

煌上煌 (002695)

公司研究/深度报告

成本控制能力良好，渠道扩张能力持续强化

深度研究报告/食品饮料行业

2020年5月18日

报告摘要:

● 核心逻辑一：休闲卤制品市场空间远未饱和

(1) 高速发展的千亿规模大市场。2020年我国休闲卤制品将达到1235亿元，CAGR高达18.65%，增速明显高于其他品类。(2) 行业集中度提升空间较大，目前行业CR3为15.70%，前三大企业绝味食品、周黑鸭、煌上煌市占率分别为8.5%、4.6%、2.6%，竞争格局依然十分分散，集中度仍有很大的提升空间。

● 核心逻辑二：酱卤制品全产业链布局，各业务板块协同效应逐步显现

(1) 公司已逐步完成对酱卤制品的全产业链布局。公司已经形成了贯穿酱卤肉制品加工上下游的完整产业链，集组织养殖、屠宰、初加工、深加工、销售网络为一体，协同效应得到了有效发挥。(2) 公司在江西、广东、福建、辽宁投资建设了6个主要的生产基地，逐步形成全国性的生产布局。(3) 收购真真老老，切入米制品业务。2015年，公司收购真真老老67%的股权。2015~2019年，真真老老的毛利润从0.36亿元上升至0.96亿元，在公司毛利中占比稳定在12%左右，显示和公司主业的协同作用。

● 核心逻辑三：公司加强渠道端扩张力度

(1) 赣浙粤闽为主要收入来源，地区扩张潜力仍大。未来公司扩张主要有两个方向，一是加密四大省份现有门店数量；二是加大其他省份的扩张力度。(2) 公司门店数量保持快速扩张态势。2020年疫情对年初1200家新增店铺的开店计划略有影响，但从目前开店速度看，全年目标完成仍然较为乐观。

● 核心逻辑四：成本控制力良好，产品竞争力强

(1) 良好的成本控制能力。受益于公司介入上游麻鸭养殖及肉鸭屠宰业务，公司具备一定的原材料采购成本优势。2018年公司成立战略储备委员会，并引入战略储备管理，通过加大鸭肉价格低点的采购力度，有效管理原材料成本。2020年疫情期间公司合理分配库存，加强低价位原料采购。(2) 产品出厂吨价提升，竞争力不断强化。公司卤肉制品销售吨价出现稳步上行；公司米制品业务的销售吨价稳定在1万元左右，但毛利率仍呈现出小幅上行的态势，总体上主要产品竞争力得到强化。

● 盈利预测与投资建议

预计20-22年公司实现营业收入24.60/28.85/32.92亿元，同比+16.2%/+17.3%/+14.1%；实现归属上市公司净利润2.81/3.41/4.03亿元，同比+27.7%/+21.3%/+18.0%，对应EPS为0.55/0.66/0.78元。股价对应PE为45/37/32倍。公司2020年估值与休闲食品板块整体估值相当，考虑到公司未来主营业务有望提速扩张，维持“推荐”评级。

● 风险提示

疫情冲击超预期，门店扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,117	2,460	2,885	3,292
增长率(%)	11.6%	16.2%	17.3%	14.1%
归属上市公司股东净利润(百万元)	220	281	341	403
增长率(%)	27.5%	27.7%	21.3%	18.0%
每股收益(元)	0.43	0.55	0.66	0.78
PE(现价)	57.6	45.1	37.2	31.5
PB	5.9	5.3	4.8	4.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

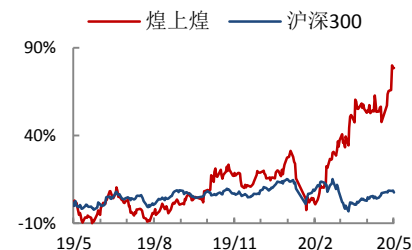
维持评级

当前价格(元): 24.72

交易数据 2020-5-15

近12个月最高/最低	24.72/12.34
总股本(百万股)	513.38
流通股本(百万股)	457.61
流通股比例(%)	89%
总市值(亿元)	126.91
流通市值(亿元)	113.12

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

- 煌上煌(002695)2019年年报点评：鲜货毛利率上行增厚业绩表现，省外市场积极扩张
- 煌上煌(002695)2020年一季度报点评：20Q1业绩保持正增长，逆势扩张趋势明显

目录

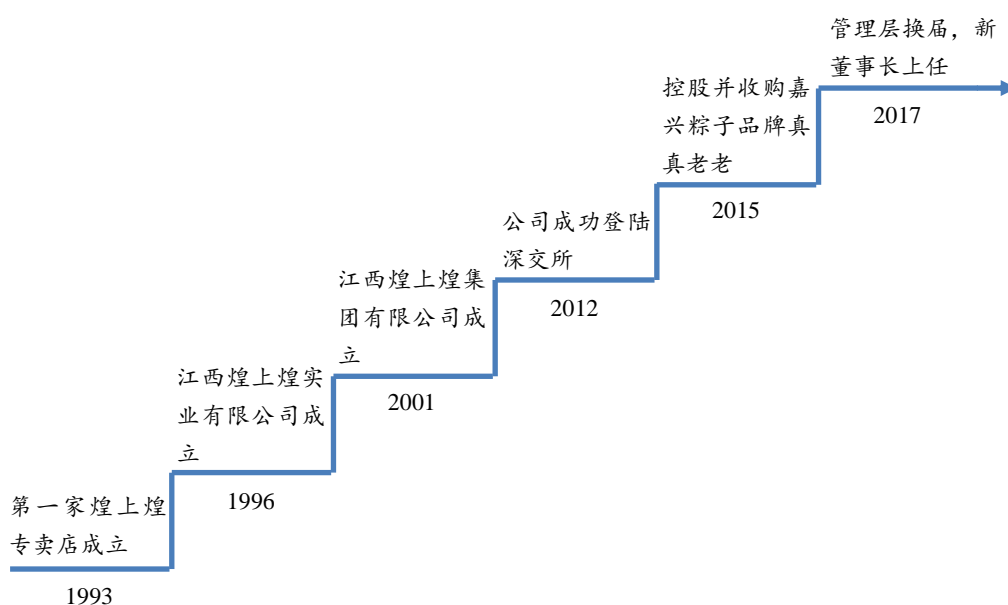
一、公司介绍：产品线丰富，业绩稳步增长	3
(一) 从江西走向泛区域化扩张，业绩稳步增长	3
(二) 以酱卤制品和米制品为主导，产品品类丰富	4
(三) 新老管理层平稳交接，股权激励激发经营活力	4
二、行业分析：休闲卤制品市场空间大，行业集中度低	7
(一) 市场空间较大，竞争远未饱和	7
(二) 头部企业横向比较：产能扩张仍有空间，区域拓展正当时	10
三、公司看点：全产业链布局加强叠加渠道持续优化，经营效率稳步攀升	12
(一) 从饲养到产品的酱卤全产业链布局	12
(二) 产品品类丰富，注重研发投入以保持产品竞争力	12
(三) 渠道优化仍有空间，省外市场持续发力	14
(四) 产业链及渠道的协同作用显现，经营效率稳步提高	16
四、收入拆解与盈利预测	18
(一) 收入拆解	18
(二) 盈利预测与估值分析	18
五、风险提示	19
插图目录	21
表格目录	21

一、公司介绍：产品线丰富，业绩稳步增长

(一) 从江西走向泛区域化扩张，业绩稳步增长

煌上煌 1993 年成立于江西南昌，是一家以禽畜肉制品加工为主的肉制品企业。2001 年公司控股母公司煌上煌集团成立，同年煌上煌开始走出江西，进军广东市场。2008 年公司获得中国肉类工业影响力品牌称号。2012 年 9 月煌上煌在深交所挂牌上市，成为酱卤肉制品行业首家上市公司。2015 年公司收购嘉兴真真老老食品 67% 股权，涉足米制品业务。2017 年公司管理层换届，新董事长对公司内部开启改革，公司重回发展快车道。

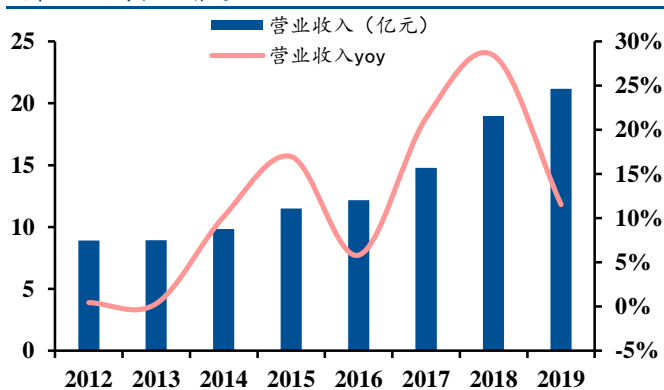
图 1：煌上煌发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

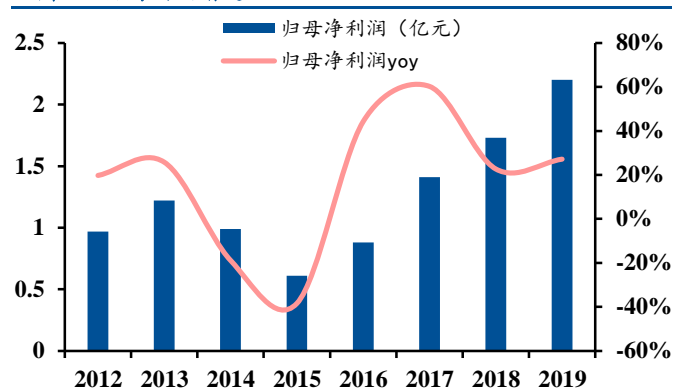
公司上市以来经营业绩稳步向上。2012~2019 年，公司营收规模从 8.9 亿元上升至 21.17 亿元；2014~2015、2017~2018 是公司营收规模提速阶段，前一阶段公司营收增速上升到 10% 左右，后一阶段公司营收增速超过 20%。2012~2019 年，公司归母净利润从 0.97 亿元上升至 2.2 亿元，经营业绩稳步增长。

图 2：公司收入增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：公司利润增速

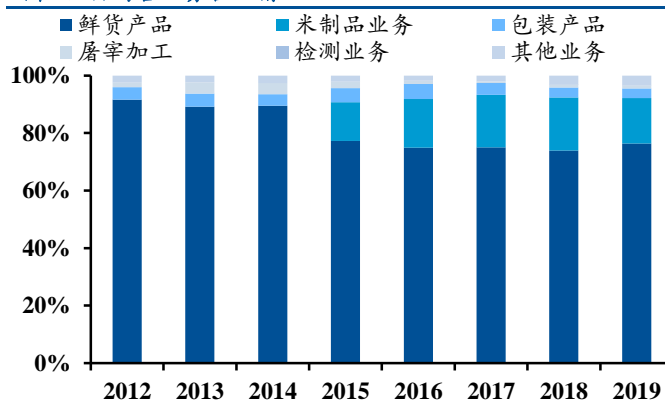


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 以酱卤制品和米制品为主导，产品品类丰富

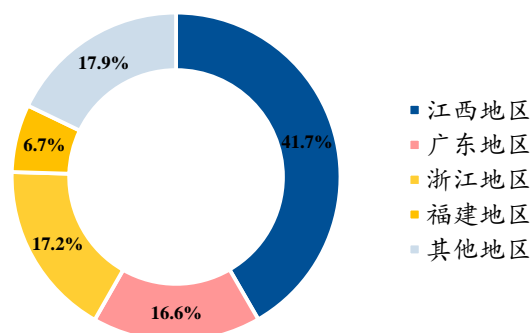
公司以卤制品和米制品为主业，收入主要来源于江西和东南沿海三省。根据 2019 年年报，鲜货产品业务收入 16.16 亿元，米制品业务收入 3.35 亿元，分别占总收入的 76.33%、15.82%。江西、广东、浙江、福建四大地区是公司主要业务覆盖范围，19 年实现收入 17.39 亿元，占总收入 82.14%，其中江西大本营贡献收入 8.82 亿元，占比 41.66%。

图 4：公司各业务占比情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：江西和广东地区贡献主要收入（2019 年）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

产品丰富多样，拥有 200 余种品类。产品涵盖鸭、鸡、鹅、猪牛、羊等快捷消费酱卤肉制品及水产、蔬菜、豆制品等佐餐凉菜食品和粽子、青团、麻薯、八宝饭、方便粥、月饼等米制品等。形成以禽类产品为核心，畜类产品为发展重点，并延伸至其他蔬菜、水产、豆制品、米制品的丰富快捷消费产品组合。

表 1：公司主要产品



资料来源：煌上煌天猫旗舰店，民生证券研究院

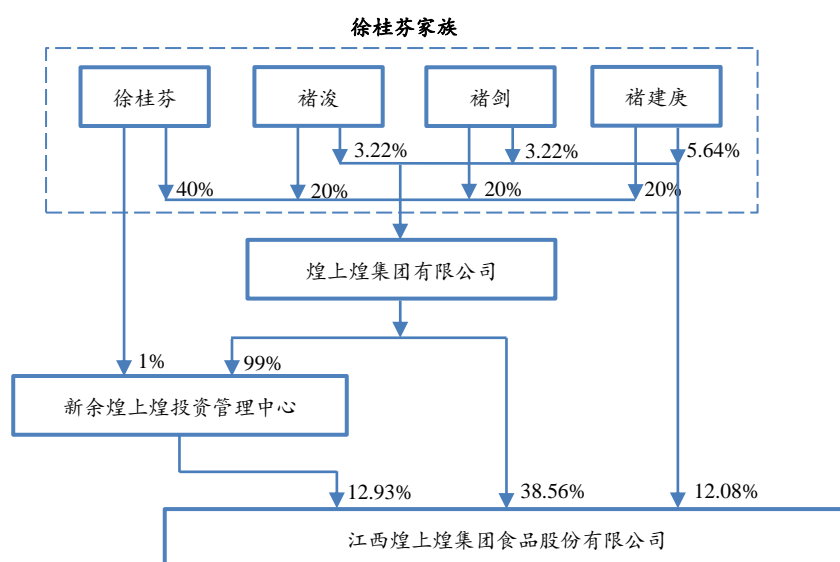
(三) 新老管理层平稳交接，股权激励激发经营活力

1. 家族企业，具有多年行业经验

公司实际控制人是徐桂芬家族。公司前两大股东分别为煌上煌集团有限公司、新余煌

上煌投资管理有限公司，均为徐桂芬家族 100% 控股，公司第三、四、五大股东均为徐桂芬家族成员，褚建庚、褚浚、褚剑分别持股 5.64%、3.22%、3.22%。徐桂芬家族通过间接和直接总计对公司持股 63.57%，是公司绝对控制人。其中徐桂芬与褚建庚为夫妻关系，褚浚、褚剑为徐桂芬和褚建庚之子，褚浚、褚剑为兄弟关系。

图 6：煌上煌股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2017 年 9 月公司完成新老管理层交接，褚浚、褚剑两兄弟上任后，在人才引进、激励机制和门店开发等多方面大胆改革，公司业绩恢复高速增长。褚浚、褚剑兄弟目前正处于干事业的黄金年龄，未来有希望带领公司取得更好的经营业绩。

表 2：煌上煌现任核心管理层情况介绍

姓名	职务	任职日期	年龄	主要情况介绍
褚浚	董事长 总经理	2017 年 9 月	44	清华大学 EMBA，高级经济师。1997 年开始在江西煌上煌集团食品有限公司工作。现任公司董事长、总经理。
褚剑	副董事长 副总经理	2017 年 9 月	42	大学学历，2003 年开始在江西煌上煌集团食品有限公司工作，现任公司副董事长、副总经理。
褚建庚	董事	2011 年 8 月	71	大学学历，高级经济师，2007 年被中国肉类协会评为“中国肉类行业影响力人物”。现任公司董事。
徐桂芬	董事	2011 年 8 月	70	大学学历，高级经济师。1976 年开始参加工作，1993 年创建煌上煌。2008 年至 2017 年 9 月为公司董事长，现任公司董事。
范旭明	董事 副总经理	2011 年 8 月	46	大学学历，在职工商管理硕士，高级经济师。1993 年 7 月进入公司工作。2008 年至今任公司董事，副总经理。
曾细华	副总经理 财务总监 董事会秘书	2011 年 8 月	49	大学学历，注册会计师。1993 年 9 月开始参加工作，2008 年 2017 年 9 月任公司财务总监、董事会秘书，现任公司副总经理、财务总监、董事会秘书。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2. 股权激励计划充分调动员工积极性

2018年4月公司推出股权激励政策,本次激励计划对象共计264人,包括公司董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术(业务)人员,共向激励对象授予1500万股限制性股票。该激励计划的考核标准较高,要求2018、2019、2020年净利润较2017年净利润分别增长25%、50%、100%以上,目前2018、2019两年的目标已经达成,2020年是本次激励计划考核的最后一年,若目标达成,2020年公司净利润有望达到2.82亿元。

表3: 公司激励计划考核要求

解除限售期	解除限售比例	绩效考核目标
第一个解除限售期	40%	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	30%	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	30%	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:公司公告,民生证券研究院

表4: 公司激励计划分配情况

姓名	职务	获授限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例	占目前股本总额的比例
范旭明	董事、副总经理	120	8.00%	0.24%
章启武	董事、副总经理	120	8.00%	0.24%
曾细华	副总经理、财务总监、 董事会秘书	110	7.33%	0.22%
核心管理人员、核心技术(业务)人员、公司董事会认为应当激励的其他员工(261人)		1050	70%	2.10%
预留	预留	100	6.67%	0.20%
合计(264人)	合计(264人)	1500	100.00%	3.00%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

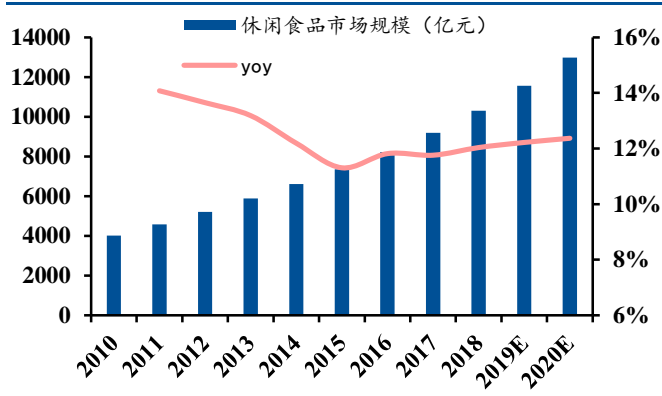
二、行业分析：休闲卤制品市场空间大，行业集中度低

(一) 市场空间较大，竞争远未饱和

1. 休闲卤制品拥有千亿市场规模

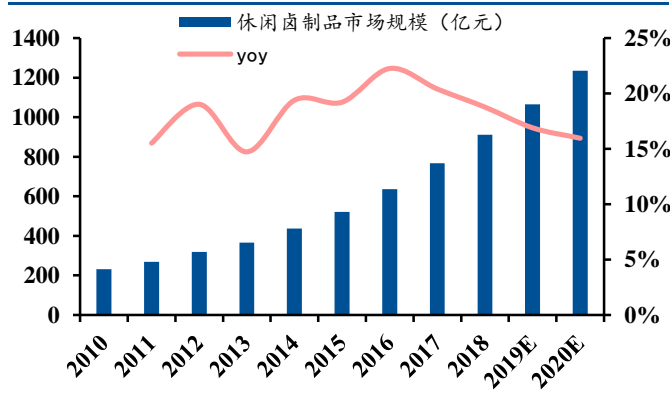
高速发展的千亿规模大市场。休闲食品是指在休闲时光消费及食用的食品。可以分为休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干几个细分品类。根据 Frost&Sullivan 预计，2020 年我国休闲食品市场规模将达到 1.30 万亿，其中休闲卤制品将达到 1235 亿元。休闲卤制品市场规模由 2010 年的 232 亿元规模增长至 2018 年的 911 亿元，CAGR 高达 18.65%，增速明显高于其他品类。

图 7：休闲食品市场规模



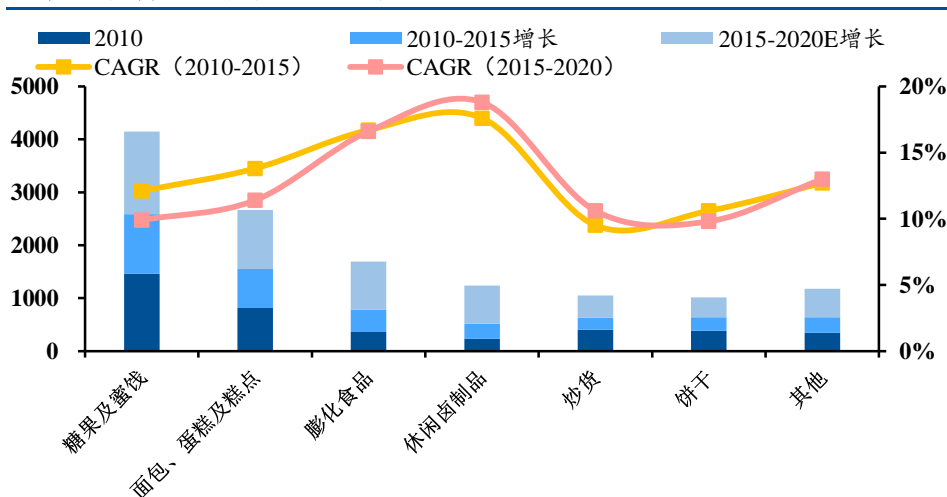
资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

图 8：卤制品市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

图 9：休闲食品细分行业规模及增速 (亿元)



资料来源：Frost&Sullivan，民生证券研究院

消费场景多样，青年人是主力消费人群。卤制品主要目标市场可以分为家庭消费市场、酒店餐饮消费市场、休闲食品市场和礼品特产市场，每种市场的目标客户群体、销售渠道和特点都有所不同。根据测算，约 70% 的休闲卤制品最终作为休闲食品实现消费，主力消费人群多集中于 18-35 岁之间，更注重休闲食品的品牌和便利性，价格敏感性不强。

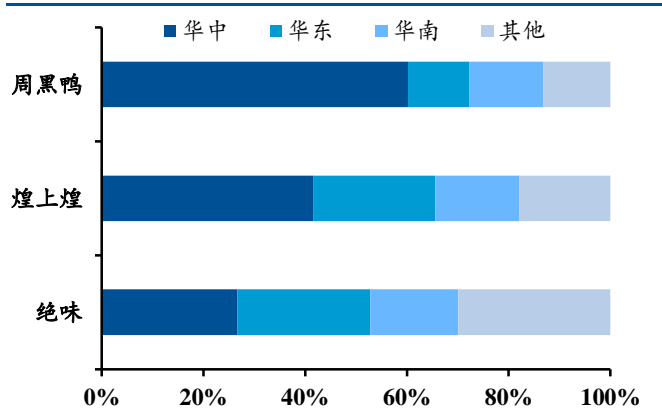
表 5: 休闲卤制品行业主要消费特点

市场	目标客户群	销售渠道	特点	主要消费方式
家庭消费市场	家庭成员	主要是门店直接购买外带, 辐射区域有限, 一般门店在生活小区、集贸市场附近	销售零散但稳定	家庭日常饮食
酒店餐饮市场	以外出就餐人员为主	直接供应酒店、酒吧、夜市餐饮、快餐店、单位食堂等大客户	订单量大, 销量较稳定	餐饮佐餐
休闲食品市场	以 40 岁以下年轻人为主	一般通过门店直接购买, 销售面广。门店一般集中在娱乐场所、景区街市、写字楼附近	具有开袋即食的方便食品特性, 消费面广	逛街、休闲、娱乐小吃
礼品特产市场	礼品赠送及旅游人群	产品主打名优特产战略, 主要有专卖店、商超专柜、机场、火车站等	保质期较长, 订单量一般较大	礼品赠送及旅游特产

资料来源: 公司招股书, 民生证券研究院

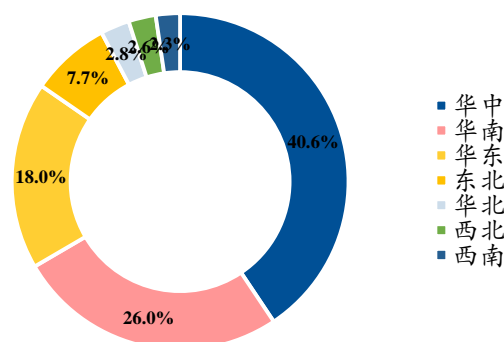
华中是国内休闲卤制品最大的区域市场。周黑鸭超过 60% 的收入由华中地区贡献, 煌上煌华中区域收入贡献也超过 40%。而绝味因加盟模式经销网络则相对分散, 各地区收入占比相对均衡, 但华中地区也是其最大的收入贡献市场。

图 10: 休闲卤制品市场主要集中在华中、华东、华南



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

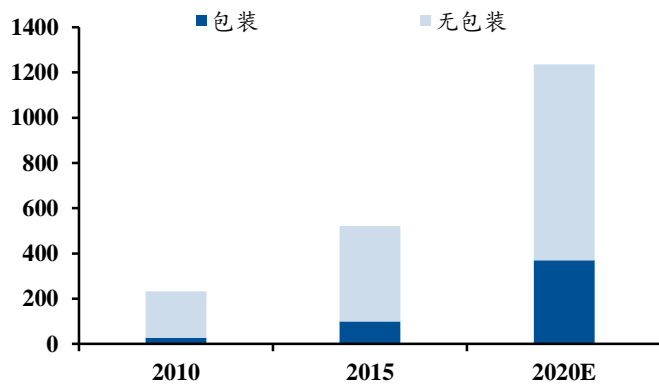
图 11: 煌上煌门店分布



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

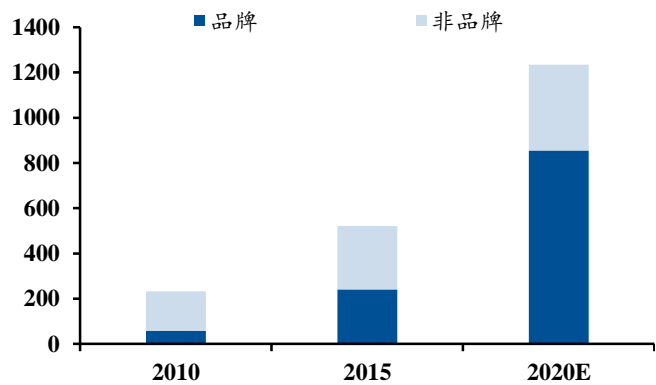
包装率、品牌化率逐渐提高。随着行业发展程度提升以及消费者食品安全意识增强, 消费者更倾向购买有包装的、大品牌的产品。根据 Frost&Sullivan 数据, 我国包装休闲卤制品 2010 年市场份额仅为 12% 左右, 预计 2020 年将会提升至 30% 一线。2010-2015 年品牌休闲卤制品年均复合增长率高达 32.60%, 远高于非品牌休闲卤制品的 10.10%, 预计 2020 年品牌休闲卤制品市场份额将高达 69.23%。

图 12: 包装休闲卤制品比例增加 (亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

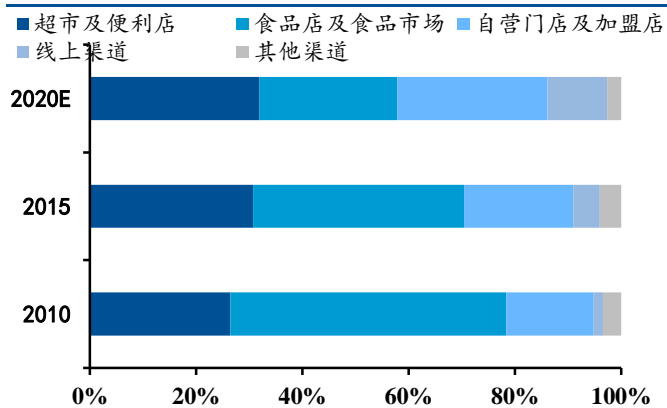
图 13: 品牌休闲卤制品占比逐渐增大 (亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

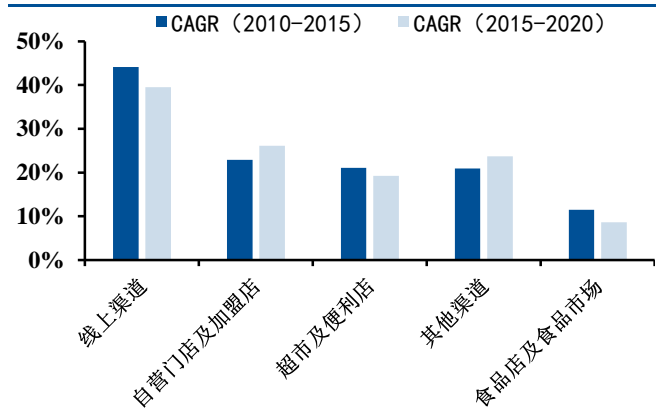
传统渠道格局不断变化, 线上渠道快速增长。传统食品店渠道占比不断下滑, 由 2010 年的 51.95% 下降至 2015 年的 39.73%, 预计 2020 年传统食品店渠道份额将进一步下降至 25.98%。线上渠道和自营门店及加盟店渠道兴起, 得益于互联网的日益普及, 居民消费习惯发生巨大改变, 网上购物成为了更多青年人的首选, 线上渠道占比由 10 年的 1.80% 增长至 18 年的 12.50%, 同时消费者对于品牌的认可度和忠诚度不断提高, 自营门店及加盟店渠道也实现了较快的增长。

图 14: 休闲食品个销售渠道占比



资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

图 15: 休闲食品各渠道增速

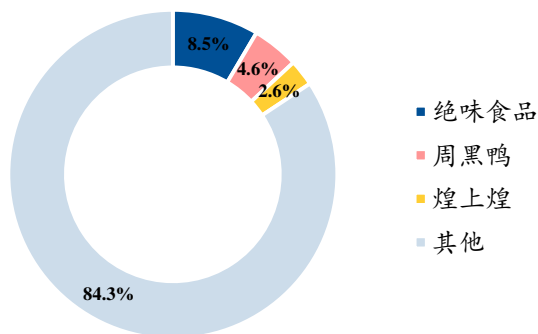


资料来源: Frost&Sullivan, 民生证券研究院

2. 行业仍然十分分散, 集中度提升空间巨大

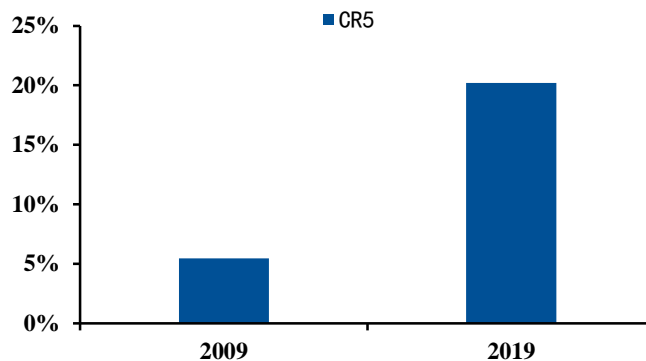
行业集中度不断提升, 但是仍然十分分散。随着休闲卤制品行业的不断发展, 食品安全问题日益严峻, 很多小手工作坊式生产企业无法满足相关食品安全要求相继退出, 行业逐步向头部聚集, 行业的 CR5 从 2009 年 5.45% 提升至 2019 年 20.20%。目前行业 CR3 为 15.70%, 前三大企业绝味食品、周黑鸭、煌上煌市占率分别为 8.5%、4.6%、2.6%, 竞争格局依然十分分散, 仍有 80% 以上的企业处于小规模、作坊式、手工或半机械加工的落后状态, 集中度仍有很大的提升空间。

图 16: 休闲卤制品 CR3 仅为 15.70%



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

图 17: 行业集中度明显提升



资料来源: 民生证券研究院整理

(二) 头部企业横向比较: 产能扩张仍有空间, 区域拓展正当时

绝味、煌上煌以加盟为主, 周黑鸭坚持自营。绝味和煌上煌均主要采用加盟模式, 门店数量迅速增长, 目前绝味食品门店数量已经突破 1 万, 煌上煌门店数量接近 4000 家, 销售网络覆盖全国。周黑鸭以核心商圈直营门店为主要业态, 消费客群主要面向中产及以上阶层, 树立起卤制品行业中的高端形象, 但由于直营模式下资金占用大, 扩张速度慢等原因, 周黑鸭发展陷入困境, 业绩下滑明显, 面对激烈的竞争, 周黑鸭于 2019 年开放了特许经营模式, 以期实现门店快速扩展。

表 6: 直营模式和加盟模式比较

	直营模式	加盟模式
权益归属	公司投资, 拥有收益权	加盟商透支, 拥有收益权
销售人员	公司聘请, 纳入公司人事体系	加盟商聘请, 但需接受公司的培训和管理
销售模式	通过直营店、商超专柜零售	公司对加盟商批发销售, 加盟商通过其门店零售
产品价格	地区统一零售价	地区统一零售价
优势	公司统一管理, 效率高 品牌形象最大程度保持	风险低, 占用资金少, 发展快
劣势	投入大, 费用高, 见效慢	不便于统一管理

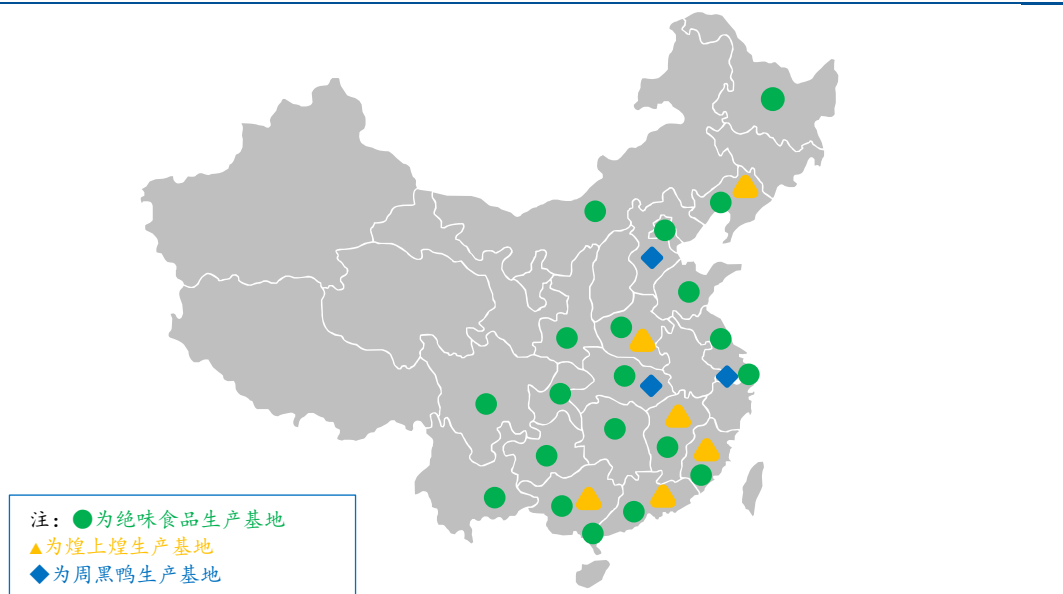
资料来源: 公司招股书, 民生证券研究院整理

产地贴近市场, 便捷配送。绝味和煌上煌都采取生产基地辐射周边市场的模式, 产地紧挨市场, 减少配送时间, 产品最大程度保鲜。绝味目前在全国有 20 余座工厂, 覆盖 30 个省级市场。煌上煌通过江西、广东、福建、河南、辽宁、广西六大生产基地辐射全国大部分省份, 销售网络覆盖 26 个省级市场。周黑鸭则是由武汉、河北、上海工厂生产后物流配送至全国, 具有规模优势, 但配送时间和费用高于绝味和煌上煌。

产能扩张仍有较大空间。为占据更大市场, 三家企业都在着手扩建产能。绝味 19 年发行 10 亿债券用于产能扩建, 规划建设包括天津年产 3.73 万吨、江苏年产 3 万吨、武汉年产 6000 吨、山东阿奇公司 3 万吨仓储中心在内的四个卤制品及副产品加工项目, 合计卤制品加工产能 7.93 万吨。煌上煌计划在浙江嘉兴和四川重庆分别建设 2 个年产 5000 吨的生产基地。一直以来产能受限的周黑鸭也在积极扩建, 19 年在东莞投资 3 亿元建设生产线, 还计划在四川成都、江苏南通建设新厂拓展华南、西南地区。伴随酱卤市场扩容及

集中度提升，头部企业产能均有扩张空间。其中绝味生产基地已基本完成全国性布局，未来以加大现有生产基地产能为主；煌上煌、周黑鸭生产基地仍分布于特定区域，随着下游消费市场的拓展，两家公司仍有新建生产基地的可能性，产能仍有较大的扩张空间。

图 18：三大卤制品企业生产基地分布



资料来源：民生证券研究院整理

门店扩张和区域拓展存在发展空间。目前绝味门店数量为行业领先，拥有超过 1 万家门店，并已基本完成全国布局，未来方向以加密现有渠道为主。煌上煌、周黑鸭的门店数量仅分别为 3706/1255 家，从绝对数量上仍有较大提升空间。从空间分布看，煌上煌、周黑鸭门店仍聚集于主要销售区域，未来随着全国化扩张的持续，两家企业的门店扩张将兼顾新市场的开拓和现有强势市场的加密。

表 7：煌上煌、绝味食品、周黑鸭横向对比（截至 2019 年底）

公司名称	经营模式	工厂分布	供应模式	门店数量
煌上煌	直营+加盟+经销商	江西、广东、福建、河南、辽宁、广西六大生产基地	生产基地辐射区域市场	3706
绝味食品	加盟为主	20 余家工厂	生产基地辐射周边市场	10598
周黑鸭	直营为主	湖北、上海、河北三座工厂	三大工厂集中配送全国	1255

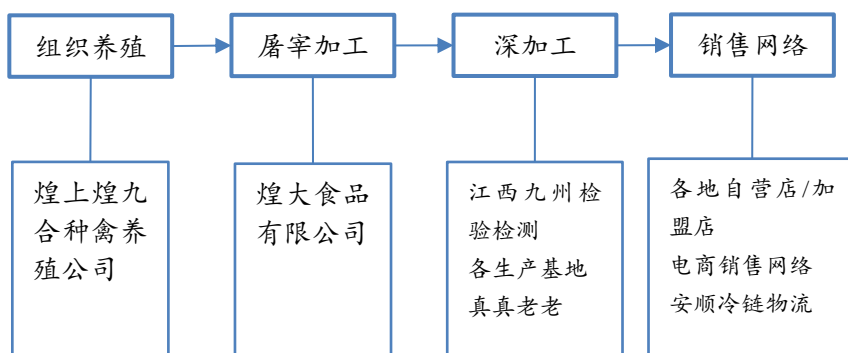
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

三、公司看点：全产业链布局加强叠加渠道持续优化，经营效率稳步攀升

（一）从饲养到产品的酱卤全产业链布局

公司目前已逐步完成对酱卤制品的全产业链布局。经过多年发展，公司已经形成了贯穿酱卤肉制品加工上下游的完整产业链，集组织养殖、屠宰、初加工、深加工、销售网络为一体，协同效应得到了有效发挥，有力地降低了经营风险。

图 19：公司全产业链布局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

在上游养殖方面，公司形成了“公司+合作社+农户”的组织供应模式，与合作社建立利益联结机制，组织农业专业户从事麻鸭养殖。公司的特色产品酱鸭产品多选用自产麻鸭，因此公司组织农户自养麻鸭，并由煌大负责屠宰；此类鸭子采购占比大约为 10% 左右。

屠宰方面，公司成立子公司煌大食品，专门负责肉鸭等原材料的屠宰加工。目前子公司煌大食品在屠宰、初加工方面已具备较大规模的屠宰能力，已能够消化公司签约合作社农户的原材料供应数量，也能基本满足母公司对肉鸭原材料的生产需求。

在深加工方面，为满足公司销售网络的产品需求，公司在江西、广东、福建、辽宁投资建设了 6 个生产基地，逐步形成全国性生产布局。各地按统一配方和生产流程进行生产；在销售网络方面，公司采取全国连锁经营商业模式，通过近 3700 家以直营店、加盟店以及卖场相结合的销售网络，持续进行市场营销，不断巩固公司核心竞争力。

（二）产品品类丰富，注重研发投入以保持产品竞争力

1. 以特色酱鸭产品为核心构建完善的产品矩阵

公司以特色酱鸭为核心构建了较为完善的酱卤产品布局。公司酱卤产品口味丰富多样，具有鲜、香、辣、酥等典型的口味特征。目前公司酱卤产品大致分为两类，一类是以鸭、鸡、猪、牛、羊等为原材料制作的酱卤肉制品；一类是以蔬菜、水产、豆制品等为材料制作的佐餐凉菜。据不完全统计，公司酱卤产品已超过 100 个品种，并且终端门店根据当地消费者口味，对主推产品做小幅度调整。

表 8: 煌上煌主要产品

产品名称	主要特点
特色酱鸭	主要特点是鲜、香、辣，风味独特、营养价值高。
香酥卤鸭	鲜香不辣，肉质柔软而湿润，弥补酱鸭不足，适合老年人。
酱鸭脖	口味与酱鸭相同，方便消费者食用，适合喜爱吃鸭脖的消费者。
牛肉	保持传统牛肉原味基础上，增加香辣风味。
鸭锁骨	主料是鸭身上的锁骨和精肉，具有鲜、香、辣之特色。
香辣鱿鱼	福建海鲜产品，口味与煌上煌其他凉菜相同。
红烧猪蹄	在煌上煌工艺基础上，参考红案有关技术精制而成。
酒糟鱼	以酒糟风味为主，辅以鱼香，加中草药配方研制而成。
香辣大肠	主料猪大肠，按煌上煌风味制成，口感脆，韧。
飘香鸭肉	主料土鸭，煌上煌特有香料卤制而成。
糖醋脆藕片	主料藕片，酸甜辣可口。
泡脚凤爪	福建口味，在鲜、香、辣基础上引进当地技术，韧性好，口感好，鲜润。
高安腐竹	以本地黄豆为原料，营养价值较高

资料来源：民生证券研究院整理

2. 持续加强研发投入保持产品的市场竞争力

公司在 IPO 项目中引入食品质量安全检验及研发工程计算中心项目，提升综合研发能力。公司在原材料选择、加工工艺、口感研发，甚至是包装设计等方面均有不断地创新尝试。截至 2019 年底，公司已开发 200 余款产品品类。此外，公司针对零食渠道、电商等渠道开发乐鲜装、休闲袋装等新包装产品，能够较长时间保持新鲜，并具备即食、易食、美观时尚等特征。

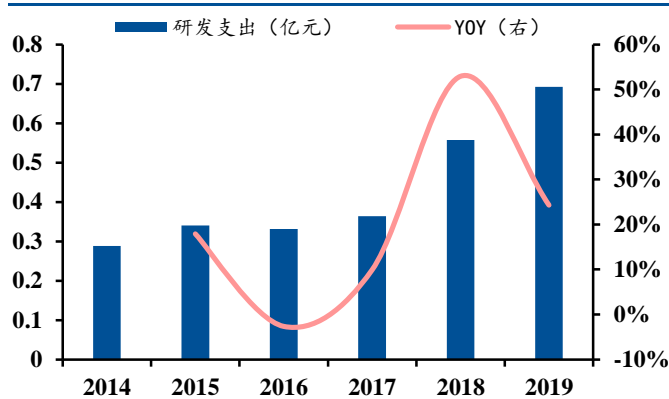
表 9: 研发投入相关项目情况

项目名称	达到预定可使用状态时间
食品质量安全检验与研发工程技术中心项目	2015 年 3 月 5 日
信息化建设项目	2021 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告、民生证券研究院

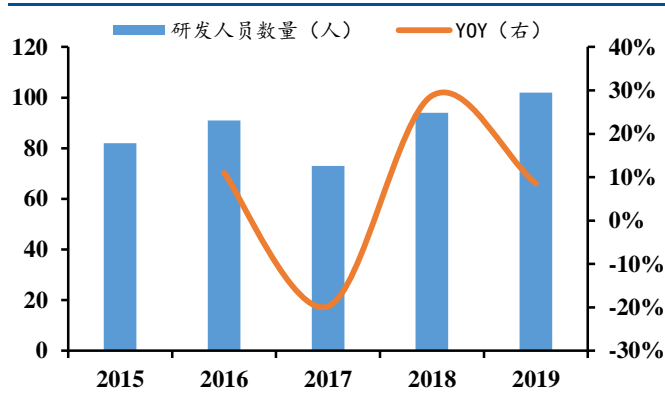
公司加强与高校联系，多渠道拓展研发能力。公司目前与南昌大学中德食品工程中心、江西农业大学食品科学与工程学院等科研院所建立长期合作关系；2018 年公司与朱蓓薇院士团队共建“院士工作站”。2014 年以来，公司研发支出从 0.29 亿元稳步上升至 0.69 亿元，科研人员数量从 2015 年的 82 人上升至 2019 年的 102 人。

图 20: 研发支出稳步提升



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 21: 研发人员数量稳步提升

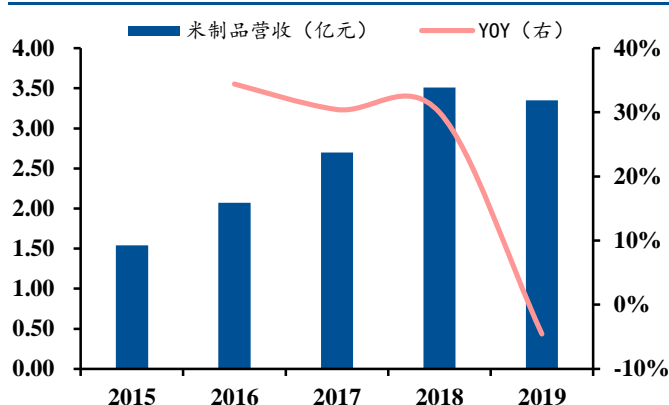


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3. 收购真真老老, 切入米制品领域

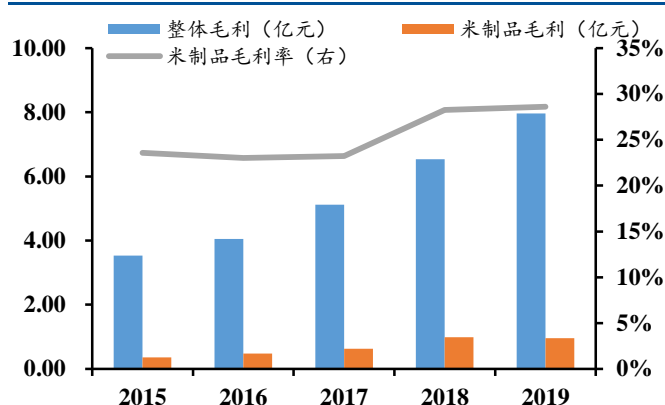
收购真真老老, 切入米制品业务。2015 年公司收购真真老老 67% 的股权, 将其纳入并表子公司。真真老老主营业务是生产销售粽子产品为主, 并涉及青团、麻薯、八宝饭等米制品。2015 年以来, 真真老老营收规模从 1.54 亿元升至 2019 年的 3.35 亿元。米制品业务有效地扩充了公司产品线并为公司带来稳定的利润贡献。2015~2019 年, 真真老老利润从 0.36 亿元升至 0.96 亿元, 发挥了和公司主业的协同作用。此外, 真真老老毛利率从 2015 年的 23.59% 升至 2019 年的 28.61%, 显示米制品业务市场竞争力得到明显强化。

图 22: 米面业务收入情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 23: 米制品业务毛利情况



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

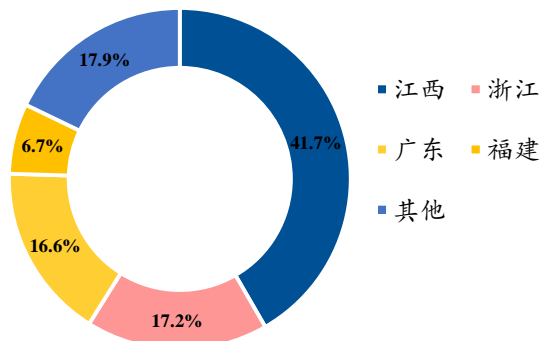
(三) 渠道优化仍有空间, 省外市场持续发力

1. 地区收入集中, 市场扩张空间巨大

赣浙粤闽为主要收入来源, 地区扩张潜力仍大。2019 年, 公司在江西/浙江/广东/福建市场的收入规模分别为 8.82/3.65/3.51/1.41 亿元, 占收入比重分别为 41.66%/17.24%/16.58%/6.66%。四大省份收入合计占比高达 82.14%。未来公司扩张主要有两个方向, 一是加密四大核心省级市场现有门店数量; 二是加大其他省份的扩张力度。从终端门店构成看, 2019 年江西/浙江/广东/福建市场的门店数量分别是 1262/183/806/303 家。按照各省收入及门店占比计算, 浙江、广东、福建门店密度相对江西仍有较大的提升空间。

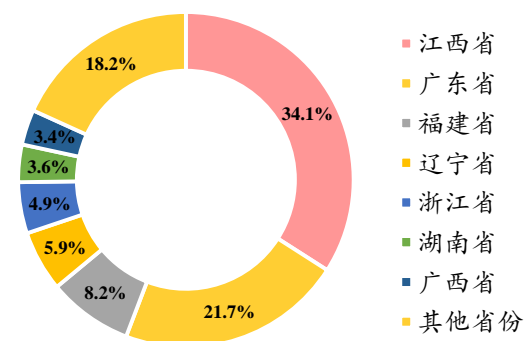
其中浙江省贡献 17.24% 的收入，却仅有 183 家门店，加密布局的空间仍然较大。

图 24: 各地区营业收入构成



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 25: 各省份终端门店构成



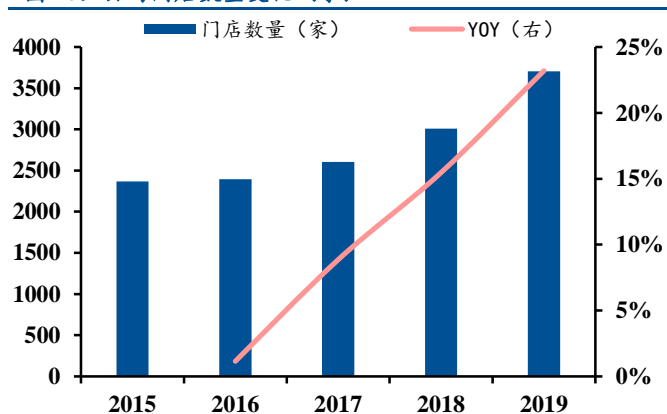
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2. 2020 年公司渠道端将继续保持快速扩张态势

公司门店数量从 2015 年的 2366 家上升到 2019 年的 3706 家，保持快速扩张态势。尤其是 2018、2019 年，门店数量同比增速分别达到 15.47%、23.20%，显示公司加速扩张的决心。**2020 年公司将继续加大省外市场开发及高铁、高速公路、机场、CBD 等高势能门店开拓力度。具体措施包括：(1) 组织结构调整。**2020 年公司将新增吉黑、云贵、川渝、山东、湖北 5 大省区，由去年 14 大省区，裂变为今年的 19 大省区。由总公司垂直管理各省区以加强组织扁平化、加快对市场变化的反应速度。此外，公司还计划将营销中心迁移至沿海经济发达地区，进一步吸收全国优秀人才，提升品牌全国知名度。**(2) 完善市场布局。**通过采取重点城市密集型布店，核心区域核心商圈集中爆破开发，门店拓展目标由原来的传统选址扩大到机场、高铁、商超、高速公路服务区，锁定不同人群，扩大销售渠道。**(3) 加快线上线下融合。**通过持续推动传统营销向互联网营销的转型升级，全力打造数字中心创新业务、赋能销售，通过外卖、020、微信、平台直播、CRM、无人零售、社区电商等互联网智能平台，进一步提升线上线下融合的全渠道销售模式。在公司销售终端快速扩张的同时，公司销售费用率保持在 13% 左右的合理比例。2018、2019 年公司门店扩张速度有所加快，导致销售费用率略有上行，但仍处于合理水平。

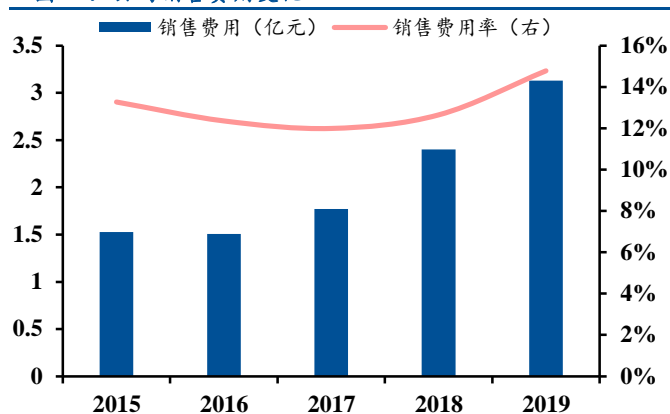
2020Q1 公司新开 165 家店面，其中直营店 19 家，超额完成计划。3 月份，公司由于疫情影响调整开店计划，从实际开店数量看，1~4 月新开 268 家，超额完成 219 家的计划数。Q2 开店计划经过调整后，开店目标定为 252 家，目前已开店 103 家。总体看，疫情对年初 1200 家新增店铺的开店计划略有影响，但从目前开店速度看，全年目标完成仍然较为乐观。

图 26: 公司门店数量变化 (家)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 27: 公司销售费用变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

(四) 产业链及渠道的协同作用显现, 经营效率稳步提高

1. 良好的成本控制能力

全产业链布局有效控制原材料成本。2019 年, 公司原材料成本占主营业务成本的比例在 87.5%, 原材料价格波动对公司盈利能力有较大的影响。公司主要原材料为鸭肉和鸭副产品, 包括鸭爪、鸭翅、鸭脖等。2012 年来, 国内平均鸭价从最低 16 元/公斤左右上行到 18.5 元/公斤左右, 鸭肉价格上行对公司经营造成一定的压力。受益于公司介入上游麻鸭养殖及肉鸭屠宰业务, 公司具备一定的原材料采购成本优势。2018 年公司成立战略储备委员会, 并引入战略储备管理, 通过加大鸭肉价格低点的原材料采购量, 有效地对原材料成本进行管理。从 2013 年开始, 公司原材料成本上行幅度就略低于公司主营业务成本端上行幅度, 显示公司良好的成本管理能力。

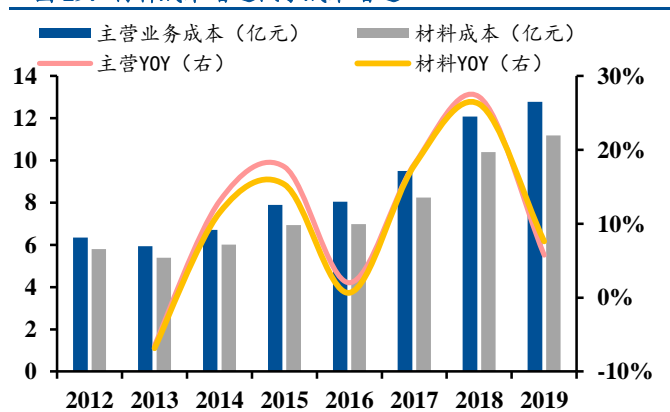
疫情期间公司合理分配库存, 加强低价位原料采购。2020 年疫情发生以来, 鸭货等主要原材料价格下行, 公司发挥战略储备管理制度的优势, 在原材料价格低位的时候, 加强采购。2020 年 4 月鸭苗成熟、大量投放市场, 价格出现下行, 公司启动大量采购, 截至 5 月, 关键原材料价格均在下降。预计 2020 年公司将能够有效控制主要鸭货的采购成本, 同时牛副产品、猪副产品价格有望从高位回落, 利好公司成本端。

图 28: 平均鸭价稳步提高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 29: 材料成本增速低于成本增速

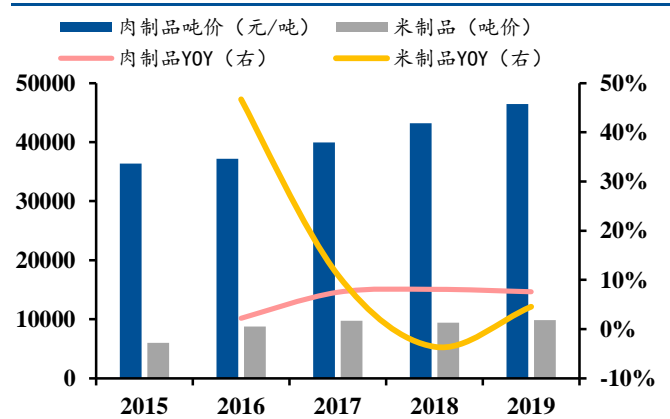


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2. 产品出厂吨价提升，竞争力不断强化

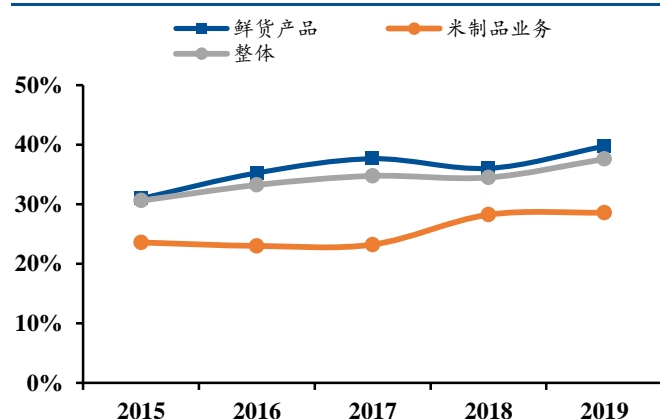
受益于成本控制及研发能力持续强化，公司卤肉制品业务的销售吨价出现稳步上行，从2015年的3.64万元/吨上升至2019年的4.65万元/吨，毛利率从2015年的30.97%上升至2019年的39.75%。公司米制品业务的销售吨价稳定在1万元/吨左右，但毛利率仍呈现出小幅上行的态势。从产品售价及毛利率变化可知，公司主要产品的竞争力正得到不断强化。

图 30: 主要产品吨价稳步提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 31: 毛利率稳步提高



资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、收入拆解与盈利预测

(一) 收入拆解

整体看，我们对公司未来的主业发展持乐观态度，随着新市场的开发及现有渠道的加密，公司整体营收增速将保持大双位数的中高速发展。其中鲜货业务的发展速度将略快于整体，米制品业务增速将略低于整体水平。

表 10：营收拆分、未来收入及增速测算（亿元）

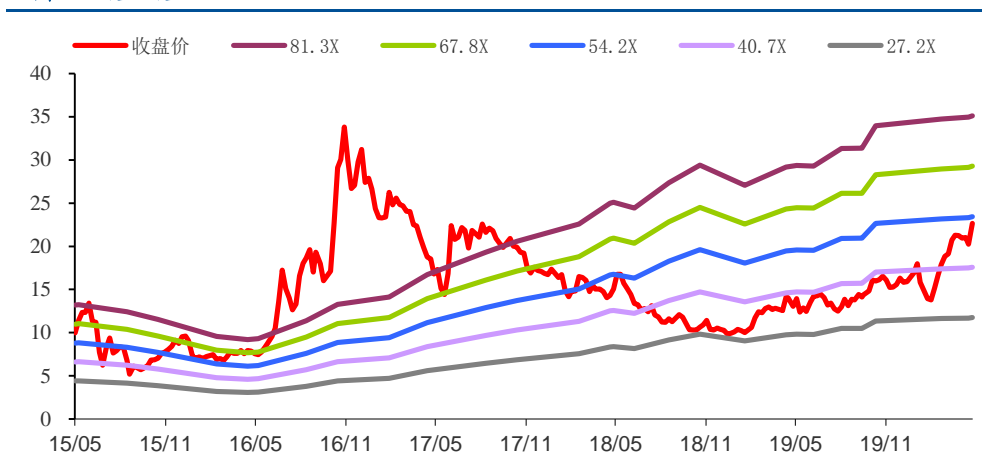
	2019A	2020E	2021E	2022E
收入情况				
整体收入	21.17	24.60	28.85	32.92
其中：				
鲜货产品	16.16	19.10	22.83	26.55
米制品业务	3.35	3.62	3.94	4.26
包装产品	0.71	0.78	0.87	0.95
屠宰业务	0.22	0.27	0.33	0.41
收入增速				
鲜货产品	-	16.20%	17.30%	14.08%
米制品业务	-	18.20%	19.50%	16.30%
包装产品	-	8.00%	9.00%	8.00%
屠宰业务	-	10.00%	11.00%	10.00%
鲜货产品	-	16.20%	17.30%	14.08%

资料来源：公司年报，民生证券研究院

(二) 盈利预测与估值分析

预计 20-22 年公司实现营业收入 24.60/28.85/32.92 亿元，同比+16.2%/+17.3%/+14.1%；实现归属上市公司净利润 2.81/3.41/4.03 亿元，同比+27.7%/+21.3%/+18.0%，对应 EPS 为 0.55/0.66/0.78 元。股价对应 PE 为 45/37/32 倍。公司 2020 年估值与休闲食品板块整体估值相当，考虑到公司未来主营业务有望提速扩张，维持“推荐”评级。

图 32：煌上煌 PE-Band



资料来源：Wind，民生证券研究院

五、风险提示

疫情冲击超预期，门店扩张速度不及预期，成本上涨超预期，食品安全问题等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,117	2,460	2,885	3,292
营业成本	1,321	1,509	1,783	2,023
营业税金及附加	19	24	27	31
销售费用	313	339	378	411
管理费用	159	184	215	247
研发费用	69	80	94	108
EBIT	236	323	388	471
财务费用	(9)	(9)	(11)	(9)
资产减值损失	0	1	2	2
投资收益	3	3	3	3
营业利润	264	351	421	501
营业外收支	8	6	7	6
利润总额	272	357	428	507
所得税	46	64	74	89
净利润	226	293	354	418
归属于母公司净利润	220	281	341	403
EBITDA	295	376	447	534

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1043	1320	1352	1849
应收账款及票据	55	53	69	74
预付款项	42	69	69	85
存货	638	629	911	812
其他流动资产	73	73	73	73
流动资产合计	1867	2161	2498	2916
长期股权投资	0	3	6	9
固定资产	623	681	749	812
无形资产	99	98	97	95
非流动资产合计	897	909	923	929
资产合计	2765	3069	3421	3845
短期借款	93	93	93	93
应付账款及票据	95	107	127	144
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	417	483	537	602
长期借款	10	10	10	10
其他长期负债	142	142	142	142
非流动负债合计	152	152	152	152
负债合计	569	635	689	754
股本	513	513	513	513
少数股东权益	44	56	69	84
股东权益合计	2196	2435	2732	3091
负债和股东权益合计	2765	3069	3421	3845

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.6%	16.2%	17.3%	14.1%
EBIT 增长率	19.7%	36.8%	20.2%	21.4%
净利润增长率	27.5%	27.7%	21.3%	18.0%
盈利能力				
毛利率	37.6%	38.7%	38.2%	38.5%
净利率	10.4%	11.4%	11.8%	12.2%
总资产收益率 ROA	8.0%	9.2%	10.0%	10.5%
净资产收益率 ROE	10.2%	11.8%	12.8%	13.4%
偿债能力				
流动比率	4.5	4.5	4.6	4.8
速动比率	2.9	3.2	3.0	3.5
现金比率	2.5	2.7	2.5	3.1
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	7.2	7.3	7.2	7.3
存货周转天数	159.8	151.1	155.5	153.3
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.8
每股净资产	4.2	4.6	5.2	5.9
每股经营现金流	0.4	0.8	0.3	1.2
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	57.6	45.1	37.2	31.5
PB	5.9	5.3	4.8	4.2
EV/EBITDA	32.3	25.1	21.1	17.1
股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	226	293	354	418
折旧和摊销	50	54	61	65
营运资金变动	(60)	48	(252)	142
经营活动现金流	217	393	160	622
资本开支	121	55	64	59
投资	30	0	0	0
投资活动现金流	(88)	(55)	(64)	(59)
股权募资	(5)	0	0	0
债务募资	14	0	0	0
筹资活动现金流	(25)	(60)	(64)	(66)
现金净流量	103	277	32	497

插图目录

图 1: 煌上煌发展历程.....	3
图 2: 公司收入增速.....	3
图 3: 公司利润增速.....	3
图 4: 公司各业务占比情况.....	4
图 5: 江西和广东地区贡献主要收入 (2019 年)	4
图 6: 煌上煌股权结构.....	5
图 7: 休闲食品市场规模.....	7
图 8: 卤制品市场规模.....	7
图 9: 休闲食品细分行业规模及增速 (亿元)	7
图 10: 休闲卤制品市场主要集中在华中、华东、华南.....	8
图 11: 煌上煌门店分布.....	8
图 12: 包装休闲卤制品比例增加 (亿元)	9
图 13: 品牌休闲卤制品占比逐渐增大 (亿元)	9
图 14: 休闲食品个销售渠道占比.....	9
图 15: 休闲食品各渠道增速.....	9
图 16: 休闲卤制品 CR3 仅为 15.70%	10
图 17: 行业集中度明显提升.....	10
图 18: 三大卤制品企业生产基地分布.....	11
图 19: 公司全产业链布局.....	12
图 20: 研发支出稳步提升.....	14
图 21: 研发人员数量稳步提升.....	14
图 22: 米面业务收入情况.....	14
图 23: 米制品业务毛利情况.....	14
图 24: 各地区营业收入构成.....	15
图 25: 各省份终端门店构成.....	15
图 26: 公司门店数量变化 (家)	16
图 27: 公司销售费用变化.....	16
图 28: 平均鸭价稳步提高.....	16
图 29: 材料成本增速低于成本增速.....	16
图 30: 主要产品吨价稳步提升.....	17
图 31: 毛利率稳步提高.....	17
图 32: 煌上煌 PE-Band.....	18

表格目录

表 1: 公司主要产品.....	4
表 2: 煌上煌现任核心管理层情况介绍.....	5
表 3: 公司激励计划考核要求.....	6
表 4: 公司激励计划分配情况.....	6
表 5: 休闲卤制品行业主要消费特点.....	8
表 6: 直营模式和加盟模式比较.....	10
表 7: 煌上煌、绝味食品、周黑鸭横向对比 (截至 2019 年底)	11
表 8: 煌上煌主要产品.....	13
表 9: 研发投入相关项目情况.....	13
表 10: 营收拆分、未来收入及增速测算 (亿元)	18

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。