

煌上煌 (002695)

证券研究报告

2019年10月18日

成本控制得当，开店持续加速，长期继续看好

成本控制得当，通过改善原料采购规划，利润率有望进一步提高

公司2018年年报披露，公司依据制定的《主要原材料战略储备管理制度》，结合公司主要原材料加权库存单价、参考原材料价格行情下行趋势，在主要原材料采购价格处于相对低位时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。目前仓库中的加权平均原材料成本低于年初已经锁定，账面成本已经下降。

管理持续赋能，不断释放内外部改革带来的管理提升红利

公司制定了一套完整的标准体系文件对加盟店进行管理，涉及了店面选址、店面形象、人员培训、产品质量、产品价格、信息系统、门店监督等。总的来说就是借助信息化系统，加上相关制度，进行标准化运营。目前公司对加盟店的主要政策包括：开店前审核、门店装修、人员培训以及开业辅导几个部分。

门店扩张迅速，精心选址，盲区扩展1+N策略稳定增长有保障

开店战略上，现在的目标数量是1000家，主要原因是二季度市场的良好反馈之后增强了信心。截止2019年6月30日，今年上半年已新开门店436家，基本上达到上半年开店计划。下半年是开店旺季，公司将加大开店力度，力争按时高质量的完成开店任务。

截止2019年6月底，公司拥有3340家专卖店，销售网络覆盖了全国25个省或直辖市、126个地级市，并在江西、广东、福建、辽宁占据了市场领先地位。

盈利预测与估值

前值为19/20/21年净利润为2.56/3.05/3.61亿，EPS为0.50/0.59/0.70元。根据本文分析，基于公司管理赋能，门店扩张加速，长期持续看好，调整为19/20/21年的收入为22.5/30/39亿，净利润调高至2.35/3.31/4.72亿，EPS为0.46/0.64/0.92元。基于公司内外部环境改善和行业的集中度提升，给予公司2020年30倍估值，目标价为19.2元，“买入”评级。

风险提示：食品安全风险 市场风险 直营店、特许加盟店的管理风险

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	2,250.00	2,999.92	3,899.90
增长率(%)	21.35	28.41	18.57	33.33	30.00
EBITDA(百万元)	257.52	299.68	326.14	423.88	593.29
净利润(百万元)	140.90	172.91	235.08	330.74	472.14
增长率(%)	59.76	22.72	35.95	40.69	42.75
EPS(元/股)	0.27	0.34	0.46	0.64	0.92
市盈率(P/E)	54.71	44.58	32.79	23.31	16.33
市净率(P/B)	4.47	4.07	3.53	3.17	2.76
市销率(P/S)	5.22	4.06	3.43	2.57	1.98
EV/EBITDA	30.19	14.15	21.23	15.63	11.05

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	15元
目标价格	19.2元

基本数据

A股总股本(百万股)	514.24
流通A股股本(百万股)	453.12
A股总市值(百万元)	7,713.54
流通A股市值(百万元)	6,796.80
每股净资产(元)	3.91
资产负债率(%)	24.01
一年内最高/最低(元)	16.27/9.70

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《煌上煌-季报点评:季报点评——渠道拓展，管理优化，高速发展延续》
2019-04-25
- 《煌上煌-年报点评报告:渠道拓展、营销升级，煌上煌步入高速发展新时期》
2019-04-03
- 《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. 成本控制得当，通过改善原材料采购计划，毛利率有望进一步提高

公司 2018 年年报披露，公司依据制定的《主要原材料战略储备管理制度》，结合公司主要原材料加权库存单价、参考原材料价格行情下行趋势，在主要原材料采购价格处于相对低位时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。

2. 管理持续赋能，不断释放内外部改革带来的管理提升红利

公司制定了一套完整的标准体系文件对加盟店进行管理，涉及了店面选址、店面形象、人员培训、产品质量、产品价格、信息系统、门店监督等。总的来说就是借助信息化系统，加上相关制度，进行标准化运营。

目前公司对加盟店的主要政策是：

(1) 开店前的审核，新加盟店的开设必须通过店铺自身条件、店铺周边市场环境和加盟商的三重审核，并由公司发展中心和各分子公司统一管理。

(2) 门店装修，加盟店必须按公司统一的 VI、SI 设计标准和规定的选用材料对店面进行装修；加盟店经营所需应用器具设施、设备，按公司规定的统一标准配置。

(3) 人员培训：在加盟店装修期间，公司对加盟商的店长、店员进行上岗前培训，提高开店成功率。

(4) 开业辅导：公司相关部门对新店验收合格后，营运中心及门店地区所属分子公司派员给与开业指导，确保加盟店规范运行，开好头、起好步。近年来该加盟政策没有大的变化。

3. 门店扩张迅速，精心选址，盲区扩展 1+N 策略稳定增长有保障

公司今年 6 月份表示全年新增店铺目标数量是 1000 家，主要原因是二季度市场的良好反馈之后增强了信心。截止 2019 年 6 月 30 日，今年上半年已新开门店 436 家，基本上达到上半年开店计划。下半年是开店旺季，公司将加大开店力度，力争按时高质量的完成开店任务。

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。

通过省外市场开拓模式的转变以及公司成立营销商学院完善了公司营销人才梯队建设，公司门店拓展顺利。原计划明年新开门店 1200 家，现在已经调整为 1500 家。公司不断通过加盟商 PK、打造兵王店长、门店帮扶等措施使得老店收入稳中有升，为加速开拓新市场打下了良好基础，增强了加盟商开店的信心。

截止 2019 年 6 月底，公司拥有 3340 家专卖店，销售网络覆盖了全国 25 个省或直辖市、126 个地级市，并在江西、广东、福建、辽宁占据了市场领先地位。

4. 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 24.1%，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，佐餐为大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；佐餐为大多消费场景成为刚需，带来较强的复购率；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，近年来新开门店增速在 20%以上；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潜力；

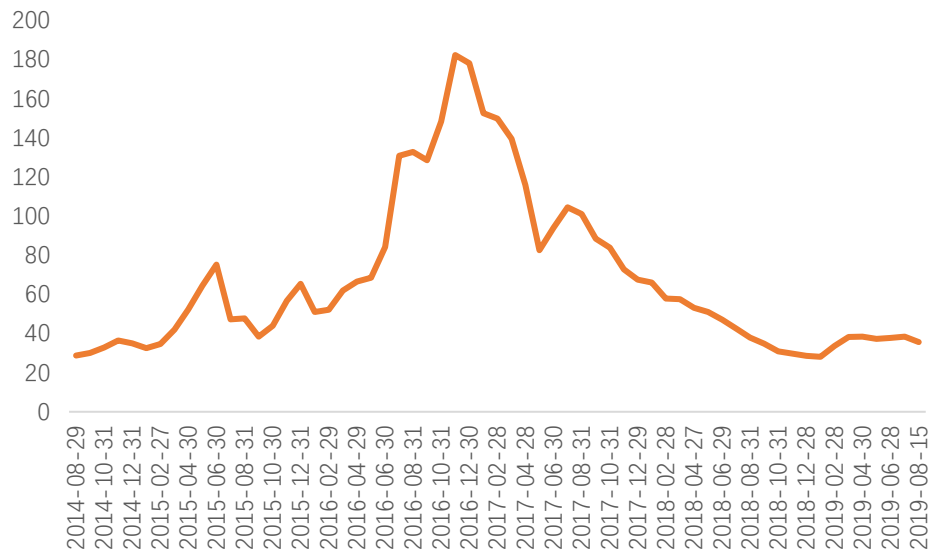
核心逻辑 4：成本管控、管理水平提升和费用改善有利于未来利润率进一步提高

公司原材料成本控制能力不断增强，引入信息化生产系统加快助推毛利率提高；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。

5. 盈利预测与估值

采用历史估值法，可以看到煌上煌历史估值的低位大约在二十倍左右。由于前期煌上煌公司的 EPS 较低，公司有一段时间的估值较高。最近一年维持在三十倍上下。

图 1：煌上煌近 5 年 PE



资料来源：wind，天风证券研究所

采用可比公司估值方法，选择业务类别相似的煌上煌、周黑鸭、绝味食品三者公司进行横向比较。从销售收入规模来看煌上煌位列第三，较周黑鸭和绝味食品还有一定的距离。同时可以看到由于销售收入增速较快，煌上煌的 PE(TTM)相对较高。由于煌上煌公司管理改善，门店开张增速明显，煌上煌盈利预期向好，我们将煌上煌全年的盈利预测从 28 倍估值上调，我们认为煌上煌的估值介于绝味和周黑鸭之间较为合适。考虑煌上煌历史估值情况以及可比公司估值情况，同时基于公司内外部环境改善和行业的集中度提升，综合给出煌上煌 2020 年 30 倍估值。

表 1：可比公司估值

	煌上煌	周黑鸭	绝味食品
2018 年营业收入(亿元)	18.98	32.18	43.68
2018 年全年收入增速	28.41%	-1.07%	13.45%
估值 PE (TTM)	36	13.6	32.9

资料来源：wind，天风证券研究所

前值为 19/20/21 年净利润为 2.56/3.05/3.61 亿，EPS 为 0.50/0.59/0.70 元。根据本文分析，基于公司管理赋能，门店扩张加速，长期持续看好，调整为 19/20/21 年的收入为 22.5/30/39 亿，净利润调高至 2.35/3.31/4.72 亿，EPS 为 0.46/0.64/0.92 元。基于公司内外部环境改善和行业的集中度提升，给予公司 2020 年 30 倍估值，目标价为 19.2 元，“买入”评级。

6. 风险提示

食品安全风险：公司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。

市场风险：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。本公司现为江西省农副产品深加工行业的龙头企业，但随着竞争对手投入力度的加大、管理与运营水平逐渐提升，若公司不能尽快增加投入，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，公司将面临行业竞争加剧的风险。

直营店、特许加盟店的管理风险：虽然公司始终重视对门店的管理，但若公司管理水平的提升无法跟上门店扩张的速度，则可能出现部分门店管理滞后影响终端销售，或没有按照公司制度严格管理造成产品质量不合格，或其经营活动不能契合公司经营理念的情形，进而对公司的品牌形象和经营业绩造成不利的影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	783.53	931.22	785.79	1,097.26	1,193.79
应收票据及应收账款	46.39	31.47	99.78	(2.87)	(3.72)
预付账款	60.81	74.21	110.75	121.31	171.78
存货	448.74	535.10	648.93	898.62	1,119.53
其他	12.10	93.48	107.78	76.73	108.92
流动资产合计	1,351.57	1,665.47	1,753.03	2,191.05	2,590.30
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	505.88	544.59	569.71	602.42	626.67
在建工程	41.54	72.67	79.60	95.76	87.46
无形资产	93.31	95.96	91.72	87.48	83.24
其他	85.77	118.34	90.23	89.48	85.57
非流动资产合计	726.50	831.57	831.27	875.14	882.94
资产总计	2,078.06	2,497.04	2,584.30	3,066.19	3,473.24
短期借款	67.00	74.50	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	50.76	85.89	69.56	136.21	129.85
其他	161.33	244.77	213.72	353.33	372.35
流动负债合计	279.09	405.16	283.28	489.54	502.20
长期借款	16.50	14.90	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.34	143.39	68.10	79.94	97.14
非流动负债合计	44.84	158.29	68.10	79.94	97.14
负债合计	323.93	563.45	351.38	569.49	599.35
少数股东权益	31.55	38.58	48.92	62.89	82.88
股本	499.96	514.80	514.24	514.24	514.24
资本公积	614.36	745.39	745.39	745.39	745.39
留存收益	1,222.62	1,491.56	1,669.76	1,919.57	2,276.77
其他	(614.36)	(856.74)	(745.39)	(745.39)	(745.39)
股东权益合计	1,754.13	1,933.59	2,232.92	2,496.70	2,873.89
负债和股东权益总	2,078.06	2,497.04	2,584.30	3,066.19	3,473.24

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	146.81	179.94	235.08	330.74	472.14
折旧摊销	47.88	47.35	32.19	35.38	38.29
财务费用	4.65	4.83	(9.27)	(12.91)	(15.71)
投资损失	(5.98)	(3.03)	(26.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	97.27	(70.53)	(324.87)	91.86	(269.55)
其它	(157.72)	(5.36)	10.88	14.21	20.44
经营活动现金流	132.93	153.21	(82.00)	439.28	225.63
资本支出	32.74	(0.73)	135.29	68.15	32.80
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.21	(205.07)	(169.29)	(128.15)	(62.80)
投资活动现金流	124.94	(205.80)	(34.00)	(60.00)	(30.00)
债权融资	83.50	93.40	1.33	1.78	2.37
股权融资	3.44	41.96	120.87	13.72	16.51
其他	(100.49)	64.92	(151.63)	(83.30)	(117.98)
筹资活动现金流	(13.54)	200.28	(29.43)	(67.81)	(99.10)
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	(145.43)	311.47	96.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,477.78	1,897.58	2,250.00	2,999.92	3,899.90
营业成本	965.57	1,243.44	1,423.24	1,889.95	2,433.54
营业税金及附加	17.34	20.04	24.45	42.00	54.60
营业费用	177.23	240.04	282.82	369.59	458.24
管理费用	104.70	141.26	159.75	209.39	262.46
研发费用	36.40	55.71	90.00	120.00	156.00
财务费用	(2.64)	(6.64)	(9.27)	(12.91)	(15.71)
资产减值损失	1.71	(2.05)	1.78	0.48	0.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.98	3.03	26.00	20.00	20.00
其他	(15.94)	(15.60)	(52.00)	(40.00)	(40.00)
营业利润	187.42	218.35	303.23	401.42	570.70
营业外收入	2.47	6.07	12.00	20.00	20.00
营业外支出	3.51	2.63	2.99	3.04	2.89
利润总额	186.37	221.78	312.24	418.37	587.81
所得税	39.56	41.84	66.27	73.42	95.23
净利润	146.81	179.94	245.96	344.95	492.59
少数股东损益	5.91	7.03	10.88	14.21	20.44
归属于母公司净利润	140.90	172.91	235.08	330.74	472.14
每股收益(元)	0.27	0.34	0.46	0.64	0.92

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	21.35%	28.41%	18.57%	33.33%	30.00%
营业利润	57.22%	16.50%	38.88%	32.38%	42.17%
归属于母公司净利润	59.76%	22.72%	35.95%	40.69%	42.75%
获利能力					
毛利率	34.66%	34.47%	36.75%	37.00%	37.60%
净利率	9.53%	9.11%	10.45%	11.02%	12.11%
ROE	8.18%	9.12%	10.76%	13.59%	16.92%
ROIC	12.93%	17.03%	22.76%	22.91%	34.40%
偿债能力					
资产负债率	15.59%	22.56%	13.60%	18.57%	17.26%
净负债率	-39.91%	-43.33%	-35.13%	-43.88%	-41.46%
流动比率	4.84	4.11	6.19	4.48	5.16
速动比率	3.23	2.79	3.90	2.64	2.93
营运能力					
应收账款周转率	32.48	48.74	34.29	61.91	-1,183.66
存货周转率	3.67	3.86	3.80	3.88	3.86
总资产周转率	0.74	0.83	0.89	1.06	1.19
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.34	0.46	0.64	0.92
每股经营现金流	0.26	0.30	-0.16	0.85	0.44
每股净资产	3.35	3.69	4.25	4.73	5.43
估值比率					
市盈率	54.71	44.58	32.79	23.31	16.33
市净率	4.47	4.07	3.53	3.17	2.76
EV/EBITDA	30.19	14.15	21.23	15.63	11.05
EV/EBIT	35.80	16.44	23.55	17.06	11.81

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