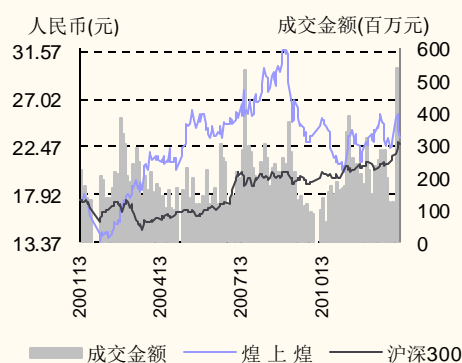


市场价格 (人民币): 23.40 元

改革焕新, 拓店驶入快车道

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.13
已上市流通 A 股(亿股)	4.61
总市值(亿元)	119.99
年内股价最高最低(元)	31.85/13.37
沪深 300 指数	5495
中小板综	13298



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,898	2,117	2,519	3,116	3,822
营业收入增长率	28.41%	11.56%	18.99%	23.70%	22.65%
归母净利润(百万元)	173	220	238	310	379
归母净利润增长率	22.72%	27.45%	8.00%	30.45%	22.01%
摊薄每股收益(元)	0.336	0.429	0.464	0.605	0.739
每股经营性现金流净额	0.30	0.44	0.61	0.55	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.12%	10.24%	10.10%	12.21%	13.68%
P/E	29.54	38.20	49.34	37.82	31.00
P/B	2.70	3.91	4.98	4.62	4.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **休闲卤制品是当下最好赛道之一:** 2019 年我国休闲卤制品行业市场零售规模达 1100 亿元, 同比增长 20%, 增长速度较快, 行业景气度较高。目前集中程度较低, CR5 市占率为 21%; 卤制品购买主要以线下为主, 而高周转高坪效的门店生态使得卤制品企业可实现快速扩张, 因此当下行业的主旋律是头部企业加速门店布局以提升市场份额。
- **改革后加强品牌塑造、成本管理、人才激励:** 2017 年新董事长上任后, 重新梳理品牌定位, 使其更全国化、年轻化。并开启原材料储备战略, 成本平滑能力凸显。2018 年启动股权激励, 考核目标为 2018-2020 年相比 2017 年净利润增长率分别达到 25%、50% 和 100%, 2018-2019 年的业绩目标均完成。且新一轮股权激励计划即将启动, 彰显公司发展信心。
- **拓店进入快车道:** 省外拓店速度开始加快, 2017-2019 年净增门店为 212、403 和 698 家, 预计 2020 年净增门店 950 家, 门店数量达到 4656 家。预计未来几年净增门店在千家左右, 人才储备和产能布局均能匹配开店速度。通过高势能门店打开省外市场, 带动 17、18 年单店收入显著提升。但 2019 年出现下滑, 参考历史上绝味也出现过类似情况, 通过加强门店精细化使得单店收入再次提升, 考虑到公司 2020 年拓宽门店销售渠道、推出新品, 且疫情期拿下了更多高势能门店, 预计 2021 年单店收入会有所改善。
- **米制品业务调整后业绩释放:** 米制品业务占比在 15%-25% 左右, 2016-2018 年增速在 30% 左右, 处于快速增长期, 2019 年公司对米制品业务进行调整, 砍掉部分不盈利的产品。整改后效果显著, 2020 年中报业绩已超过 2019 年全年水平, 毛利率亦显著提升。

投资建议与估值

- 行业目前仍处于门店驱动阶段, 公司拓店能力有保证, 能够保持每年净增千家左右门店。预计 20-22 年 EPS 分别为 0.46/0.61/0.74 元, 当前股价对应 PE 为 49/38/31X。2020 年公司拓宽销售渠道, 疫情间业绩表现优于同行。给予公司 2020 年 55 倍 PE 估值, 目标价 25.30 元, 给予“买入”评级。

风险

- 食品安全问题、原材料价格波动、行业竞争激烈、疫情反复、需求复苏不达预期、门店扩张不及预期、限售股解禁风险。

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

内容目录

高成长赛道，门店驱动业绩增长	4
高增长赛道，头部品牌渗透率有待提升.....	4
跑马圈地阶段，加速拓店提升市场份额.....	5
改革后加强品牌塑造、成本管理、人才激励.....	6
重新定位品牌形象，推进营销转型.....	6
原料端管控力强，成本平滑能力突出.....	7
薪酬激励绑定人才，培养体系逐步成型.....	8
拓店进入快车道，米制品整改后业绩释放	10
借助高势能门店打开省外市场，进入拓店快车道.....	10
米制品业务整改效果释放，业绩高增.....	12
盈利水平稳步提升，未来仍有改善空间.....	14
近年来净利稳步提升.....	14
扩张期促销、薪酬激励费用支出较大.....	16
盈利预测与投资建议.....	18
盈利预测	18
投资建议及估值.....	19
风险提示	19

图表目录

图表 1：我国休闲卤制品市场规模（单位：亿元）	4
图表 2：卤制品企业市场规模竞争格局.....	4
图表 3：卤制品企业门店数量占比.....	4
图表 4：卤味鸭脖门店全国数量统计.....	5
图表 5：休闲卤制品品牌化率逐步提升（单位：亿元）	5
图表 6：品牌休闲卤制品增速较高.....	5
图表 7：卤制品门店和其他门店坪效（单位：万元）对比.....	6
图表 8：卤制品企业门店数量对比.....	6
图表 9：煌上煌加大品牌推广.....	7
图表 10：公司主营业务成本拆分.....	7
图表 11：我国毛鸭主产区平均价（单位：元/公斤）	7
图表 12：“公司+合作社+农户”模式养殖示意图.....	8
图表 13：煌上煌和绝味存货周转率对比.....	8
图表 14：2018-2019 年公司采购价格增幅与市场价格增幅度对比.....	8
图表 15：限制性股权激励安排及目标.....	8
图表 16：限制性股票激励计划首次授予人员.....	9
图表 17：公司销售员工数量和薪资走势.....	9
图表 18：煌上煌各地区营收占比（单位：%）	10

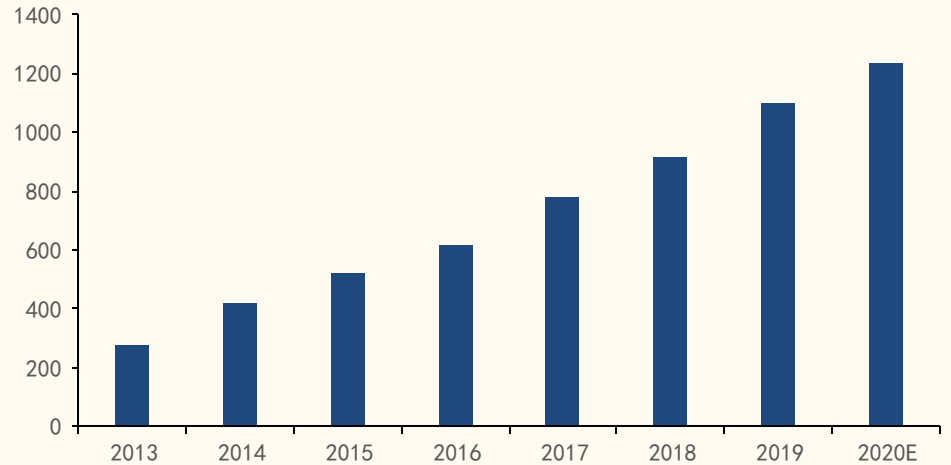
图表 19: 煌上煌门店增长情况.....	10
图表 20: 煌上煌产能布局及规划.....	11
图表 21: 煌上煌和绝味加盟门店单店收入 (万元/年) 走势.....	12
图表 22: 绝味门店增长情况.....	12
图表 23: 煌上煌和绝味单店销量 (吨/年) 走势.....	12
图表 24: 煌上煌和绝味销售吨价 (万元/吨) 走势.....	12
图表 25: 公司各业务营收占比 (%)	13
图表 26: 粽子行业主要企业类型.....	13
图表 27: 真真老老本铺为消费者提供“开锅粽”	14
图表 28: 米制品业务营业收入及利润.....	14
图表 29: 米制品业务毛利率及净利率.....	14
图表 30: 公司营业收入及归母净利润.....	15
图表 31: 公司毛利率走势.....	15
图表 32: 卤制品企业 ROE 对比	16
图表 33: 卤制品企业净利率对比.....	16
图表 34: 卤制品企业权益乘数对比.....	16
图表 35: 卤制品企业总资产周转率对比.....	16
图表 36: 卤制品企业管理费率对比.....	16
图表 37: 卤制品企业销售费率对比.....	16
图表 38: 煌上煌和绝味销售费用明细对比.....	17
图表 39: 煌上煌和绝味管理费用明细对比.....	17
图表 40: 盈利预测.....	18
图表 41: 可比公司估值比较 (市盈率法)	19

高成长赛道，门店驱动业绩增长

高增长赛道，头部品牌渗透率有待提升

- 2019年中国休闲卤制品行业市场零售规模达1100亿元，同比增长20%，增长速度较快，行业景气度较高。预计到2020年，中国休闲卤制品零售额将达到1235亿元。

图表 1：我国休闲卤制品市场规模（单位：亿元）

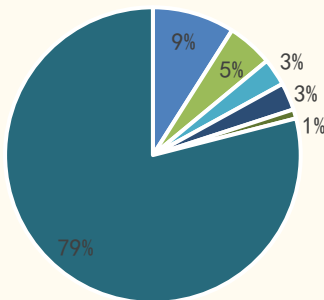


来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

- 品牌集中程度较低。目前按照零售口径计算，卤制品企业CR5的市占率为21%，绝味食品市占率约9%，位列第一位，周黑鸭市占率约5%，紫燕和煌上煌市占率约3%，久久丫占比1%。此外，我们在美团上统计了全国337个城市的数据，结果显示目前全国大概有将近13万家卤味门店，其中绝味的占比为10.13%，周黑鸭和煌上煌分别为1.09%和3.14%；我们认为门店数量的占比和零售端的数据大致吻合，绝味的市占率均为10%左右，煌上煌在3%左右，周黑鸭由于客单价较高，单店营收高于同行，以较少的门店数量创造了更多的销售额。

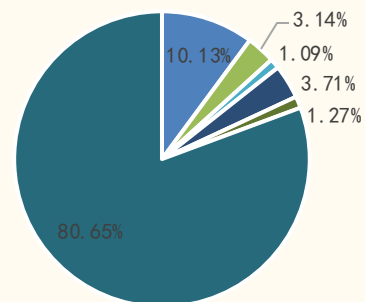
图表 2：卤制品企业市场规模竞争格局

■ 绝味 ■ 周黑鸭 ■ 紫燕 ■ 煌上煌 ■ 久久丫 ■ 其他



图表 3：卤制品企业门店数量占比

■ 绝味 ■ 煌上煌 ■ 周黑鸭 ■ 紫燕 ■ 久久丫 ■ 其他



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

来源：美团，国金证券研究所

图表 4：卤味鸭脖门店全国数量统计

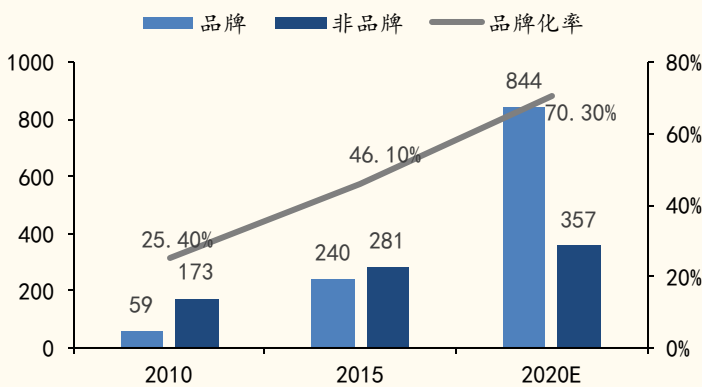
	卤味鸭脖门店总数	卤味鸭脖门店平均数
一线城市 (4 个)	8452	2113
新一线城市 (15 个)	32481	2165
二线城市 (30 个)	23074	769
三线城市 (70 个)	24483	350
四线城市 (90 个)	26450	294
五线城市 (128 个)	13338	104
整体 (337 个)	128278	381

来源：美团，国金证券研究所

注：收集时间截止到 2020 年 12 月 10 日。统计方法为分城市搜索关键词“卤味鸭脖”，统计该城市的门店总数；并通过抽样的方法计算出各线城市中与关键词关联度不高的门店，将此类门店剔除。

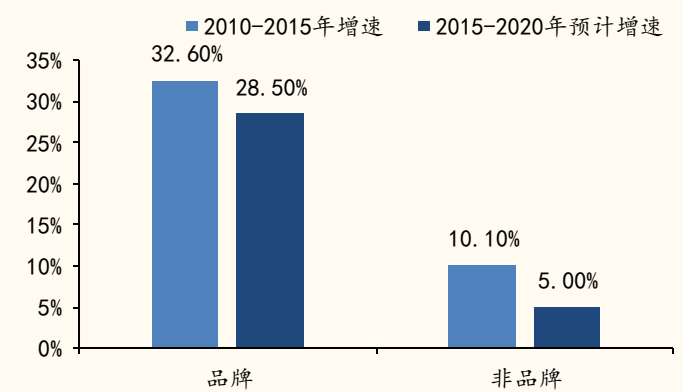
- 从现有门店数量来看，头部企业的渗透率提升空间充足。CR5 的门店占有率在全国不到 20%，我们认为无论从厂商能力还是消费者需求来看，连锁品牌取代街边门店、小作坊门店的阻力不大。前者在成本平滑、运营和管理效率上更具优势，抗风险能力更强，而且消费者品牌意识愈来愈强。若仅考虑对现有其他门店的替代，我们认为头部企业至少拥有翻倍的空间。

图表 5：休闲卤制品品牌化率逐步提升 (单位：亿元)



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 6：品牌休闲卤制品增速较高

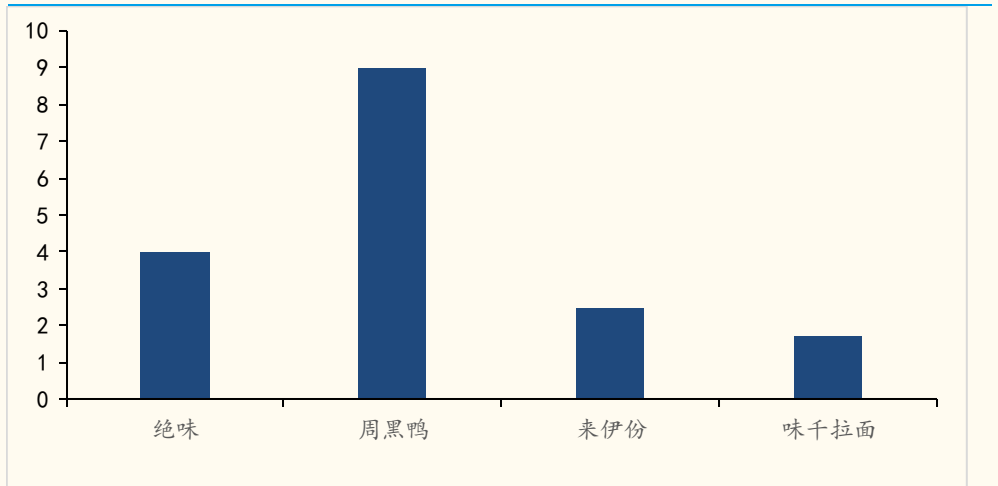


来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

跑马圈地阶段，加速拓店提升市场份额

- 目前门店扩张是去头部企业提升市场份额的主要途径。一方面休闲卤制品的购买具有即时性和冲动性，因此线下门店的作用是激发和实现消费者的购买需求；再加上休闲卤制品本身保质期较短，也决定了线下渠道是其主要购买渠道。另一方面卤制品门店是少有的高坪效高周转的经营业态，因为无需堂食和后厨面积，门店租金压力较小，而且休闲卤制品属于冲动性和成瘾性消费，客流量转化率和周转率较高，因此卤制品门店的坪效和其他餐饮或零售门店相比具备优势，有助于企业较快实现扩张。

图表 7：卤制品门店和其他门店坪效（单位：万元）对比



来源：餐饮老板内参，国金证券研究所

- 当前绝味已有 12058 家门店（截至到 2020 年中报），计划是每年新增千家门店，公司的供应链布局和管理体系完全可以支撑当下的拓展速度。周黑鸭也在 2019 年正式开放特许经营模式，加快渠道下沉和新兴地区的扩张，截至 2020 年 10 月 21 日，已经有特许门店 449 家。煌上煌自 2017 年新董事长上任后，省外拓店情况大大改观，门店数量从 2016 年的 2393 家增加至 2019 年的 3706 家。公司计划今年新开门店数量达到 1200 家，前三季度实现新开门店 968 家，预计完成全年目标压力不大。

图表 8：卤制品企业门店数量对比

	门店数量 (截至 2020 中报)	主要覆盖 区域	口味
绝味	12058 (99%为加盟店)	全国	共 5 种 (招牌、甜辣、五香、不辣、藤椒)，麻辣为主
周黑鸭	1367 (直营店 1246 家，加盟店 121)	华中地区	4 种 (经典、藤椒、不辣、甜辣)，甜辣为主
煌上煌	4152 (直营店 294 家，加盟店 3858)	江西、浙江、广东、福建	4 种 (招牌、香卤、鲜辣、香辣)，酱香和香辣为主

来源：公司公告，国金证券研究所

改革后加强品牌塑造、成本管理、人才激励

重新定位品牌形象，推进营销转型

- 煌上煌成立于 1999 年，2012 年在深交所上市，是卤制品行业最早上市的企业，但上市之后省外拓展进度比较缓慢，截至 2020H1，公司 80% 以上的销售收入仍集中在江西、广东和浙江地区，门店全国化进程落后于绝味；而且公司以餐桌卤味起家，近几年才转向休闲卤味定位，所以品牌认知度和传播力度弱于竞品。2017 年董事会换届，创始人儿子褚浚担任董事长，新管理层上任后，在品牌建设、人才引进、激励政策和门店拓展上都做出了积极的调整。
- 在品牌定位上面，提出“好味道，匠心造”的全新品牌定位，意在推动品牌全国化、年轻化，打造匠心形象。公司通过 VI、SI、吉祥物、休闲包装等一系列的品牌视觉，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，同时加大央视、上星卫视品牌曝光，开启品牌体育营

销元年，多项目参与国际马拉松、国际环鄱阳湖自行车赛、WCBA 总决赛等体育赛事，提高品牌知名度。

图表 9：煌上煌加大品牌推广



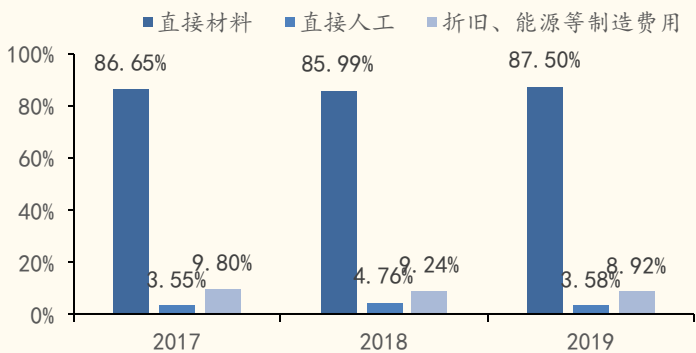
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司也持续推动传统营销向互联网营销的转型升级，通过外卖、O2O、微信、平台直播、CRM（客户关系管理）、无人零售、社区电商等互联网智能平台，增加发声渠道，持续扩散品牌传播。同时通过自主&异业联合传播，例如可口可乐 X 煌上煌跨界活动等助推品牌全国化。

原料端管控力强，成本平滑能力突出

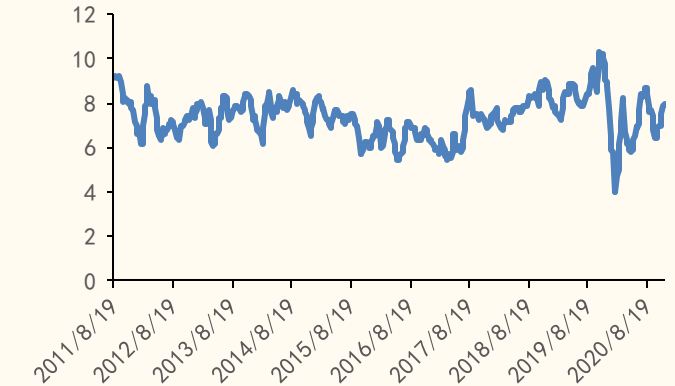
- 卤制品企业的原材料成本占比较高，公司的直接材料在其主营业务成本中占比都在 80%以上，主要原材料鸭肉、鸭副以及牛肉约占主营业务成本的 60%左右。因此肉鸭、鸭副产品、牛肉的价格波动会直接影响卤制品公司的毛利率和盈利水平。

图表 10：公司主营业务成本拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

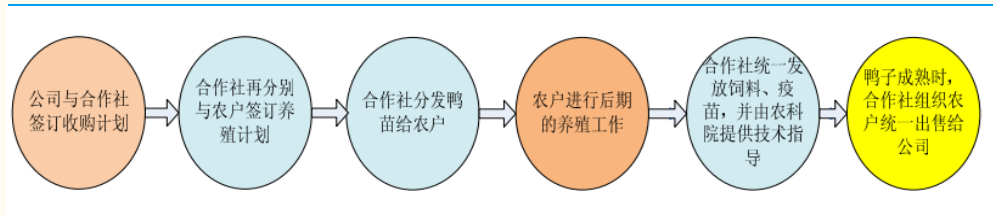
图表 11：我国毛鸭主产区平均价（单位：元/公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

- 公司 10%左右的原材料供给来自签约的合作社农户。公司在上游养殖端采用“公司+合作社+农户”模式，目前公司已经在江西省培育了 27 个肉鸭养殖专业合作社。同时公司成立全资子公司煌大食品，专门负责对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。

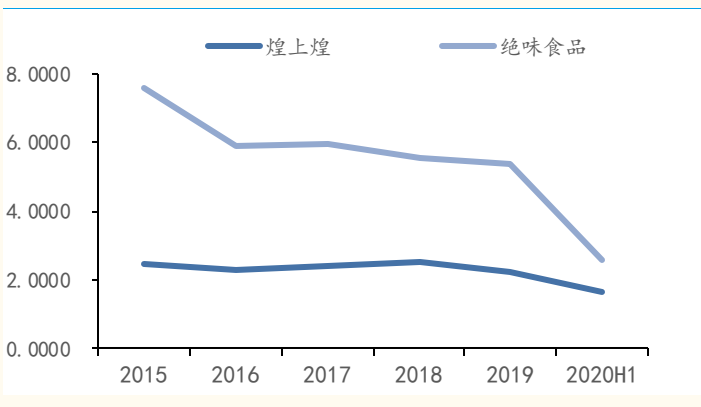
图表 12：“公司+合作社+农户”模式养殖示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

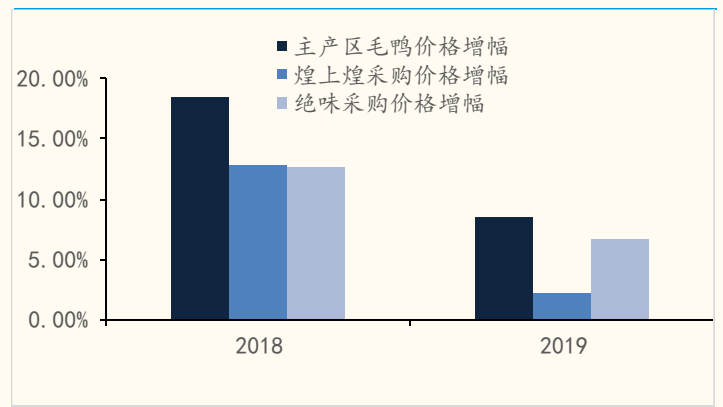
- 外部采购仍是公司获取原材料的主要途径，2018 年公司提出原材料战略储备计划，成本平滑能力凸显。公司结合主要原材料加权库存单价、参考原材料价格行情下行趋势，在主要原材料采购价格处于相对低位是进行战略储备；同时推动 MES 排产计划管理，导入 WME 仓库管理系统，完善仓库原料、半成品、在制品库存管理。与绝味相比，公司原材料储备计划的实施带来较大存货量，存货周转率低于绝味，但成本管控能力突出。2018 和 2019 年毛鸭价格一直在高位运行，但公司原材料采购价格的上涨幅度显著小于市场价格。

图表 13：煌上煌和绝味存货周转率对比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：2018-2019 年公司采购价格增幅与市场价格增幅对比



来源：国金证券研究所

薪酬激励绑定人才，培养体系逐步成型

- 2018 年开启股权激励计划，深度绑定管理层利益。其实公司 2013 年便启动过一次股权激励，但仅完成了第一期业绩目标，第二和第三期回购注销。2018 年公司再次提出股权激励计划，计划有 1500 万股（占总股本 2.9%）激励 256 名核心员工，首次激励对象涉及 234 人，预留部分涉及 22 人。首次授予的考核目标为 2018、2019 和 2020 年相比 2017 年净利润增长率分别达到 25%、50%和 100%。2018 和 2019 年的业绩目标均已完成，若 2020 年净利润可到 2.8 亿元，同比增长 27%左右即可解锁。

图表 15：限制性股权激励安排及目标

首次授予部分		
	考核目标	解售比例
第一期	2018 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 25%	40%
第二期	2019 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 50%	30%
第三期	2020 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 100%	30%
预留部分		
	考核目标	解售比例
第一期	2019 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 50%	40%
第二期	2020 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 100%	30%

第三期 2021 年度净利润相比 2017 年净利润增长率不低于 130%

30%

来源：公司公告，国金证券研究所

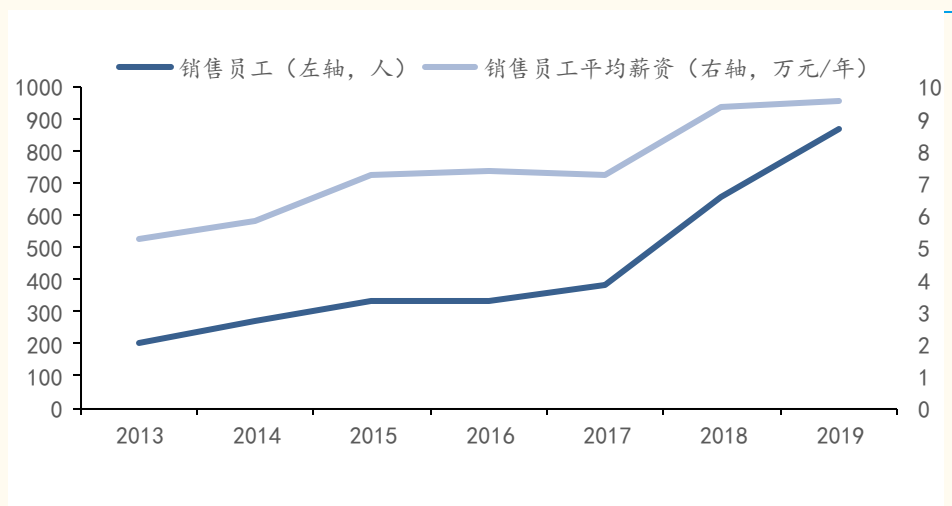
图表 16：限制性股票激励计划首次授予人员

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	8.03%	0.24%
章启武	董事、副总经理	120	8.03%	0.24%
曾细华	副总经理、财务总监、董事会秘书	110	7.36%	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)		1044	69.90%	2.09%
	预留	100	6.69%	0.20%
合计 (234 人)		1494	100.00%	2.99%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **新一轮股权激励计划在启，长效激励彰显信心。**2021 年 1 月 4 日公司公告宣布拟回购约 833.33 万股（占公司目前总股本比例为 1.63%）用于对公司核心骨干员工实施股权激励或员工持股计划。我们认为新一轮股权激励可继续激发公司核心骨干员工的积极性，体现了公司对未来的发展具有充足信心。
- **除此之外，公司非常重视营销人员的激励。**自从 2017 年新管理层上任后，营销人员由 2017 年的 385 人增加至 2019 年的 866 人，新增营销人员主要是直营门店员工和区域后台人员。而且将营销人员的薪资结构调整为基础工资加奖金，公司奖金池的 70%用于销售团队的激励，销售人员的工资有显著提升，大大激励员工销售热情。

图表 17：公司销售员工数量和薪资走势



来源：国金证券研究所

- **公司逐步搭建人才培养体系，重视人才发展。**2018 年公司成立了营销商学院和生产工匠学院，重视员工的培训学习，在门店人员技能提升、加盟商经营能力提升、全员晋升职业发展、校招管培生培养、学习型企业建设、通用管理及领导力等项目上有了长足的进步。2019 年公司人才发展列为第一战略，加大力度投入中高层学习，重金引入国内外知名的 HP 战略经营管理课程，有效的提升了中高层管理者的管理能力。2020 年公司开始建

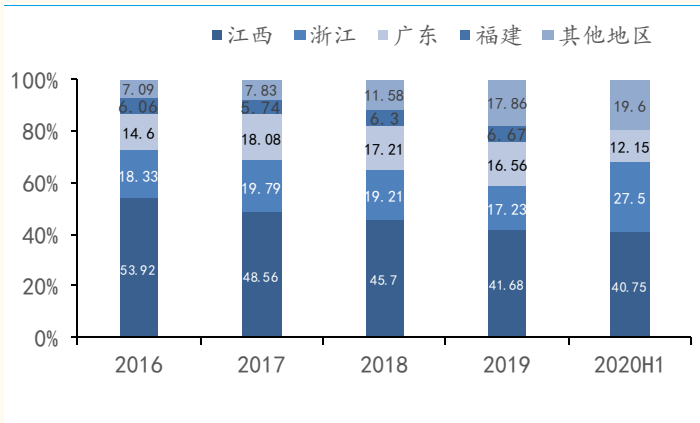
设企业大学，整合营销商学院、生产工匠学院、人才发展部三大组织成立了煌上煌企业大学，并且作为独立运作的一级中心，持续完善培养体系，为公司提供人才支撑。

拓店进入快车道，米制品整改后业绩释放

借助高势能门店打开省外市场，进入拓店快车道

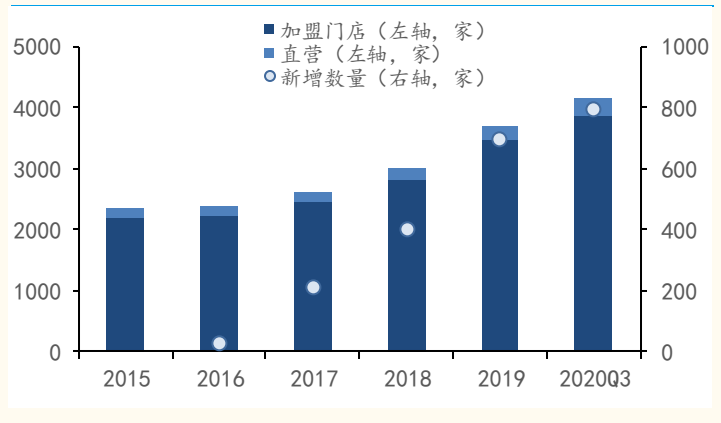
- 公司 2012 年上市后，管理层在省外开拓方面比较保守，而且拓店方式主要是复制在江西市场铺设社区门店的套路，没有有效地在空白市场建立知名度，因此省外扩展较慢，截至 2016 年底江西省收入占比仍在 50% 以上。而在此期间，绝味通过粗犷式开店较快地实现了在全国化布局，通过配送、生产、管理上的规模效应实现高于同行的净利空间。定位于高端休闲卤制品的周黑鸭，通过布局机场、高铁、核心商圈等位置，增加品牌曝光度，塑造优质高端品牌形象，享受远高于同行的客单价和毛利空间。
- 借助高势能门店开拓省外市场，实行扁平化管理，门店快速扩张。新管理层上任后兼收两家对手长处，加快了开店步伐，同时调整了扩张思路。首先通过布局高势能门店切入新兴市场，加大高铁、高速公路、机场、CBD 等高势能门店开拓力度，吸引优质加盟商加入，提升品牌知名度；然后再铺开社区门店，增加覆盖面。在管理方面将营销组织由原来的大区改为省区制管理，即由原来的 5 大区裂变为现在的 19 个省区（今年新增吉黑、云贵、川渝、山东、湖北 5 大省区），把在大区有丰富实战经验、管理经验的大区负责人调回到总部，加强总部管理力量。同时实现垂直化、扁平化管理，达到快速反应、执行到位的效果。2017 年开始，公司的拓店速度逐年提升，2017-2019 年分别净增 212、403 和 698 家门店，公司计划今年新开门店数量达到 1200 家，关闭门店 250 家，实现净增加门店 950 家，前三季度实现净增门店 796 家，预计完成全年目标压力不大。省外营收占比也由 2016 年的 46% 提升至 2020H1 的 59%。

图表 18：煌上煌各地区营收占比（单位：%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：煌上煌门店增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 从拓店速度来看：我们认为公司未来 2-3 年内可保持每年 1000 家左右的净开店数量；市场空间足够，公司也优化了人才储备和产能布局，以匹配当下的扩张速度。根据前文的分析，目前行业仍处于快速扩张期，卤制品连锁门店的市场空间较大，保守估计头部企业拥有翻倍的空间。公司管理层对于拓店的信心较强，加强了营销方面的人员储备，并且通过省外市场开拓模式的转变以及成立营销商学院完善了营销人才梯队建设。
- 产能方面，现有产能可支撑公司门店数量翻倍，布局新工厂覆盖新兴市场，减少运输半径。目前公司共有江西、福建、广东、广西、河南和辽宁 6 个生产基地，有 8.5 万吨产能，其中江西基地拥有 4.5 万吨。2019 年公司的卤制品销量在 3.5 万吨左右，现有产能可以支撑公司门店数量翻倍。此外公司还计划新增 5 万吨产能，其中已有 2.6 万吨产能在筹建中，分别是目前浙江嘉兴（1 万吨产能）、陕西三原（6 千吨

产能)和重庆荣昌(1万吨产能)工厂。从产能布局来看,目的在于减少运输半径,随着新兴市场门店数量的提升,可实现配送费用的优化。

图表 20: 煌上煌产能布局及规划

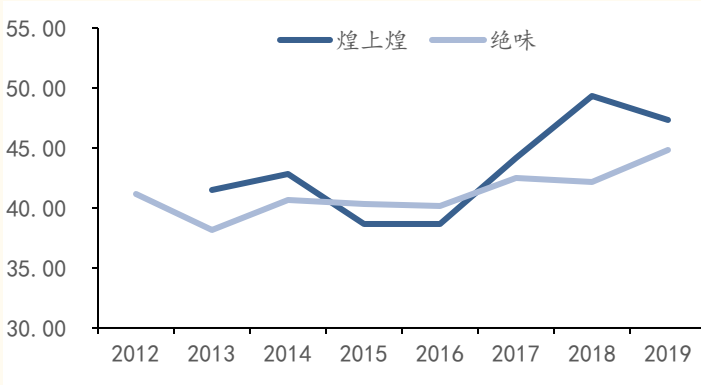
生产基地	产能(万吨)	建设周期/预计投产时间	辐射区域	
南昌(江西)	4.5			
东莞(广东)	1.4			
原有六大生产基地	福清(福建)	0.8		
	沈阳(辽宁)	0.8		
	许昌(河南)	0.5		
	南宁(广西)	0.5		
合计	8.5			
建设中	三原(陕西)	0.6	项目周期 24 个月, 预计 2021/8/31 投产	大西北
	重庆	1	建设周期 18 个月, 预计 2022/6/30 投产	云贵川
	嘉兴(浙江)	1	选址已确定	江浙沪
	合计	2.6		
规划中	河北			京津冀
	山东			山东

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **从单店收入来看:** 新增门店中高势能门店占比增加带动 17、18 年单店收入显著提升, 19 年出现快速扩张后的短暂下滑, 参考历史上绝味的情况, 预计公司经过 2020 年的调整后, 2021 年单店收入会有所提高。
- **17、18 年单店收入增速较快, 销量和均价都在提升。我们认为最主要的原因是公司加大了交通枢纽店和商圈店等高势能门店的布局, 这些门店客流量更大, 单店营收显著高于社区门店, 增厚了整体单店收入。此外公司还通过加盟商 PK 模式提高经营积极性, 以及利用氛围营销、情感营销等方式推动营销模式升级。**
- **2019 年单店收入出现下滑, 主要是销量出现下滑, 但仍高于 17 年水平。根据渠道调研, 老店的单店销售收入并未出现下滑, 因此我们认为主要是新拓门店在运营稳定后的销量略低于成熟门店, 18 年的快速拓店可能会导致门店选址、员工资质等不够理想, 使得新增门店的运营状况不及老店。事实上, 绝味也在经历过类似的情况, 比如绝味在 2012 年和 2017 年的净增门店显著高于其他年份, 分别净增门店 1554 和 1295 家, 而 2013 年和 2018 年相应地出现了短暂的单店收入下滑。为了应对 2018 年的单店收入下滑, 绝味在 2019 年提出从“跑马圈地, 饱和开店”向“深度覆盖, 渠道精耕”转变。主要采取了以下措施: 1): 教育加盟商既要“多开店”, 也要“开好店、高势能店”; 2) 关闭低效门店, 升级门店形象与终端设备, 利用信息化手段进行精细操作、精细管理; 3) 优化产品结构, 对原产品优化升级, 新增特色性、区域风味性产品; 4) 提升品牌势能, 结合潮流进行营销创新。通过加强门店的精细化管理, 绝味 2019 年的单店收入明显回升。**
- **预计 2021 年公司单店营收会有所回升。其一, 今年公司开启“1+N”模式, 基于线下实体门店延展多种销售渠道, 通过外卖、离店地推、社区电商等渠道给实体店带来增量。该模式已经有所成效, 在疫情期间公司通过启动社区团购业务, 整体线上销售比例一度达到 35%, 弥补线下消费场景的空白, 在上半年成为卤制品行业唯一一家业绩逆势增长的上市公司。其二, 新品方面公司于今年 4 月上新了沸腾热卤, 售卖现卤猪脚等产品, 丰富了产品品类。截至 12 月上线门店达到 493 家, 从目前数据的来看, 新品销售情况优异, 有利于增厚单店收入, 预计 2021 年沸腾热卤的覆盖门店会继续增加。其三, 今年新增门店中**

高势能门店占比达到 80%左右 (2019 年为 60%)，主要是因疫情影响门店租金下降，优质门店资源增多。

图表 21: 煌上煌和绝味加盟门店单店收入 (万元/年) 走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

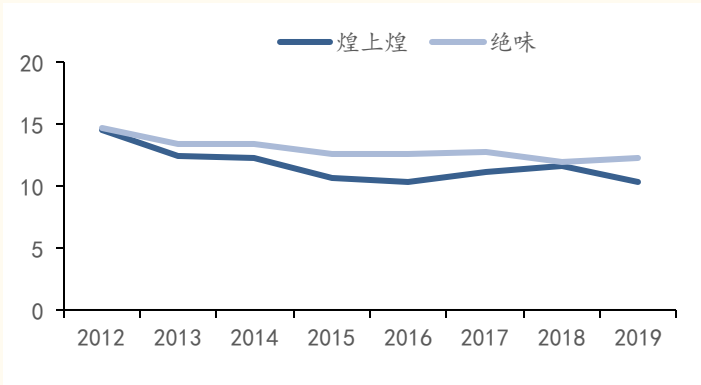
注: 煌上煌剔除米制品业务; 年内门店数量 = (期末门店数量 + 期初门店数量) / 2

图表 22: 绝味门店增长情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

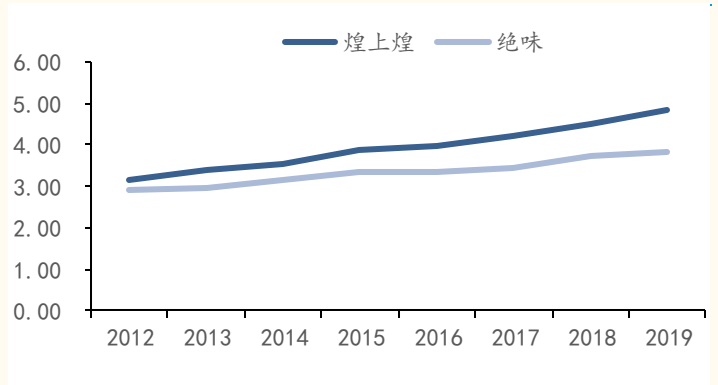
图表 23: 煌上煌和绝味单店销量 (吨/年) 走势



来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

注: 煌上煌剔除米制品业务, 年内门店数量 = (期末门店数量 + 期初门店数量) / 2

图表 24: 煌上煌和绝味销售吨价 (万元/吨) 走势



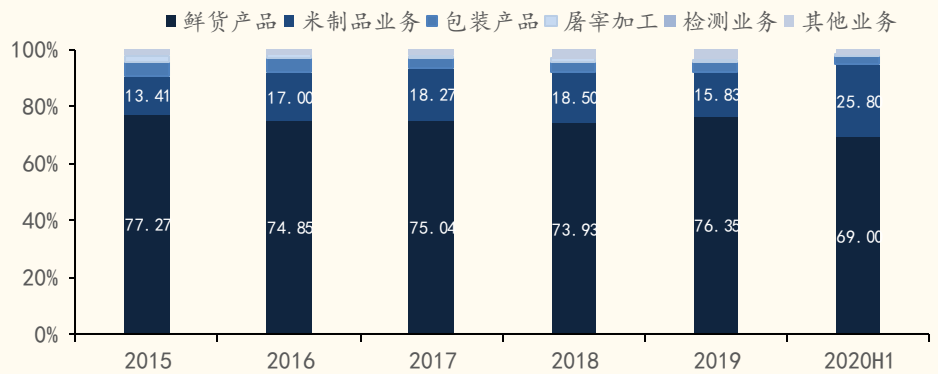
来源: 公司公告, 国金证券研究所测算

注: 煌上煌剔除米制品业务, 年内门店数量 = (期末门店数量 + 期初门店数量) / 2

米制品业务整改效果释放, 业绩高增

- 2015 年初公司收购真真老老 67% 的股权, 目前真真老老为煌上煌米制品业务的核心产品, 主要经营粽子、粥类、八宝饭等其他米制品。过去几年米制品业务的营收占比在 15-18% 左右, 2020 年因为业务调整, 米制品营收增长较快, 占比提升到 25% 左右。

图表 25：公司各业务营收占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

- **粽子市场五芳斋一家独大，占比 30%左右，其他品牌较为分散。**目前粽子行业主要是三种类型的企业，一类是以五芳斋、真真老老等为代表老字号企业，一类是以三全、红船为代表的速冻食品企业和主营粽子生产的现代企业，还有一类是以喜茶、奈雪的茶、良品铺子等为代表的新兴品牌。目前市场上还是以传统老字号企业为主，其中五芳斋占据的市场份额最大，在 30%左右；2018 年五芳斋粽子年销量高达 4.07 亿只，实现营业收入 47.43 亿元，远超其他竞争对手，2020 年 6 月 19 日，五芳斋上市第三期辅导完成。其次分别是真真老老和诸老大，其中真真老老粽子年产 1.5 亿只，2019 年营业收入 3.4 亿元。除了五芳斋一家独大，粽子行业整体竞争格局较为分散，根据企查查数据显示，目前从事粽子生产、销售的企业数量达 5700 余家。从五芳斋谋求上市，以及喜茶、星巴克、三只松鼠等知名企业入局可以看出，目前行业的发展态势是头部企业和知名品牌抢占和整合市场份额。此外借助品牌力量可推进粽子从节日性、时令性产品转变为日常性消费品，可对接早餐、休闲食品和代餐市场。

图表 26：粽子行业主要企业类型

传统老字号	速冻企业和现代企业	新兴品牌
五芳斋、真真老老、诸老大、三珍斋、稻香村、广州酒家等	三全、思念、安井、桃李面包、红船等	喜茶、奈雪的茶、良品铺子、三只松鼠、元祖食品、星巴克等

来源：中商产业研究院，国金证券研究所

- 目前真真老老在粽子行业仅次于五芳斋；其杯粥业务也处于行业领先地位。其产能扩建项目即将完成投入生产，粽子产能从日产 120 万只扩大到 150 万只产能，年产量可达到 5 亿只，杯装粥的产能从年产 6000 万杯的产能扩大到年产 1 亿杯，可帮助其蚕食更多的市场份额。
- 真真老老的销售渠道主要是商超和电商，随着在煌上煌开始布局自己的社区团购业务，真真老老的粽子和月饼也被纳入其中，这种全渠道的拓展有助于真真老老未来营收进一步提高。2020 上半年公司在上海开设了一家真真老老本部店，成为消费者感受新鲜开锅粽的体验窗口；作为线下连锁门店模式的探索，公司会持续关注该模式的经营状况，若经营效果良好会逐步加大这方面的布局和投入。

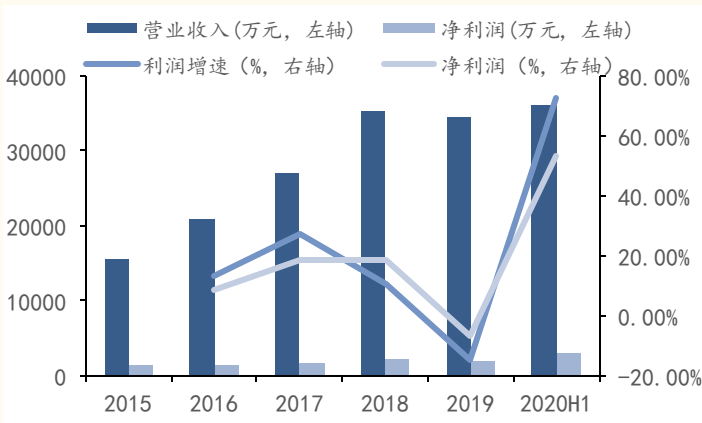
图表 27: 真真老老本铺为消费者提供“开锅粽”



来源: 真真老老官网, 国金证券研究所

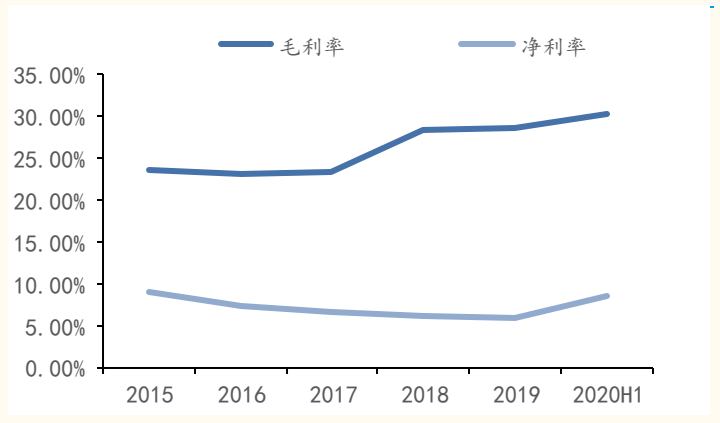
- 真真老老自 2015 年被煌上煌收购以后, 2016 年至 2018 年营业收入年复合增长率达到 30% 以上, 营业利润复合增长率达到 15.2% 左右。公司在 2019 年营业收入出现小幅下滑, 主要原因是公司对米制品业务进行调整, 砍掉了部分不盈利的产品。但是从 2020 中报来看, 公司的营业收入和营业利润已经超过 2018 年和 2019 年年全年水平; 米制品业务毛利率也达到 30.27%, 为近年来最高, 说明企业的产品业务结构调整战略——“聚焦高盈利产品”已经开始逐步生效, 产品结构升级带来的红利预计在未来将进一步展现出来, 预计真真老老业务的营收和净利润将持续向好。

图表 28: 米制品业务营业收入及利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 29: 米制品业务毛利率及净利率



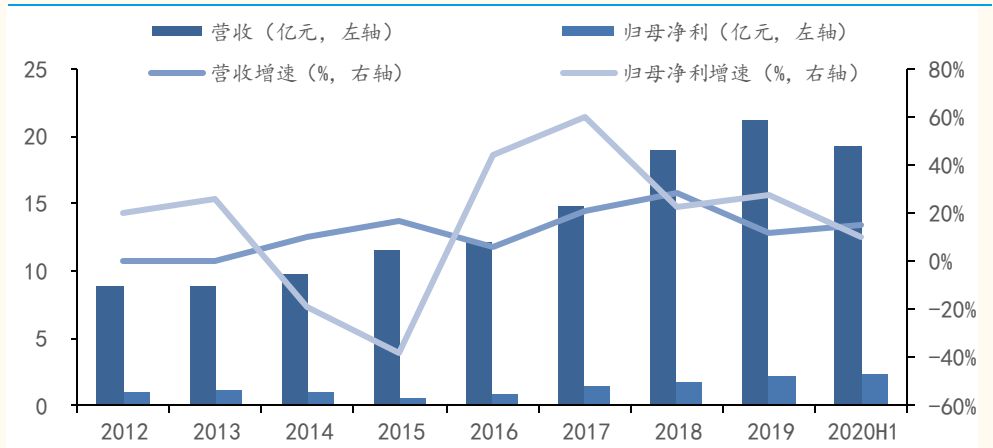
来源: 公司公告, 国金证券研究所

盈利水平稳步提升, 未来仍有改善空间

近年来净利稳步提升

- 公司 2017-2019 年的营收增速分别为 21.35%、28.41% 和 11.56%, 归母净利增速分别为 60.23%、22.70% 和 27.17%。2020 年受疫情影响行业整体呈现下滑趋势, 但煌上煌依旧保持正增长, 2020 年前三季度营收和归母净利分别增长 15.31% 和 10.26%; 主要得益于公司较快地启动了社区团购和到店到家新业务, 弥补了线下消费场景的缺失。

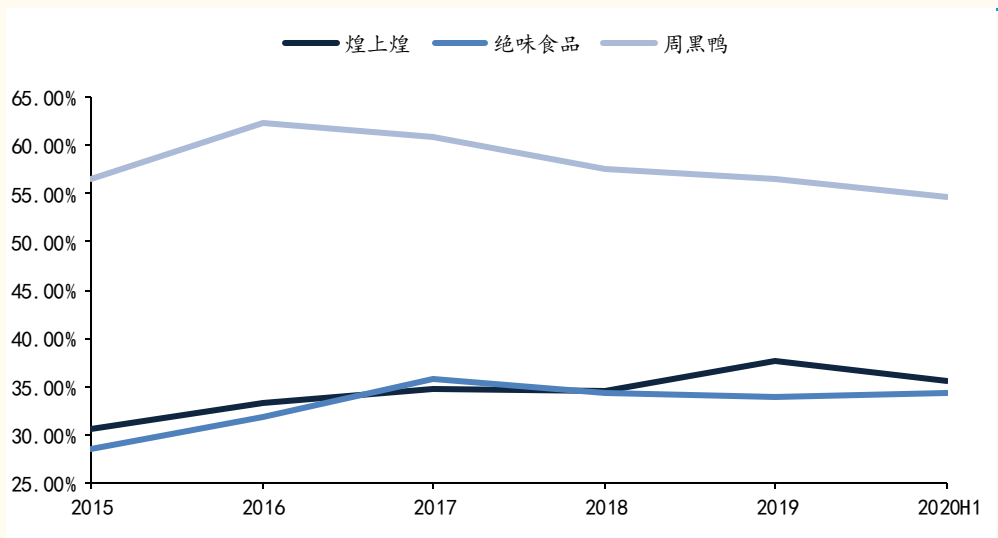
图表 30: 公司营业收入及归母净利润



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 毛利率方面公司和绝味相差不大, 周黑鸭由于定位高端, 享受更高的产品定价和毛利空间, 毛利率波动主要受到原材料价格波动的影响。2019 年公司毛利率有明显提高, 主要是 1) 在主要原材料采购价格处于相对低位是启动了主要原材料战略储备工作, 降低了公司主要原材料平均加权成本。2) 真真老老方面优化了产品结构。3) 生产端加强节能降耗, 产品出品率有所提升。4) 受益于国家减费降税政策和增值税进项核定扣除政策。我们预计未来几年公司的毛利率在 34%-36% 左右, 毛利率波动主要受到原材料价格波动的影响。

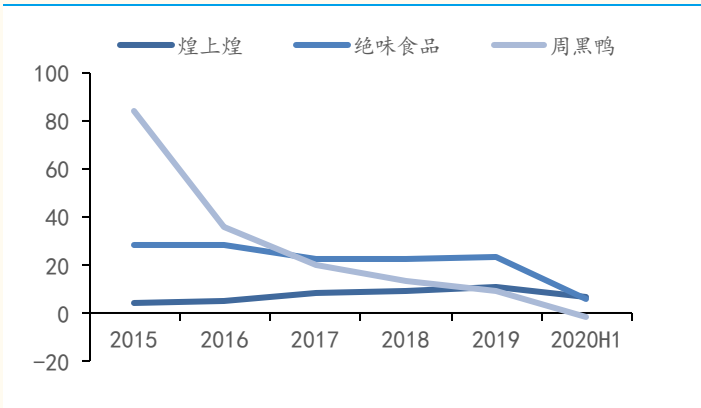
图表 31: 公司毛利率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

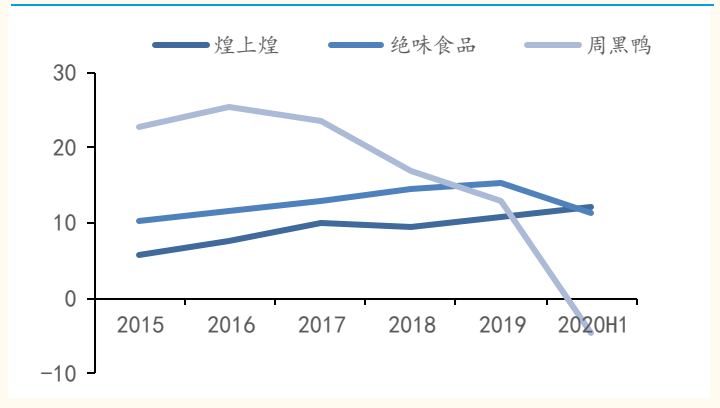
- 近年来公司的 ROE 和净利率都稳步提升, 反映了经营效率的提高。不过和同行对比可以发现, 公司的净利率水平仍低于绝味, 销售费率和管理费率都高于绝味。其次公司的总资产周转率较低, 主要系流动资产里的存货和应收账款周转较慢; 存货周转率较慢主要和公司的原材料储备战略有关, 而应收账款显著低于绝味主要是绝味对加盟商采取绝对的先款后货, 基本不存在信用账款, 煌上煌在这方面弱于绝味。

图表 32: 卤制品企业 ROE 对比



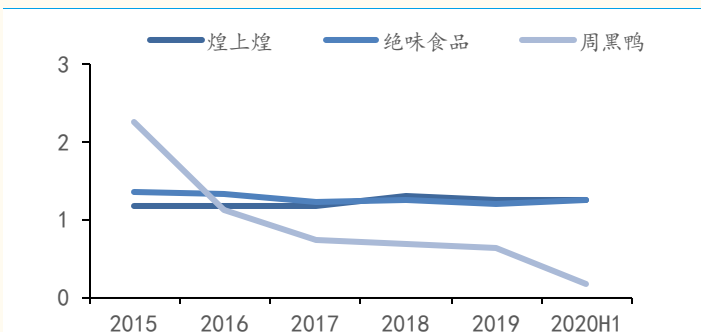
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 卤制品企业净利率对比



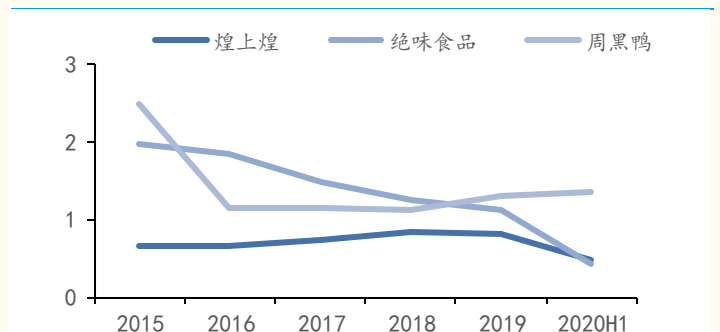
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 卤制品企业权益乘数对比



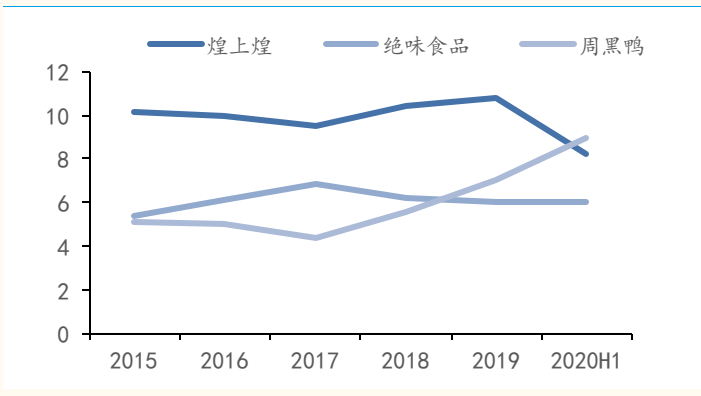
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 卤制品企业总资产周转率对比



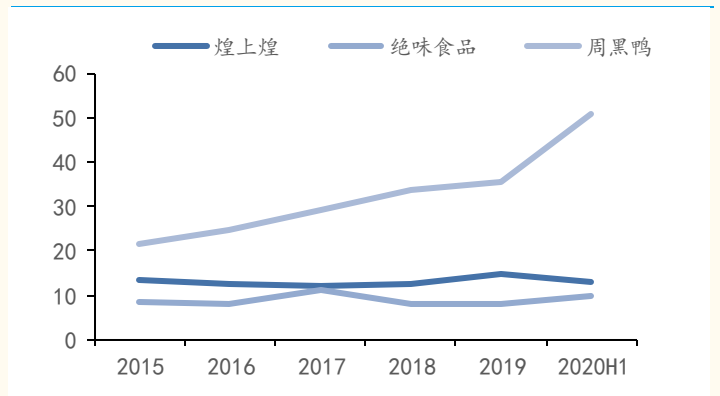
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 卤制品企业管理费率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 卤制品企业销售费率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

扩张期促销、薪酬激励费用支出较大

- 通过详细拆分绝味和煌上煌的销售费用明细, 可以发现煌上煌的销售费用比绝味高, 主要是因为煌上煌的人员薪酬支出显著高于绝味, 以及煌上煌在商场促销和加盟店销售奖励方面有较大支出。

图表 38: 煌上煌和绝味销售费用明细对比

	2016	2017	2018	2019	2020H1
绝味销售费用拆分					
广告宣传费	1.99%	4.83%	1.10%	0.68%	0.42%
运输费	2.25%	2.10%	2.21%	2.24%	3.32%
工资薪酬	1.79%	1.90%	2.11%	2.17%	2.24%
租赁费	1.53%	1.61%	2.14%	2.18%	2.41%
折旧费			0.06%	0.10%	
其他	0.55%	0.63%	0.61%	0.79%	1.35%
合计	8.11%	11.07%	8.23%	8.16%	9.74%
煌上煌销售费用拆分					
广告宣传费	1.45%	1.25%	0.00%	0.00%	0.00%
运输费	2.38%	2.65%	2.30%	2.87%	2.50%
工资薪酬	3.33%	3.32%	3.23%	3.89%	4.02%
商场促销费用	2.01%	1.70%	2.78%	3.23%	3.38%
加盟店销售奖励	0.31%	0.48%	1.32%	1.05%	0.00%
租赁费	1.65%	1.44%	1.27%	1.95%	1.99%
折旧费	0.34%	0.26%	0.18%	0.23%	0.21%
其他	0.88%	0.89%	1.58%	1.56%	0.91%
合计	12.36%	11.99%	12.65%	14.78%	13.01%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

注: 煌上煌 2018 年之后的广告宣传费划入商场促销费用。

- 在管理费用方面, 主要是因煌上煌 2017 年及之前的研发费用计入管理费用, 而 2018 年又开始实施股权激励, 导致管理费率比绝味高出 1-2 个 pct。2018 年之后, 若剔除股权激励的影响, 两者的管理费率相差不大。

图表 39: 煌上煌和绝味管理费用明细对比

	2016	2017	2018	2019	2020H1
绝味管理费用拆分					
职工薪酬	2.75%	3.22%	2.96%	3.01%	3.05%
办公费	0.37%	0.32%	0.27%	0.22%	0.15%
折旧费	0.16%	0.15%	0.14%	0.19%	0.21%
无形资产摊销	0.37%	0.25%	0.23%	0.22%	0.25%
租赁费	0.31%	0.34%	0.38%	0.38%	0.35%
咨询服务费	1.17%	1.27%	0.67%	0.63%	0.85%
差旅费	0.22%	0.24%	0.25%	0.21%	0.13%
交通及汽车使用费	0.15%	0.15%	0.11%	0.05%	0.03%
费用性税金	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
招待费	0.36%	0.37%	0.37%	0.32%	0.24%
其他	0.17%	0.57%	0.59%	0.46%	0.57%
合计	6.11%	6.87%	5.97%	5.69%	5.83%
煌上煌管理费用拆分					
薪酬社保	2.54%	3.22%	2.54%	2.78%	2.13%
办公费	0.40%	0.23%	0.28%	0.16%	0.37%
折旧费	0.82%	0.67%	0.51%	0.64%	0.49%
无形资产摊销	0.31%	0.26%	0.20%	0.19%	0.16%
劳务费	0.43%	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%
仓储费	0.49%	0.63%	0.32%	0.19%	0.36%
福利费	0.37%	0.30%	0.22%	0.27%	0.00%

税金	0.11%	0.02%	0.05%	0.03%	0.00%
业务招待费	0.18%	0.22%	0.22%	0.21%	0.19%
水电费	0.10%	0.13%	0.06%	0.08%	0.07%
机物料和修理费	0.35%	0.41%	0.42%	0.43%	0.23%
产品研发费	2.72%	2.47%	0.00%	0.00%	0.00%
交通费	0.11%	0.15%	0.30%	0.36%	0.00%
广告宣传费	0.62%	0.09%	0.09%	0.14%	0.05%
咨询费	0.17%	0.09%	0.15%	0.15%	0.00%
其他	0.25%	0.33%	0.26%	0.19%	0.53%
股权激励	0.00%	0.00%	1.82%	1.67%	0.54%
合计	9.94%	9.55%	7.44%	7.51%	5.14%

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们预测 2020-2022 年，公司的营收增速分别为 19%、24%和 23%；其中鲜货产品的营收增速分别为 18%、23%和 22%，米制品业务的营收增速分别为 34%、30%和 30%。

- 1) 鲜货产品的增速主要受到开店速度和单店收入的影响。按照年内实际门店数量（年内实际门店数量=（年初门店数量+年末门店数量）/2）来计算，今年门店数量增速为 25%左右，但由于今年线下门店受疫情影响严重，单店收入会有所下滑，我们认为今年鲜货产品营收增速在 18%左右。考虑到公司目前拓店态势良好，未来两年净增千家左右门店是大概率事件，预计 21-22 年门店数量增速为 20%左右；20 年公司采取积极措施在增厚单店收入，预计 21-22 年单店收入可达到 2-3%的增速。综合来看预计 21-22 年鲜货产品收入增速为 23%和 22%
- 2) 米制品业务上半年完成 3.5 亿元的销售额，下半年是销售淡季，预计收入在 1 亿元左右，全年收入 4.5 亿元左右，19 年基数较低，20 年的增速预计达到 34%。米制品行业整体属于高增长阶段，预计 21-22 年的增速维持在 30%左右。

预计 2020-2022 年，公司的综合毛利率为 35.66%、36.15%和 36.22%；其中鲜货产品的毛利率为 38.30%、38.50%、38.50%，米制品业务的毛利率为 30.50%、30.50%和 31.00%。19 年毛鸭价格在高位运行，而 20 年有所回落，由于公司采取原材料储备战略来平滑成本波动，整体波动幅度较小。米制品方面，公司从 19 年开始聚焦高盈利产品，毛利率持续提升，预计 20 年开始毛利率会提升到 30%及以上。

图表 40：盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	189,758	211,692	251,889	311,575	382,153
yoy	28%	12%	19%	24%	23%
鲜货产品	140,287	161,627	190,719	234,585	286,193
米制品业务	35,096	33,518	45,000	58,500	76,050
包装产品	6,454	7,056	8,500	8,800	9,500
屠宰加工	1,802	2,198	2,000	2,500	2,700
检测业务	123	150	170	190	210
其他业务	5,995	7,142	5,500	7,000	7,500
营业成本	124,344	132,111	162,062	198,758	243,372
鲜货产品	89,711	97,379	117,674	144,270	176,009
米制品业务	25,183	23,929	31,275	40,658	52,475

包装产品	4,462		5,950	6,160	6,650
屠宰加工	1,430		1,600	2,000	2,160
检测业务	46		63	71	78
其他业务	3,512		5,500	5,600	6,000
毛利率	34.47%	37.59%	35.66%	36.15%	36.22%
鲜货产品	36.05%	39.75%	38.00%	38.50%	38.50%
米制品业务	28.25%	28.61%	30.00%	30.50%	31.00%

来源：国金证券研究所预测

投资建议及估值

市盈率法

预计公司 2020-2022 年净利润为 2.38 亿元、3.10 亿元和 3.79 亿元，对应 EPS 为 0.46 元、0.61 元和 0.74 元，对应 PE 为 48.87 倍、37.92 倍和 32.03 倍。

我们选取卤制品行业的绝味食品和周黑鸭，以及休闲零食领域线下门店销售占比较高的良品铺子和来伊份进行对比，公司 2020 年的 PE 估值相比同行处于低位。考虑到行业目前仍处于门店驱动阶段，而公司拓店速度较快，今年门店增速在 24% 左右。2020 年行业受到疫情冲击较大，但公司在上半年因加快社区团购的布局，业绩增速显著优于同行。我们认为公司的合理估值应在 55 倍 PE 左右，目标价 25.30 元，给予公司“买入”评级。

图表 41：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
603517.SH	绝味食品	89.7000	1.32	1.31	1.73	35.29	59.2	44.84
1458.HK	周黑鸭	9.9200	0.18	0.03	0.23	29.13	204.36	30.02
603719.SH	良品铺子	61.6100	0.95	0.85	1.15	-	72.12	53.43
603777.SH	来伊份	11.94000	0.03	0.16	0.41	384.82	75.95	29.38
中位值						35.29	74.04	37.43
002695.SZ	煌上煌	23.4000	0.43	0.52	0.66	38.20	43.80	34.70

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **食品安全问题。**如果在卤制品加工制作过程中，食品安全不达标，将会对公司形象造成影响。卤制品保质期短，需冷链运输，如果在运输过程中脱离冷链，有可能会变质。
- **上游禽畜养殖行业价格波动。**公司的毛利率水平与上游采购家禽的成本有关，如果发生疫情等无法预料的事件，导致上游采购成本高企，可能会对公司的盈利水平产生影响。
- **行业竞争激烈。**当前休闲卤制品行业中在核心城市仍然布局密集、竞争激烈。如果未来竞争日益激烈，可能会对盈利能力产生影响。
- **疫情反复影响客流量。**休闲卤制品主要以线下门店为主，若疫情出现反复，将影响线下客流量。
- **需求复苏不达预期。**今年整体经济增速下滑，国民收入和消费支出能力下滑，休闲卤制品作为可选消费，需求恢复存在不确定性。
- **门店扩张不及预期。**公司目前的业绩增长点主要在于门店扩张速度，若门店扩张速度减慢，或者新增门店经营质量无法保证，可能会导致公司业绩增速不达预期。
- **限售股解禁风险。**2020 年 6 月 22 日，公司 2018 年限制性股票激励计划首次授予部分第二期以及预留授予部分第一期解除限售，本次解除限售的激励对象总人数为 204 人，解除限售的限制性股票总数量为 3,654,042 股，占公

司目前股本总额的 0.71%，本次限售期将于 2021 年 6 月 21 日届满。限售股解禁后，若股东减持股份，可能影响市场投资者情绪，引起股价下跌。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,478	1,898	2,117	2,519	3,116	3,822	货币资金	784	931	1,043	1,215	1,190	1,189
增长率		28.4%	11.6%	19.0%	23.7%	22.7%	应收账款	55	46	72	69	85	105
主营业务成本	-966	-1,243	-1,321	-1,621	-1,988	-2,434	存货	449	535	638	644	790	933
%销售收入	65.3%	65.5%	62.4%	64.3%	63.8%	63.7%	其他流动资产	64	153	115	156	174	197
毛利	512	654	796	898	1,128	1,388	流动资产	1,352	1,665	1,867	2,084	2,239	2,424
%销售收入	34.7%	34.5%	37.6%	35.7%	36.2%	36.3%	%总资产	65.0%	66.7%	67.5%	68.5%	67.1%	66.0%
营业税金及附加	-17	-20	-19	-19	-31	-38	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.2%	1.1%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	固定资产	547	617	679	753	881	1,024
销售费用	-177	-240	-313	-353	-436	-535	%总资产	26.3%	24.7%	24.5%	24.7%	26.4%	27.9%
%销售收入	12.0%	12.6%	14.8%	14.0%	14.0%	14.0%	无形资产	147	158	176	187	195	202
管理费用	-141	-141	-159	-189	-218	-268	非流动资产	726	832	897	959	1,097	1,246
%销售收入	9.5%	7.4%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	%总资产	35.0%	33.3%	32.5%	31.5%	32.9%	34.0%
研发费用	0	-56	-69	-76	-93	-115	资产总计	2,078	2,497	2,765	3,043	3,336	3,670
%销售收入	0.0%	2.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	67	79	98	110	129	129
息税前利润 (EBIT)	177	197	236	262	349	432	应付款项	178	282	275	335	410	502
%销售收入	11.9%	10.4%	11.1%	10.4%	11.2%	11.3%	其他流动负债	34	45	45	52	65	80
财务费用	3	7	9	16	16	15	流动负债	279	405	417	497	604	710
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	长期贷款	17	15	10	10	10	10
资产减值损失	-2	2	-8	0	0	0	其他长期负债	28	143	142	135	135	135
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	324	563	569	642	749	855
投资收益	6	3	3	4	4	4	普通股股东权益	1,723	1,895	2,151	2,356	2,543	2,770
%税前利润	3.2%	1.4%	1.1%	1.2%	0.9%	0.8%	其中：股本	500	514	513	513	513	513
营业利润	187	218	264	282	369	451	未分配利润	540	671	832	975	1,161	1,389
营业利润率	12.7%	11.5%	12.5%	11.2%	11.8%	11.8%	少数股东权益	32	39	44	44	44	44
营业外收支	-1	3	8	5	5	5	负债股东权益合计	2,078	2,497	2,765	3,043	3,336	3,670
税前利润	186	222	272	287	374	456	比率分析						
利润率	12.6%	11.7%	12.8%	11.4%	12.0%	11.9%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-40	-42	-46	-49	-64	-78	每股指标						
所得税率	21.2%	18.9%	16.8%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.282	0.336	0.429	0.464	0.605	0.739
净利润	147	180	226	238	310	379	每股净资产	3.445	3.688	4.190	4.595	4.959	5.402
少数股东损益	6	7	6	0	0	0	每股经营现金净流	0.266	0.298	0.438	0.615	0.547	0.723
归属于母公司的净利润	141	173	220	238	310	379	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.185	0.242	0.295
净利率	9.5%	9.1%	10.4%	9.4%	10.0%	9.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.18%	9.12%	10.24%	10.10%	12.21%	13.68%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	6.78%	6.92%	7.97%	7.82%	9.31%	10.32%
净利润	147	180	226	238	310	379	投入资本收益率	7.57%	7.89%	8.53%	8.63%	10.63%	12.15%
少数股东损益	6	7	6	0	0	0	增长率						
非现金支出	50	45	59	55	63	71	主营业务收入增长率	21.35%	28.41%	11.56%	18.99%	23.70%	22.65%
非经营收益	1	-9	0	0	0	1	EBIT 增长率	46.23%	11.64%	19.74%	11.13%	33.17%	23.82%
营运资金变动	-64	-63	-60	23	-92	-79	净利润增长率	59.76%	22.72%	27.45%	8.00%	30.45%	22.01%
经营活动现金净流	133	153	225	316	281	371	总资产增长率	8.57%	20.16%	10.73%	10.06%	9.63%	10.00%
资本开支	-51	-139	-121	-113	-195	-215	资产管理能力						
投资	170	-70	30	0	0	0	应收账款周转天数	11.1	7.4	7.3	7.3	7.3	7.3
其他	6	3	3	4	4	4	存货周转天数	152.1	144.4	162.1	145.0	145.0	140.0
投资活动现金净流	125	-206	-88	-110	-192	-212	应付账款周转天数	19.6	20.1	25.0	25.0	25.0	25.0
股权募资	0	110	-5	62	0	0	固定资产周转天数	124.9	104.8	107.3	93.7	79.1	68.5
债权募资	-1	10	14	6	18	0	偿债能力						
其他	-13	80	-34	-103	-133	-161	净负债/股东权益	-39.91%	-43.33%	-42.60%	-45.59%	-40.63%	-37.31%
筹资活动现金净流	-14	200	-25	-34	-114	-161	EBIT 利息保障倍数	-66.9	-29.7	-27.6	-16.4	-21.4	-27.9
现金净流量	244	148	112	172	-25	-1	资产负债率	15.59%	22.56%	20.59%	21.10%	22.44%	23.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	7	13
增持	1	1	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.33	1.50	1.53	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402