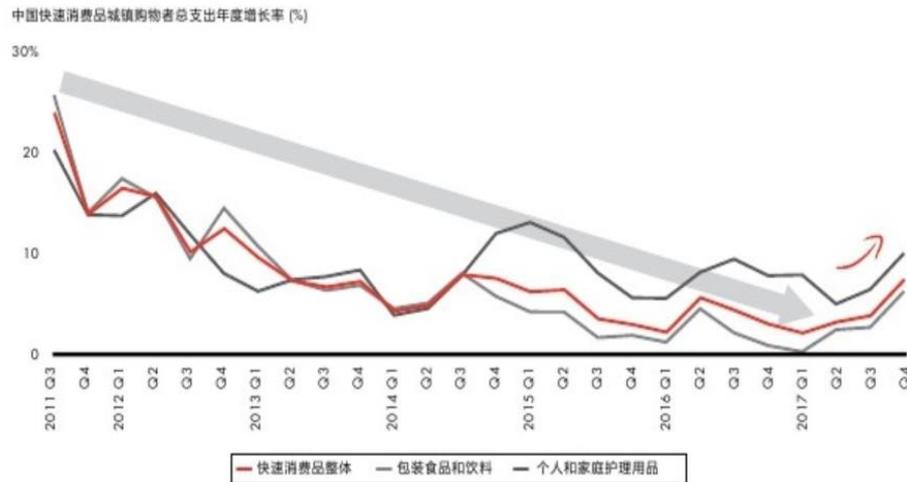
占比类型	占比	禽类卤制品市场规模	零售市场规模
假设 2020 年休闲鸭副卤制品/理论零售市场规模	40%	1059 亿	超过 420 亿(鸭副卤制品)
假设 2020 年休闲鸭副卤制品/卤制品零售市场规模	50%	1059 亿	接近 850 亿(卤制品)

资料来源：中国产业信息网，Frost&Sullivan，天风证券研究所

1.2. 定位餐桌的快捷消费食品存在需求，行业拓展外延能力强

长久以来我国居民形成了酱卤肉制品及佐餐凉菜的饮食习惯，卤肉制品及佐餐凉菜这两种快捷消费食品是我国居民日常饮食的重要组成部分。随着生活节奏的加快和消费观念的改变，快捷消费食品的需求量越来越大，佐餐产品已不仅限于家庭范围，还成为了酒店、食堂的配菜佳肴及日常休闲食品。虽然产品价格会存在一定幅度的波动，但市场需求量并未出现周期性波动，具有一定需求。近年来快消品销售额呈反弹上升趋势，其中包装食品和饮料增速最快。

图 1：快速消费品销量有回升趋势



资料来源：贝恩&凯度，天风证券研究所

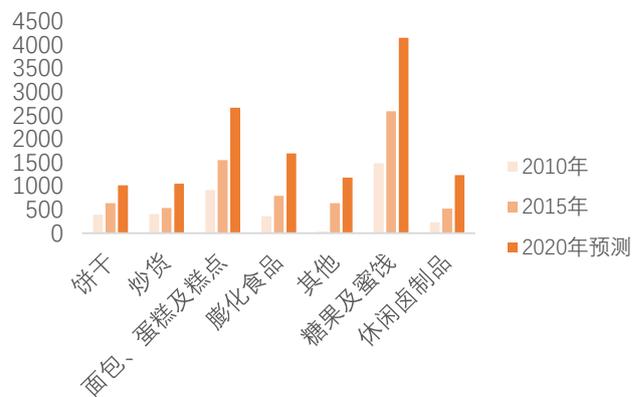
酱卤肉制品属于肉制品行业，延伸能力比类似竞争产品更强一些，可以同时向休闲食品，餐饮方向拓展，使得行业公司可以适应更多的区域，并且有潜在的提升店效的能力。随着我国市场经济的快速发展，快捷消费食品已渗透至人们的日常饮食生活中，卤制品逐渐由餐食转化为休闲食品。根据中商产业研究院的分析，2010-2015年休闲卤制品行业的年复合增长率最快，达到了17.6%，预计2016-2020年休闲卤制品的年均复合增长率分别为24.1%，看好其未来发展前景。同时餐饮新零售的发展如日中天，卤制品更是餐饮新零售的万金油。

图 2：酱卤制品具有极强的渠道扩张能力



资料来源：天风证券研究所

图 3：休闲食品中卤制品增速最快（亿元）



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

表 2：卤制品是餐饮新零售的万金油

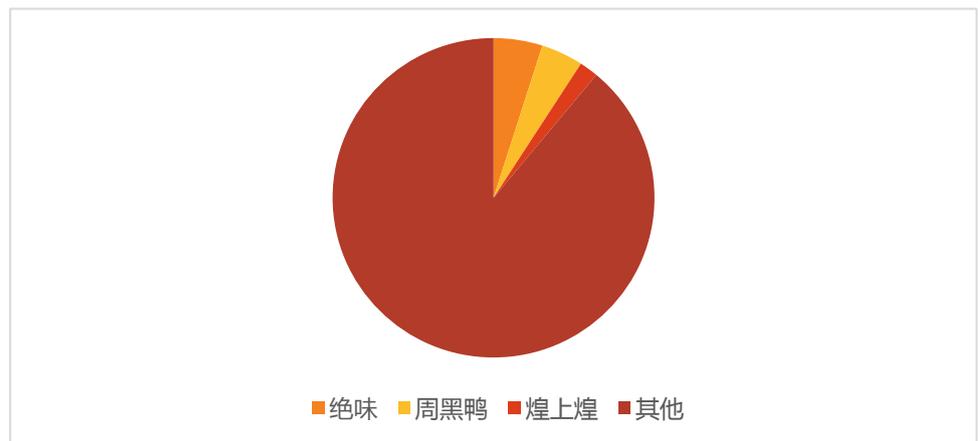
品牌/平台	新零售模式
盒马生鲜	“餐厅+外卖”
三只松鼠	“零售+轻食”
超级物种	“超市+餐饮”

资料来源：亿欧，天风证券研究所

1.3. 行业集中度低，CR3 仅为 11.03%，品牌化，渠道拓展是趋势

从零售口径看，由于大量作坊式门店的存在，卤制品行业的行业集中度显著偏低，CR3 仅为 11.03%。其中占比最高的是绝味，市占率为 4.91%，周黑鸭和煌上煌位列其后，市场占有率分别为 4.23%和 1.89%。

图 4：休闲卤制品行业集中度



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

未来行业边界扩展空间大。中国休闲食品的市场规模发展迅速，从 2011 年的 3205 亿元增长至 2016 年 4520 亿元，年均复合增长率达到 7%，2017 年休闲食品市场规模达到 4849 亿元，2018 年规模有望超过 5000 亿元。未来休闲食品行业规模按保守 5000 亿计算，休闲卤制品约占休闲食品行业规模的 7%，即有约 350 亿规模，从门店来看，按照绝味约 9459 家门店（2018 年绝味门店数 9459 家），43.68 亿收入测算（2018 年业绩快报），则每个门店平均约 46 万收入（由于还有其他销售渠道，采用这种方法估计单店收入偏高，会使得后面计算的市场容量结果可能偏低），那么未来将有 76086 家（350 亿/46 万）门店的市场容量。而根据 2018 年数据业内较大的品牌门店（绝味、周黑鸭、煌上煌、紫燕、久久丫）数约为 16655 家，与前面粗略估计偏低的市场容量相比，仍有很大拓展空间。

图 5：休闲食品行业现状

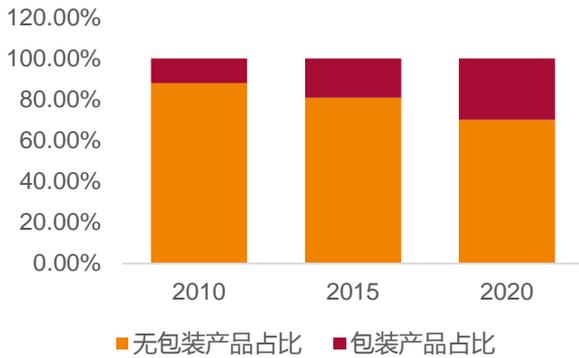


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

品牌化，渠道拓展是趋势，行业壁垒日益提升。中国卤制品行业仍存在大量非品牌化的中小型产销商，且占比非常高，随着行业龙头绝味，周黑鸭和煌上煌陆续进入资本市场，龙头企业开始注重以品牌建设为核心，同时不断加强企业战略规划、产品质量控制、产品开发、产业链布局、人力资源系统、企业信息系统等方面的建设，不断提升企业的综合管理水平及提升市场业务拓展份额。行业龙头的规模优势可使得它们继续扩张，行业壁垒将会进一步提高。

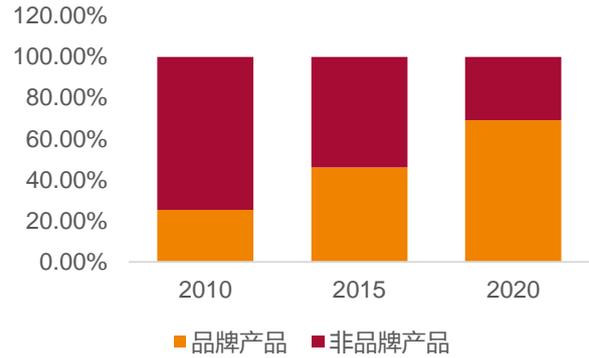
数据显示，2010 年至 2015 年间，包装休闲卤制品占比提升了 7% 以上；并预计 2020 年包装产品占比将达 30% 左右，包装化成为了休闲卤制品的主要消费趋势之一。休闲卤制品食品品牌占比在 2010 年只有 25% 左右，在 2015 年已达 46% 左右，品牌销售额占比在五年内增长接近一倍。预计到 2020 年这一比例将达到 70% 左右。

图 6：卤制品包装化成未来主要消费趋势(2020 年为预测数据)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 7：休闲卤制品品牌产品销售占比逐步提升(2020 年为预测数据)



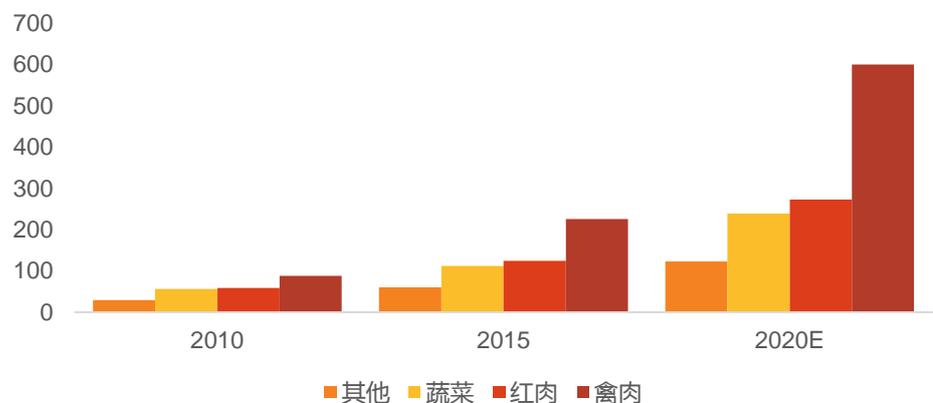
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

线上线下渠道深度融合，餐饮新零售发力。规模大，综合实力强的企业更容易享有规模效应带来的收益。小企业渠道面窄容易面临淘汰风险。卤制品的主要销售渠道有专业门店、食品市场、商超、和电商等。盘点 2010 年至 2015 年增长情况：电商增长率位居首位，增速高达 45.4%，专业店增长 23.0%。商超、传统食品市场渠道增长放缓，分别为 21.3%和 11.5%。目前线上渠道大体上有三种模式 1) O2O 模式，具有高效的中央厨房、综合配送系统、门店等能够及时为消费者提供送货上门服务。2) 通过淘宝，天猫，美团，京东等电商平台独立运营。3) 直接与可以同时对接电商和实体店的第三方平台合作，比如：口碑、京东到家等。卤制品业高速增长也与卤制品餐厅崛起及社区卤味等消费升级的崛起有很大关联。卤制品可完美适应“餐厅+外卖”、“零食+轻食”、“超市+餐饮”等各种餐饮新零售模式。

1.4. 行业产品丰富，新品层出不穷

酱卤行业过去以禽类产品为主，目前产品种类已拓展至蔬菜、水产、豆制品、面制品等，并且占比不断提高。产品种类更为丰富可以迎合不同使用需求与口味偏好，食用方便。其中家禽制品特别是卤鸭产品最受消费者欢迎，家禽卤制品在 2010-2015 年间的年均复合增速为 20.8%，在各个细分品类中增速最快。据 Frost&Sullivan 预测 2020 年家禽类卤制品市场规模将达到 600 亿元，同时，2015-2020 年年均复合增长率将达到 21.6%。新品层出不穷有助于未来大幅度提高了市场容量。

图 8：家禽卤制品在各个细分品类中增速最快（市场规模，单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，Frost&Sullivan，天风证券研究所

1.5 横向对比：行业龙头绝味扩展速度快，周黑鸭利润率高，煌上煌积极拓展省外市场，盈利质量好

表 3：三大巨头对比（2018 年中报数据）

公司	销售毛利率	收入	净利润率	经营活动现金流净额
绝味	35.48%	20.85 亿	15.07%	3.3 亿
周黑鸭	59.86%	16.02 亿	14.92%	2.1 亿
煌上煌	34.72%	10.33 亿	11.64%	3.5 亿

资料来源: wind,天风证券研究所

三家公司对比来看,周黑鸭的毛利率远高于绝味和煌上煌,这主要跟他们的经营模式有关。周黑鸭以直营为主,而绝味和煌上煌主要以加盟店为主。加盟商偏爱库存周转快的散装食品和鸭副产品等,利润没有出售整鸭利润高,同时加盟店难以直接管控,产品质量存在一定风险,所以直营店一般毛利高。但加盟店具有扩张快,灵活度强,市场反应力快的优势。从经营活动现金流来看,煌上煌最具优势,说明其盈利质量好,现金流充足,极具潜力。而周黑鸭在经营活动现金流方面并不占优势。

从具体的商业模式的对比来看:

1) 绝味处于飞速扩张阶段。以加盟店为主。销售区域与门店数量远高于周黑鸭和煌上煌,目前共有 9459 家门店,具有一定的规模优势与先发优势。同时,绝味的门店选址以较低线城市及租金成本低的城市住宅附近为主,价格亲民。同时绝味加速全国化布局,已将市场延伸到了香港,及海外的新加坡,这是其他两家公司暂时无法比拟的。

2) 周黑鸭以直营模式为主,虽然毛利高,但盈利能力逐渐下滑。周黑鸭的门店数量从 16 年的 700 家增长至 18 年的 1196 家,2 年累加增速高达 70.86%,自身盈利水平在不断下滑,未来扩张速度受限。周黑鸭的销售区域起初在华中,目前除西部和东北外,其他经济发达地区均为销售区域。周黑鸭的门店选址一般在租金成本高的机场、火车站等交通枢纽位置或者较繁华的区域,会提高产品成本,流失价格敏感型客户。

3) 煌上煌积极拓展渠道、市场。煌上煌以加盟为主,2018 年中报煌上煌收入 10.33 亿,收入同比大幅增长,净利润 1.1 亿,同比增长 45.15%。完善市场布局,重点开发高势能门店积极拓展省外市场成效好,米制品增收快,乐鲜装推广升级,成为业绩提升主要推动力。在区域选择上更侧重于二三线城市,消费趋同背景下,未来渠道深耕潜力大。

2. 公司核心优势: 品类丰富佐餐有需求+米制品业务拉新增+完整产业链强控原料

2.1. 成本品类丰富度高, 研发动力足可快速反应市场

产品可满足不同区域和不同年龄段消费者的嗜好差异。煌上煌产品和口味多元丰富,具有鲜、香、辣、酥的特点。第一类主要是通过酱卤工艺形成的快捷消费酱卤肉制品,以鸭、鸡、鹅、猪、牛、羊等禽畜产品为原材料;第二类是通过凉拌、酱腌等工艺生产的佐餐凉菜快捷消费食品,以蔬菜、水产、豆制品等为原材料。已形成酱制、卤制、烧烤、凉拌、包装五大系列 100 多个品种。公司根据不同区域和消费者的嗜好差异,已开发出多种不同风格的产品,赢得众多消费者青睐,并且具有一定的研发能力可及时满足市场需求,有利于在未来率先抢占市场。

表 4: 煌上煌多元化明星产品

酱鸭	选料不同、工艺不同、口味不同,主要特点鲜、香、辣、属休闲食品,风味独特,营养价值高。摘取“中国第一鸭”桂冠
麻酥鸭	鲜香不辣,肉质柔软而湿润,弥补酱鸭之不足,适合老年人口味
樟茶鸭	以优质鸭为主料,采用绿茶、樟叶特殊香味,精制而成。与煌上煌原味有所不同,口感与香酥鸭类似,但香味不同类似,但香味不同

酱板鸭	板鸭。用煌上煌药包卤制而成。
酱鸭颈	口味与酱鸭相同，方便消费者，为喜爱吃鸭颈的消费者提供便利
卤鸭颈	采用湖南风味，在煌上煌鲜香辣的基础上，加予改进，辣味独特
美食肠	鸭食道管。料与上相同，即煌上煌鲜香辣风味。
凉拌鸭肠	鸭肠，加上煌上煌鲜辣香料精拌而成
香辣鸭肚	主料鸭肫前，按煌上煌风味拌制而成。口感脆、韧。
牙签骨	主料由鸭身不同部位骨骼及精肉为主，采用煌上煌技术、工艺、加工而成，具有鲜、香、辣之特色
牛肉串	在保持牛肉原味基础上，添加煌上煌鲜香辣风味，口感好，回味长
红烧甲鱼	在煌上煌工艺的基础上，参考红案有关技术，精制而成，原汁原味，含有人体所需的多种营养成分，味香而鲜，回味久长
酒糟鱼	以酒糟风味为主，辅以鱼的香味，加上中草药配方研制而成。
飘香土鸡	主料：土鸡。煌上煌特有香包料，卤制而成，口感香鲜，老少皆宜。
古老肉	主料：肥肉条、生粉、食油、糖醋、番茄酱等精制而成。
金钱腿	煌上煌鲜、香、辣风味，原汁原味，肉质鲜润。采众家之长比博林老字号的风味又更进一步。
香辣冰胶	与人造海蜇丝原料类似，采取多种工艺，精制而成。口感与煌上煌其他凉拌菜相同。
香辣面精片	主要成份面粉。采用综合性技术，在鲜、辣、香基础上引进其他技术，韧性强，口感好，鲜润。
糖醋脆藕片	藕片、生粉、面粉、糖，酸甜可口。

资料来源：中国企业联合会、中国企业家协会网站，天风证券研究所

传统佐餐食品酱鸭具有一定需求，利润点高，收入贡献大。从表中可以看到，绝味和周黑鸭销量较高的产品大多数为小包装的零食，而煌上煌销量较好的产品还包含了酱鸭板鸭等产品，区别于小包装的零食，酱鸭大多是在正餐时间食用的，可以当做佐餐食品。同时整鸭相对于其他散装食品而言有较高的利润点，煌上煌的酱鸭产品对煌上煌的营收有着较大的贡献，是煌上煌不可或缺的部分。

表 5：天猫绝味、周黑鸭、煌上煌销量前十五产品

煌上煌	周黑鸭	绝味
香辣鸭翅爪掌锁骨混合	卤鸭脖等大礼包	麻辣鸭脖鸭舌鸭爪
鸭肉组合鸭翅鸭掌	卤鸭脖 320g	麻辣鸭脖子
酱鸭整只板鸭	鸭锁骨 240g	麻辣鸭脖鸭翅鸭掌
香辣鸭脖子	卤鸭翅 250g	麻辣卤鸭脖子
鸭爪鸭肉	鸭锁骨 200g*2	甜辣鸭脖子 200g
鸭掌锁骨	卤鸭舌	甜辣鸭脖子 200g*2
鲜鸭脖	卤鸭掌	麻辣鸭脖子
鲜鸭翅	卤鸭脖 200g	麻辣鸭肠
鸭锁骨	卤鸭脖 140g	甜辣卤鸭脖子
鸭舌	鸭脖 200g 鸭锁骨 240g	甜辣卤鸭翅
鸭脖子	鸭脖 215g*2	黑鸭甜辣卤鸭
整只酱板鸭	鸭翅 180g*2	鸭锁骨
鸭脖子鸭掌鸭翅	鸡翅尖 280g	麻辣卤鸭翅
鸭翅	卤鸭腿	麻辣鸭舌

鸭肉组合

卤鸭头 280g

鸭脖鸭锁骨

资料来源：天猫旗舰店，天风证券研究所

主打鲜货产品+乐鲜装产品+休闲袋装系列，乐鲜装升级推广成为业绩增长新动力。煌上煌除传统鲜货产品和备受年轻人喜爱的休闲产品外，乐鲜装采用行业领先包装技术，使用气体阻隔原理长时间保持产品新鲜，避免添加过多的防腐剂带来的健康隐患。产品携带方便，开盖后可反复粘贴，在即刻保鲜的同时升级美味。

图 9：煌上煌乐鲜装



资料来源：公司官网，天风证券研究所

研发动力强可快速反应市场。1) 不断深化食品质量安全检验并在研发工程技术方面引入多个募投项目。在原材料选择、辅料运用、加工工艺、口感调配、产品包装等方面不断加大新品的研发发力度，中式风味和西式工艺同时采用以丰富产品风味口感多元性，不断拓展公司产品线。目前公司已能根据季节时令与消费者消费习惯的变化快速反应并及时开发出新产品，并引领市场潮流。2) 与多家高校研究院建立了长期合作伙伴关系，包括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校，2018 年与朱蓓薇院士江西团队联合共建“院士工作站”，有坚实后盾来保持领先优势。

近四年研发支出平均增速保持在 11%左右。2017 年，无论是研发费用投入占比还是研发人员占比都已超过行业龙头绝味，公司研发支出共计投入 3643.35 万元，主要用于新产品的研发并进一步改进公司酱卤制品产品的品相与风味，使得产品出品率有所提升。2017 年度研发项目主要包括复合保水剂在卤肉制品腌制中的应用、膨化技术在鸭肉生产中的应用研究、卤汤熬制一体化设备的开发等应用项目。目前公司现有专利 30 项，其中发明专利 1 项，实用新型专利 27 项，外观设计专利 2 项。

表 6：公司在研发工程技术方面引入募投项目

项目名称	预计完成时间
食品质量安全检验与研发工程计算中心项目	2015 年 03 月 05 日
追加投入年产 2 万吨食品加工建设项目	2015 年 03 月 05 日
信息化建设项目	2019 年 12 月 31 日

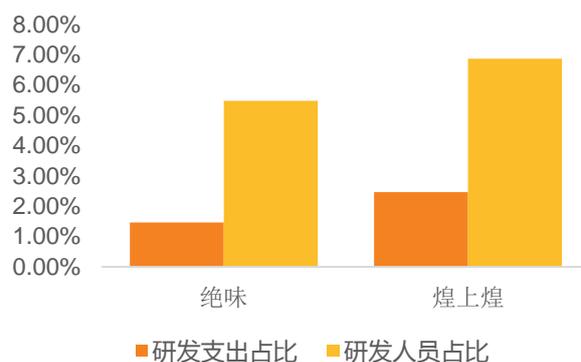
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：近四年研发支出平均增速保持在 11%左右

图 11：研发费用投入与研发人员占比都已超过行业龙头绝味



资料来源: wind,天风证券研究所



资料来源: 公司年报,天风证券研究所

“煌上煌”品牌形象深入人心，具有强品牌力。经过 20 多年的发展，公司“煌上煌”品牌已深入人心，拥有众多忠实消费者，在全国许多区域的消费者心目中得到了高度认可，近年来荣获多个奖项。

表 7: 煌上煌行业地位或荣誉

认定部门	行业地位或荣誉
农业部等八部委	农业产业化龙头企业。
中国食品工业协会	全国食品工业优秀龙头企业。
国家发改委	国家农产品深加工专项示范项目企业。
中国肉类协会	中国肉类食品行业强势企业。
农业部	全国农产品加工业示范基地。
工商总局	“皇禽”商标认定为“中国驰名商标”。
中国食品工业协会	“皇禽”牌酱鸭誉为“全国第一家独特酱鸭产品”。
中国绿色食品协会	全国绿色食品示范企业。
江西省工商局	江西省著名商标、江西省十大原创知名食品品牌之一。
中国肉类协会	“煌上煌”牌肉制品被评为中国肉类工业影响力品牌

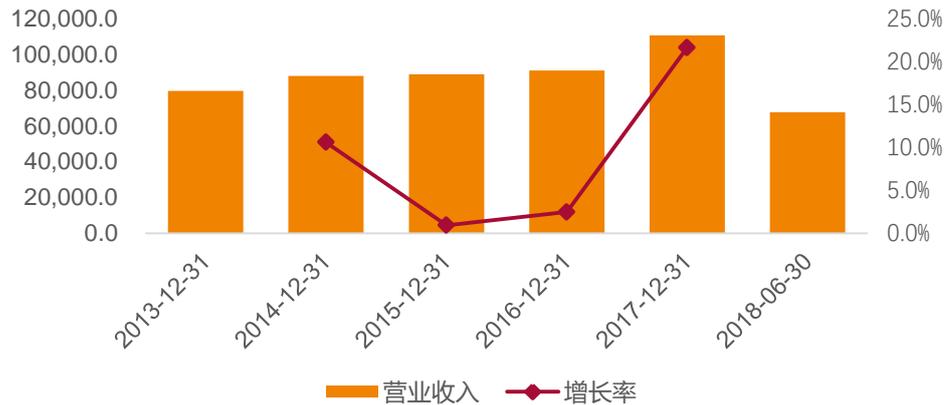
资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

2.2. 快速增长的米制品+稳步发展的卤制品

卤制品业务成为煌上煌坚实支柱。煌上煌 2015、2016 年鲜货业务收入增长速度较慢。2017 年，煌上煌加大了乐鲜装产品升级推广和省外区域市场拓展，鲜货产品收入也得到了较高的增长。

鲜货产品虽然没有米制品的高增速，但其营收占据煌上煌总营收的 75%，仍然为煌上煌的支柱产业。自 2017 年起，鲜货产品也加快了前进的步伐，2017 年与 2018 年上半年的增速均在 20% 以上，说明了煌上煌的卤制品业务也逐渐走出低迷，加快步伐。

图 12: 鲜货产品业务收入（万元）及增速

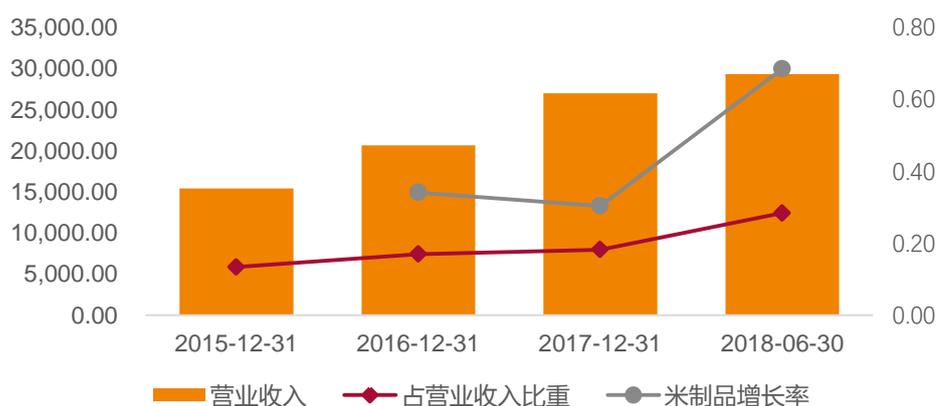


资料来源: wind、天风证券研究所

米制品快速增长, 拉动煌上煌急速前进。煌上煌的米制品业务主要源于其子公司真真老老。真真老老是一家历史悠久的米制品公司, 并且注重流程工艺以及产品的创新。2005 年全国第一台“裹粽自动灌装机”由真真老老机械公司研发成功, 业内轰动, 同年粽子产量突破 1000 万只。2006 年裹粽自动灌装机配合裹粽流水线正式投产使用, 两千年前落后的裹粽模式宣告淘汰, 粽子行业生产力革命性飞跃。由于新型设备的投产使用, 同年真真老老粽子产量突破 3000 万大关。2007 年粽子产值突破亿元, 真真老老成为中国第二大粽子生产企业。2015 年, 煌上煌收购了真真老老, 真真老老逐渐成为了煌上煌营收增加的重要动力。

近年来, 真真老老在米制品加工的基础上, 不断进行研究开发, 目前已开发出传人粽、早餐方便粽、青团、麻薯、八宝饭等产品米制品业务。米制品业务发展迅速, 成为了煌上煌近年来营收的加速点, 在收入中的占比也越来越高, 2018 年中占到总营收的 28%, 米制品业务的急速增长也是 2018 年上半年煌上煌营收激增的主要原因之一, 2016、2017 年的营业收入增长率均在 30%以上, 2018 年上半年同比增速接近 70%, 成为了煌上煌的主力增长点。米制品业务的快速增长拉动了煌上煌的业绩增长, 成为了其业绩大幅提升的突破口。随着米制品业务的进一步发展, 煌上煌的营收将不断加快增长, 这一产品多元化战略的确让煌上煌的业务有了巨大的突破。

图 13: 米制品业务收入 (万元)、增速、占总收入比重

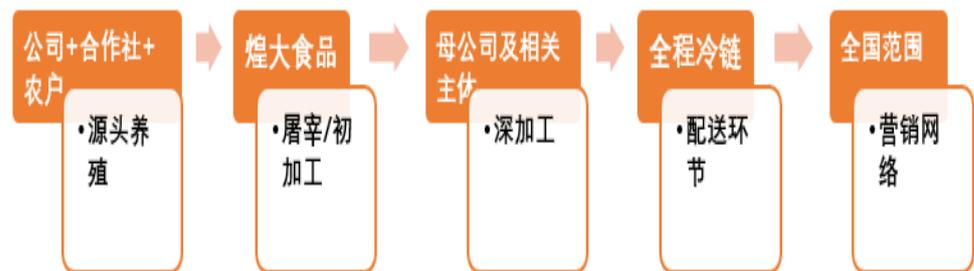


资料来源: wind、天风证券研究所

2.3. 完整产业链强力掌控原材料成本

煌上煌已经成为行业中少数可以将组织养殖、屠宰/初加工、深加工和营销网络全产业链覆盖的翘楚, 完整产业链下规模效应和协同效应充分发挥作用, 有效提高公司对原材料的掌控能力, 抗风险能力和盈利水平。同时, 煌上煌可从从鸭头直至鸭脚分别进行深加工、减少浪费。

图 14：煌上煌具有完整产业链可有效降低成本



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

参与上游养殖业，提升议价能力。公司建立了标准化的“公司+合作社+农户”养殖供应模式，公司主要产品原材料基本上来源于鄱阳湖生态麻鸭。严控原材料质量管理，合约养殖，建立原材料档案，生产环节全程监管，严格管控食品质量安全管理。在有效调控公司原材料的供应的同时，较好的保障原材料供应和产品品质，提高公司食品安全等级。

从家禽养殖到肉食品加工全覆盖。煌大食品是煌上煌集团有限公司的全资子公司，主营禽类屠宰与初加工业务，可以满足煌上煌对肉鸭的生产用料需求并提高自给率。同时煌大食品还持续研究和开展深度开发鸭类产品、进行资源综合开发和深度加工业务，如发分割产品、预调制品和副产品的深加工，研究鸭血提取血肽素、鸭骨架制作超细骨泥等。子公司有利于完善煌上煌集团食品加工从家禽养殖到肉食品深加工的产业链，使集团产业化经营迈向更高的目标。

生产基地贴近市场，省去中间环节。目前公司终端门店布局东北、华中、华南、西北，为实现直接、快捷、低成本的物流配送，在江西、广东、福建、辽宁、河南投资建设生产基地，以满足销售网络的需要辐射区域市场，并且完善公司的生产布局。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。目前公司拥有国内最先进的食品加工产业链，包括十万级标准化恒温、恒湿控制洁净车间、半自动化气泡解冻清洗线、标准化辅料配制线、自动化拉包装线等，从源头保障食品安全。

2019 年欲设立全资孙公司，进一步完整产业链，有效降低公司物流成本。公司拟使用自有资金投资 500 万元设立子公司-深圳顺达冷链物流有限责任公司，主营冷链物流配送业务。

全程“冷链”，在配送和销售环节确保食品质量。建立“每日报量、按需生产、每日物流配送”业务模式，加强门店规范管理，合理报量，2 天内未售完产品全部原价召回，强化现场监督，由各片区经理定期市场检查，并有偿奖励举报，销售终端采用冷链导柜销售，确保销售终端安全。在产品配送环节实行全程“冷链”运输，统一派送，每一辆冷藏车统一安装温度记录仪和 GPS 定位系统，时刻保证产品新鲜。

销售网络成熟，持续开发新市场。营销网络已具备规模优势和区域优势，形成了以江西为核心，覆盖广东、福建、辽宁、北京、上海、陕西、海南、浙江、江苏、河南、广西、安徽、湖南等地区的加盟连锁和直营销销售网络，并在江西、广东、福建地区占据了市场领先地位。公司重视信息化管理水平的提升，引入多种现代电子化信息管理系统包括食品行业 ERP 系统、金蝶财务管理软件、信息一体化等。公司还在继续努力开发新市场，重点放在高势能门店上，以打通交通枢纽，特殊商圈和特通渠道销售，占领机场、高铁站、地铁站、商业综合体等。实施“标准化+”战略，从打造标杆门店到复制优秀门店管理方式以全面推动门店高质量发展。

3. 最新变化：第二代核心管理层上台，员工年轻化，激励增加，深化营销“PK”

3.1. 子承母业，大刀阔斧改革，谋求新突破

煌上煌创始人徐桂芬在 2017 年卸下董事长职务，由其子褚浚接任董事长职务。褚浚被委任江西煌上煌集团食品股份有限公司副董事长、总经理后，开始整个煌上煌食品的营销管理工作，不拘泥于现有的制度，大胆调整营销策略，开拓省内外市场。同时组建技术团队，为快速反应市场做坚实后盾。

3.2. 待遇水平不断提升同时加强激励，员工干劲足

对大多数企业而言，年轻员工可塑性强，有活力，有冲劲，更能接受新鲜事务，更容易沟通协调，重视年轻员工有利于公司未来成长与发展。煌上煌不仅注重对人才的培养，也注重人才激励。在公司发展的过程中进行了多次股票激励，让员工的薪酬与公司发展紧密相连，使员工能够更积极工作并享受公司发展的成果。

近年来人均薪酬总体而言为上升趋势，2017 年的人均薪酬增速更是达到了新高，相比 2016 年，2017 年薪酬增速为 24%。在薪酬增长的同时，煌上煌的人均创收与人均创利也在增长，增速加快。对销售人员的激励的提助力了煌上煌业绩提速。

图 15：人均创收与人均创利（万元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

2018 年，煌上煌对 227 名员工进行股票激励。绩效考核标准如下表，将绩效考核目标与股权激励计划相结合的创新方式有利于进一步激发员工的积极性和创造力。

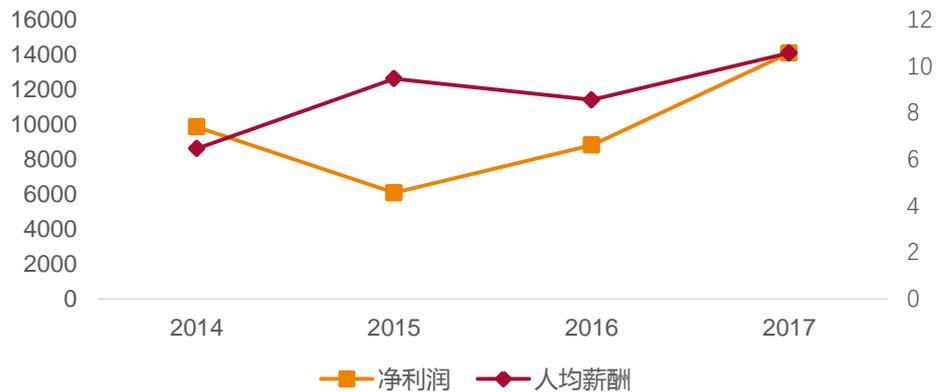
表 8：煌上煌股权激励方案

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：煌上煌：关于向激励对象首次授予限制性股票的公告、天风证券研究所

通过净利润增速与人均薪酬的比较可以看到，员工人均薪酬的增速高于净利润，说明煌上煌对员工的激励强度比较大。近三年煌上煌的人均创利持续增加，也能在一定程度上反映煌上煌对员工的激励取得了效果。

图 16：煌上煌人均薪酬与净利润（万元）



资料来源：wind, 天风证券研究所

3.3. 营销“升级”，深化“PK”模式加强内部考核

公司通过综合利用氛围营销、情感营销、微营销、外卖、地推、叫卖等方式，全力打造立体营销，推动营销模式转型升级，同时加快机场、高铁、商超综合体等高势能门店的开发、深化 PK 模式，加强内部考核，推动销售收持续增长。

4. 增长看点：量增预期叠加提价空间带来收入增长，成本管控增强助推未来利润增长

4.1. 收入增长逻辑：新品类和渠道外延深耕带来量增；价涨仍有空间

4.1.1. 佐餐为主多消费场景具有一定需求，叠加公司营销转型可能带来较高的增长

煌上煌主要产品为酱卤制品和佐餐凉菜，酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品是我国居民日常饮食的重要组成部分。其市场需求量并未随产品价格一定幅度的波动而出现周期性波动，熟卤制品产业的替代品相对有限，具有一定需求。同时这类产品具有极强的渠道拓展能力，不仅可以作为佐餐食品出现在餐饮渠道，也可以利用肉制品渠道和休闲食品渠道进行拓展，只要产品有竞争力，未来有望持续增加市场份额。

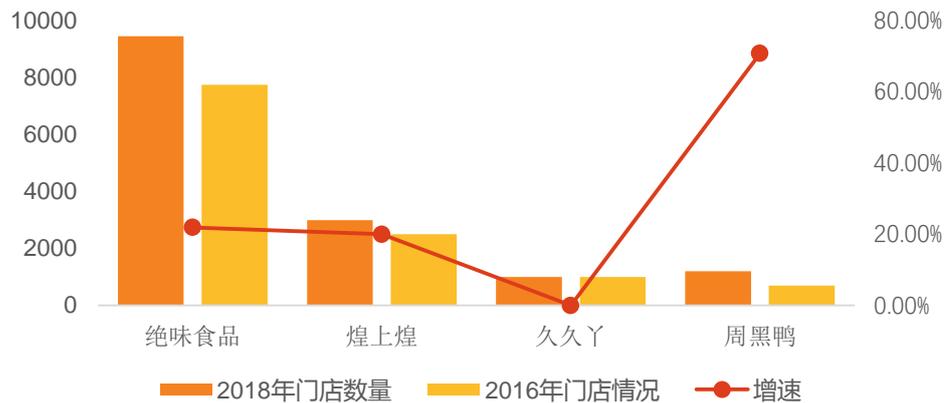
近年来公司积极改变营销策略，延伸产业链，增添销售动力，推出“煌上煌套餐”，让休闲零食“走”上餐桌；针对近几年零食电商的火爆兴起，公司也在进行多元化的营销探索，进军新零售。营销模式转型升级打造立体营销，综合利用氛围营销、情感营销、微营销、外卖、地推、叫卖等方式，同时加快机场、高铁、商超综合体等高势能门店的开发。未来有望进一步提升销售业绩。

4.1.2. 门店数量拓展深度、广度下沉潜力大

门店拓展有空间。通过 2015 年与 2018 年主要卤制品公司开店数量的变化可以看到，煌上煌的确实处于快速增加的过程中。相比于绝味食品，煌上煌的门店扩张仍有进步的空间，增速处于行业前列，但与绝味和周黑鸭相比还有差距，新开门店 2 年累计增速在 20%以上。周黑鸭的门店增速快主要由于其基数低，还没有形成一定的规模效应。随着拓展速度的进一步加快，煌上煌将会有更大的发展空间。

公司力争在 2020 年实现门店数量突破 4000 家。公司目前门店数量在近 3000 家左右，计划在未来三年，重点开发位于高铁、机场、商业综合体等特殊商圈的高势能门店。每年门店新增计划定在 300 家左右。

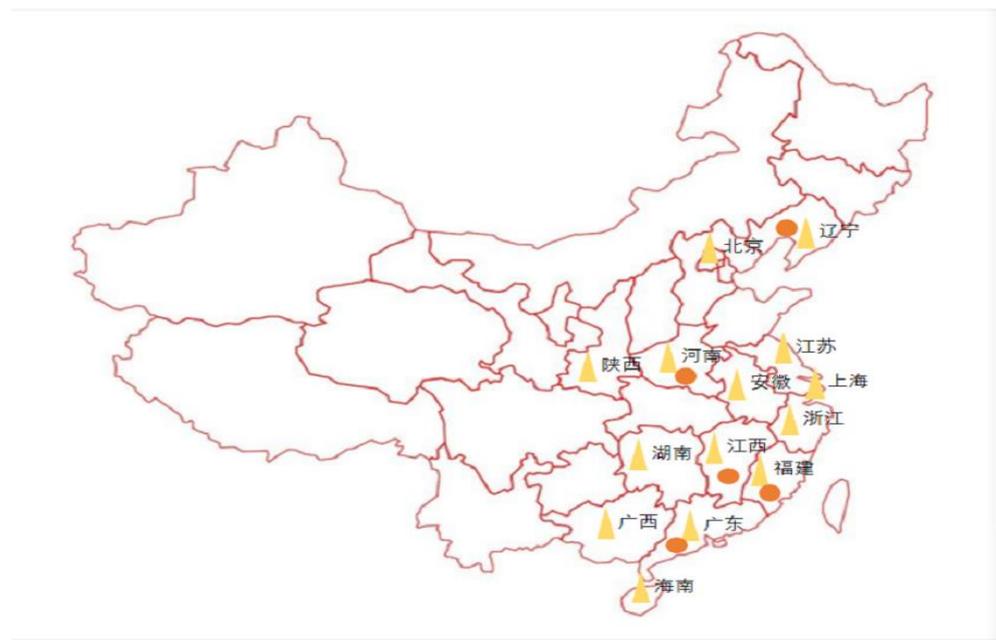
图 17：煌上煌新开门店 2 年累计增速在 20%以上



资料来源：绝味招股说明书，绝味和周黑鸭 2018 年中报，久久丫官网，煌上煌投资者调研纪要，天风证券研究所

区域拓展有空间。煌上煌全国化扩张进程正在加快。主要销售地区布局江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南和江苏等地。根据销售网络建设的需要，公司在江西、广东、福建、辽宁、陕西（在建）、河南投资建设生产基地，以完善公司的生产布局。对比绝味，绝味已经形成了覆盖全国 29 个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络。所以对比绝味的市场煌上煌未来还有很大的拓展空间。

图 18：煌上煌生产销售区域布局（橙色为现有及待建生产基地，黄色为主要销售区域）

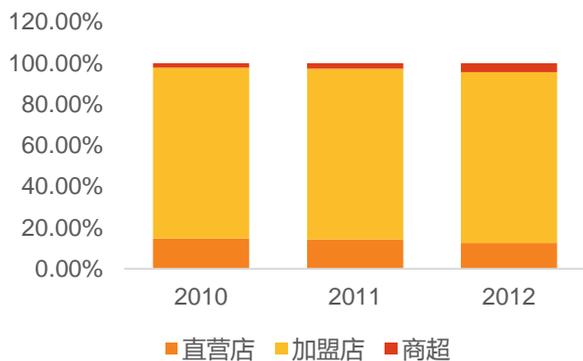


资料来源：公司年报，天风证券研究所

拓展渠道有空间。煌上煌主要的营销模式为直营+加盟，但加盟为主直营店占比较低。加盟方式可以迅速拓展市场，节约成本，但加盟商偏爱库存周转快的散装食品和鸭副产品等，利润没有出售整鸭利润高，同时加盟店难以直接管控，产品质量存在一定风险。采用直营方式可直接从消费者层面谋利。直接供货能降低维护与营运成本，同时可以宣传品牌形象，形成自己独有的商业运作模式，并可以复制成功模式。直接掌握一手市场信息便于迅速反应市场。目前煌上煌以加盟为主，公司可以适当提高直营比例，以期提高高利润单品销量。

同时煌上煌面向酒店餐饮渠道的销售和通过商超系统销售给家庭的比重都很小。未来，如果公司重点开发这两个渠道，有望带来新的增长点。公司进军新零售，煌上煌 E 派无人智能店开始入驻各大商城，刮起“黑科技”旋风。公司大力推广互联网+模式，包括不断完善外卖平台系统，线上线下一体化会员系统，微信小程序等，利用线上平台的数据优势和强大的跨时间、区域经营能力，精准定位消费人群，促进产品线上、线下互动销售。

图 19: 加盟为主, 其他渠道拓展有空间



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 20: 南昌煌上煌 E 派无人智能店



资料来源: 中国江西网, 天风证券研究所

渠道下沉有潜力。消费趋同背景下, 未来三四线城市与一二线城市收入差距逐渐缩小, 中高收入人群的分布将继续扩大, 小镇青年的消费观念由满足常规需求逐步转变至提升生活品质。未来中等城市将向大城市趋同, 因此以中山为例, 若能达到深圳的渗透率, 则整个中山市有 196 家的容量, 而目前中山的煌上煌门店也只有 15 家。中部和北部城市渗透率要低于南方城市, 未来仍有拓展空间。

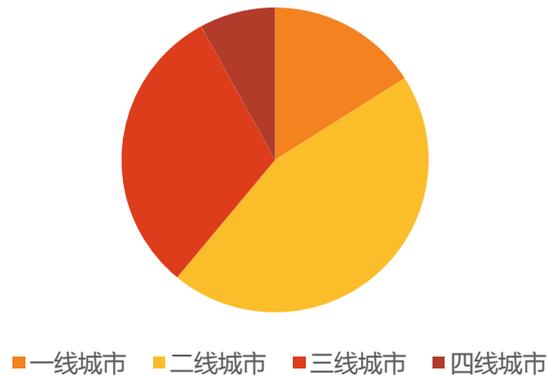
表 9: 各城市渗透率

城市	人口	门店数 (绝味+周黑鸭+煌上煌)	渗透率
南方大城市: 深圳	1252 万人	374+144+236=754	60.22%
南方中等城市: 中山	326 万人	63+32+15=110	33.74%
中部大城市: 南京	833 万人	206+40+7=253	30.37%
中部中等城市: 镇江	318 万人	13+8+0=21	6.60%
北方大城市: 沈阳	829 万人	176+18+64=258	31.12%
北方中等城市: 鞍山	344 万人	30+4+1=36	10.45%

资料来源: 各市统计局网站, 深圳政府在线, 中山统计信息网, 人民网, 百度地图, 天风证券研究所

低线城市有巨大消费潜力。煌上煌的门店布局区域选择上更侧重于二三线城市, 一二线城市的高房价与生活成本高推动人口向低线城市回流, 据麦肯锡预测, 到 2022 年 39%的中产阶级来自三四线城市, 在城市家庭中, 上层中产阶级占比将达到 54%。随着消费能力不断提高, 三四五线成可挖掘的巨大市场。

图 21: 预计 2022 年 39%的中产阶级来自三四线城市



资料来源：财新网，麦肯锡，天风证券研究所

4.1.3. 快速增长的真真老老米制品业务

快速发展的米制品与稳步前进的鲜货产品共同推动了煌上煌业务的加速，米制品的高增长推动煌上煌的进一步发展，鲜货产品成为了煌上煌业务的基础。与其他企业专注于意向业务的发展不同，米制品和鲜货业务相辅相成，共同支撑煌上煌业务的发展，二者的相互作用使煌上煌打开了更为广阔的发展空间。

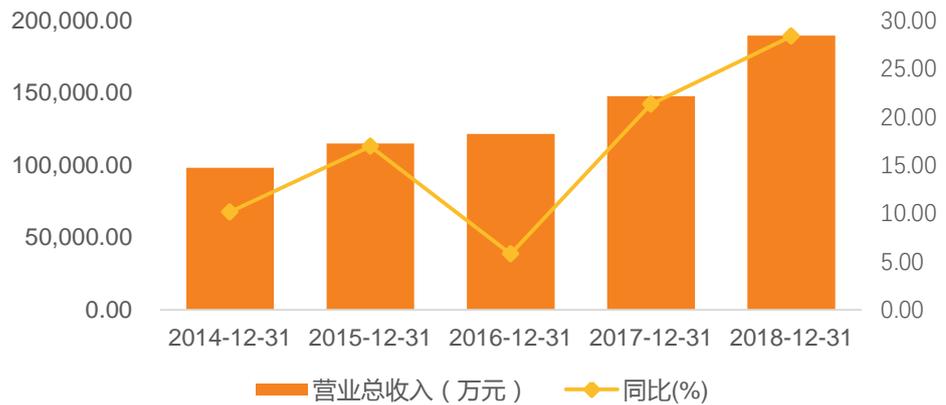
根据中国品牌网的评选，真真老老入选中国十大粽子品牌。同时，真真老老作为老字号的粽子品牌，在发展的过程中积极拥抱互联网平台，并且已经取得了不错的效果。在天猫网页进行搜索时发现，粽子页面的综合排行中，五芳斋接下来就为真真老老品牌，月成交 715 笔，评价量 10 万。天猫中的品牌虽然并不全面，但仍具有一定参考价值，可看出真真老老具有一定的人气。

4.1.4. 价增逻辑：龙头定价权+消费者粘性背景下部分地区产品吨价将有一定提高

休闲卤制品绝味和周黑鸭等龙头具备较强的品牌力，在产品上具有定价权，近年来行业有价格上涨趋势，龙头出于提升产品定位、原材料上涨或通货膨胀等因素，变相优化产品结构或直接提价带动行业价格上升。绝味产品均价由 2013 年均价为 29.7 元/千克，2015 年均价升至 33.61 元/千克，周黑鸭产品均价上调幅度更大，2013 年均价为 63.9 元/千克，至 2016 年均价提升至 88.1 元/千克，平均复合增速为 11.30%。绝味主打辣爽口感，周黑鸭重辣，口感偏干，煌上煌目前已开发出多种不同风格，成为深受当地消费者喜爱的区域特色产品，从而及时满足市场需求。煌上煌作为行业第三巨头，在江西等地已培养了非常强的消费者粘度。那么在行业龙头提升定位、原材料上涨、通货膨胀背景下，预计未来在没有禽流感的影响下部分地区产品吨价将有一定提高。

综上，我们判断：随着煌上煌加大渠道下沉与拓展力度以及米制品业务的迅速扩展，未来产品销量会有大幅增长。同时在价增逻辑下，未来的营收增长仍有很大的空间。从 2016 年以来煌上煌的营收增长速度不断攀升，煌上煌近两年平均营收增长率在 24%以上，继续看好未来发展。

图 22：煌上煌近两年平均营收增长率在 24%以上



资料来源: wind, 天风证券研究所

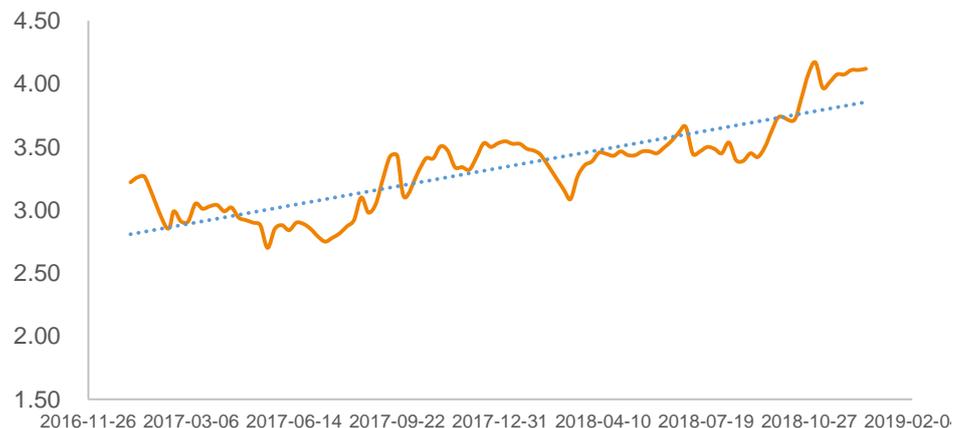
4.2. 成本管控、管理水平提升和费用改善有利于未来利润率进一步提高

4.2.1. 原材料成本控制能力增强

煌上煌原材料成本占公司主营业务成本的 86%左右, 公司主要的原材料为鸭爪、鸭翅、鸭脖、鸭锁骨等鸭副产品原料。因此, 肉鸭的价格波动对煌上煌的成本将具有重要的影响。

自 2017 年以来, 肉鸭价格不断上升, 虽然肉鸭价格在 2017 年 8 月达到顶峰后有所回落, 但仍然处于历史高位。原材料价格的增长卤制品行业造成了巨大的成本压力。通过对毛利率的分析可以看到, 虽然原材料价格上升, 但毛利率并没有下降, 反而在不断提高说明煌上煌对成本把控能力加强。公司做好原料采购行情预判分析, 逐步引入主要原材料战略储备管理, 通过在每年鸭价低点进行原材料采购, 放入专业冷冻库进行储存。从而降低公司原料采购成本。

图 23: 原材料-肉鸭价格变动 (元/500g)



资料来源: wind、天风证券研究所

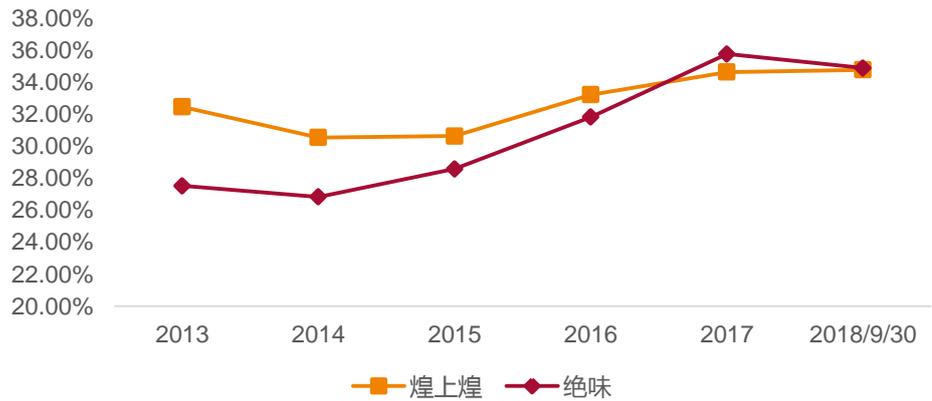
4.2.2. 引入信息化生产系统加快助推毛利率提高

毛利率增长的背后一方面是因为煌上煌加快了公司信息化建设和生产自动传送线项目建设, 通过全员 PK 针对水、电、汽、人均劳效、出品率五大指标加强管理, 有效提升各生产基地的成本管控, 加强了工艺标准的系统化管理, 大大提升企业经营效益, 确保了公司生产经营持续稳定健康发展。另一方面, 随着煌上煌业务的扩展, 企业的规模效应会逐渐出现, 毛利率有望提高。

现阶段煌上煌的营业收入增速很快, 发展进入加速期随着煌上煌门店的扩张, 其很有可能与绝味一样, 在增强议价能力后降低成本, 成本仍然具有进一步降低的空间, 毛利率可以

得更进一步的提升。

图 24：销售毛利率增速对比



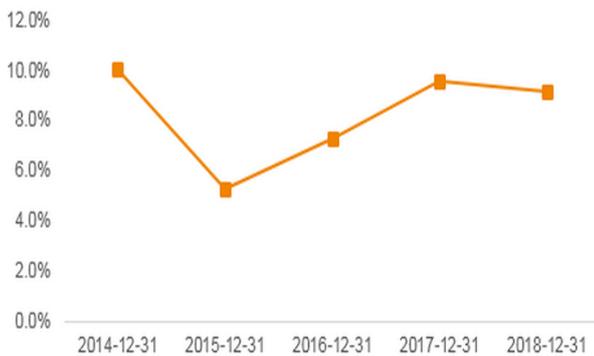
资料来源：wind、天风证券研究所

4.2.3. 管理效率提升，前期费用投入效果显现，助推净利率增长

近年来，煌上煌通过加强成本管控，深化内部管理，净利率有了明显的回升，2018 年的净利率为 9.1%，仍然维持在较高水平。相比于 2017 年净利率略有下降是因为煌上煌 2018 年加速营销以推动营收与净利的增长，属于正常波动。未来，伴随着营销模式进一步成熟，煌上煌将有更大的盈利空间。

自 2016 年开始，煌上煌的归母净利润保持较高的增长率，近三年平均增速已经高于行业龙头绝味鸭脖的增长速度。在 2017 年和 2018 上半年上升的趋势更为明显。煌上煌已经保持了 2 年多的高速增长，说明增长具有一定的持续性。

图 25：煌上煌净利率变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：煌上煌近三年平均归母净利润同比增速已超绝味 (%)



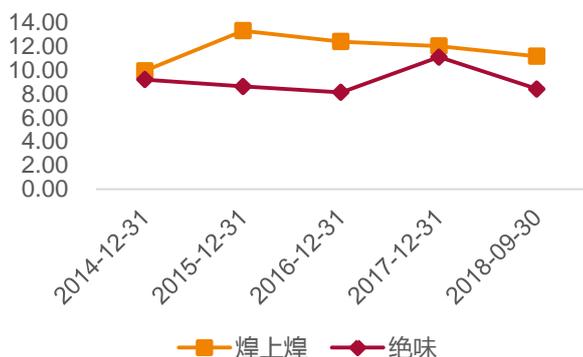
资料来源：wind，天风证券研究所

管理效率提升。煌上煌的管理费用占收入的百分比近年来在不断下降，在 2017 年及 2018 年上半年下降更为明显，说明了其管理效率在不断改善。煌上煌管理费用占营业收入的百分比距离行业龙头绝味仍然有一定的差距，说明其管理费用仍然有进一步下降的空间，净利率依然可以得到进一步的提高。

努力发展营销网络。2015 年之前，煌上煌的销售费用占收入的百分比一直较高，这也是造成其净利率提高缓慢的原因之一，但随着 2016 年之后销售费用占在收入中占比的下降，煌上煌的净利润水平有了明显的上升。说明之前煌上煌在营销方面所做出的努力得到了回报，这也是近几年收入增长的重要原因。目前，煌上煌的销售费用占收入的比例虽然在下降，

但是销售费用的绝对额仍然在上升说明煌上煌并没有仅仅限于享受几年前的营销布局带来的收入增长，仍然在继续努力，巩固并发展营销网络。

图 27：销售费用率变化趋势（%）



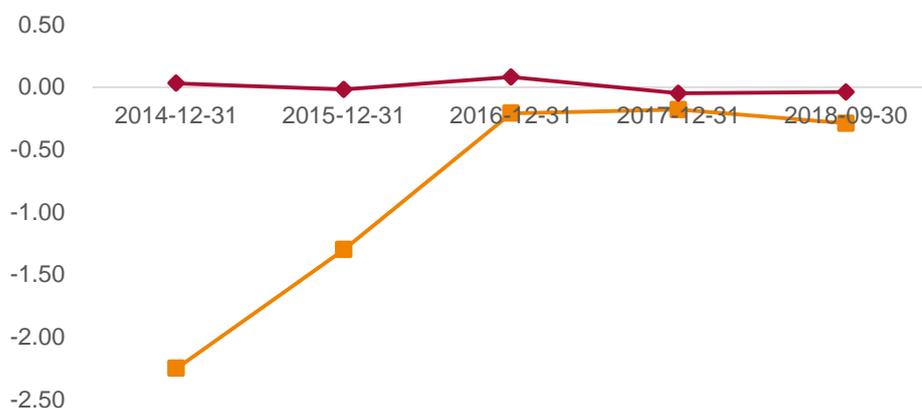
资料来源：wind,天风证券研究所

图 28：管理费用率变化趋势（%）



资料来源：wind,天风证券研究所

图 29：财务费用率变化趋势（%）



资料来源：wind,天风证券研究所

5. 盈利预测与估值分析

5.1. 盈利预测与投资建议

结合公司经营情况，我们作出如下假设以及盈利预测：

- 1) 卤制品业务为煌上煌的支撑业务，在经历了 2015 年以前的增速下降后，煌上煌卤制品业务增速回升。煌上煌卤制品佐餐的特性与独特口感，具有更强的增长潜力与竞争优势。考虑到煌上煌公司目前不断加强营销与渠道下沉，并且在 2017 年鲜货业务收入同比增速已经达到 22%，由此测算煌上煌鲜货业务营收在 2018-2020 的 CAGR 为 20.5%。
- 2) 真真老老为煌上煌新的业务增长点，且在全国范围内具有品牌优势，因此在未来仍然具有强大竞争力。目前米制品的增速较高，由此测算煌上煌米制品业务营收在 2018-2020 的 CAGR 为 21.4%。
- 3) 包装、屠宰加工及其他业务并非煌上煌的主营业务，近年来的收入占比较小且较为稳定，因此，假设在未来煌上煌的这三类非主营业务仍然占有较为稳定的比例，包装、屠宰加工、其他业务占煌上煌主营收入的比例分别为 3%-4%，1%，2%。

表 10: 收入按业务拆分

细分项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
鲜货业务						
收入 (百万元)	889.47	911.55	1108.97	1428.50	1695.40	1931.07
同比 (%)	1%	2%	22%	29%	19%	14%
收入占比 (%)	77%	75%	75%	75%	76%	76%
米制品业务						
收入 (百万元)	154.35	207.05	270.03	357.12	423.85	482.77
同比 (%)	0%	34%	30%	32%	19%	14%
收入占比 (%)	13%	17%	18%	19%	19%	19%
包装业务						
收入 (百万元)	57.04	63.07	59.63	66.42	66.92	76.23
同比 (%)	48%	11%	-5%	11%	1%	14%
收入占比 (%)	5%	5%	4%	4%	3%	3%
屠宰加工						
收入 (百万元)	25.06	14.05	9.50	11.39	11.15	12.70
同比 (%)	-35%	-44%	-32%	20%	-2%	14%
收入占比 (%)	2%	1%	1%	1%	1%	1%
其他业务						
收入 (百万元)	25.16	22.11	29.66	34.16	33.46	38.11
同比 (%)	-3%	-12%	34%	15%	-2%	14%
收入占比 (%)	2%	2%	2%	2%	2%	2%

资料来源: wind、天风证券研究所

表 11: 毛利润按业务拆分

细分项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
鲜货业务						
毛利润 (百万元)	275.47	321.49	417.67	545.93	663.35	755.55
同比 (%)	5%	17%	30%	31%	22%	14%
毛利率 (%)	31%	35%	38%	38%	39%	39%
米制品业务						
毛利润 (百万元)	36.40	47.67	62.76	87.67	109.22	124.40
同比 (%)		31%	32%	40%	25%	14%
毛利率 (%)	24%	23%	23%	25%	26%	26%
包装业务						
毛利润 (百万元)	15.61	17.21	15.16	16.60	16.06	18.29
同比 (%)	36%	10%	-12%	10%	-3%	14%
毛利率 (%)	27%	27%	25%	25%	24%	24%
屠宰加工						
毛利润 (百万元)	9.54	4.50	2.32	1.99	2.41	2.74
同比 (%)	-28%	-53%	-48%	-14%	21%	14%
毛利率 (%)	38%	32%	24%	18%	22%	22%
其他业务						
毛利润 (百万元)	15.76	13.99	14.30	11.95	12.05	13.72
同比 (%)	21%	-11%	2%	-16%	1%	14%
毛利率 (%)	63%	63%	48%	35%	36%	36%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 12：损益表（单位：百万元）

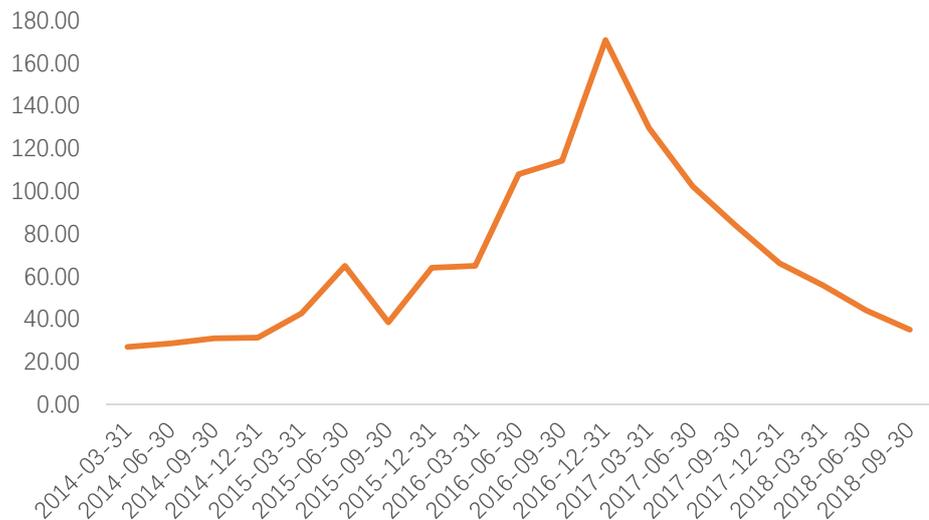
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
损益表								
营业收入	983.98	1151.07	1217.82	1477.78	1897.58	2230.80	2540.88	2891.01
减：营业成本	683.31	798.29	812.97	965.57	1233.43	1427.71	1626.16	1850.25
营业税金及附加	7.08	8.76	12.54	17.34	22.77	26.77	30.49	34.69
销售费用	97.61	152.79	150.50	177.23	226.95	254.09	270.10	314.83
管理费用	101.14	116.76	121.08	141.10	192.89	200.77	218.52	248.63
财务费用	-22.15	-15.00	-2.51	-2.64	-5.71	-8.30	-10.28	-16.84
资产减值损失	0.38	6.09	5.68	1.71	2.00	2.00	5.00	5.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.97	0.00	1.65	5.98	4.00	4.00	2.00	2.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	119.59	83.38	119.21	187.42	229.25	331.76	402.89	456.46
加：营业外收入	1.96	4.06	5.85	2.47	4.00	4.00	4.00	4.00
减：营业外支出	1.23	1.09	2.83	3.51	2.48	2.94	2.98	3.00
利润总额	120.32	86.35	122.23	186.37	230.77	332.82	403.92	457.46
减：所得税	21.69	21.52	29.05	39.56	48.46	69.89	84.82	96.07
税后利润	98.63	64.83	93.18	146.81	182.31	262.92	319.10	361.39
减：少数股东损益	0.00	3.95	4.98	5.91	9.40	12.73	14.92	0.00
净利润	98.63	60.88	88.20	140.90	172.91	250.20	304.18	361.39
基本 EPS	0.19	0.12	0.17	0.27	0.34	0.49	0.59	0.70

资料来源：wind，天风证券研究所

5.2. 估值分析

首先按照纵向历史估值法，我们选取了最近五年的历史估值季度数据作为观测指标。目前煌上煌的滚动市盈率在 32 倍左右。根据季度数据，煌上煌最近五年的历史估值峰值是在 2016/12/31，达到了 170.79，最近五年的历史最低估值是 2014/3/31 的 26.99 倍。从图中可以看出，煌上煌的估值在 16 年底达到顶峰后极速走低，目前已经接近历史最低位。结合上文对于公司赛道前景以及财务状况、公司竞争力等分析，我们认为煌上煌的估值偏低，拥有较大的股价空间。

图 30：近五年历史季度估值



资料来源: wind, 天风证券研究所

按照横向可比公司估值法, 选取了同行业的可比公司绝味食品 and 周黑鸭, 其中绝味食品是上交所的上市公司, 而绝味食品是在港交所的上市公司, 同时煌上煌是在深交所上市的。

首先来看财务指标, 周黑鸭由于完全自营的模式, 有着较强的渠道把控力, 所以无论是在毛利率还是在净利率上有一定的领先。相对而言, 无论是在毛利率还是在净利率上, 绝味鸭脖和煌上煌的财务指标都比较接近, 不过总市值上绝味大概是煌上煌的三倍, 同时煌上煌的市盈率比绝味相比稍高。但是根据我们的分析, 煌上煌的优势在于公司整鸭佐餐食品具有一定需求, 米制品业务和乐鲜装的推广升级。虽然在门店经营模式上两者都是采取的加盟+自营的模式, 煌上煌更偏重整鸭佐餐, 良好的口碑可以成为支撑其业绩增长的关键。

同时, 煌上煌积极进行产品多样化、业务多元化和渠道立体化, 产品种类不断丰富, 目前已涵盖了包括整鸭、鸭颈、鸭肠、鸭肚、鸭翅、牙签骨、牛肉串、甲鱼、土鸡古老肉等多种产品, 同时提供了酱、卤、腊、凉拌等多种吃法和制作方式, 保证了每一个顾客都能找到自己的偏爱; 煌上煌还积极收购了嘉兴粽子品牌真真老老; 同时, 煌上煌继续深耕渠道, 积极培养消费者多样化的消费习惯, 从传统的佐餐形式转变为佐餐加休闲的消费习惯, 同时公司目前的销售模式不单单是门店销售模式, 还有网上销售。从目前看这些举措都取得了不错的效果。从具体财务指标上看, 结合 18 年度业绩快报, 可以看出营收增速进一步上升, 未来可期!

根据以上分析, 我们预计公司 19/20/21 年的收入为 22.3/25.4/28.9 亿, 净利润为 2.50/3.04/3.61 亿, EPS 为 0.49/0.59/0.70 元。目前股价所对应的煌上煌估值与最重要的竞争对手绝味食品类似, 考虑到行业发展空间大, 公司具有强产品力及品牌力, 新一代管理层做出多项改革措施, 且 2018 年煌上煌的增速较高, 煌上煌具有更大发展空间。

从 PEG 的角度来看, 也能得出煌上煌估值较低的结论。由于煌上煌新产能的扩建等问题, 选择年度营收增速作为增长率指标, 根据绝味和煌上煌 18 年业绩快报, 绝味的 PEG 为 1.58, 而煌上煌的 PEG 为 0.79, 目前估值较低。因此, 给予煌上煌 19 年 27 倍 PE, 11.6%空间, 目标价为 13.23 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值及财务数据

证券代码	证券名称	19 年 PE	总市值 (亿人民币)	毛利率 (%)	净利率 (%)
002695.SZ	煌上煌	22.36	55.09	34.8	12.08
603517.SH	绝味食品	21.21	154	34.91	14.73
01458.HK	周黑鸭	11.87	88.89	59.86	20.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

6.1. 食品安全问题

煌上煌主要从事酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品的开发、生产和销售，产品为卤鸭脚、卤鸭翅、卤鸭脖、酱鸭等酱卤肉制品及各类蔬菜、水产品、豆类佐餐凉菜制品及米制品。

随着国家对食品安全的日趋重视和消费者食品安全意识以及权益保护意识的增强，产品质量、食品安全控制已经成为食品加工企业经营的重中之重。如果煌上煌在屠宰、加工、配送等任一环节出现疏忽，发生食品安全问题，可能会增加公司的成本或减少公司的收入，甚至影响公司的品牌和美誉度。

如果行业内个别企业发生严重的食品安全事故，所产生的负面影响将会波及整个行业，对行业形象、消费者信心造成严重损害，将对包括煌上煌在内的行业内其他企业的产品销售产生重大影响。

6.2. 增长不及预期

随着我国快捷消费食品安全的标准越来越高，行业进入门槛不断提高；同时随着市场竞争的不断深入，中国酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品行业市场份额呈现逐步集中的趋势。

随着竞争对手投入力度的加大、管理与运营水平逐渐提升，若煌上煌不能尽快增加投入，通过加强管理、扩展市场营销网络、发挥规模效应和提高研发水平等方式来持续提高核心竞争力，迅速做大做强，煌上煌将面临行业竞争加剧的风险。

市场门槛不高，新产品层出不穷。在行业竞争加剧的情况下，如果煌上煌不能注重创新，提高自身竞争力，很有可能被消费者淘汰。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	539.20	783.53	629.97	831.86	979.02
应收账款	56.98	55.01	98.38	31.09	39.73
预付账款	64.54	60.81	109.52	90.06	130.94
存货	355.92	448.74	584.80	625.19	740.55
其他	173.04	3.47	64.28	79.76	50.37
流动资产合计	1,189.69	1,351.57	1,486.94	1,657.96	1,940.62
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	514.82	505.88	518.72	544.50	565.04
在建工程	40.55	41.54	60.93	84.56	80.73
无形资产	97.16	93.31	89.31	85.31	81.31
其他	71.73	85.77	69.03	64.29	66.69
非流动资产合计	724.25	726.50	737.99	778.66	793.78
资产总计	1,913.94	2,078.06	2,224.93	2,436.62	2,734.40
短期借款	67.00	67.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	162.99	178.33	259.00	263.78	318.51
其他	21.88	33.76	27.51	31.36	30.18
流动负债合计	251.87	279.09	286.50	295.14	348.68
长期借款	17.20	16.50	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	32.56	28.34	29.76	30.22	29.44
非流动负债合计	49.76	44.84	29.76	30.22	29.44
负债合计	301.63	323.93	316.26	325.36	378.13
少数股东权益	25.64	31.55	40.95	53.68	68.59
股本	499.96	499.96	513.88	513.88	513.88
资本公积	614.36	614.36	614.36	614.36	614.36
留存收益	1,086.72	1,222.62	1,353.83	1,543.70	1,773.79
其他	(614.36)	(614.36)	(614.36)	(614.36)	(614.36)
股东权益合计	1,612.32	1,754.13	1,908.67	2,111.26	2,356.27
负债和股东权益总	1,913.94	2,078.06	2,224.93	2,436.62	2,734.40

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	93.18	146.81	172.91	250.20	304.18
折旧摊销	42.43	47.88	31.77	34.59	37.28
财务费用	5.29	4.65	(5.71)	(8.30)	(10.28)
投资损失	(1.65)	(5.98)	(4.00)	(4.00)	(2.00)
营运资金变动	(126.89)	97.27	(196.64)	44.89	(85.16)
其它	155.31	(157.72)	9.40	12.73	14.92
经营活动现金流	167.67	132.93	7.73	330.10	258.93
资本支出	88.38	32.74	58.58	79.54	50.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(369.18)	92.21	(114.58)	(155.54)	(98.78)
投资活动现金流	(280.80)	124.94	(56.00)	(76.00)	(48.00)
债权融资	84.20	83.50	0.00	0.00	0.00
股权融资	65.00	2.64	19.90	8.39	10.40
其他	(179.62)	(99.68)	(125.20)	(60.60)	(74.18)
筹资活动现金流	(30.42)	(13.54)	(105.30)	(52.21)	(63.78)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(143.54)	244.33	(153.57)	201.89	147.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,217.82	1,477.78	1,897.58	2,230.80	2,540.88
营业成本	812.97	965.57	1,233.43	1,427.71	1,626.16
营业税金及附加	12.54	17.34	22.77	26.77	30.49
营业费用	150.50	177.23	226.95	254.09	270.10
管理费用	121.08	141.10	192.89	200.77	218.52
财务费用	(2.51)	(2.64)	(5.71)	(8.30)	(10.28)
资产减值损失	5.68	1.71	2.00	2.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.65	5.98	4.00	4.00	2.00
其他	(3.31)	(15.94)	(8.00)	(8.00)	(4.00)
营业利润	119.21	187.42	229.25	331.76	402.89
营业外收入	5.85	2.47	4.00	4.00	4.00
营业外支出	2.83	3.51	2.48	2.94	2.98
利润总额	122.23	186.37	230.77	332.82	403.92
所得税	29.05	39.56	48.46	69.89	84.82
净利润	93.18	146.81	182.31	262.92	319.10
少数股东损益	4.98	5.91	9.40	12.73	14.92
归属于母公司净利润	88.20	140.90	172.91	250.20	304.18
每股收益(元)	0.17	0.27	0.34	0.49	0.59

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.80%	21.35%	28.41%	17.56%	13.90%
营业利润	42.97%	57.22%	22.32%	44.71%	21.44%
归属于母公司净利润	44.87%	59.76%	22.72%	44.70%	21.58%
获利能力					
毛利率	33.24%	34.66%	35.00%	36.00%	36.00%
净利率	7.24%	9.53%	9.11%	11.22%	11.97%
ROE	5.56%	8.18%	9.26%	12.16%	13.30%
ROIC	9.68%	12.93%	17.51%	20.44%	24.71%
偿债能力					
资产负债率	15.76%	15.59%	14.21%	13.35%	13.83%
净负债率	-29.92%	-18.34%	-28.45%	-14.86%	-21.50%
流动比率	4.72	4.84	5.19	5.62	5.57
速动比率	3.31	3.23	3.15	3.50	3.44
营运能力					
应收账款周转率	21.35	26.39	24.74	34.46	71.75
存货周转率	3.44	3.67	3.67	3.69	3.72
总资产周转率	0.65	0.74	0.88	0.96	0.98
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.27	0.34	0.49	0.59
每股经营现金流	0.33	0.26	0.02	0.64	0.50
每股净资产	3.09	3.35	3.63	4.00	4.45
估值比率					
市盈率	65.14	40.77	33.23	22.96	18.89
市净率	3.62	3.34	3.08	2.79	2.51
EV/EBITDA	88.11	35.16	20.08	13.81	11.18
EV/EBIT	117.34	43.00	22.94	15.28	12.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com