



Research and  
Development Center

# 开店提速，管理提效

—煌上煌(002695)首次覆盖报告

2020年12月08日

马铮 食品饮料行业分析师  
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**煌上煌(002695)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	23.41
52周内股价波动区间(元)	31.85-13.43
最近一月涨跌幅(%)	-76.59
总股本(亿股)	5.13
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	120.04

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 开店提速，管理提效

2020年12月08日

**本期内容提要：**

◆**投资建议：**市场对公司快速扩张的管理能力持谨慎态度，我们认为2018-2020的经营质量明显提升，省外开店思路已充分验证可行。卤味行业发展进入头部加速阶段，公司经营目标清晰，团队士气高涨，辅以良好激励制度，未来三年有望自下而上推动门店数实现翻番目标，管理效率提升助力利润实现翻番目标。预计20-22年EPS分别为0.53/0.68/0.88元，对应PE为43/34/26。目前公司正处于门店扩张的加速发展阶段，给予21年45XPE，对应市值156亿元，给予“买入”评级。

◆**卤制品千亿规模高增长，集中度有望提升。**卤制品休闲市场规模约1200亿元，保持双位数高增长，行业集中度低，CR5约20%左右。头部品牌有望凭借采购、供应链、品牌等优势逐步提升市占率，煌上煌自变革后开店加速显著，有望充分享受行业头部品牌市占率提升红利。渠道端连锁及商超便利店逐步成为主流，煌上煌积极布局顺应行业发展趋势。

◆**全面变革和管理层换届，煌上煌重回发展高速道。**复盘煌上煌上市后省外扩张战略遇到障碍，主要系全盘复制江西成熟市场的经验，费用投放粗放叠加原材料价格上行拖累业绩。2017年管理层换届后，公司对内部组织管理、人才培养、省外扩张策略等进行改革，成效凸显，2018年实行股权激励有效提升管理层积极性，销售端人员薪酬提升助力门店开拓，内部发展动力被激发。

◆**门店扩张策略已被初步验证，肉制品有望持续高增长。**2019年末公司门店达3706家，开店加速初步验证开店策略有效性，预计未来门店新增1000-1500家/年。公司加盟店投资回收期相对较短，单店收入增长有保障，门店扩张具备微观基础，预计未来三年煌上煌的门店快速扩张带来收入高增长。原材料端提出战略储备计划，毛利率得以保障，规模效应下肉制品盈利能力有望提升。

◆**米制品调整后预计重回增长。**2019年公司对米制品业务进行全面梳理和调整，提出三年翻番业绩目标，2020年H1收入增速加快初显，针对上下半年淡旺季不均衡的发展痛点，对非粽子品类进行延伸，生产效率有望提升。预计猪价呈下行趋势，盈利能力有望恢复，预计将与主业共同拉动公司业绩增长。

◆**股价催化剂：**门店扩张超预期；沸腾卤发展超预期；原材料价格持续下行。

◆**风险因素：**食品安全风险、行业竞争加剧风险、米制品业务不达预期。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	1,898	2,117	2,440	3,049	3,612
增长率 YoY %	28.4%	11.6%	15.3%	24.9%	18.5%
归属母公司净利润(百万元)	173	220	272	347	453
增长率 YoY %	22.7%	27.5%	23.2%	27.7%	30.6%
毛利率%	34.5%	37.6%	37.1%	37.6%	37.7%
净资产收益率ROE%	9.1%	10.2%	11.5%	13.1%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.43	0.53	0.68	0.88
市盈率 P/E(倍)	29.48	38.16	43.13	33.79	25.86
市净率 P/B(倍)	2.69	3.91	4.95	4.43	3.89

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2020年12月04日收盘价

## 目录

1. 历经调整，重回高速道.....	5
1.1. 加盟为主，江西广东为核心地区.....	5
1.2. 家族企业，深度绑定各方利益.....	7
2. 全面改革，管理边际改善.....	8
2.1. 调整开店策略，新市场开拓加速.....	8
2.2. 采用战略储备，成本管控加强.....	9
2.3. 布局全国生产基地，提升供应链效率.....	10
2.4. 探索智能化管理，打通营销渠道.....	11
3. 开店加速，万家门店可期.....	12
3.1. 行业千亿市场，享受高增长红利.....	12
3.2. 新市场扩张加速，单店增长仍有空间.....	13
3.3. 米制品经调整变革，预计重回高增速.....	16
4. 估值与投资评级.....	17
5. 风险因素.....	18

## 表目录

表 1: 核心领导班子长期任职，薪酬丰厚.....	7
表 2: 2020 年业绩目标若达成将实现利润三年翻番.....	8
表 3: 股权激励涉及核心管理层及业务人员.....	8
表 4: 加盟商单店模型盈利效应好.....	14
表 5: 公司分业务收入预测.....	17
表 6: 可比公司估值对比.....	18

## 图目录

图 1: 煌上煌深耕行业二十七载.....	5
图 2: 营收重回双位数高增长.....	6
图 3: 米制品因调整渠道收入下滑.....	6
图 4: 鲜货省外地区保持高速增长.....	6
图 5: 江西市场贡献收入近半.....	6
图 6: 现货产品以禽肉制品为主.....	6
图 7: 煌上煌以加盟模式为主.....	6
图 8: 创始人徐桂芬家族间接直接持股 63.57%.....	7
图 9: 煌上煌空白市场多.....	9
图 10: 新市场门店存活率高.....	9
图 11: 约 8%原料采用“公司+合作社+农户”的供应模式.....	10
图 12: 煌上煌毛利率提升明显验证管理改善.....	10
图 13: 上游原料价格周期性明显，择时采购能有效降低采购价.....	10
图 14: 煌上煌目前全国布局 6 大生产基地.....	11
图 15: 目前产能可供应翻番门店.....	11
图 16: 绝味门店达到一定体量单店配送费呈现规模经济.....	11
图 17: 对比绝味，煌上煌销售费用率下降空间大.....	11
图 18: 煌上煌人员薪酬、促销费、运输费占比相对高.....	12
图 19: 绝味单店的销售费用明细较煌上煌低.....	12
图 20: 销售人员薪酬改革后持续提升.....	12
图 21: 销售人员数量增加显著.....	12
图 22: 整体卤制品市场规模 2018 年达 2594 亿元.....	13
图 23: 休闲卤制品行业保持双位数高增长.....	13
图 24: 休闲卤制品 CR5 市占率约 20%.....	13
图 25: 连锁门店及电商渠道逐步成为主流渠道.....	13
图 26: 对标绝味，煌上煌门店数量拓展空间大.....	14
图 27: 2020 年预计开设门店 1200 家.....	14
图 28: 门店开拓新策略下开店加速明显.....	14
图 29: 2019 年大商销售占比提升明显.....	14
图 30: 2016-2019 单店收入年复合增长达 4.61%.....	15
图 31: 卤制品吨价提升显著.....	15
图 32: “1+N”营销模式预计提升单店收入.....	16
图 33: 米制品因主动调整渠道 2019 营收略降.....	16
图 34: 变革后净利率有望逐步恢复.....	16
图 35: 米制品业务销售费用率有所回落.....	17

图 36: 米制品吨价整体向上 .....17

## 1. 历经调整，重回高速道

**酱卤制品首家上市公司，深耕行业二十七载。**在创始人徐桂芬的带领下，公司于1993年在江西南昌正式成立，主要专注于生产和销售酱卤肉制品、佐餐凉菜及米制品等。2012年登陆深交所，成为酱卤制品首家上市公司。

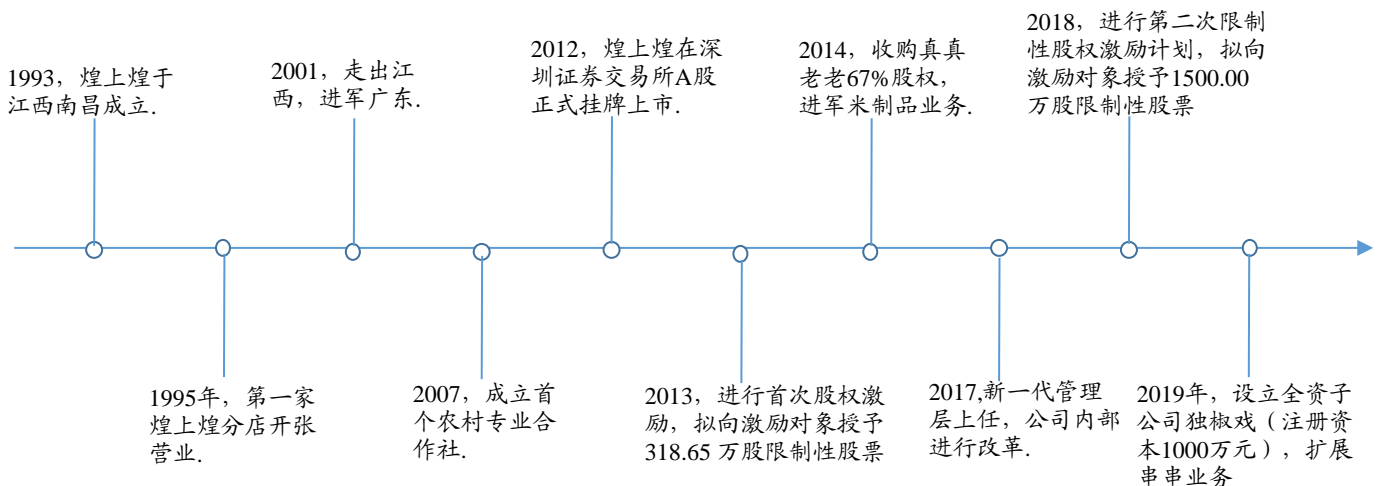
**1993-2011年，扎根江西，扩张广东。**1995年，第一家煌上煌分店门店开张营业。2001年，公司走出江西，进军广东市场。2007年，公司首个农村专业合作社宣告成立，供应链体系完善更进一步。2008年，公司“皇禽及图”荣获“中国驰名商标”。2011年，江西地区营收超过6亿元，广东地区收入超过1.5亿元。

**2012-2013年，营收增长基本停滞，新开门店布局不合理进而整改所致。**这一期间，行业经历了禽流感重击，公司由于前期门店扩张布局粗犷，这两年对门店进行整改梳理导致营收增长停滞。2013年，公司发布首次股权激励计划，激励对象涉及董事、中高层管理人员以及核心技术人员，但由于后两期未完成业绩目标，其中166.91万股被回购注销。

**2014-2016年，省外门店扩张不增利，收购米制品业务真真老老。**这一阶段，公司省外扩张全面复制江西市场的经验，以新开门店数量为考核导向，但却忽略了省外市场环境，导致新开门店存活率低，有效门店数量少，原材料上行及费用投放过大拖累公司业绩。2014年，公司收购真真老老，进军米制品业务。

**2017-至今，转变省外市场开拓思路，营收迎来第二轮快速增长。**2017年，公司内部领导班子换届，诸浚先生当选董事长，主管集团酱卤制品业务，公司内部进行梳理改革，调整省外扩张思路，强调保质保量门店考核导向。调整营销策略，加大营销人员的激励，极大调动内部积极性。这一阶段，公司门店数量加速增长，业绩重回高速增长。

图 1：煌上煌深耕行业二十七载



数据来源：煌上煌官网，公司公告，信达证券研发中心

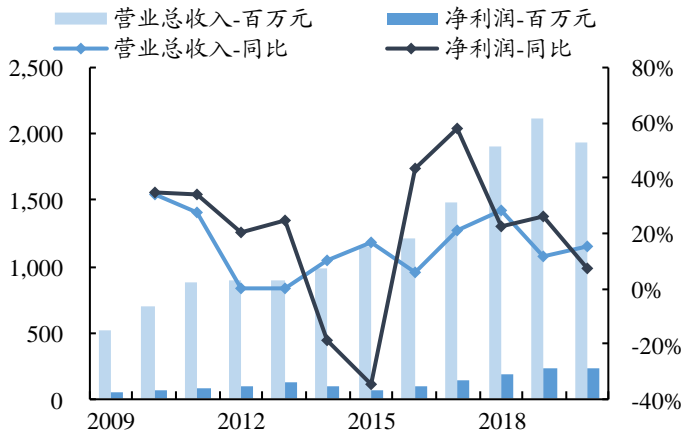
### 1.1. 加盟为主，江西广东为核心地区

**主营产品为酱卤制品和米制品，江西为核心大本营。**2019年，公司实现收入21.27亿元，净利润2.26亿元，原材料储备计划成效渐显，毛利率上升至37.59%。从产品结构来看，2019年鲜货实现营收16.16亿元，同比增长15.2%，米制品业务实现营收3.35亿元，同比下降4.5%，主要系渠道重新梳理所致。营收地区分布上来看，江西地区为公司主业大本营，占比

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 5

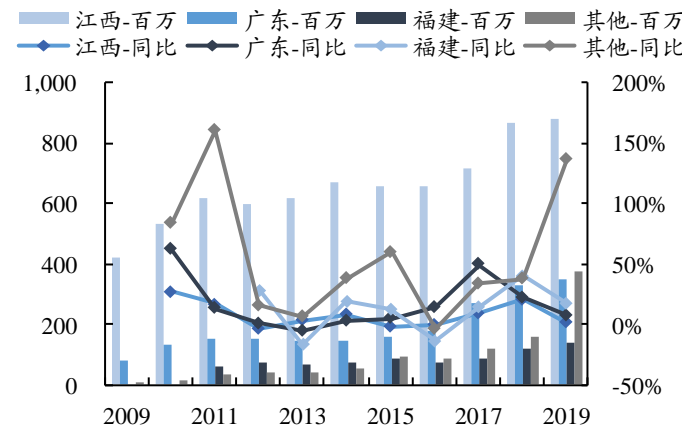
42%，第二、三市场为广东和福建，分别占比 17%、7%。浙江区域主要为嘉兴真真老老米制品业务贡献，占比 17%。整体而言，公司目前四大省区市场占比已近 83%，其他省区空白市场仍大。连锁经营模式上来看，公司以加盟为主，营收占比 88%，观察同行业公司的发展路径，领导品牌绝味以加盟为主门店突破万店，坚持直营的周黑鸭于 2019 年提出特许加盟模式，加盟模式整体更加适应快速“跑马圈地”发展阶段。

图 2：营收重回双位数高增长



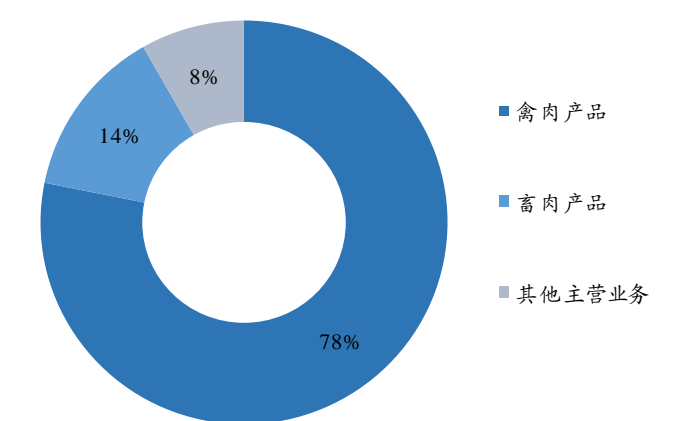
数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：最后一期为 2020Q1-3

图 4：鲜货省外地区保持高速增长



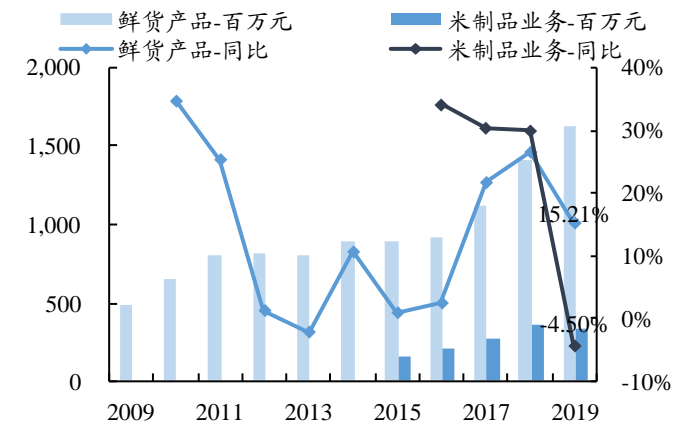
数据来源：Wind，信达证券研发中心注：2014 年收购嘉兴真真老老，浙江地区主要为真真老老贡献。

图 6：现货产品以禽肉制品为主



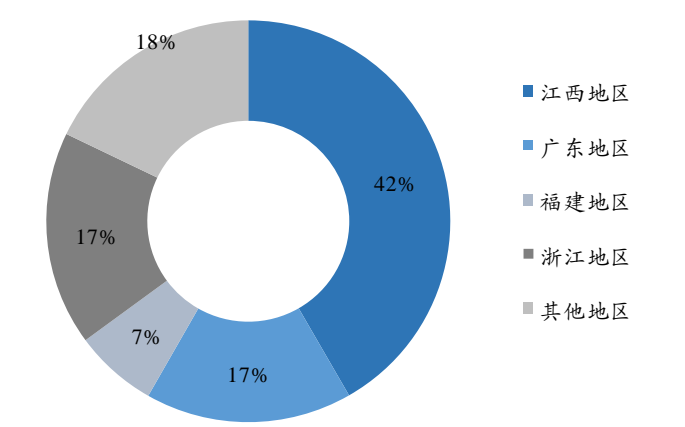
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：米制品因调整渠道收入下滑



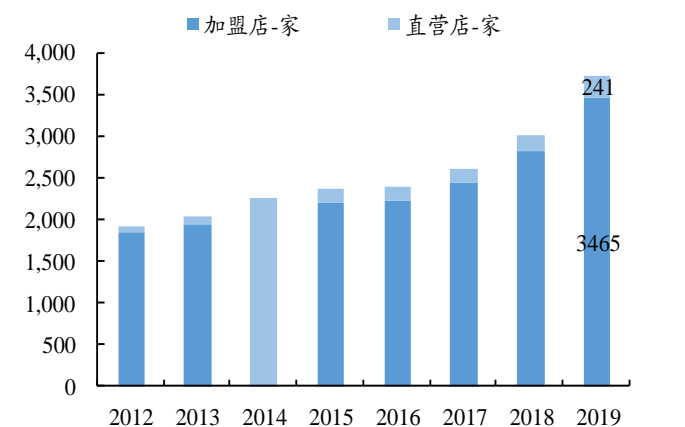
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：江西市场贡献收入近半



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：煌上煌以加盟模式为主



数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：2014 加盟店和直营店

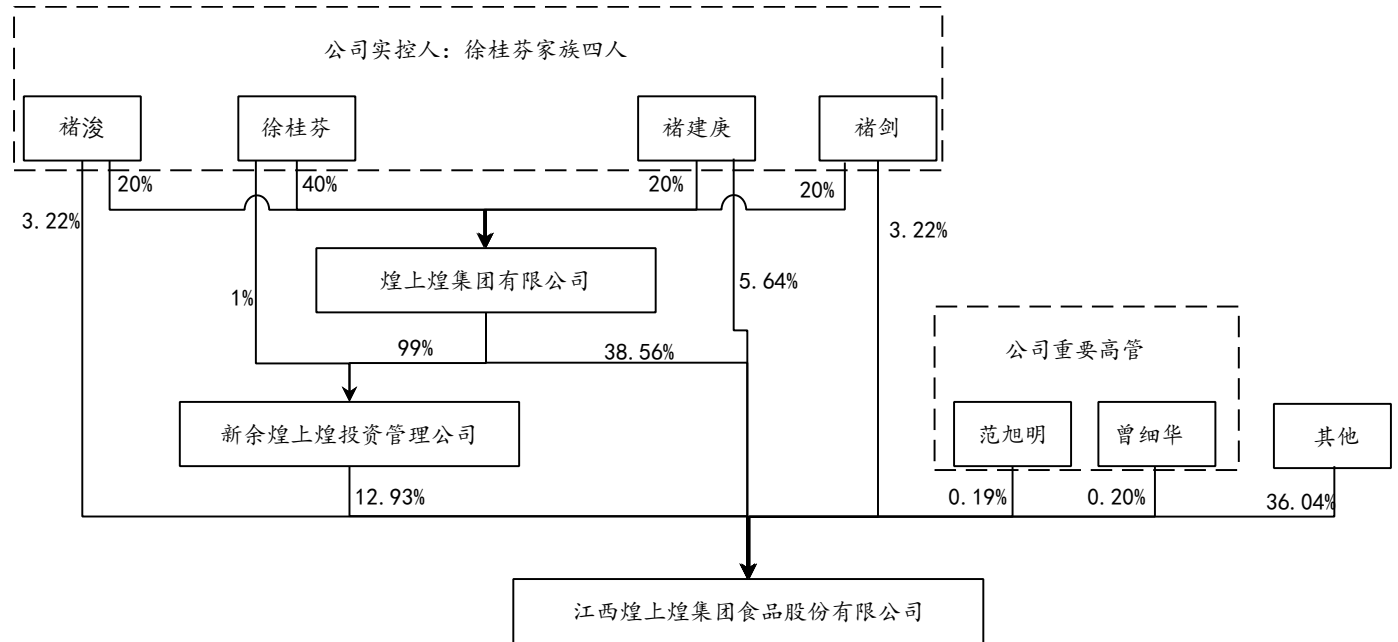
数据缺失。

省外市场佐餐向休闲转变发展，定位大众消费，打造了以“酱鸭”为招牌的产品体系。公司产品涵盖鸭、牛、鸡等酱卤制品以及蔬菜、豆制品等佐餐凉菜和主打粽子的米制品，品种达 200 多个，相较竞品主要为鸭副产品，煌上煌的品类更为丰富。公司最初以佐餐起家，在大本营江西市场具备深厚的消费土壤，随着休闲卤制品市场的快速发展，省外市场逐步转向休闲发展。产品定位大众消费，人均消费在 20-30 元，与绝味鸭脖定价基本一致，低于竞品周黑鸭。口味主打酱卤，特点鲜明，与竞品形成差异化竞争。与绝味拥有招牌、黑鸭、五香、藤椒等口味系列相比，煌上煌包含酱香、香卤等口味，考虑到省外市场的扩张，进行多口味有望增强产品的竞争力。

## 1.2. 家族企业，深度绑定各方利益

创始人徐桂芬家族为实控人，核心高管增持彰显信心。公司实控人为徐桂芬家族，直接间接持股合计 63.57%，2017 年领导班子换届后，创始人的儿子褚浚先生接任公司董事长位置，主管上市主体业务。其于 1997 年进入公司，公司运营经验丰富，上任后锐意进取，对公司营销、采购、门店扩张策略等进行调整，成效显著。在 2019 年 5-11 月期间，通过煌上煌投资平台，实控人以均价为 13.1 元/股增持公司股票 586 万股，增加持股占比 1.14%，彰显出对公司发展前景的信心。其他核心管理层范旭明、曾细华先生等均在公司长期任职，核心管理班子人员稳定，利于公司战略长期贯彻，保障公司长远发展。

图 8：创始人徐桂芬家族间接直接持股 63.57%



数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：徐桂芬与褚建庚系夫妻关系，褚浚与褚剑为其儿子。注：数据更新到 2020 年三季报

表 1：核心领导班子长期任职，薪酬丰厚

姓名	职务	薪酬	出生年份	个人履历
褚浚	董事长、总经理	140.14	1976	清华大学 EMBA，高级经济师。1997 年进入公司工作，担任南昌市西湖区政协委员等。
褚剑	副董事长、副总	139.6	1978	大学学历，2003 年进入公司工作，担任南昌县人大代表等。
徐桂芬	董事	140.14	1950	大学学历，高级经济师。1976 年开始参加工作，先后担任南昌市食品公司门市部经理，煌上煌实业有限公司董事长。
褚建庚	董事	123.98	1949	大学学历，高级经济师。1968 年开始在江西氨厂参加工作，先后担任江西氨厂团支部书记，华灵工贸实业总公司经理，2007 年被中国肉类协会评为“中国

肉类行业影响力人物。

范旭明 董事、副总经理 128.49 1974

大学学历，高级经济师。1993年7月开始参加工作，先后担任江西煌上煌实业有限公司生产部经理；江西煌上煌烤卤有限公司副总经理。

曾细华 副总、财务总监兼董秘 103.51 1971

大学学历，注册会计师。1993年9月开始参加工作，历任多家公司财务处工作，2008年起任江西煌上煌集团食品股份有限公司财务总监。

数据来源：Wind，信达证券研发中心

**2018年再次进行股权激励，调动管理层积极性。**公司于2013年首次进行股权激励，但因为业绩目标未完成，第二期和第三期回购注销。2018年4月，公司再次发布限制性股权激励计划，激励对象涉及公司董事、高级管理人员、核心技术人员等231人，合计1484万股限制性股票，占比近3%，极大地激励了公司核心人员的积极性。激励考核目标为2018、2019、2020年净利润增长不低于25%、50%、100%，2018、2019年已完成业绩目标，若2020年达成业绩目标，公司净利润可达2.8亿元（未扣除股权激励费用），同比2019年净利润增长约30%。考虑到目前公司省外开店持续加速，市场开拓节奏强度高，该轮股权激励结束后，公司有可能会发布新的激励政策。

表 2：2020 年业绩目标若达成将实现利润三年翻番

解除限售时间	解除限售比例	绩效考核目标
第一个解除限售期	12 个月	40%
第二个解除限售期	24 个月	30%
第三个解除限售期	36 个月	30%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心，注：考核的净利润为“摊销本次股份支付费用前扣除非经常性损益后归母净利润”

表 3：股权激励涉及核心管理层及业务人员

姓名	职务	获授的限制性股票数量(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	8.09%	0.24%
章启武	董事、副总经理	120	8.09%	0.24%
曾细华	副总经理、财务总监、董事会秘书	110	7.41%	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（231人）		1042.6	70.25%	2.09%
预留-核心管理人员、核心技术（业务）人员（13人）		91.36	6.16%	0.18%
合计（234人）		1483.96	100.00%	2.97%

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2. 全面改革，管理边际改善

公司自改革后内部组织、营销端、采购端有了明显的管理提升，组织架构上由5大区裂变成目前的19个省区，扁平化管理加强公司对终端管控的反应速度，原料采购成立战略储备委员会，成本管控能力提升，营销端加强销售人员的激励，门店开拓持续加速及毛利率水平提升验证公司管理改善逻辑。

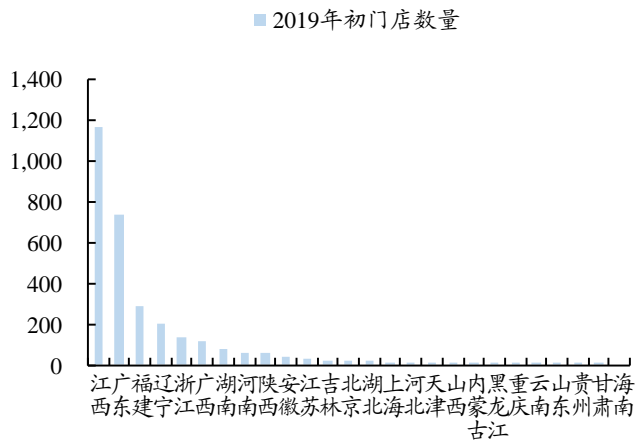
### 2.1. 调整开店策略，新市场开拓加速

**调整开店策略，鼓励有资源、有团队的大商向外开拓，开店速度重回快车道。**省外市场开拓的策略上，公司采用先高势能门店集中爆破，打响品牌知名度，然后再对社区店和街边店进行加密布局。加盟商的选择上，公司鼓励有团队、有资源、有管理经验的优质加盟商进行省外市场的开拓，对于新加盟商进行加盟资质的考核，对比过去直接就地招商或者老员工申请



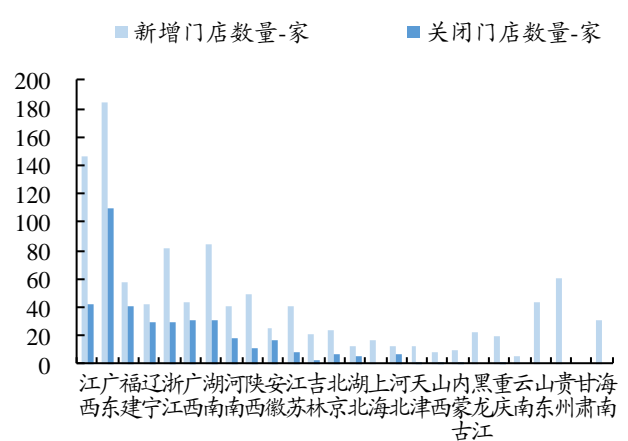
模式，加盟商的“专业度”提升显著，叠加销售端的积极帮扶，门店存活率大幅提升至 95%，降低了过去依赖当地加盟商自发开拓市场导致的门店低存活率问题，减少了品牌损耗和资源投放低效率的问题，提升渠道抗风险能力。2019 年，公司新开门店 1092 家，关闭门店 394 家（关店数量较高系一些未在系统上注销的门店公司进行了主动整理注销），新市场比如贵州、重庆等，新开门店基本存活，帮扶老商集中爆破后加密的市场开拓策略成效显著，有望加速扩张新市场。

图 9：煌上煌空白市场多



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：新市场门店存活率高



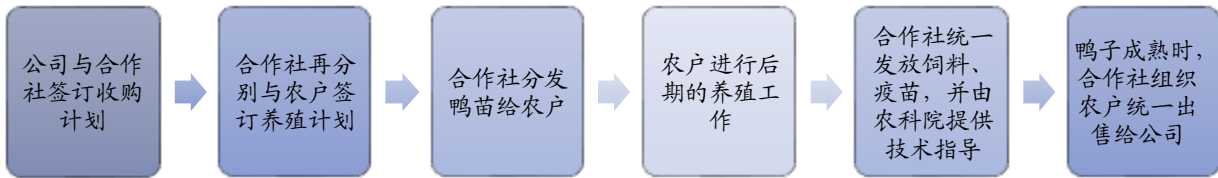
数据来源：公司公告，信达证券研发中心 注：2019 年门店数据

## 2.2. 采用战略储备，成本管控加强

**建立原料战略储备委员会，增强成本管控能力，保障毛利水平，验证公司管理改善。**特色酱鸭原料主要采取“公司+合作社+农户”供应模式，目前全江西省培育了 27 个肉鸭养殖专业合作社；由煌大食品负责屠宰加工，初步形成全产业链布局，基本满足酱鸭的屠宰和初加工需求，目前该采购金额占比原料采购总额 8%左右。鸭、牛等副产品原材料采购主要采用一般模式，公司成立了原料战略储备计划，由董事长亲自挂帅，核心高管参与决策的模式，避免了过去“一言堂”的采购模式，原材料采购决策更加合理。在原料价格处于低位时增加采购储备，价格处于高位时则采取观望态度，战略储备增强了公司对于上游供应商的议价能力，保障了毛利水平，近年来公司毛利率持续提升，处于行业前列水平，印证了公司管理运营的改善。对于原料储备不能完全对冲原材料波动的疑虑，据调研了解，上游鸭副原料价格波动大，周期性明显，不同品类价格波动方向往往不一致，因此购买时点选择尤为重要，公司通过对原料采购市场的频繁调研监控保障了采购时点的把控。短期来看，今年原材料价格整体处于低位运行，四季度以来鸭副原材料价格有略微上行的趋势，预计明年毛利率略微承压。长期来看，原材料储备计划及提价等举措预计保障毛利率水平保持稳中有升的态势。

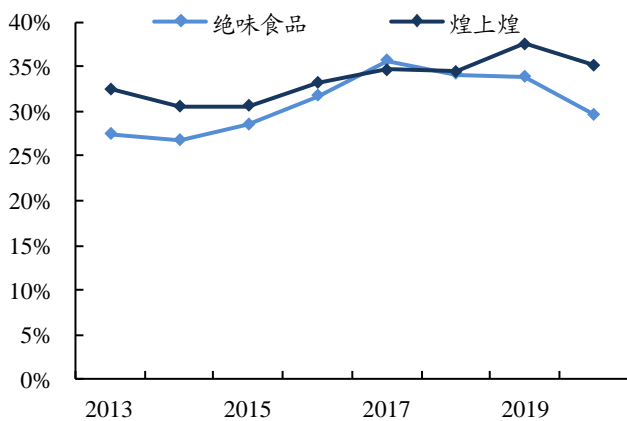
图 11: 约 8%原料采用“公司+合作社+农户”的供应模式

### “公司+合作社+农户”供应模式



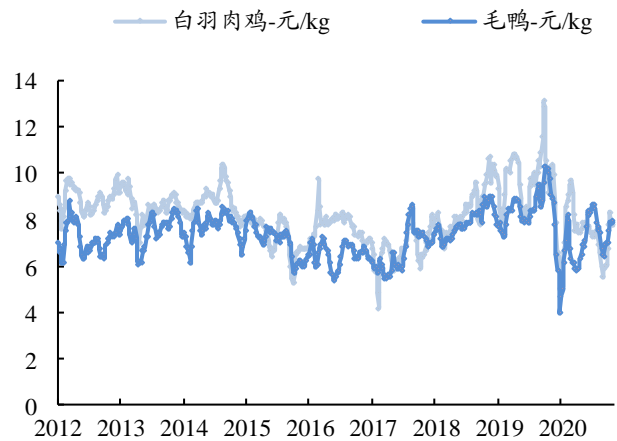
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 12: 煌上煌毛利率提升明显验证管理改善



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 13: 上游原料价格周期性明显，择时采购能有效降低采购价



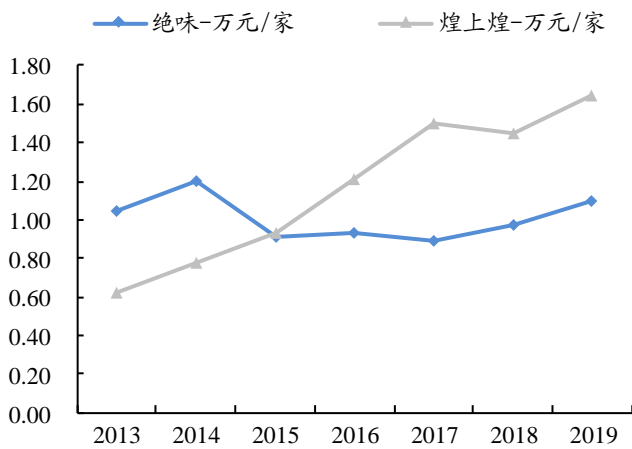
数据来源：Wind，信达证券研发中心

### 2.3. 布局全国生产基地，提升供应链效率

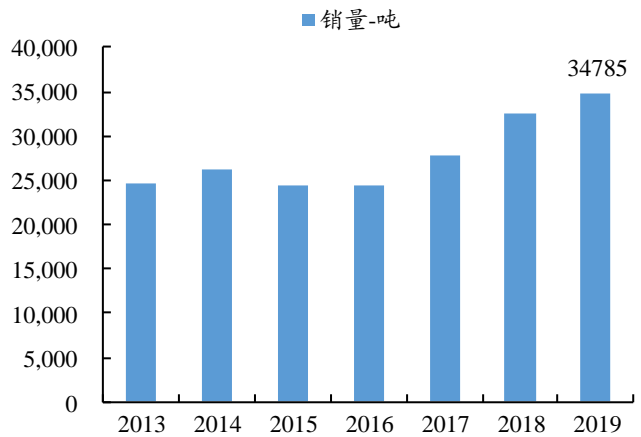
**逐步建立辐射全国市场的生产基地，支撑门店快速发展。**公司目前合计产能约 8-9 万吨，包括江西（产能 4-5 万吨）、广东（产能 1.5 万吨）、福建（产能 0.8 万吨）、辽宁（产能 0.8 万吨）、广西（产能 0.55 万吨）、河南（0.4-0.5 万吨）6 大生产基地，目前江西省内产能利用率约 90%，省外产能利用率约 50%。2020-2022 年公司规划在重庆、陕西、嘉兴建设生产基地，进一步完善全国生产基地布局。截止到 2019 年底，煌上煌肉制品实现销量 3.48 万吨，目前产能可支撑翻番门店，公司目前处于新市场门店快速扩张阶段，全国化的生产基地布局有望进一步增强公司在供应链端的效率，支撑公司未来快速发展。细化到物流运输费，观察绝味门店扩张过程中单店运输费的变化，从 6000 家到万家门店的过程中单店运输费呈现出明显的规模经济，对于煌上煌，2015 年之前集中在江西、福建、广东等大区域，单店配送费也呈现出明显的规模效应，新市场开拓初期预计单店配送费呈上行趋势，随着生产基地布局带来配送半径的变短，对照绝味，预计煌上煌当门店到达一定体量单店运输费也将表现出规模化经济。

**图 14: 煌上煌目前全国布局 6 大生产基地**

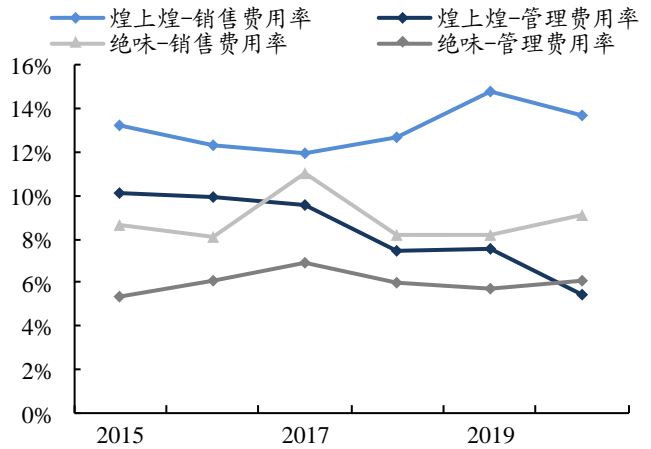

数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 16: 绝味门店达到一定体量单店配送费呈现规模经济**


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 单店运输费=运输费/门店数量

**图 15: 目前产能可供应翻番门店**


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 17: 对比绝味, 煌上煌销售费用率下降空间大**


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 2.4. 探索智能化管理, 打通营销渠道

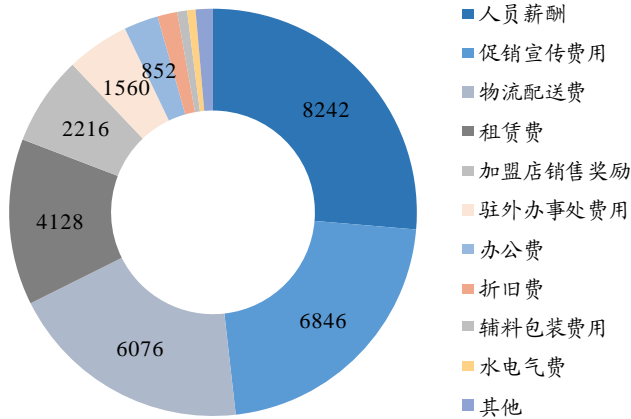
**成立数创中心, 向管理数智化迈进。**公司于 2020 年 4 月在电商之都杭州成立数创中心, 探索和发展数智化新零售。在供应端, 打通原料采购(养殖)-生产-配送, 调优原料采购和产品供应。消费端, 打通线上和线下, 通过会员引流、数据分析进一步融合各个营销渠道, 全面获得更多先进的数字化营销能力。打造这一套数智化体系有望强有力支撑煌上煌的数智化转型, 增强公司管理营销在新零售时代的软实力。公司近年管理费用率呈现稳步下降的态势, 未来亦有望持续下降。

**提升营销人员工资, 成立营销中心, 激发市场开拓积极性。**2017 年公司提出人才战略, 销售人员 2018-2019 这两年增加近 500 人, 业绩考核向一级销售人员倾斜, 调整销售人员工资模式为基本工资加提成奖金, 设立业绩奖金池, 其中 70%用于销售人员的激励, 销售人员薪酬得到极大的提升。据调研了解, 目前省级销售团队工资加上提成, 薪酬将近 30 万以上, 销售端的热情得以激发。建立营销中心, 与永辉、沃尔玛等大型商超直接洽谈合作入驻, 减少加盟商内部抢占优质门店的损耗。整体而言, 公司的营销体系在人员和架构上均有明显的改良。

**市场扩张期销售费用投放大, 对比竞争对手, 长期费用率有望下降。**按照绝味门店约为煌上煌的 3 倍为度量标准, 对煌上煌 2019 年的销售费用进行拆分, 其中人员薪酬、促销宣传费用、加盟商奖励、运输费占比显著高于绝味类似项目, 人员薪酬主要系公司目前处于市场开

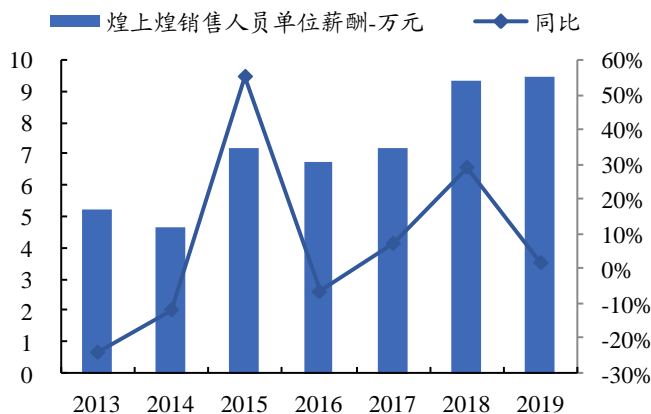
拓前期,销售拓张人员需要提前布局,促销宣传费及加盟商奖励主要系需要集中爆破新市场,运输费主要系目前全国化工厂布局仍在规划当中,新市场门店密度较低,单店运输成本相对较高。未来展望,对标绝味,煌上煌的销售费用率下降空间大,随着新市场逐步拓张成功、门店密度提升及工厂布局带来的运输半径变短,规模效应下煌上煌的销售费用率有望持续下降。

图 18: 煌上煌人员薪酬、促销费、运输费占比相对高



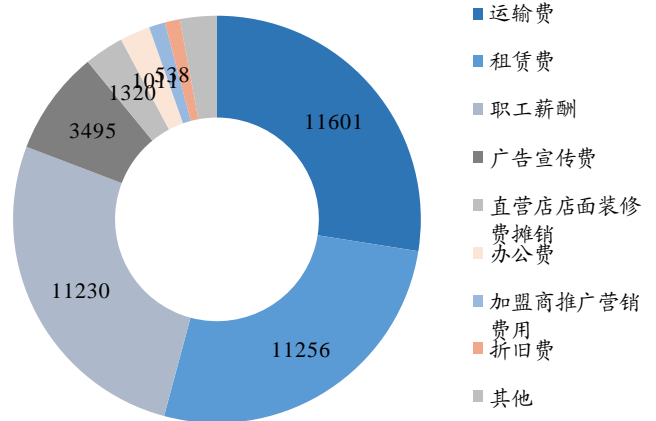
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 单位-万元

图 20: 销售人员薪酬改革后持续提升



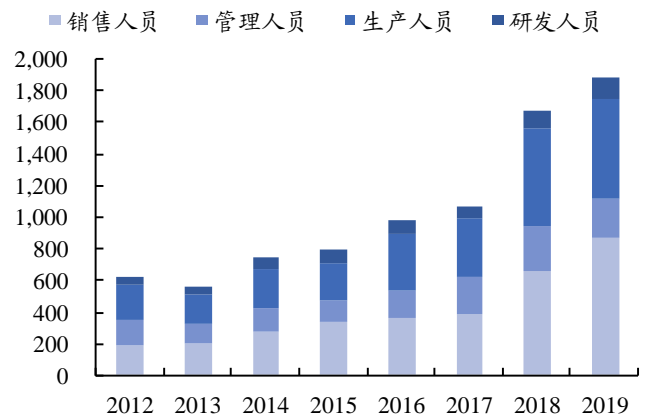
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 绝味单店的销售费用明细较煌上煌低



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 单位-万元

图 21: 销售人员数量增加显著



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 3. 开店加速, 万家门店可期

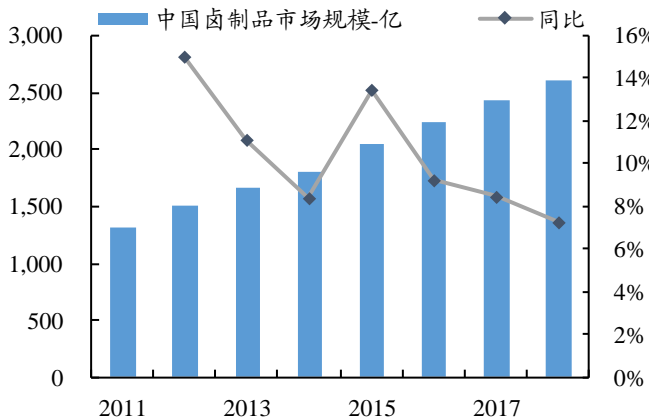
#### 3.1. 行业千亿市场, 享受高增长红利

休闲卤制品行业千亿市场, 保持双位数高增长, 集中度有望加速向头部集中。据 Frost&Sullivan 数据显示, 2020 年休闲卤制品市场规模预计达到 1235 亿元, 复合增速达 18%。整体卤制品市场据中商产业研究院显示, 2018 年市场规模预计达到 2594 亿元, 预计佐餐卤制品市场规模超 1500 亿, 随着现代人们生活节奏的提升, 外出就餐或者餐桌即食的需求逐步提升, 餐桌卤味受益于此市场规模有望提升。休闲卤制品主要参与企业包括绝味鸭脖、周黑鸭、紫燕百味鸡、久久丫等, 集中度低, 市场 Top5 市场份额合计约 20%。随着行业供给端的工业化程度及连锁管理体系提升, 需求端品牌消费意识的逐步崛起, 行业有望加速整合, 市场集中度持续向具备品牌、管理、供应链优势的头部企业集中。煌上煌深耕行业二十七余载, 省外发展思路由佐餐向休闲卤制品倾斜, 门店扩张速度预计加速, 有望充分收割行业快速发展及集中度的红利。

连锁门店及商超便利店预计逐步成为主流渠道。行业终端渠道主要包括商超便利店、传统的

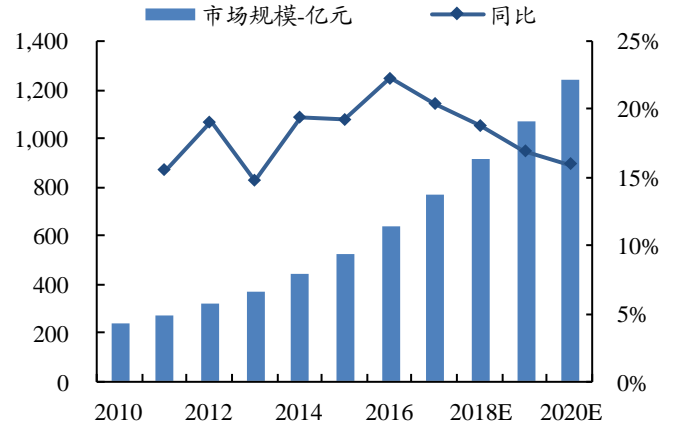
食品店及农贸市场、连锁门店、电商及其他，根据 Frost & Sullivan 的数据，2015 年食品店农贸市场及商超为主的购买渠道，而随着冷链供应技术的发展、消费者品牌意识崛起及消费购买渠道的转变，连锁门店及商超便利店市场份额预计提升显著，将逐步赶超传统的食品店农贸市场。目前卤制品行业连锁门店主要集中在一二线城市，规模连锁企业有望借助发展较为成熟的冷链供应进行渠道下沉，进一步收割低线城市的份额。电商渠道在网购兴起的推动下呈现较快的增速，新零售时代，能够实现线上和线下终端更好的共振的企业有望在渠道终端打造优势。煌上煌新市场门店首选高势能及商超等点位，同时加强外卖、电商等线上渠道建设，顺应渠道发展趋势。

图 22: 整体卤制品市场规模 2018 年达 2594 亿元



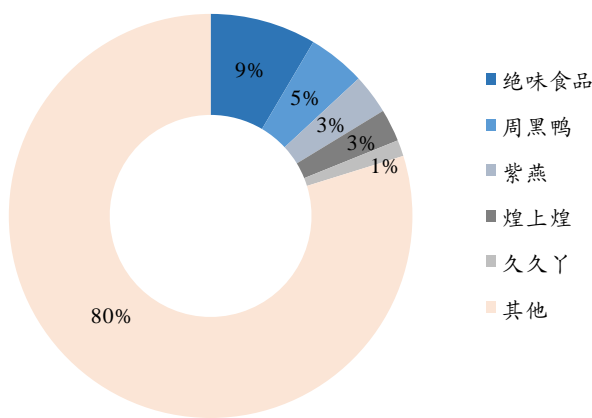
数据来源：中商产业研究院，信达证券研发中心

图 23: 休闲卤制品行业保持双位数高增长



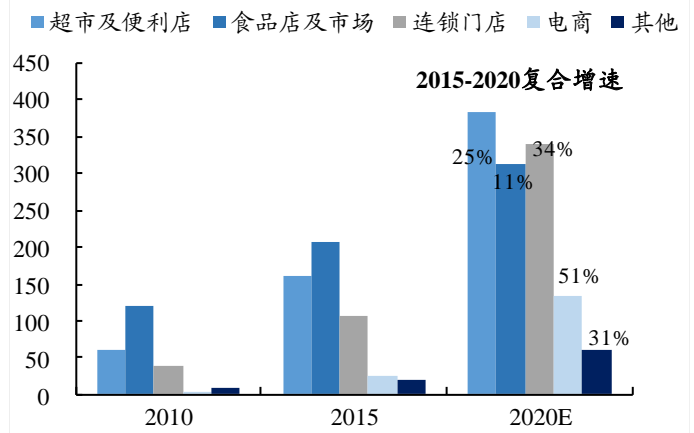
数据来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

图 24: 休闲卤制品 CR5 市占率约 20%



数据来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心

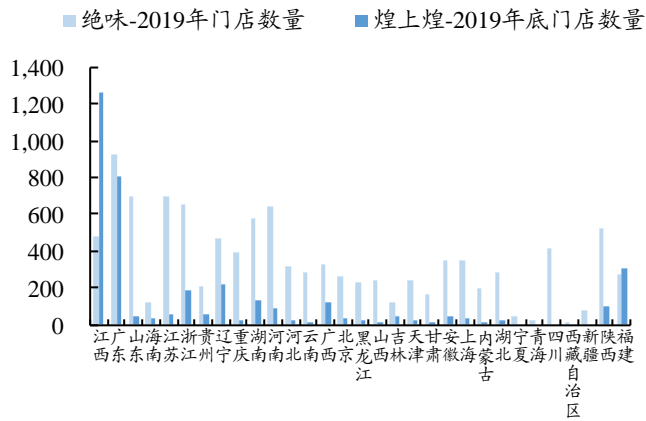
图 25: 连锁门店及电商渠道逐步成为主流渠道



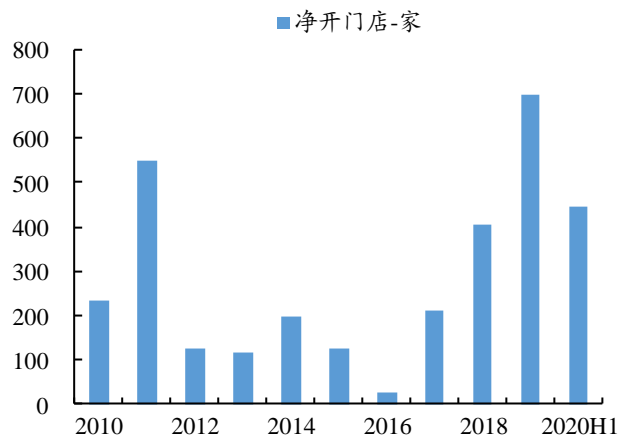
数据来源：Frost&Sullivan，信达证券研发中心 注：单位-亿元

### 3.2. 新市场扩张加速，单店增长仍有空间

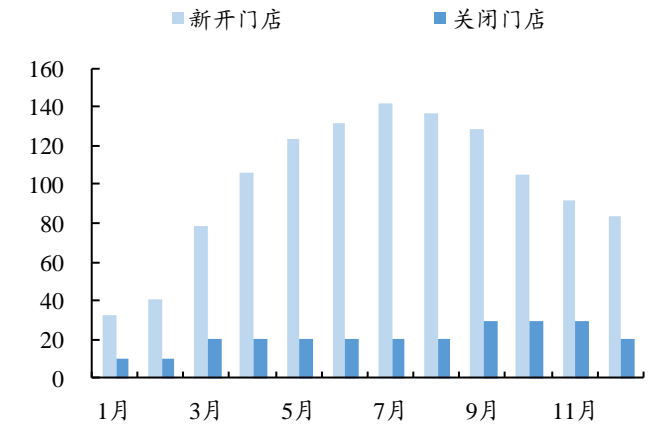
对标竞争对手绝味，煌上煌门店数量仍至少有 2 倍开拓空间。截止到 2019 年年底，煌上煌开设门店数量 3706 家，对标竞争对手绝味 10593 家门店，煌上煌门店开拓空间大。具体省份对比，两家在福建和广东的门店数量相差无几，但在其他省份，煌上煌门店数量提升空间巨大。回顾绝味的门店扩张经验，“跑马圈地”是其门店数量后来居上的根本原因。2018-2020H1 年煌上煌净新开门店 403、698、446 家，新开店策略下门店拓展加速显著，初步验证策略的有效性，疫情期间公司逆势开店，超预期完成开店计划，根据以往的开店节奏，下半年开店速度快于上半年，预计 2020 年将完成全年 1200 家的开店计划。开店策略有效性叠加营销端积极性高，预计煌上煌能够保持 1000-1500/年的开店速度持续成功开拓新市场，实现 2020 年提出的三年“千城万店”的业绩目标。

**图 26: 对标绝味, 煌上煌门店数量拓展空间大**


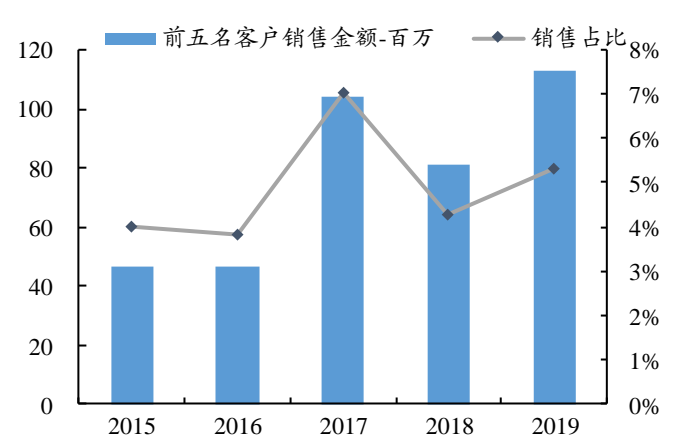
数据来源: 公司公告, 大众点评, 信达证券研发中心

**图 28: 门店开拓新策略下开店加速明显**


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 27: 2020 年预计开设门店 1200 家**


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 29: 2019 年大商销售占比提升明显**


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**加盟商赚钱效应显著, 渠道开拓内生动力足。**加盟商管理最核心的问题就是保障加盟商的盈利水平, 据调研了解, 公司加盟商毛利率可以达到 40%左右, 净利率能够实现 15-20%左右, 初期投资大概 15-30 万 (门店转让费差异较大) 左右, 基本一年到 1 年半就能回本。相对于其他业态, 卤制品开设加盟店操作简单, 初期投资小, 回本时间短, 赚钱效应显著, 并且盈利的可持续性较好。加盟商跟随公司开拓新市场的意愿强烈, 渠道开拓整体积极性高, 大商的营收占比 2019 年提升显著验证大加盟商开店高积极性。

**表 4: 加盟商单店模型盈利效应好**

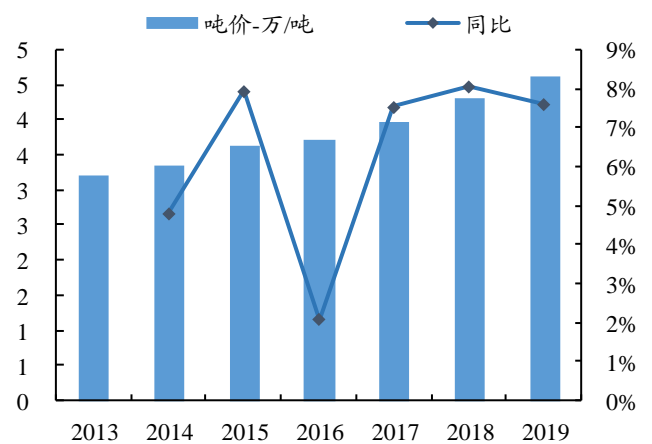
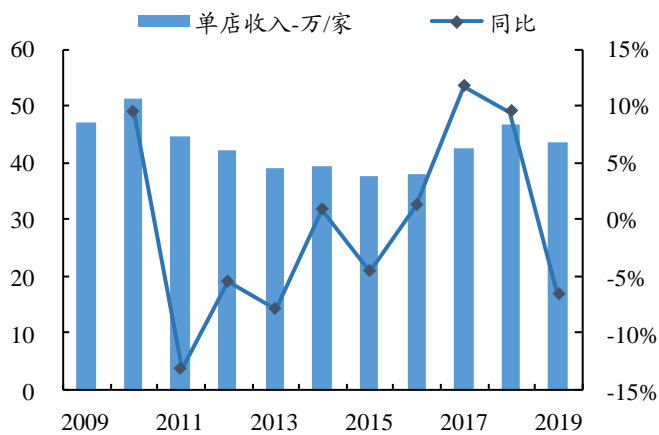
所属行政区域	浙江杭州	福建厦门	江西南昌	广东深圳	辽宁沈阳	河南驻马店
门店商圈类型	社区	社区	社区	社区	综合体	社区
营业面积-平米	25	20	40	25	20	20
投资金额 (万元)	30	28	35	40	20	30
年终端销售额 (万元)	140	120	420	260	120	115
毛利率	45%	42%	28%	42%	45%	42%
租金费用率	4%	11%	3%	7%	8%	6%
人工费用率	10%	10%	4%	6%	10%	10%
其他费用率	3%	4%	1%	2%	4%	5%
净利率	27%	16%	20%	26%	23%	21%
投资回收期-月	9	16	5	7	9	14

数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

**单店收入 2016-2019 年复合增长达 4.61%，预计同店能够持续保持 3%-5% 的复合增长。**老店的增长来源可以拆分为消费人群、消费频次及人均消费等提升，公司通过提出“1+N”营销模式即一家门店联合外卖、微信、无人零售、社区电商等多种形式赋能门店，提升门店线上线下销售融合。疫情期间，公司恢复营业的门店销售额同比提升显著，一方面是由于疫情期间超市及购物商场关门消费场所减少，另外一方面公司通过社区电商等线上销售模式进行了消费引流，这表明线上线下相融合的模式对同店的促进仍有较大空间。其次公司通过对门店进行升级换代等吸引消费人群提升消费频次，以及正常节奏的产品提价均有望促进单店收入增长，公司 2015-2019 年吨价年复合增长约 6%。回顾 2016 年改革以来公司单店收入年复合增速达 4.61%，我们认为公司在单店提升方面仍有较多举措可实施，同店有望长期保持年复合 3%-5% 的增长。对于市场担忧的新开门店不可避免与绝味等竞品形成直面竞争是否会影响到单店收入，调研反馈门店集群可形成品类消费氛围，目前行业尚未进入头部品牌恶性竞争的局面，相互的单店受影响我们认为可稍乐观的看待。

图 30：2016-2019 单店收入年复合增长达 4.61%

图 31：卤制品吨价提升显著



数据来源：公司公告，信达证券研发中心 注：单店收入波动大由于主动在系统上注销实际关闭门店,2019 年单店收入下滑主要系新开门店较多，门店成熟需要一定爬坡期。

数据来源：公司公告，信达证券研发中心

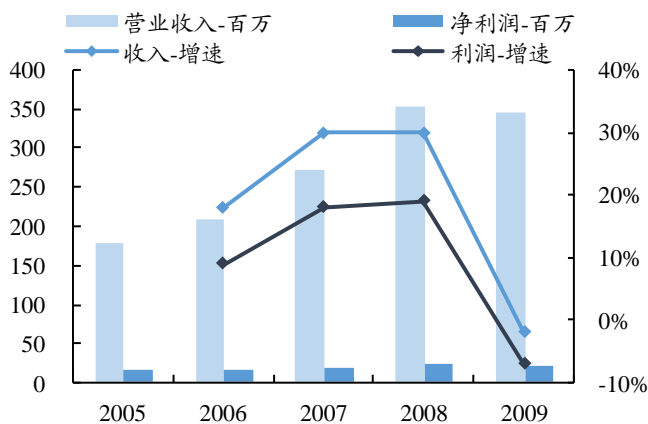
**推出热卤新品沸腾卤，增厚单店营收。**公司于 2020 年 4 月正式推出新品类沸腾卤，区别于常规产品冷藏售卖的形式，沸腾卤主要采用沸腾卤车对产品进行现场加热老汤卤制的方式，填补了门店热卤售卖的空白，现阶段主要为卤猪蹄，后续公司预计将增加更多单品。产品通过加热的方式，营造卤味飘香的售卖氛围，尤其契合寒冷冬日的卤味消费场景，迎合了年轻消费群体色香味俱全的消费偏好。沸腾卤作为“1+N”营销模式的一环，预计能够对门店起到引流增量的效果，增厚门店的销售收入。

**图 32: “1+N”营销模式预计提升单店收入**

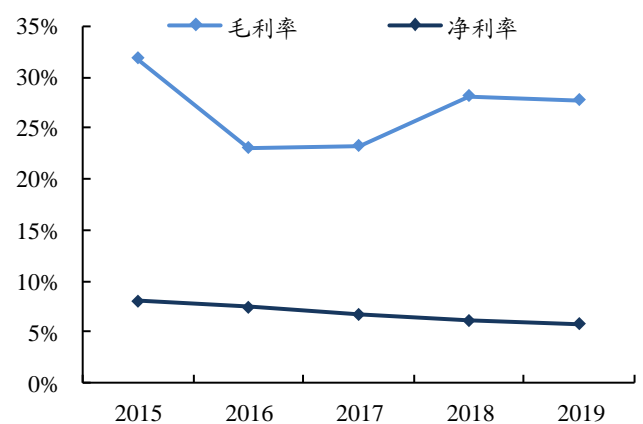

数据来源: 信达证券研发中心

### 3.3. 米制品经调整变革, 预计重回高增速

米制品业务提出三年翻番业绩目标, 预计增速重回高速道。公司米制品业务主要包括粽子、青团、八宝饭等产品, 其中粽子收入占比超过 60%。2019 年, 米制品业务主动梳理亏损的渠道, 导致营收略微下降 2.07%, 主要为短期影响。长期来看, 公司 2015 年收购(控股 67%) 真真老老, 带领公司营收从 1.8 亿元提升至 3.5 亿元, 长期增长逻辑不变。2019 年, 第三代创始人亲自主抓, 对内部组织、管理、营销、人才引进等进行了一系列变革, 营收增长及费用管控更加健康良性。以 2019 为基数年, 提出营收三年翻番的目标, 预计 2020 年终端销售收入达 5 亿元(扣税前), 2022 年实现终端营收 8 亿元(扣税前), 与主业共同拉动公司业绩增长。对于市场担忧的米制品业务增收不增利的问题, 主要系原材料猪肉价格上涨幅度较大, 预计未来 2-3 年猪价逐步呈下行趋势, 毛利率有望恢复。并且针对米制品上下半年淡旺季明显的痛点, 通过延伸发展八宝饭等非粽子业务有望提升米制品生产效率, 有望进一步提升米制品的盈利能力。

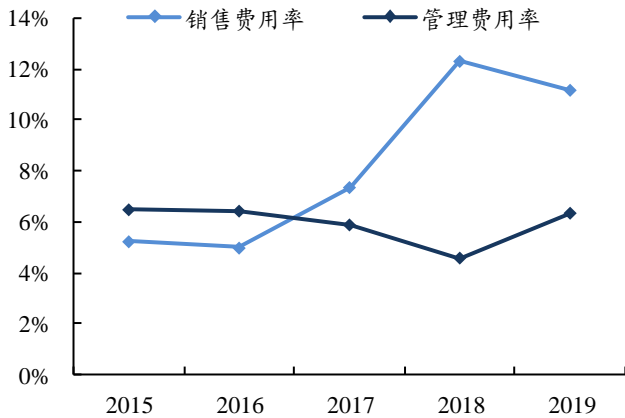
**图 33: 米制品因主动调整渠道 2019 营收略降**


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

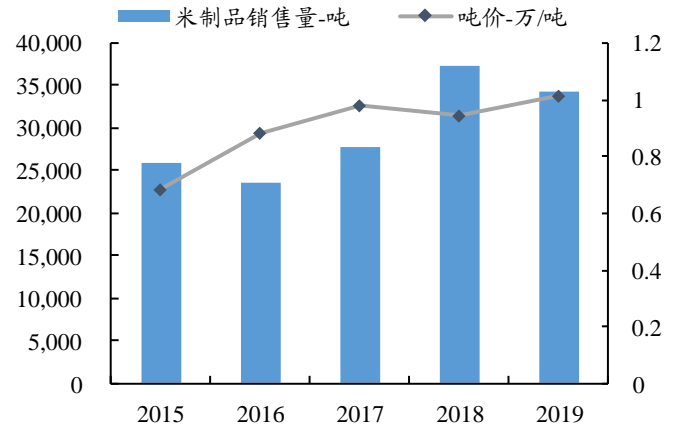
**图 34: 变革后净利率有望逐步恢复**


数据来源: Wind, 信达证券研发中心



**图 35: 米制品业务销售费用率有所回落**


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 36: 米制品吨价整体向上**


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

## 4. 估值与投资评级

我们预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 24.4 亿元、30.48 亿元和 36.1 亿元，同比增速分别为 15%、25%和 18%，毛利率分别为 37.1%、37.6%和 37.7%。分业务来看：

省外门店开店加速已初步被验证，预计 20-22 年净开门店分别为 900、1250、1300 家，单店收入由于省外新开门店具有一定的爬坡期，快速开店期间整体单店预计有一定的摊薄，预计 20-22 年单店收入同比-10%、-1%、-3%，预计肉制品业务 20-22 年收入增速分别为 12%、25%、18%。由于 20 年原材料价格处于相对较低位，价格有略微上行趋势，21 年毛利率预计部分承压，整体在原料储备计划下毛利率保持相对平稳，假设 20-22 年肉制品业务毛利率为 39.3%、39%、39%。

米制品业务 2019 年经过调整，提出三年翻番目标，在 2019 年低基数下，预计 20-22 年收入增速分别为 32%、26%、20%。毛利率由于 20 年原材料猪肉价格处于高位，今年毛利率预计承压，随着猪价供给增加带来的猪价下行，毛利率稳步提升，假设 20-22 年毛利率分别为 27%、31%、32%。

**表 5: 公司分业务收入预测**

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计-百万	收入	1,898	2,117	2,440	3,049	3,612
	YOY	28%	12%	15%	25%	18%
	毛利率	34%	37.6%	37.1%	37.6%	37.7%
	净利润	179.94	226.27	277.08	353.71	462.09
	YOY	22.57%	25.75%	22.45%	27.66%	30.64%
	净利率	9.5%	10.7%	11.4%	11.6%	12.8%
肉制品业务-百万	收入	1485	1709	1914	2395	2832
	YOY	26%	15%	12%	25%	18%
	毛利率	36%	39%	39.3%	39.0%	39.0%
	净利润	158	206	261.59	318.03	415.26
	YOY	23.11%	30.16%	26.85%	21.58%	30.57%
	净利率	10.7%	12.1%	13.67%	13.28%	14.66%
米制品业务-百万	收入	351	335	442.5	558	669
	YOY	30%	-4%	32%	26%	20%

毛利率	28%	29%	27.0%	31.0%	32.0%
净利润	21.51	20.05	15.49	35.68	46.83
YOY	18.72%	-6.78%	-22.78%	130.40%	31.25%
净利率	6.1%	6.0%	3.5%	6.40%	7.00%

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

新市场扩张逐步推进预计销售费用率在规模效应下实现稳中下降, 假设 20-22 年分别为 14.3%、14.0%、13%。由于公司目前处于快速发展阶段, 为激发管理层发展积极性, 管理费用预计保持较高水平, 假设 20-22 年管理费用率分别为 6%、7%、7%。

选取同行业 7 家休闲食品上市公司, 公司的市盈率水平低于行业平均, 由于公司目前主业肉制品仍处于门店的快速扩张期, 米制品盈利端的逐步恢复也有望增厚利润, 预计 20-22 年 EPS 分别为 0.53、0.68、0.90 元, 给予 2021 年 45XPE, 对应市值 156 亿元。采用 PS 估值, 预计 20-22 年营收分别为 24.8、31.0、36.7 亿元, 由于公司盈利水平处于行业前列, 给予 2021 年 5XPS, 对应市值 152 亿元。综合 PE 和 PS 估值, 对应 2021 年公司市值 156 亿元, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值对比

2020/12/4	总市值 亿元	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E	19A		20E	21E	
绝味食品	458	1.32	1.27	1.76	16%	57	59	43	2.8	8.9	8.4	7.0	
良品铺子	241	0.95	0.86	1.16	11%	64	70	52	4.8	3.1	2.9	2.4	
三只松鼠	212	0.60	0.63	0.83	18%	89	84	64	3.6	2.1	1.8	1.5	
盐津铺子	161	1.00	1.90	2.73	66%	125	65	46	0.7	11.5	8.0	6.0	
有友食品	64	0.59	0.79	0.95	27%	36	27	22	0.8	6.4	5.5	4.8	
甘源食品	97	2.40	2.22	2.79	8%	43	47	37	4.8	8.8	7.5	6.0	
华文食品	77	0.33	0.32	0.36	4%	58	60	54	13.1	8.6	7.7	6.9	
平均					21%	67	59	45	2.1	7.0	6.0	5.0	
煌上煌	120	0.43	0.53	0.68	25%	54	44	35	1.4	5.7	4.9	3.9	

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 煌上煌和绝味以外的公司 EPS 和 PE 均采用 Wind 一致预测, 绝味为信达证券研发中心预测, 更新于 2020 年 12 月 4 日

## 5. 风险因素

**食品安全风险。**食品安全问题对于公司品牌的美誉度会产生极大的负面影响, 若行业公司发生食品安全问题, 将会波及公司产品的销售。

**新市场扩张不及预期。**公司目前正处于新市场快速扩张阶段, 市场拓展不及预期将会影响公司的开店节奏以及渠道积极性。

**行业竞争加剧风险。**目前行业处于加速整合的阶段, 公司若不能快速跑马圈地, 占据先发优势, 行业竞争加剧将对公司开拓产生不利硬性。

**附：公司财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	1,665	1,867	1,948	2,111	2,386	
货币资金	931	1,043	1,002	955	1,033	
应收票据	0	2	2	3	3	
应收账款	31	53	62	77	91	
预付账款	74	42	49	60	71	
存货	535	638	742	919	1,086	
其他	93	89	92	97	101	
<b>非流动资产</b>	832	897	998	1,210	1,391	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	545	623	706	893	1,051	
无形资产	96	99	98	96	95	
其他	191	176	194	220	245	
<b>资产总计</b>	2,497	2,765	2,946	3,320	3,777	
<b>流动负债</b>	405	417	377	466	550	
短期借款	75	93	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	86	95	111	137	162	
其他	245	230	266	329	388	
<b>非流动负债</b>	158	152	152	152	152	
长期借款	15	10	10	10	10	
其他	143	142	142	142	142	
<b>负债合计</b>	563	569	529	618	702	
少数股东权益	39	44	50	57	66	
归属母公司股东权益	1,895	2,151	2,368	2,646	3,009	
<b>负债和股东权益</b>	2,497	2,765	2,946	3,320	3,777	

**重要财务指标**

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	1,898	2,117	2,440	3,049	3,612	
同比(%)	28.4%	11.6%	15.3%	24.9%	18.5%	
归属母公司净利润	173	220	272	347	453	
同比(%)	22.7%	27.5%	23.2%	27.7%	30.6%	
毛利率(%)	34.5%	37.6%	37.1%	37.6%	37.7%	
ROE%	9.1%	10.2%	11.5%	13.1%	15.1%	
EPS(摊薄)(元)	0.34	0.43	0.53	0.68	0.88	
P/E	29.48	38.16	43.13	33.79	25.86	
P/B	2.69	3.91	4.95	4.43	3.89	
EV/EBITDA	17.47	25.40	29.02	22.83	17.44	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>营业总收入</b>	1,898	2,117	2,440	3,049	3,612	
营业成本	1,243	1,321	1,536	1,904	2,249	
营业税金及附加	20	19	22	27	32	
销售费用	240	313	349	427	470	
管理费用	141	159	146	213	253	
研发费用	56	69	69	69	69	
财务费用	-7	-9	-10	-12	-12	
减值损失合计	-2	0	0	0	0	
投资净收益	3	3	0	0	0	
其他	14	16	0	0	0	
<b>营业利润</b>	218	264	328	420	550	
营业外收支	3	8	5	5	5	
<b>利润总额</b>	222	272	333	425	555	
所得税	42	46	56	71	93	
<b>净利润</b>	180	226	277	354	462	
少数股东损益	7	6	6	7	9	
<b>归属母公司净利润</b>	173	220	272	347	453	
EBITDA	244	295	370	473	614	
EPS(当年)(元)	0.34	0.43	0.53	0.68	0.88	

**现金流量表**

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金</b>	153	225	256	293	420	
净利润	180	226	277	354	462	
折旧摊销	47	59	52	64	75	
财务费用	5	3	2	0	0	
投资损失	-3	-3	0	0	0	
营运资金变动	-63	-60	-70	-121	-113	
其它	-13	0	-5	-5	-5	
<b>投资活动现金流</b>	-206	-88	-148	-271	-251	
资本支出	-139	-121	-138	-261	-241	
长期投资	-70	30	0	0	0	
其他	3	3	-10	-10	-10	
<b>筹资活动现金流</b>	200	-25	-150	-69	-90	
吸收投资	110	-5	0	0	0	
借款	10	14	-93	0	0	
支付利息或股息	-40	-45	-57	-69	-90	
<b>现金流净增加额</b>	148	112	-41	-47	78	

## 研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。