

煌上煌 (002695)

渠道拓展、营销升级，煌上煌步入高速发展新时期

营收同比增长 28.41%，净利润增长 22.72%，再创新高

2018 年煌上煌共实现营业收入 18.98 亿元，同比增长 28.41%；归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，同比增长 22.72%；公司基本每股收益为 0.34 元，增长 20.57%。经营性现金流 1.53 亿元，同比增长 15.26%。

鲜货业务占比 73.93%，同比增长 26.5%，包装产品部分占比 3.4%，同比增长 8.24%；米制品真真老老业务 2018 年占比 18.50%，同比增长 29.97%。

若剔除摊销 2018 年度限制性股票激励费用 0.35 亿元因素，18 年净利润则约为 2.07 亿元，同比增长 47.21%

经营亮点：加强成本管控，深化内部管理，新一代管理层谋求突破

新一任领导层不拘泥于现有的制度，大胆调整营销策略并积极开拓市场；对内深化销售“PK”模式，点燃内部营销激情；对外，针对经销商制定了积极的销售返利政策，推动销售收入的持续增长。公司员工激励加强，内部活力不断提升。

渠道拓展、营销升级，推动销售收入的持续增长

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。公司目前门店数量在近 3000 家左右，未来三年，重点开发高势能门店，比如高铁、机场、商业综合体等特殊商圈。在门店数量上公司计划每年新增 300 家左右。

完善产业链，降低物流成本，实现生产配送一体化

2018 年，煌上煌设立全资孙公司，进一步完整产业链，有效降低公司物流成本。公司在深圳设立全资孙公司（深圳顺达冷链物流有限责任公司）从事冷链物流配送业务。

盈利预测与估值

预计公司 19/20/21 年的收入为 22.3/25.4/28.9 亿，考虑到公司成本控制能力提升以及内部控制加强，19 年净利润由 2.5 亿调整至 2.56 亿，19/20/21 年的净利润为 2.56/3.05/3.61 亿，EPS 为 0.50/0.59/0.70 元。考虑到行业发展空间大，公司具有强产品力及品牌力，公司改革带来巨大变化使收入增速明显增快，将 2019 年估值由 27 倍上调至 36 倍，目标价 18 元，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全是食品企业发展的重要风险。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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,477.78	1,897.58	2,230.79	2,540.87	2,891.01
增长率(%)	21.35	28.41	17.56	13.90	13.78
EBITDA(百万元)	221.12	299.68	359.88	421.89	471.84
净利润(百万元)	140.90	172.91	255.85	304.86	361.41
增长率(%)	59.76	22.72	47.96	19.16	18.55
EPS(元/股)	0.27	0.34	0.50	0.59	0.70
市盈率(P/E)	47.74	38.90	26.29	22.06	18.61
市净率(P/B)	3.91	3.55	3.03	2.71	2.36
市销率(P/S)	4.55	3.54	3.02	2.65	2.33
EV/EBITDA	35.16	14.12	16.16	12.96	10.00

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（维持评级）
当前价格	13.04 元
目标价格	18 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)	6,701.04
流通 A 股市值(百万元)	5,912.61
每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	22.56
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

- 《煌上煌-首次覆盖报告:赛道优良，业绩上扬，王者归来煌上煌》 2019-02-24

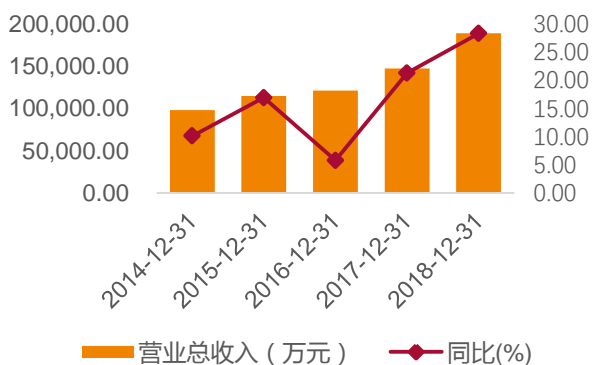
1. 年报数据：营收同比增长 28.41%，净利润同比增长 22.72%

3月28日，煌上煌集团公布了2018年年报：18年公司共实现营业收入18.98亿元，同比增长28.41%；归属于上市公司股东的净利润1.73亿元，同比增长22.72%；公司基本每股收益为0.34元，增长20.57%。经营性现金流1.53亿元，同比增长15.26%。

鲜货业务占比73.93%，同比增长26.5%，包装产品部分占比3.4%，同比增长8.24%；米制品真真老老业务2018年占比18.50%，同比增长29.97%。

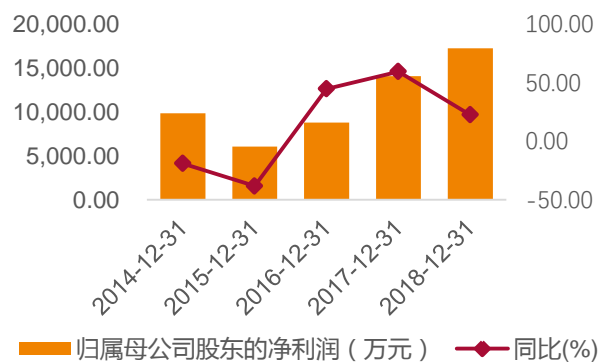
若剔除摊销2018年度限制性股票激励费用0.35亿元因素，18年净利润则约为2.07亿元，同比增长47.21%，主要原因是公司通过加大省外市场门店拓展，尤其加快了机场、高铁、商超综合体等高势能门店的开发，同时综合利用氛围营销、情感营销、外卖、地推等方式，全力打造立体营销，推动营销模式转型升级，深化PK模式以及外延米制品业务的增长，推动销售收入和经营利润的持续增长。

图1：营业总收入及同比增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

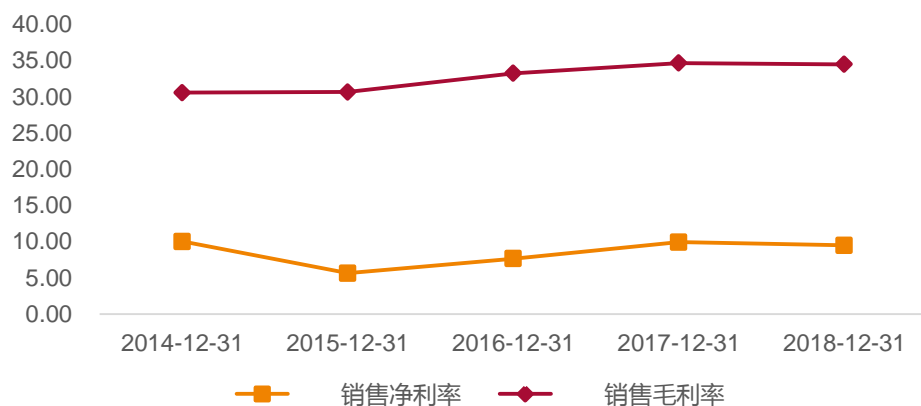
图2：归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

近年来，煌上煌通过加强成本管控，深化内部管理，销售净利率有了明显的回升，这一部分得益于，在主要原材料采购价格处于相对低位是启动了主要原材料战略储备工作，从而降低公司主要原材料平均加权成本，缓冲了前三季度一直处于高位的原材料成本；同时公司不断加强了生产内部管理节能降耗、提升产品出品率，确保公司产品毛利空间。2018年的销售净利率为9.48%，仍然维持在较高水平。相比于2017年销售净利率有所下降是因为煌上煌2018年加速营销以推动营收与净利的增长。未来，伴随着营销模式进一步成熟，煌上煌将有更大盈利空间。

图3：煌上煌销售净利率与销售毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

2018 年销售费用 2.4 亿元，同比增长 35.43%，主要为 2018 年公司加快立体营销战略，用于省外市场门店拓展和机场、高铁、商超综合体等高势能门店的开发，同时推动营销模式转型升级、深化 PK 模式，使得公司人工成本、品牌宣传投入、经销商返利费用、门店租赁、装修、物流配送等费用同比增加所致。

公司报告期末总资产为 249,703.70 万元，较期初增长 20.16%；归属于上市公司股东的所有者权益为 189,501.02 万元，较期初增长 10.01%；归属于上市公司股东每股净资产为 3.69 元，较期初增长了 7%

2. 年报点评

2.1. 最新变化：子承母业，大刀阔斧改革，深化 PK 机制，加强员工激励

新一任领导层不拘泥于现有的制度，大胆调整营销策略并积极开拓市场。深化销售“PK”模式，点燃内部营销激情。对员工激励加强，内部活力不断提升。2017 年的人均薪酬增速达到新高，2017 年薪酬增速为 24%。

同时，煌上煌针对经销商制定了积极的销售返利政策，以便更好的开拓市场。

2.2. 需求具有刚性，包装化产品占比增高

煌上煌的主要业务为酱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，我国居民长期以来形成了酱卤肉制品及佐餐凉菜的饮食习惯，市场需求量并未出现周期性波动，需求具有一定刚性。近年来卤制品市场空间不断扩大，其中包装产品占比不断增高。

2.3. 渠道拓展、营销升级，推动销售收入的持续增长

公司通过综合利用氛围营销、情感营销、微营销、外卖、地推等方式，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。公司目前门店数量在近 3000 家左右，未来将重点开发高势能门店，比如高铁、机场、商业综合体等特殊商圈。在门店数量上公司计划每年新增 300 家左右。

2.4. 产业链不断完善，降低物流成本

2018 年，煌上煌设立全资孙公司，进一步完整产业链，有效降低公司物流成本。公司在深圳设立全资孙公司（深圳顺达冷链物流有限责任公司）从事冷链物流配送业务。

3. 核心逻辑重申

核心逻辑 1：定位餐桌高复购率带来稳定的长期增长，集中度低未来龙头红利明显，产品呈多元化趋势

卤制品行业市场空间大，增速高，预计 2016-2020 年休闲卤制品的年均复合增长率为 18.8%，但集中度低，CR3 仅为 11%。随着消费者更加青睐包装化、品牌化的产品，煌上煌作为老字号的卤制品品牌，品牌形象深入人心，具有更大的发展空间。

核心逻辑 2：收入增长逻辑：复购率、新品类和渠道外延深耕带来量增

煌上煌卤制、肉制产品除了休闲卤制品外，还带有一定的佐餐性质。我们认为，佐餐为主多消费场景成为刚需，带来较强的复购率；产品多元化成功，外延米制品带动收入增长。门店数量拓展深度、广度下沉潜力大，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。真真老老米制品的高增长贡献增速。

核心逻辑 3：消费者粘性带来的复购率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能力。

核心逻辑 4：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

公司原材料成本控制能力不断增强。引入自动化生产助推生产效率提升，前期费用投入效果显现进入收获阶段，助推销售净利率不断提升。

4. 盈利预测与估值

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，考虑到公司成本控制能力提升以及内部控制加强，19 年净利润由 2.5 亿调整至 2.56 亿，20 年净利润由 3.04 亿调整为 3.05 亿，19/20/21 年的净利润为 2.56/3.05/3.61 亿，EPS 为 0.50/0.59/0.70 元。

煌上煌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。通过计算，煌上煌近三年的归母净利润 CAGR 为 39.35%，增速较快，因此，将煌上煌的估值由 27 倍调高至 36 倍，目标价 18 元，保持“买入”评级。

表 1: 煌上煌绝味食品估值参数

	CAGR	PEG	PE(TTM)
煌上煌	0.3935	0.9760	38.4000
绝味食品	0.2865	1.1414	32.7000

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示

5.1. 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。

5.2. 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)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	783.53	931.22	913.76	1,275.85	2,069.89	营业收入	1,477.78	1,897.58	2,230.79	2,540.87	2,891.01
应收账款	55.01	45.94	20.82	26.61	0.00	营业成本	965.57	1,243.44	1,438.86	1,626.16	1,835.79
预付账款	60.81	74.21	112.78	86.89	0.00	营业税金及附加	17.34	20.04	26.77	30.49	34.69
存货	448.74	535.10	661.93	690.91	0.00	营业费用	177.23	240.04	269.93	287.12	323.79
其他	3.47	79.00	86.49	56.41	0.00	管理费用	141.10	141.26	169.54	207.59	260.19
流动资产合计	1,351.57	1,665.47	1,795.78	2,136.67	2,069.89	财务费用	(2.64)	(6.64)	(10.15)	(15.01)	(22.94)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.71	(2.05)	2.00	5.00	5.00
固定资产	505.88	544.59	569.71	602.42	626.67	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	41.54	72.67	79.60	95.76	87.46	投资净收益	5.98	3.03	4.00	2.00	2.00
无形资产	93.31	95.96	91.72	87.48	83.24	其他	(15.94)	40.11	(8.00)	(4.00)	(4.00)
其他	85.77	118.34	90.23	89.48	41.13	营业利润	187.42	218.35	337.84	401.53	456.48
非流动资产合计	726.50	831.57	831.27	875.14	838.50	营业外收入	2.47	6.07	4.00	4.00	4.00
资产总计	2,078.06	2,497.04	2,627.05	3,011.81	2,908.39	营业外支出	3.51	2.63	2.99	3.04	3.00
短期借款	67.00	74.50	0.00	0.00	0.00	利润总额	186.37	221.78	338.85	402.48	457.48
应付账款	178.33	281.88	252.44	341.09	0.00	所得税	39.56	41.84	71.16	84.52	96.07
其他	33.76	48.77	35.92	43.79	0.00	净利润	146.81	179.94	267.69	317.96	361.41
流动负债合计	279.09	405.16	288.36	384.88	0.00	少数股东损益	5.91	7.03	11.85	13.10	0.00
长期借款	16.50	14.90	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	140.90	172.91	255.85	304.86	361.41
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.27	0.34	0.50	0.59	0.70
其他	28.34	143.39	68.10	79.94	0.00						
非流动负债合计	44.84	158.29	68.10	79.94	0.00	主要财务比率					
负债合计	323.93	563.45	356.46	464.82	0.00		2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	31.55	38.58	50.43	63.52	63.52	成长能力					
股本	499.96	513.88	513.88	513.88	513.88	营业收入	21.35%	28.41%	17.56%	13.90%	13.78%
资本公积	614.36	745.39	745.39	745.39	745.39	营业利润	57.22%	16.50%	54.73%	18.85%	13.69%
留存收益	1,222.62	1,491.56	1,706.29	1,969.58	2,330.98	归属于母公司净利润	59.76%	22.72%	47.96%	19.16%	18.55%
其他	(614.36)	(855.82)	(745.39)	(745.39)	(745.39)	获利能力					
股东权益合计	1,754.13	1,933.59	2,270.59	2,546.98	2,908.39	毛利率	34.66%	34.47%	35.50%	36.00%	36.50%
负债和股东权益总	2,078.06	2,497.04	2,627.05	3,011.81	2,908.39	净利率	9.53%	9.11%	11.47%	12.00%	12.50%
						ROE	8.18%	9.12%	11.52%	12.28%	12.70%
						ROIC	12.93%	17.03%	25.44%	23.34%	27.99%
						偿债能力					
						资产负债率	15.59%	22.56%	13.57%	15.43%	0.00%
						净负债率	-18.34%	-28.09%	-20.31%	-21.93%	-27.95%
						流动比率	4.84	4.11	6.23	5.55	
						速动比率	3.23	2.79	3.93	3.76	
						营运能力					
						应收账款周转率	26.39	37.59	66.83	107.16	217.33
						存货周转率	3.67	3.86	3.73	3.76	8.37
						总资产周转率	0.74	0.83	0.87	0.90	0.98
						每股指标(元)					
						每股收益	0.27	0.34	0.50	0.59	0.70
						每股经营现金流	0.26	0.30	0.10	0.91	1.60
						每股净资产	3.35	3.69	4.32	4.83	5.54
						估值比率					
						市盈率	47.74	38.90	26.29	22.06	18.61
						市净率	3.91	3.55	3.03	2.71	2.36
						EV/EBITDA	35.16	14.12	16.16	12.96	10.00
						EV/EBIT	43.00	16.41	17.74	14.14	10.89

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	146.81	179.94	255.85	304.86	361.41
折旧摊销	47.88	47.35	32.19	35.38	38.29
财务费用	4.65	4.83	(10.15)	(15.01)	(22.94)
投资损失	(5.98)	(3.03)	(4.00)	(2.00)	(2.00)
营运资金变动	97.27	(70.54)	(234.58)	129.88	446.12
其它	(157.72)	(5.35)	11.85	13.10	0.00
经营活动现金流	132.93	153.21	51.15	466.20	820.88
资本支出	32.74	(0.73)	135.29	68.15	129.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.21	(205.07)	(191.29)	(146.15)	(177.94)
投资活动现金流	124.94	(205.80)	(56.00)	(78.00)	(48.00)
债权融资	83.50	93.40	1.33	1.78	0.00
股权融资	2.64	41.16	120.58	15.01	22.94
其他	(99.68)	65.73	(134.52)	(42.91)	(1.78)
筹资活动现金流	(13.54)	200.28	(12.61)	(26.12)	21.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	244.33	147.69	(17.46)	362.09	794.04

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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