

煌上煌 (002695.SZ)

卤制品赛道空间广，煌上煌展店高成长

2020年08月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

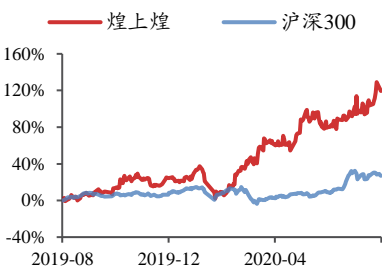
张宇光（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

日期	2020/8/12
当前股价(元)	28.73
一年最高最低(元)	30.23/12.86
总市值(亿元)	147.49
流通市值(亿元)	132.52
总股本(亿股)	5.13
流通股本(亿股)	4.61
近3个月换手率(%)	95.8

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 管理改善，空间广阔，高速扩张，首次覆盖给予“增持”评级

公司作为老牌卤制品公司，自2017年管理层变更以来重回高速增长通道，公司采取加盟模式高速开店带来业绩大幅提升，卤制品行业仍有两位数高增速，首次覆盖给予“增持”评级。预计2020-2022年公司营收增长17.4%、20.5%、19.8%，归母净利润分别为2.7、3.3、4.0亿元，分别增长23.3%、21.7%、21.2%，EPS分别为0.53、0.64、0.78元，当前股价对应PE分别为54.3、44.6、36.8倍。

● 卤制品行业稳步增长，品牌化趋势提升行业集中度

随着居民可支配收入的提升以及城镇化推进，休闲卤制品行业景气度持续向上，过去5年复合增速达19.5%，成长空间广阔。当前休闲卤制品行业CR3仅为15.7%，头部品牌公司具有品牌、原料、产能、供应链、营销、管理等多重优势，快于行业成长，行业集中度加速提升，煌上煌作为头部卤制品上市公司优势显著。

● 管理层革新后战略中心回到主业增长

煌上煌为老牌卤制品龙头，在2017年管理层换届后，公司积极推进战略改革，采取销售倾斜、股权激励等措施，大幅扩招销售人员，销售费用率和销售人员占比明显提升。公司铺开全国化布局，重回业绩成长的快车道。煌上煌品牌沉淀多年，在优势地区深入人心，深受消费者的认可。公司产品品类丰富，具有佐餐和休闲双重属性，适应更多不同消费场景，更有利于未来渠道下沉。

● 加盟模式高速拓店，快速打开空白市场，成熟供应链保驾护航

加盟模式的优点在于低成本、高扩张，快速进行线下渠道布局，业绩提升主要来自门店数量的快速增长，公司近两年大力扩张，拓店成绩优异，原先空白的市场快速扩张。公司计划未来几年保持每年1000家左右的开店节奏，2020年制定了未来三年千城万店规划。公司已形成养殖、屠宰、加工、配送、销售的全产业链覆盖，完善的供应链是公司重要的竞争优势，为公司不断拓展市场提供有力保障。

● 风险提示：食品安全风险，疫情发展影响，原材料涨价风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,898	2,117	2,486	2,997	3,590
YOY(%)	28.4	11.6	17.4	20.5	19.8
归母净利润(百万元)	173	220	272	331	401
YOY(%)	22.7	27.5	23.3	21.7	21.2
毛利率(%)	34.5	37.6	38.3	38.9	39.9
净利率(%)	9.1	10.4	10.9	11.0	11.2
ROE(%)	9.3	10.3	11.6	12.5	13.3
EPS(摊薄/元)	0.34	0.43	0.53	0.64	0.78
P/E(倍)	85.3	66.9	54.3	44.6	36.8
P/B(倍)	7.8	6.9	6.2	5.5	4.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 专注卤制品业务，管理革新，高速增长.....	4
2、 卤制品景气度持续向上，行业集中度仍可提升.....	5
2.1、 行业快速扩容，成长空间广阔	5
2.2、 行业集中度低，品牌化率提升	5
2.3、 加盟模式在当前扩张时期优势明显.....	6
3、 公司管理革新，开店节奏加快提升业绩.....	8
3.1、 公司治理 2017 年以来明显改善	8
3.2、 产品丰富，品牌沉淀，具有休闲佐餐双重属性.....	9
3.3、 门店爆发式增长，继续加大拓店力度.....	10
3.4、 全国扩张仍空间广阔	11
3.5、 布局米制品领域，收购真真老老	13
3.6、 完整的供应链助力公司高速扩张	14
4、 盈利预测与投资建议	15
5、 风险提示	16
附： 财务预测摘要	17

图表目录

图 1: 煌上煌实际控制人为徐桂芬家族	4
图 2: 煌上煌的主营业务为鲜货卤制品	4
图 3: 2019 年公司营收增长 11.56%	5
图 4: 2019 年公司归母净利增长 27.45%	5
图 5: 中国休闲卤制品市场不断扩大	5
图 6: 我国人均可支配收入稳步提升	5
图 7: 休闲卤制品行业 CR3 仍占比较低	6
图 8: 休闲卤制品行业向品牌化发展	6
图 9: 绝味食品、煌上煌门店数量明显领先.....	7
图 10: 绝味食品、煌上煌增速表现较好，周黑鸭持续下降.....	7
图 11: 采用直营模式的周黑鸭单店收入逐年下降.....	8
图 12: 采用直营模式的周黑鸭毛利率更高.....	8
图 13: 煌上煌门店及生产基地覆盖全国大部分地区.....	8
图 14: 煌上煌 2015-2019 年加盟数量店大幅增长	8
图 15: 煌上煌销售费用率 2017 年以来稳步提升.....	9
图 16: 煌上煌销售人员占比 2017 年以来逐步提升.....	9
图 17: 煌上煌 2020 年计划开店集中在二三季度.....	13
图 18: 煌上煌 2019 年江西、广东、福建收入占比达 65%	13
图 19: 米制品业务收入 2019 年有所下降	13
图 20: 米制品业务毛利率稳步增长	13
图 21: 公司全产业链优势明显	14
表 1: 三家卤制品上市公司产品特点各不相同.....	6
表 2: 直营与加盟模式各有优劣，扩张时期加盟模式更合适.....	7

表 3: 煌上煌与真真老老品牌荣誉	10
表 4: 高势能门店与传统社区店对比	10
表 5: 2019 前十大销售额门店中一半为 2017 年以来新开门店	11
表 6: 2019 年公司在浙江、江苏、山东、贵州等新市场拓店表现优异	12
表 7: 供应链方面绝味产品日配到店	15
表 8: 分项收入预测: 鲜货业务是主要收入来源	15
表 9: 可比公司估值表	16

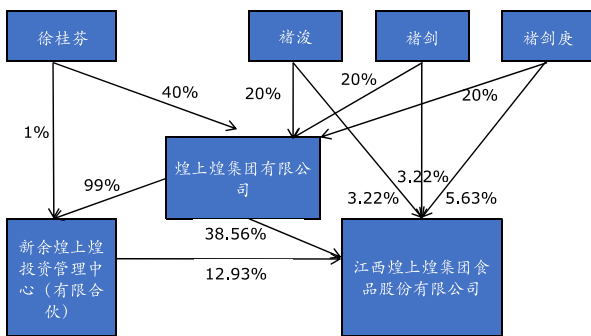
1、专注卤制品业务，管理革新，高速增长

公司起源于江西，是老牌卤制品头部企业。1993年煌上煌始创于江西南昌，以佐餐卤菜起步，经过多年深耕发展，公司主要业务为酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品；2012年登陆深交所，2015年公司收购浙江真真老老进入米制品行业，进一步优化产品结构，全公司产品品种现已达二百多个。2019年公司鲜货产品收入占比77%，是主要收入和利润来源。

公司为民营家族企业。公司核心管理层为实际控制人，深耕行业多年经验丰富。煌上煌为家族控股企业，实际控制人为徐桂芬、褚建庚、褚浚、褚剑，徐桂芬家族直接及间接合计持有上市公司股份比例为63.37%。

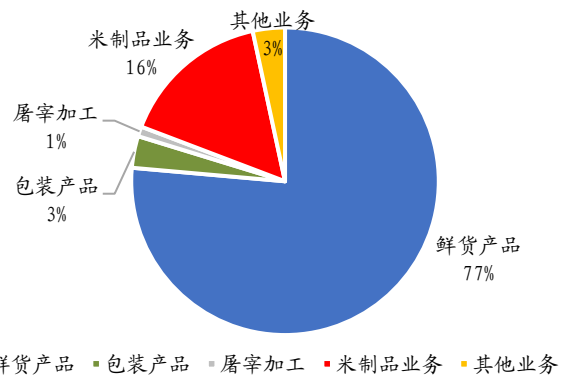
股权激励计划前两期顺利解锁。公司在2018年提出股权激励计划，授予224人核心管理层及技术业务骨干1393万股限制性股票，占授予前公司总股本的2.79%。激励方案对业绩考核要求2018-2020年净利润增速分别不低于25.00%、20.00%、33.33%，前两期已顺利解锁。本次股票激励改善了公司的激励机制，有利于公司上下人员齐心协力提振业绩。

图1：煌上煌实际控制人为徐桂芬家族



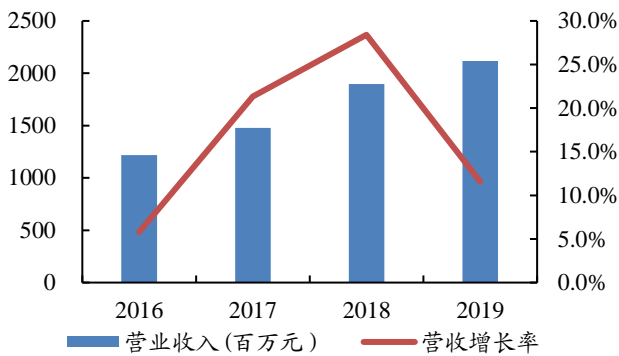
资料来源：公司年报、开源证券研究所

图2：煌上煌的主营业务为鲜货卤制品

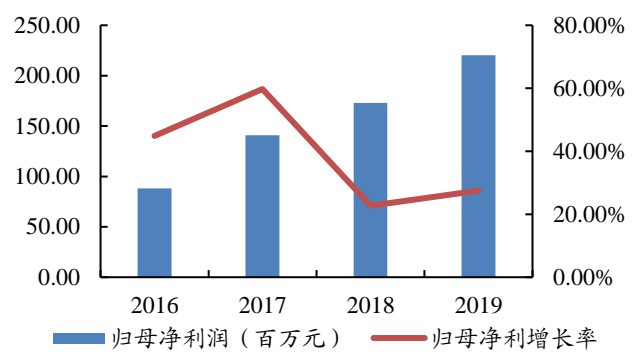


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司业绩表现亮眼。2017年公司管理层变革，增长进入快车道，公司营收增速从2016年的5.8%提升至2017、2018、2019年的21.3%、28.4%、11.5%，三年复合增速达20.23%，营收总额从2016年的12.18亿元提升至2019年的21.17亿元；公司2019年实现归母净利润2.20亿元，同比增长27.45%；每股收益0.43元，同比增长26.47%。

图3: 2019年公司营收增长11.56%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2019年公司归母净利增长27.45%


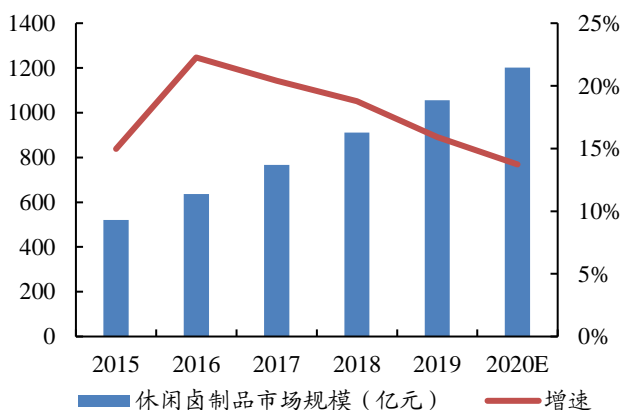
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、 卤制品景气度持续向上，行业集中度仍可提升

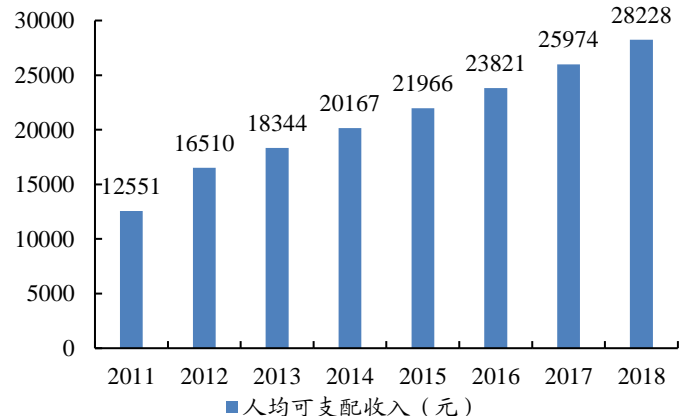
2.1、 行业快速扩容，成长空间广阔

卤制品行业快速增长，空间广阔。卤制食品是我国传统美食，风味香辣浓郁，具有一定成瘾性。据公司年报和 Frost & Sullivan 数据显示，中国休闲食品行业中，增速前三子行业分别为休闲卤制品、烘焙食品和坚果食品，2013-2018 年均复合增速分别为 20.0%、12.8%和 11%，卤制品行业增速领跑休闲食品各子板块，2019 年休闲卤制品行业市场规模达 1056 亿元，同比增长 15.9%，预计到 2020 年末中国休闲卤制品零售额将超过 1200 亿元，行业空间广阔。

从需求角度看，卤制品行业增长一方面来自于居民消费习惯改变，年轻群体正在成为消费主力，城镇化率提升、人口流动以及生活节奏加快，使得一线城市消费习惯向线城市传导；另一方面随着国内经济发展及居民可支配收入的提升，消费者对高质美味的品牌卤制食品有了更大的需求。从供给角度来看，卤制品企业的生产模式出现由传统作坊向规模化生产过渡，门店为主的连锁经营模式拉近了卤制品美食与消费者的距离。

图5: 中国休闲卤制品市场不断扩大


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图6: 我国人均可支配收入稳步提升


数据来源: 统计局数据、开源证券研究所

2.2、 行业集中度低，品牌化率提升

卤制品行业集中度仍较低。目前国内休闲卤制品行业 CR5 企业分别为绝味食品、

周黑鸭、煌上煌、紫燕百味鸡、久久丫，市场份额合计占比仅 20.2%，其中绝味食品和周黑鸭、煌上煌分别占比 8.5%和 4.6%、2.6%，三家卤制品上市公司产品各有特点，休闲卤制品行业市场容量巨大，市场份额集中度较低。

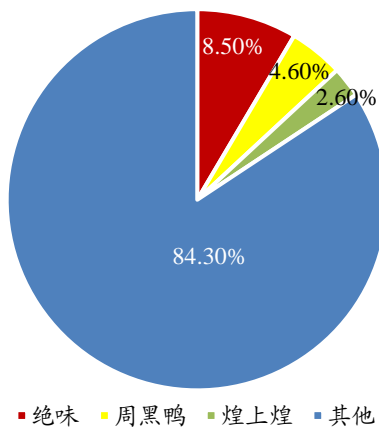
表1: 三家卤制品上市公司产品特点各不相同

品牌	产品特点	产品特点
绝味食品	鸭脖为核心单品，消费场景偏休闲	散装为主，口味丰富 以禽类产品为主
煌上煌	佐餐卤制品起家，拓展休闲场景 双重属性有利于渠道下沉	散装为主，酱卤口味 禽畜产品丰富，品类多
周黑鸭	定位高端休闲，口碑较好	氮气 MAP 包装，口味甜辣 以禽类产品为主

资料来源：开源证券研究所

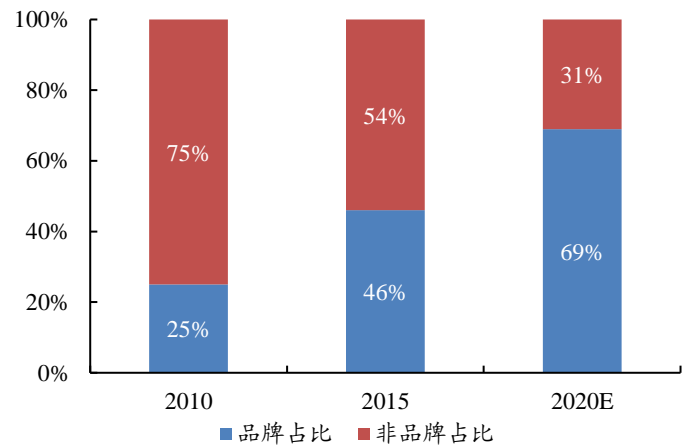
行业向连锁品牌化发展。随着经济增长，消费者越来越注重食品口味及安全，青年人群越来越看重休闲食品的品牌、在意休闲食品的携带便利性，对价格敏感度不强。已形成规模优势的大企业持续加大原料、生产、物流、营销、管理等方面的投入，逐步建设品牌护城河。传统作坊小店受制于技术、产能，经营效率低下，抗风险能力较差，规模化生产且供应链完善的品牌企业将逐步胜出。根据 Frost&Sullivan 数据显示，卤制品行业品牌产品所占市场份额在过去十年以来大幅提升，涌现出了绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕百味鸡、久久丫等全国性企业，也有留夫鸭、藤桥、初旭、路先生、卤东东等区域性品牌，卤制品行业品牌化、集中化趋势明显。

图7: 休闲卤制品行业 CR3 仍占比较低



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图8: 休闲卤制品行业向品牌化发展

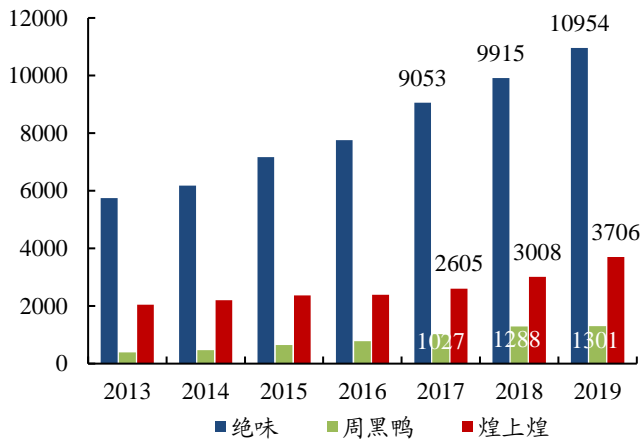


数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

2.3、加盟模式在当前扩张时期优势明显

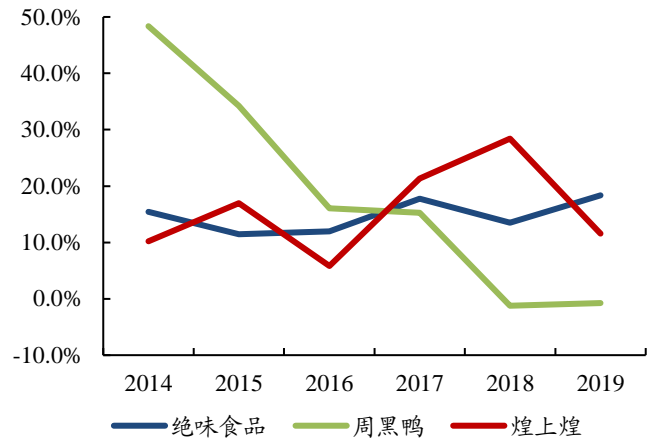
加盟模式更适合当前格局下头部企业跑马圈地。对比行业头部企业，可以看出加盟模式与直营模式两种不同运营策略下，企业的扩张速度、经营业绩均有不同。以绝味食品、煌上煌为代表的加盟模式采取低成本、快扩张的形式进行线下渠道布局，门店数量快速增加，带来收入持续增长。以周黑鸭为代表的直营模式下，毛利率高，产品质量好，管理效率更高，但也存在新开店成本高，开店节奏慢等劣势。

图9: 绝味食品、煌上煌门店数量明显领先



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图10: 绝味食品、煌上煌增速表现较好, 周黑鸭持续下降



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

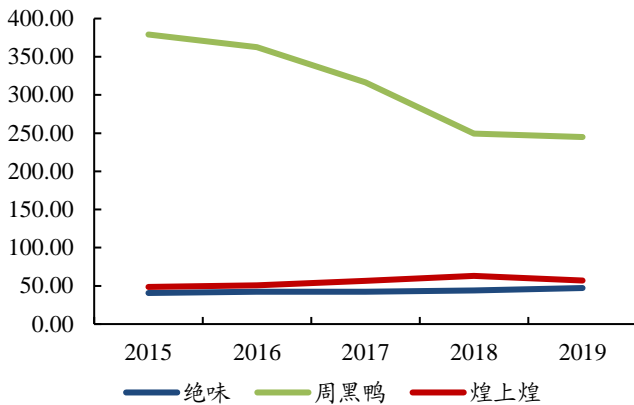
表2: 直营与加盟模式各有优劣, 扩张时期加盟模式更合适

	加盟模式	直营模式
销售对象	公司产品销售给渠道加盟商	门店直接销售给终端消费者
权益归属	加盟商投资拥有门店收益	公司自负盈亏
员工安排	人事归属加盟商, 接受公司培训	公司直接招聘
优势	公司资本开支小, 开店速度快 加盟商帮助公司快速熟悉新市场	产品品质控制更好, 毛利更高 公司管理效率更高
劣势	终端销售额部分让利给加盟商 产品管控难度更大	人力及资金投入要求高 扩张速度慢

资料来源: 开源证券研究所

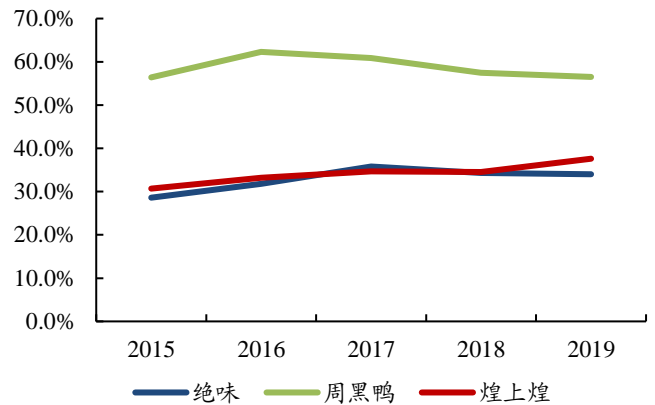
加盟模式下公司扶植渠道商成长, 提升拓店积极性。绝味食品和煌上煌加盟模式类似, 门店初期投入小店通常在 15-20 万, 一般 3-6 个月可实现收支平衡, 回本时间一般 10-12 个月, 慢的 18 个月也可做到, 投资回收期较短, 利润率平均可达到 15% 左右, 加盟商回报率较高, 公司可提供各类优惠政策, 包括加盟费返点、员工培训等, 该模式可复制性强, 适合跑马圈地, 加盟商有更好的拓店意愿。而周黑鸭的直营模式下, 公司产品定位高价高质, 公司单店收入及毛利率均大幅高于加盟模式下的绝味食品和煌上煌, 但随着公司规模扩张, 该模式下费用较高、复制性差、单店管理难度加大等缺点逐渐显现, 门店扩张陷入瓶颈, 单店收入和毛利率均呈现下降趋势。

图11: 采用直营模式的周黑鸭单店收入逐年下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 采用直营模式的周黑鸭毛利率更高



数据来源: Wind、开源证券研究所

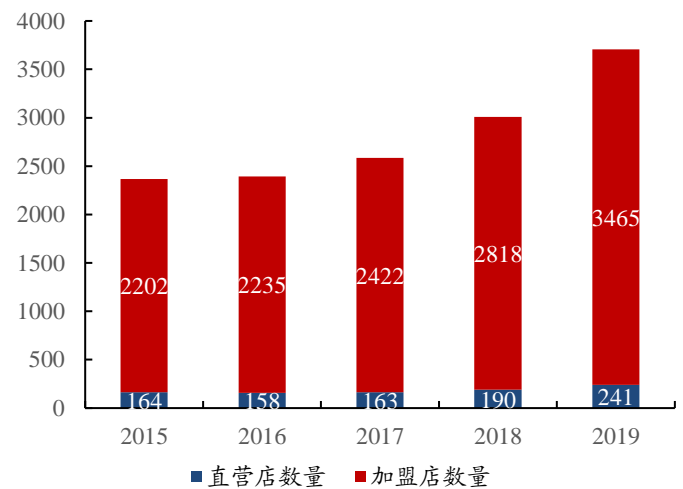
煌上煌加盟拓店成果显著。煌上煌 2017 年末门店数仅为 2605 家, 经过 2 年时间大力扩张, 2019 年底公司在全国共开设了 3706 家门店, 其中直营门店 241 家, 加盟店 3465 家, CAGR 达 19.27%, 形成了覆盖全国的以直营为辅加盟为主的连锁销售网络, 拓店效果显著, 加盟商与公司共同成长。同时周黑鸭面对当前形势, 主动改变思路, 于 2019 年下半年开放加盟, 也印证了在当前格局下, 卤制品头部企业采取加盟战略更为合适。

图13: 煌上煌门店及生产基地覆盖全国大部分地区



资料来源: 公司年报

图14: 煌上煌 2015-2019 年加盟数量店大幅增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

3、公司管理革新, 开店节奏加快提升业绩

3.1、公司治理 2017 年以来明显改善

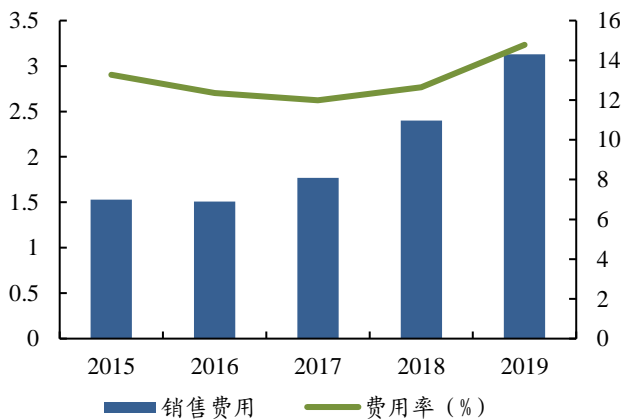
2012-2016 年公司增长脚步放缓。煌上煌上市后, 2013-2016 年开店节奏趋于保守, 在省外扩张加盟商选择方面, 以小型加盟商为主, 尝试学习江西的社区店模式, 扩张较为缓慢; 在拓店政策方面, 对新加盟商缺乏支持, 拓店团队组建不够充分。公司未能踩准新启的休闲卤制品行业高速发展的浪潮、抓住全国化扩张机遇, 经营管理上仍存在组织架构不规范、激励机制不完善等局限性, 同时原材料价格和商业地产租金价格持续上涨, 提升了公司成本费用, 自上市至 2016 年公司实际业绩表现

一般。

2017 年管理层换届，优化激励机制，业绩表现亮眼。2016 年下半年公司在销售考核机制上主动变革，调动员工积极性；2017 年董事会换届，管理层顺利实现新老交接，新任管理层褚浚、褚剑上任，新董事长为原创始人儿子，自 1997 年就开始在煌上煌任职，在各个岗位都有过充分历练，了解公司运营各个环节。新管理层引入现代职业化企业管理理念，在人才引进、原料储备和快速展店等方面布局新的战略规划，扭转业绩颓势，2017 年即实现营业收入增长 21.3%。

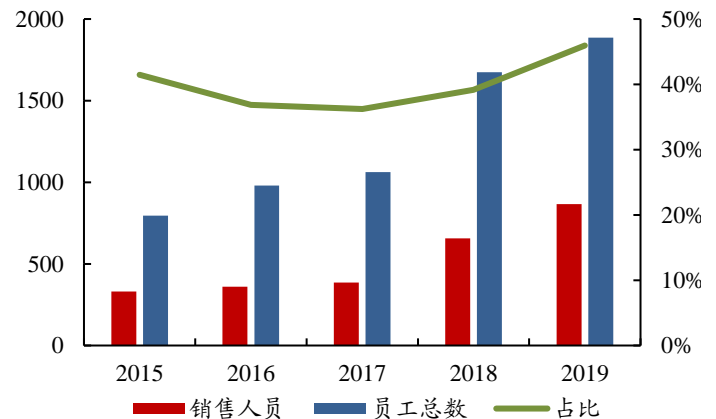
2016 年公司将业绩激励更多向销售端倾斜，将公司奖金池中的 70% 用于销售团队的激励，确立了销售人员基本工资外加业绩提成和奖金的薪酬模式，同时引入不同地区销售内部竞争模式，激发营销热情，公司销售费用率近 2 年稳步提升。2018-2019 年连续两年公司员工人数明显增加，其中销售人员增加近 500 人，反映出公司门店快速扩张的终端销售人员需求。

图15: 煌上煌销售费用率 2017 年以来稳步提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 煌上煌销售人员占比 2017 年以来逐步提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

实际控制人增持彰显信心。2019 年 5 月 14 日至 2019 年 11 月 13 日期间，公司实际控制人通过煌上煌投资于二级市场累计增持 586 万股，成本均价为 13.1 元/股，合计增持金额近 8000 万元，占公司现有股本 1.14%，彰显实控人对公司未来发展前景的信心。

3.2、产品丰富，品牌沉淀，具有休闲佐餐双重属性

煌上煌产品品类丰富。煌上煌在江西以佐餐卤制品起家，整鸭、鸭腿、牛肉等经典单品均具有佐餐属性，餐桌占比较高，产品除了绝味食品、周黑鸭主打的禽类产品外，也包括畜类产品，因此煌上煌的产品品类最为丰富，包装主要采用称重散装，口味偏酱卤香，2017 年新管理层上任以来，公司主动布局休闲卤制品赛道，产品具有休闲和佐餐的双重属性，该特点将有利于公司未来渠道下沉。

双重属性具有适应更多消费场景的优势。近几年休闲卤制品迅猛发展，小份量、标准化的产品模式把卤制品的消费场景从餐桌扩展到了旅游出行、娱乐休闲等，推升了行业天花板，煌上煌正是抓住了这一机遇，果断发力休闲卤制品领域，实现了业绩快速成长。类似于饮品行业中咖啡和新茶饮相互渗透的现象一样，休闲卤制品和佐餐卤制品也在相互融合，如绝味食品推出了现做热卤品牌“绝味鲜货”，以及主打轻堂食场景的串串产品“椒椒有味”；周黑鸭尝试过推出小龙虾产品。而煌上煌在向外扩张时产品矩阵更为丰富，以禽类、畜类产品为核心，延伸了其他蔬菜、水产

和豆制品，未放弃餐桌场景的需求。实际上随着生活节奏的加快，城镇居民工作时间延长、双职工家庭日益增多，家庭的下厨时间将明显收到挤压，煌上煌未来在铺设社区门店和菜场门店时，佐餐属性的优势将会逐步显现。

煌上煌品牌沉淀多年，优势地区深入人心。经过 20 多年的积累，“煌上煌”品牌在江西、广东、福建、辽宁等多个区域的消费者心目中得到了高度评价，公司在多年经营中获得大量荣誉。公司旗下米制品真真老老在江浙地区也具有较高知名度，屡次获奖。

公司提出全新品牌定位“好味道，匠心造”，推动品牌全国化、年轻化、匠心战略，通过媒体广告投放、门店形象升级等助力门店标准化打造和品牌刷新建设，赞助体育赛事，提高品牌知名度。另外公司通过与阿里、美团、大众点评等电商平台合作实现客户精准画像，实现线上线下融合，持续扩散品牌传播，提升消费者忠诚度。预计公司的品牌形象将随着高速拓店，从华东华南地区逐步向全国渗透，成长为全国型的知名卤制品品牌。

表3: 煌上煌与真真老老品牌荣誉

煌上煌	真真老老
“皇禽及图”荣获“中国驰名商标”	“中华名小吃”
“皇禽及图”评为江西省著名商标	“浙江省老字号”
江西民营企业 10 强	嘉兴市著名商标
全国主食加工示范企业	全国粽子文化节金奖
国家禽肉加工技术研发专业中心	

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.3、门店爆发式增长，继续加大拓店力度

以高势能门店为突破口打开新市场。2017 年新管理层上任后，公司改变拓店策略，学习周黑鸭抢占高铁、机场、综合体等区域，通过直营或与老加盟商合作，利用高势能门店在当地切入市场，树立旗帜；再吸引当地商业资源和管理经验丰富的大加盟商，以及积极奋进的年轻加盟商。

表4: 高势能门店与传统社区店对比

	高势能门店	传统社区店
地段	高铁、机场、大型综合体	深入社区或小型商超
消费者属性	商旅人事、高收入人群、年轻消费者	中青年消费者
规模	面积更大、产品更多	面积较小、供货
优势	单店收入更高、覆盖人群量大	资金投入不高、易于复制 深入社区、复购率高
劣势	资金投入要求高 总量有限、扩张速度慢	单店收入低 覆盖半径较短、人群较少

资料来源：开源证券研究所

商圈效应使各品牌高势能门店得以共存。在抢占高势能门店的问题上，实际上高铁、机场、综合体的消费者流量足够大，核心地段的商圈效应使得该区位能够容纳竞争对手的同时存在，而同品牌门店有自身辐射半径，距离太近容易争夺自家客户，不适合新开。该现象类似于肯德基和麦当劳的跟随策略，企业布局门店时，所选定的位置是经过周密的人流量计算和目标市场精心调研后的结果，选址上的最优

解已经被发现，那么新进入的对手选址最优解则是非常靠近的位置开店。另外，当前卤制品行业仍处在高速发展期，品牌集中度低，头部公司竞争未达零和博弈的激烈状态，而是共同携手做大行业蛋糕。

从公司 2019 年前 10 大销售额门店看，一半为 2017 年以来新开门店，其中 4 店为开在交通枢纽或商业综合体的高势能门店，拓店成效显著。

表5: 2019 前十大销售额门店中一半为 2017 年以来新开门店

序号	门店名称	直营/加盟	门店地址	开业日期	门店面积 m ²	自有物业/租赁物业	2019 年 BRP 销售额 (万元)
1	直属总社	直属	江西南昌市西湖区站前路慧园街综合大楼 20 号	1993/9/1	96	租赁物业	1635
2	直属东湖	直属	江西南昌市东湖区象山北路 143 号	2003/7/14	120	租赁物业	748
3	直属新建总店	直属	江西南昌市新建莱卡小镇旁	2017/11/2	83.7	租赁物业	655
4	宝安北站二店	加盟	深圳市北站候车厅	2015/9/26	20	租赁物业	483
5	李渡 2	加盟	江西南昌市新建李渡菜场	2006/10/1	35	租赁物业	456
6	吉安泰和	加盟	江西吉安泰和县中山路 3 号	2018/4/12	38	租赁物业	445
7	广州火车南站三店	加盟	广州南站高架候车层广 2-04 号	2017/12/8	50	租赁物业	417
8	直属昌北机场店	直属	江西省南昌昌北国际机场 T2 航站楼 二层出发大厅隔离区内 A 指廊编号 A2S9-1	2018/8/12	31.4	租赁物业	399
9	宜春靖安新大街店	加盟	江西宜春靖安县新大街 46 号	2018/3/17	20	租赁物业	375
10	上饶信州区解放路店	加盟	上饶市解放路 7 号八角塘菜场旁	2010/1/1	50	租赁物业	368
小计							5981

资料来源：公司年报、开源证券研究所

高势能店树立旗帜，社区店亲近消费者。煌上煌通过高势能门店在新市场突破后，再吸引当地优势加盟商加入，进一步铺开门店；布局传统社区门店后，可以充分发挥公司产品佐餐和休闲双重属性优势，在相对较小的辐射半径内，提升消费者的餐桌占比，深度挖掘市场，进一步提升业绩。

从各家公司当前策略上看，周黑鸭高举高打，率先布局高势能门店，与公司高端休闲卤制品定位相符，目前陷入瓶颈，逐步开放加盟，是自上而下的布局逻辑；绝味食品通过加盟完成全国布局，学习周黑鸭开拓高势能门店，是自下而上的布局逻辑。煌上煌在开拓新市场时，吸取两家竞争对手优点，利用高势能店引爆热点，同时依靠社区店渠道深耕贴近消费者，发挥双重属性优势，开店成果显著。

截止 2019 年底，公司卤制品业务拥有 3706 家专卖店，其中直营门店 241 家、加盟店 3465 家，销售网络覆盖了全国 26 个省或直辖市、194 个地级市。2019 年，公司新开门店 1092 家，关闭门店 394 家，净增门店 698 家，全年开店势头迅猛，带动业绩高增。

3.4、全国扩张仍空间广阔

全国化布局顺利推进。从公司 2017-2019 年开店节奏看，高势能店树立旗帜，商超社区店亲近消费者的策略得到验证，开店存活率高。随着公司供应链布局逐步推开，在高效合适的拓店策略下，公司有望成功复制绝味食品的扩张路径。公司计划未来几年保持每年 1000 家左右的开店节奏，2020 年制定了未来三年千城万店规划。

2019年煌上煌江西、广东、福建三个卤制品优势地区收入占比达到65%，其他地区仍有较大增长空间。浙江地区业绩主要为米制品业务贡献，观察2019年各地区开店数，内蒙古、黑龙江、山东、贵州、重庆、海南等空白市场均从1-2家门店爆发式拓展到几十家门店；陕西、吉林、北京、上海等已初步布局地区门店数增长50%以上，进一步提升渗透率；江西、广东、福建等成熟地区门店增长稳健，基本在10%左右。

表6: 2019年公司在浙江、江苏、山东、贵州等新市场拓店表现优异

序号	地区	2019年初门店数量	新增门店数量	关闭门店数量	2019年底门店数量
1	江西省	1,158	146	42	1,262
2	广东省	731	184	109	806
3	广西省	114	43	31	126
4	福建省	285	58	40	303
5	辽宁省	205	42	30	217
6	北京市	20	24	7	37
7	陕西省	58	49	11	96
8	甘肃省	1	0	0	1
9	山西省	7	9	1	15
10	上海市	14	17	0	31
11	浙江省	132	81	30	183
12	河南省	62	40	18	84
13	河北省	13	13	7	19
14	天津市	7	12	1	18
15	江苏省	28	40	9	59
16	安徽省	39	25	17	47
17	山东省	1	44	0	45
18	湖南省	81	84	31	134
19	湖北省	19	12	6	25
20	内蒙古	5	10	1	14
21	贵州省	1	60	0	61
22	黑龙江	2	23	0	25
23	吉林省	23	21	2	42
24	云南省	1	5	0	6
25	重庆市	1	19	1	19
26	海南省	0	31	0	31
	合计	3008	1092	394	3706

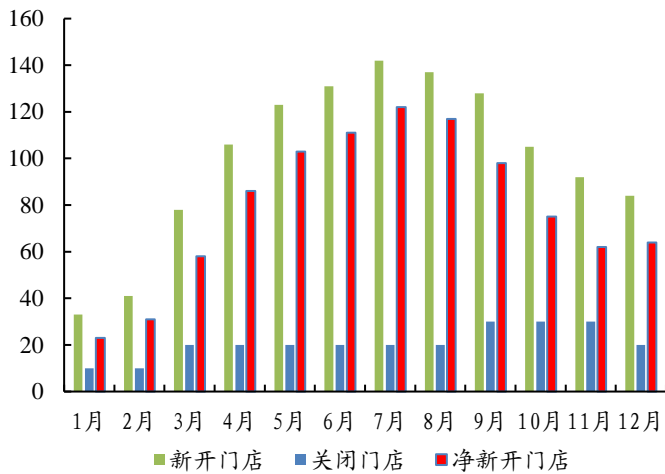
数据来源：公司年报、开源证券研究所

预计2024年公司门店达到万家。根据公司年报，2020年公司计划新开门店1200家，主要来源于省外新拓展市场，包括山东、云贵、川渝、广西、浙江、上海、北京等省市市场；计划关闭门店250家，其中当年新开店关店预计70家，其余关闭门店为优化门店管理需要淘汰的经营不善门店。全年净新开店950家，计划开店集中在4月至9月，尽管2020年1月底发生新冠疫情，对实体经济产生较大冲击，截止2020年5月底，公司当年共新开门店472家，其中300多家是4-5月新开的，开店形势超出预期，上半年预计完成600家的开店目标。考虑到卤制品行业仍有双位

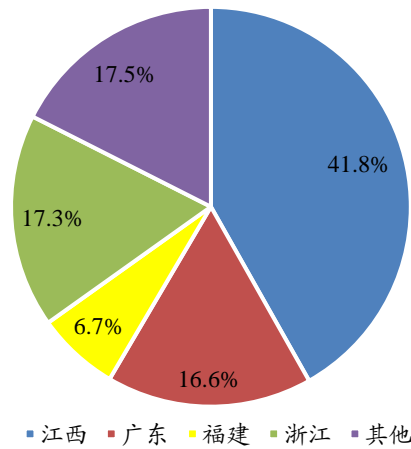
数增长，品牌集中度低，预计煌上煌全国化布局在 5 年内顺利完成，公司提出未来三年千城万店的规划，每年开店在 1000 家左右。

图17: 煌上煌 2020 年计划开店集中在二三季度

图18: 煌上煌 2019 年江西、广东、福建收入占比达 65%



数据来源: 公司年报、开源证券研究所



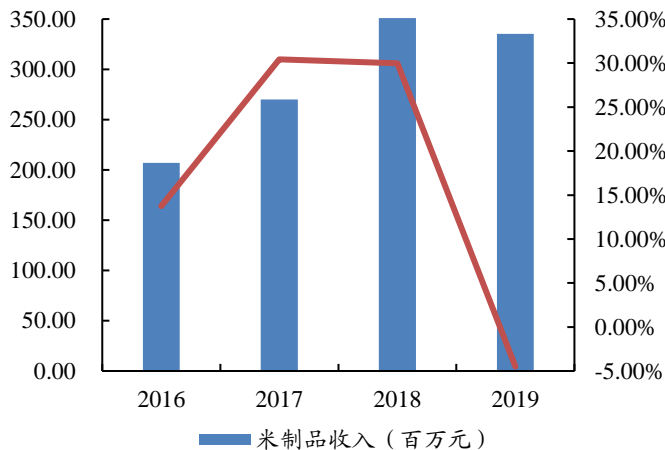
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

3.5、布局米制品领域，收购真真老老

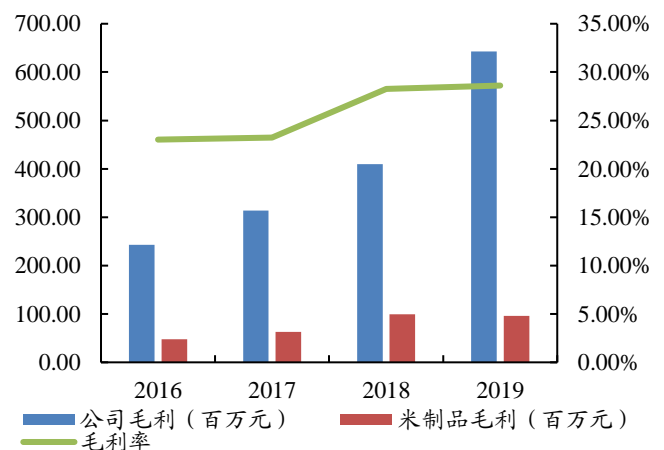
切入米制品业务，收购真真老老。2015 年真真老老被公司顺利收购，真真老老以浙江区域为依托，主营业务生产销售粽子、麻薯、八宝饭等米制产品。2016 年以来，公司米制品收入从 2.07 亿元提升至 2019 年的 3.35 亿元，公司 2019 年调整线上线下渠道，收入较前年微降；米制品业务毛利率近年稳步增长，2019 年达 28.61%。

图19: 米制品业务收入 2019 年有所下降

图20: 米制品业务毛利率稳步增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

2019 年公司对真真老老的业务结构进行了调整，把电商业务中亏损部分剥离，推进品牌升级，让米制品业务更健康的发展，虽然销售业绩微降，但是销售渠道结构更好；同时 2019 年真真老老陆续引进了关键管理人员，包括电商、品牌、后台管理的人才；加大了成本管控，引入总部战略储备制度，在大米价格涨价之前，主动储备 5000 吨糯米，基本把 2020 年全年消耗量锁定，另外猪副产品、粽叶等主要原材料，也基本锁定成本。真真老老定位在米制品业务，粽子占销售的 60%以上，还包括青团、八宝饭、早餐食品，和方便食品，同时真真老老还有定制和代工业务，

与包括盒马生鲜、来伊份、良品铺子等品牌进行合作。

2020年由于新冠疫情，真真老老在一季度销售额同比减少1000多万，进入二季度旺季，真真老老开始发力，2019年的主动调整开始显现效果，真真老老品牌的宣传策划，产品的包装均提升档次，电商部分扭亏为盈，内部管理的优化有效降低了费用率。根据调研信息，真真老老2020年一季度实现收入4000万元，二季度进入端午节销售旺季，公司预计实现收入3亿元，全年达到4亿元，同时公司规划真真老老到2022年收入达到8亿，较2019年提升150.7%。

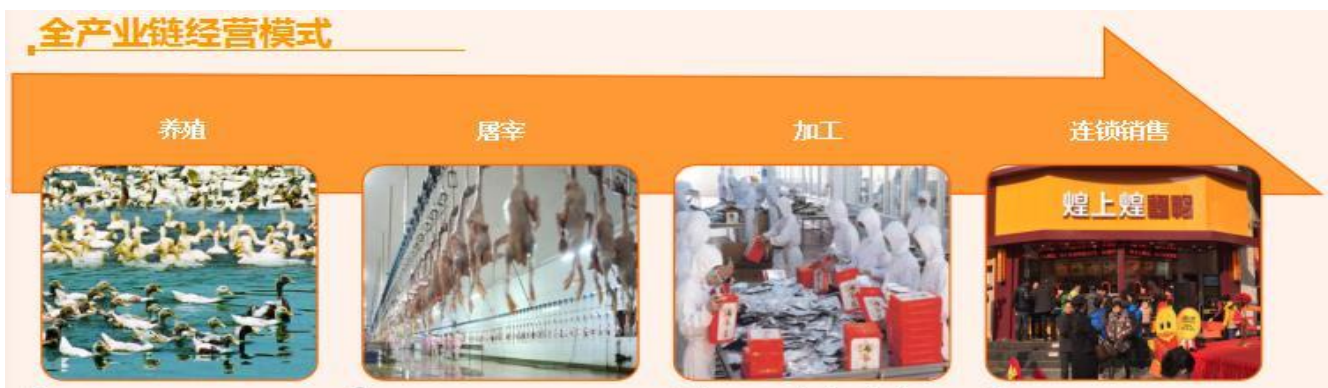
3.6、完整的供应链助力公司高速扩张

原材料采购商合作稳定持久。原材料成本占公司主营业务成本的87%左右，其中主要原材料肉鸭、鸭脚、鸭翅、鸭脖以及牛肉约占主营业务成本的60%左右。在原材料采购环节，公司“一般模式”下原材料的主要供应商已多年合作，品质优良，此外公司还建立“公司+合作社+农户”供应模式，辅助公司原材料的供应。

从占比看，供应商合作的“一般模式”原材料采购占比达90%，其中公司前五大供应商占总额的20%，主要是来自山东地区的大型鸭副产品供应商，如新希望六和等；而剩下10%采取农户合作社模式，全部采购江西本地的麻鸭原材料，用于专门制作公司的明星产品煌上煌酱鸭，该产品主要占公司销售的12-15%，通过与合作社签订协议价格，帮助公司平抑成本波动。

同时为了应对原材料涨价风险，2018年成立了原材料战略筹备小组，由董事长亲自督导，在原材料价格低位时，主动加大采购，因此存货维持较高水平。另外子公司煌大食品建成肉鸭屠宰加工项目，该项目也是专门用于屠宰向农户合作社采购的本地麻鸭，供给制作公司明星产品煌上煌酱鸭。项目能够有效消化合作社农户的原材料供给。

图21：公司全产业链优势明显



资料来源：公司年报

煌上煌六个生产基地+冷链配送布局保证产品供应。卤制品对食品新鲜程度要求高，鲜货食品保质期基本在2-3天。煌上煌的产品目前仍然以鲜货食品为主，保质期较短，目前布局江西、广东、福建、辽宁、河南和广西六个基地，根据调研信息显示，煌上煌江西综合基地已有产能4万吨，产能利用率90%，预计2020年扩建到5万吨，其他省外基地产能3.5万吨，产能利用率50%左右，预计2020年增到4.5万吨。该模式减少了公司扩建工厂的资本开支，节约了折旧费用，同时构建了高效便捷的生产体系，产能设计也能满足公司高速拓店后的生产需求，符合公司门店扩张步伐。随着煌上煌进一步开拓新市场，公司2020年计划在嘉兴和重庆增加2个生产

基地，以配合公司 2020 年在江浙沪和川渝地区的重点拓店规划，两基地先期规划建设 5000-10000 吨产能，后期根据市场销售情况逐步增加直到单个基地产能达到 30000 吨。在节约建设投入的前提下，保证供应及时。同时公司根据不同地区消费者口味偏好定制产品，如福建地区推出的不辣系列市场反馈较好。

绝味食品目前在全国有 30 个中央工厂，辐射半径达 300 公里，完成全国布局，基本实现当日下单、当日生产、当日配送。公司与当地物流车队合作，帮助货车安装定位及测温系统，供应链效率较高。周黑鸭目前在武汉、河北两家工厂集中生产，保证了产品品质，采用氮气 MAP 包装，延长食品保质期至 7-8 天，同时公司通过高铁运输提升供货效率，但成本较高。工厂产能及覆盖半径问题近年来影响了周黑鸭的终端门店扩张。

表7: 供应链方面绝味产品日配到店

	工厂分布	物流模式	上架时间
绝味食品	全国 30 个工厂	当地车队合作	日配到店
	覆盖 31 个省市	冷链运输	
煌上煌	江西、广东、福建、辽宁、河南、广西六大基地	自有车队为主，速冻技术提升效率	大城市优先保障 当天报单 隔日到货
	传统湖北、河北基地，广东、江苏、四川将陆续投入使用	货运与高铁均有使用 全部 MAP 包装	部分地区 隔日送达 偏远地区第三天

资料来源：公司年报、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

煌上煌卤制品赛道优质，在增量市场下公司同时也受益于行业集中度提升。考虑到疫情加速作坊小店的淘汰，公司 2020 年提出的未来三年千城万店规划，卤制品业务方面预计公司配合开店计划，保持每年开 1000 家左右门店的节奏，预计 2020-2022 年门店数量为 4500、5300、6300 家。米制品业务在 2019 年调整优化业务结构和部分电商渠道，引入关键管理人员，推进成本管控，预计将重回增长，2020 年达到销售收入 4 亿元，公司规划到 2023 年米制品业务达到 8.4 亿的销售额。2020 年以来原材料价格小幅上升，考虑到公司原材料储备政策，我们预计 2020-2022 年公司营收分别增长 17.4%、20.5%、19.8%。费用方面，2020 年由于疫情原因，一二季度公司将大量费用投放于经销商帮扶，增强渠道信心，获取门店资源，公司的帮扶费用体现在，如疫情期间的品牌使用费、门店的配送费、疫情期间的退货损失等，公司给予全面减免。2020 年一季度公司费用投入同比增幅 19.83%，为了完成全年 1000 家门店的拓展目标，市场从 15 大省区裂变到 19 大省区，前期的相关费用需要投放，因此营业费用率有所提升，并且该趋势会有一定延续。

表8: 分项收入预测：鲜货业务是主要收入来源

		2019A	2020E	2021E	2022E
鲜货产品	收入 (百万元)	1616.27	1903.67	2242.11	2665.14
	YOY	15.21%	17.78%	17.78%	18.87%
	毛利率	39.75%	40.65%	41.84%	43.00%
包装产品	收入 (百万元)	71.00	78.10	85.91	94.50
	YOY	9.32%	10.00%	10.00%	10.00%

		2019A	2020E	2021E	2022E
	毛利率	34.99%	34.99%	34.99%	36.29%
屠宰加工	收入 (百万元)	22.00	24.19	26.61	29.28
	YOY	22.00%	9.98%	10.00%	10.00%
	毛利率	34.99%	34.99%	34.99%	36.29%
米制品业务	收入 (百万元)	335.18	400.00	550.00	700.00
	YOY	-4.50%	19.34%	37.50%	27.27%
	毛利率	28.61%	28.61%	28.61%	29.32%
检测业务	收入 (百万元)	2.00	2.19	2.41	2.65
	YOY	21.96%	9.71%	10.00%	9.97%
	毛利率	34.99%	34.99%	34.99%	34.99%
其他业务	收入 (百万元)	71.00	78.10	89.81	98.79
	YOY	19.14%	10.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	34.99%	34.99%	34.99%	34.99%
合计	收入 (百万元)	2116.92	2486.26	2996.86	3590.37
	YOY	11.53%	17.45%	20.54%	19.80%
	毛利率	37.62%	38.30%	38.94%	39.87%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要休闲食品企业绝味食品、良品铺子和三只松鼠的估值水平，可发现 2021 年绝味食品、良品铺子、三只松鼠的估值水平分别为 45.25、48.99、40.43，而煌上煌估值水平为 44.6，与行业平均水平大致持平。

表9：可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	EPS			PE		
		元	亿元	2020	2021	2022	2020	2021	2022
603517	绝味食品	83.98	511.13	1.51	1.86	2.21	55.60	45.25	38.00
603719	良品铺子	74.46	298.58	1.01	1.52	1.96	73.72	48.99	37.99
300783	三只松鼠	64.69	259.41	1.11	1.6	2.31	58.27	40.43	28.00
	平均值						62.53	44.89	34.66
002695	煌上煌	28.73	147.49	0.53	0.64	0.78	54.3	44.6	36.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：绝味食品使用 Wind 一致预期，股价截止至 2020 年 8 月 12 日

公司作为老牌卤制品公司，自 2017 年管理层变更以来重回高速增长通道，公司采取加盟模式高速开店带来业绩大幅提升，卤制品行业仍有两位数高速增长，首次覆盖给予“增持”评级。预计 2020-2022 年公司营收增长 17.4%、20.5%、19.8%，归母净利润分别为 2.7、3.3、4.0 亿元，分别增长 23.3%、21.7%、21.2%，EPS 分别为 0.53、0.64、0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 54.3、44.6、36.8 倍。

5、风险提示

食品安全风险，疫情发展影响，原材料涨价风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1665	1867	2101	2310	2653
现金	931	1043	1143	1166	1337
应收票据及应收账款	31	55	47	76	71
其他应收款	15	16	20	24	29
预付账款	74	42	94	70	127
存货	535	638	724	901	1016
其他流动资产	79	73	73	73	73
非流动资产	832	897	990	1118	1262
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	545	623	724	858	1000
无形资产	96	99	101	102	100
其他非流动资产	191	176	166	158	162
资产总计	2497	2765	3092	3428	3915
流动负债	405	417	515	544	659
短期借款	75	93	93	93	93
应付票据及应付账款	86	95	115	136	160
其他流动负债	245	230	307	316	407
非流动负债	158	152	152	151	151
长期借款	15	10	10	9	9
其他非流动负债	143	142	142	142	142
负债合计	563	569	666	696	810
少数股东权益	39	44	54	64	76
股本	514	513	513	513	513
资本公积	745	776	776	776	776
留存收益	746	924	1151	1413	1733
归属母公司股东权益	1895	2151	2372	2669	3029
负债和股东权益	2497	2765	3092	3428	3915

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	153	225	297	246	420
净利润	180	226	281	341	414
折旧摊销	47	59	61	74	77
财务费用	-7	-9	-9	-8	-9
投资损失	-3	-3	-3	-4	-3
营运资金变动	-93	-91	-34	-157	-58
其他经营现金流	28	42	0	0	0
投资活动现金流	-206	-88	-151	-198	-217
资本支出	142	122	93	128	144
长期投资	-70	30	0	0	0
其他投资现金流	-133	64	-58	-71	-73
筹资活动现金流	200	-25	-45	-25	-32
短期借款	8	18	0	0	0
长期借款	-2	-5	-0	-0	-1
普通股增加	14	-1	0	0	0
资本公积增加	131	30	0	0	0
其他筹资现金流	49	-68	-45	-25	-31
现金净增加额	148	112	100	23	171

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1898	2117	2486	2997	3590
营业成本	1243	1321	1534	1830	2159
营业税金及附加	20	19	22	30	39
营业费用	240	313	365	453	557
管理费用	141	159	174	211	266
研发费用	56	69	77	87	99
财务费用	-7	-9	-9	-8	-9
资产减值损失	-2	0	0	0	0
其他收益	10	24	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	4	3
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	218	264	331	404	488
营业外收入	6	11	9	7	9
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	222	272	337	408	494
所得税	42	46	56	67	81
净利润	180	226	281	341	414
少数股东损益	7	6	9	10	13
归母净利润	173	220	272	331	401
EBITDA	247	306	372	454	539
EPS(元)	0.34	0.43	0.53	0.64	0.78

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.4	11.6	17.4	20.5	19.8
营业利润(%)	16.5	20.8	25.4	22.0	20.9
归属于母公司净利润(%)	22.7	27.5	23.3	21.7	21.2
获利能力					
毛利率(%)	34.5	37.6	38.3	38.9	39.9
净利率(%)	9.1	10.4	10.9	11.0	11.2
ROE(%)	9.3	10.3	11.6	12.5	13.3
ROIC(%)	7.6	8.6	9.9	10.9	11.8
偿债能力					
资产负债率(%)	22.6	20.6	21.6	20.3	20.7
净负债比率(%)	-35.9	-36.1	-37.0	-33.6	-35.1
流动比率	4.1	4.5	4.1	4.2	4.0
速动比率	2.4	2.7	2.3	2.3	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	48.7	48.7	48.7	48.7	48.7
应付账款周转率	18.2	14.6	14.6	14.6	14.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.43	0.53	0.64	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.44	0.58	0.48	0.82
每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.19	4.62	5.20	5.90
估值比率					
P/E	85.3	66.9	54.3	44.6	36.8
P/B	7.8	6.9	6.2	5.5	4.9
EV/EBITDA	57.1	45.8	37.4	30.6	25.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835