

# 煌上煌 (002695)

证券研究报告

2019年12月25日

## 多维改善奠定增长基石

### 事件简述：煌上煌双十二销量突破 2000 万

双 12 这一天，煌上煌在口碑平台单日销售额突破 2000 万。煌上煌营销中心副总经理范旭明表示煌上煌线上业务占比要达到 50%是合理的，之前是以消费者到店为主，接下来除了到店，还有电商、包括外卖，甚至无人店、自动售货机等会全部打通，让消费者不管在哪个渠道，都会触达到煌上煌。同时，由口碑饿了么提供的“数智中台”，在会员、商品、交易、营销、结算等环节有了真正意义上的数字化解决方案。

### 佐餐和休闲双属性带来消费场景和渠道的多元化增长因素

在江西省内公司从餐桌起家，以酱鸭为主导的产品佐餐性质强烈，消费者尤其是四五十岁的消费者粘性较强；而向休闲零食方向发展，有利于公司扩展年轻的消费者基础，在全国范围内长远发展，同时也能解决餐桌化、散装称重毛利偏低的特征。

煌上煌超过 65%的用户年龄在 30 岁以下；将近 30%为 95 后。通过口碑的电子代金券，煌上煌亦将大批年轻人引流到店，改善了传统客群年龄结构。2017 年开始，煌上煌提出向休闲零食化方向转变，在机场、高铁等交通枢纽地带，推出独立包装，可随时享用的休闲零食化产品。

### 数字化给公司的管理带来了精细化、集约化

煌上煌和阿里的合作给公司的管理带来了精细化、集约化，同时也有利于公司对于消费者偏好更为精确的把握。口碑饿了么为公司提供有效的数字化工具：借助阿里生态沉淀的优质数据，属于本地生活用户的精准画像得以生成。这将为煌上煌提供精确的消费者需求细节：消费者是谁、在哪里、需要什么。

### 内外部改革带来管理的不断改善

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。同时，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。

### 盈利预测与估值

预计 19/20/21 年的收入为 22.7/29.3/37.7 亿，净利润 2.54/3.7/5.02 亿，EPS 为 0.49/0.72/0.98 元。基于公司内外部环境改善和行业的集中度提升，三季度开店加快、看好串串放量、股东增持等因素，给予公司 2020 年 33 倍估值，目标价为 23.8 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	2,267.61	2,925.21	3,773.52
增长率(%)	21.35	28.41	19.50	29.00	29.00
EBITDA(百万元)	257.52	299.68	350.93	473.20	628.78
净利润(百万元)	140.90	172.91	253.71	370.16	501.58
增长率(%)	59.76	22.72	46.73	45.90	35.50
EPS(元/股)	0.27	0.34	0.49	0.72	0.98
市盈率(P/E)	58.21	47.43	32.33	22.16	16.35
市净率(P/B)	4.76	4.33	3.73	3.31	2.87
市销率(P/S)	5.55	4.32	3.62	2.80	2.17
EV/EBITDA	30.19	14.13	21.12	14.85	11.06

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	15.99 元
目标价格	23.8 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)	8,222.63
流通 A 股市值(百万元)	7,245.39
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	22.16
一年内最高/最低(元)	17.48/9.70

### 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

- 1 《煌上煌-公司点评:股份增持完成，长期持续看好》 2019-11-27
- 2 《煌上煌-季报点评:强管理、降成本、扩门店，内外部改革带来增长通道》 2019-10-24
- 3 《煌上煌-公司研究简报:成本控制得当，开店持续加速，长期继续看好》 2019-10-18



## 1. 事件简述：煌上煌双十二销量突破 2000 万

双 12 这一天，煌上煌在口碑平台单日销售额突破 2000 万。煌上煌营销中心副总经理范旭明表示煌上煌线上业务占比要达到 50% 是合理的，之前是以消费者到店为主，接下来除了到店，还有电商、包括外卖，甚至无人店、自动售货机等会全部打通，让消费者不管在哪个渠道，都会触达到煌上煌。同时，由口碑饿了么提供的“数智中台”，在会员、商品、交易、营销、结算等环节有了真正意义上的数字化解决方案。

## 2. 天风点评

### 佐餐和休闲双属性带来消费场景和渠道的多元化增长因素

在江西省内公司从餐桌起家，以酱鸭为主导的产品佐餐性质强烈，消费者尤其是四五十岁的消费者粘性较强；而向休闲零食方向发展，有利于公司扩展年轻的消费者基础，在全国范围内长远发展，同时也能解决餐桌化、散装称重毛利偏低的特征。

煌上煌超过 65% 的用户年龄在 30 岁以下；将近 30% 为 95 后。通过口碑的电子代金券，煌上煌亦将大批年轻人引流到店，改善了传统客群年龄结构。2017 年开始，煌上煌提出向休闲零食化方向转变，在机场、高铁等交通枢纽地带，推出独立包装，可随时享用的休闲零食化产品。

### 数字化给公司的管理带来了精细化、集约化

煌上煌和阿里的合作给公司的管理带来了精细化、集约化，同时也有利于公司对于消费者偏好更为精确的把握。口碑饿了么成功地为公司提供有效的数字化工具：借助阿里生态沉淀的优质数据，属于本地生活用户的精准画像得以生成。这将为煌上煌提供精确的消费者需求细节：消费者是谁、在哪里、需要什么。

此外，煌上煌还在所有的网点、加盟店进行培训引导，让销售网络的毛细血管同样触及到数字化方案，并在门店对线上活动进行引流，实现了线上、线下双引流的良性循环。

### 内外部改革带来管理的不断改善

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。同时，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。

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。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。

## 3. 盈利预测与估值

预计 19/20/21 年的收入为 22.7/29.3/37.7 亿，净利润 2.54/3.7/5.02 亿，EPS 为 0.49/0.72/0.98 元。基于公司内外部环境改善和行业的集中度提升，三季度开店加快、看好串串放量、股东增持等因素，给予公司 2020 年 33 倍估值，目标价为 23.8 元，“买入”评级。

## 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	796.98	1,198.82	1,293.68
应收票据及应收账款	46.39	31.47	100.81	(2.79)	(3.60)
预付账款	60.81	74.21	112.20	110.49	166.74
存货	448.74	535.10	658.20	826.86	1,082.08
其他	12.10	93.48	108.07	75.33	108.47
<b>流动资产合计</b>	<b>1,351.57</b>	<b>1,665.47</b>	<b>1,776.25</b>	<b>2,208.71</b>	<b>2,647.37</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>726.50</b>	<b>831.57</b>	<b>831.27</b>	<b>875.14</b>	<b>882.94</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,078.06</b>	<b>2,497.04</b>	<b>2,607.52</b>	<b>3,083.85</b>	<b>3,530.30</b>
短期借款	67.00	74.50	2.00	2.00	2.00
应付票据及应付账款	50.76	85.89	70.78	126.68	124.98
其他	161.33	244.77	216.78	330.13	360.39
<b>流动负债合计</b>	<b>279.09</b>	<b>405.16</b>	<b>289.56</b>	<b>458.81</b>	<b>487.37</b>
长期借款	16.50	14.90	2.00	2.00	2.00
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>44.84</b>	<b>158.29</b>	<b>70.10</b>	<b>81.94</b>	<b>99.14</b>
<b>负债合计</b>	<b>323.93</b>	<b>563.45</b>	<b>359.66</b>	<b>540.76</b>	<b>586.51</b>
少数股东权益	31.55	38.58	49.74	65.38	86.61
股本	499.96	514.24	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	1,683.88	1,963.47	2,342.94
其他	(614.36)	(856.18)	(745.39)	(745.39)	(745.39)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,754.13</b>	<b>1,933.59</b>	<b>2,247.86</b>	<b>2,543.09</b>	<b>2,943.80</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,078.06</b>	<b>2,497.04</b>	<b>2,607.52</b>	<b>3,083.85</b>	<b>3,530.30</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	146.81	179.94	253.71	370.16	501.58
折旧摊销	47.88	47.35	32.19	35.38	38.29
财务费用	4.65	4.83	(9.24)	(13.46)	(16.86)
投资损失	(5.98)	(3.03)	(26.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	97.27	(70.53)	(332.63)	150.79	(294.73)
其它	(157.72)	(5.36)	11.75	15.90	21.72
<b>经营活动现金流</b>	<b>132.93</b>	<b>153.21</b>	<b>(70.22)</b>	<b>538.77</b>	<b>229.99</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>124.94</b>	<b>(205.80)</b>	<b>(34.00)</b>	<b>(60.00)</b>	<b>(30.00)</b>
债权融资	83.50	93.40	5.33	5.78	6.37
股权融资	3.44	41.96	120.83	14.26	17.67
其他	(100.49)	64.92	(156.18)	(96.97)	(129.17)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(13.54)</b>	<b>200.28</b>	<b>(30.02)</b>	<b>(76.93)</b>	<b>(105.13)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>244.33</b>	<b>147.69</b>	<b>(134.24)</b>	<b>401.84</b>	<b>94.86</b>

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,477.78</b>	<b>1,897.58</b>	<b>2,267.61</b>	<b>2,925.21</b>	<b>3,773.52</b>
营业成本	965.57	1,243.44	1,434.37	1,813.63	2,301.85
营业税金及附加	17.34	20.04	24.64	40.95	52.83
营业费用	177.23	240.04	285.04	360.39	443.39
管理费用	104.70	141.26	161.00	204.18	253.96
研发费用	36.40	55.71	68.03	87.76	150.94
财务费用	(2.64)	(6.64)	(9.24)	(13.46)	(16.86)
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)
<b>营业利润</b>	<b>187.42</b>	<b>218.35</b>	<b>327.98</b>	<b>451.28</b>	<b>607.35</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>186.37</b>	<b>221.78</b>	<b>336.99</b>	<b>468.24</b>	<b>624.46</b>
所得税	39.56	41.84	71.53	82.18	101.16
<b>净利润</b>	<b>146.81</b>	<b>179.94</b>	<b>265.46</b>	<b>386.06</b>	<b>523.30</b>
少数股东损益	5.91	7.03	11.75	15.90	21.72
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>140.90</b>	<b>172.91</b>	<b>253.71</b>	<b>370.16</b>	<b>501.58</b>
每股收益(元)	0.27	0.34	0.49	0.72	0.98

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.35%	28.41%	19.50%	29.00%	29.00%
营业利润	57.22%	16.50%	50.21%	37.59%	34.58%
归属于母公司净利润	59.76%	22.72%	46.73%	45.90%	35.50%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.66%	34.47%	36.75%	38.00%	39.00%
净利率	9.53%	9.11%	11.19%	12.65%	13.29%
ROE	8.18%	9.12%	11.54%	14.94%	17.55%
ROIC	12.93%	17.03%	24.67%	25.67%	38.04%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.59%	22.56%	13.79%	17.54%	16.61%
净负债率	-39.91%	-43.33%	-35.22%	-46.91%	-43.73%
流动比率	4.84	4.11	6.13	4.81	5.43
速动比率	3.23	2.79	3.86	3.01	3.21
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	32.48	48.74	34.29	59.69	-1,179.68
存货周转率	3.67	3.86	3.80	3.94	3.95
总资产周转率	0.74	0.83	0.89	1.03	1.14
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.27	0.34	0.49	0.72	0.98
每股经营现金流	0.26	0.30	-0.14	1.05	0.45
每股净资产	3.35	3.69	4.27	4.82	5.56
<b>估值比率</b>					
市盈率	58.21	47.43	32.33	22.16	16.35
市净率	4.76	4.33	3.73	3.31	2.87
EV/EBITDA	30.19	14.13	21.12	14.85	11.06
EV/EBIT	35.80	16.42	23.25	16.05	11.78

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