



## 煌上煌 (002695.SZ)

持有(首次评级)

当前价格: 8.24元

目标价格: 9.77元

## 积极谋变求突破, 酱卤之煌再启航

## 投资要点:

➤ **深耕卤制品行业30余年, 成本下行经营改善。**公司创始于1993年, 主营业务为酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品及米制品。虽然21-22年公司营收有一定波动, 但是23年以来公司积极拓展门店, 推动单店营收恢复, 第一大业务鲜货食品营收呈现回升态势, 23H1鲜货产品营收同比+1.71%。成本方面, 23年一季度末原材料价格开始回落进入下行通道, 公司毛利率逐季改善, 2023Q3毛利率达到31.30%, 环比+4.70pcts, 随着公司高价位库存的消耗和鸭副成本维持低位, 未来毛利率还有进一步改善空间。

➤ **卤味行业空间广阔, 集中度有望继续提升。**根据《2023卤味熟食产业发展报告》, 2023年中国休闲卤制食品市场规模预计将达到1848亿元。另外, 根据前瞻产业研究院, 行业集中度较低, 2020年CR3为9.57%, 煌上煌位列第二, 市占率为2.11%。个体卤味门店抗风险能力较弱且有食品安全风险, 未来头部企业有望通过品牌、生产工艺、供应链、物流、质量管理提升竞争优势, 行业集中度有望提升。

➤ **打造全产业链优势, 构建品牌矩阵。**目前公司形成了养殖、屠宰、加工、研发、冷链配送、连锁销售等全产业链发展的模式, 具备产业化优势。另外, 公司拥有三大品牌, 其中“煌上煌”具备较高的品牌认可度, 拥有酱鸭核心差异化产品; “独椒戏”品牌聚焦年轻消费群体, 以烤猪蹄为主打; “真真老老”品牌定位为“高汤鲜粽倡导者”, 将立足江浙沪大本营, 打造区域独占品牌。

➤ **加速扩张门店, 推动线上渠道发展。**截至2023H1, 公司线下连锁门店总数达到4213家, 优势区域主要为江西和广东, 二线城市门店占比较高。公司计划实施千城万店战略, 通过深耕优势老市场和大力拓展新建加工基地周边的重点新市场, 加速拓展门店。同时随着国内新零售、新媒体运营趋势显著, 公司大力发展线上业务, 2022年起发力抖音平台和外卖平台, 把线上流量导入到门店并转化成销售额。2023年H1实现GMV2.46亿元, 销售占比18.72%。

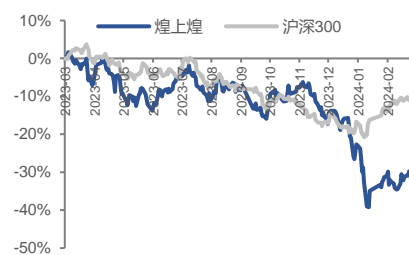
➤ **盈利预测与投资建议:**预计公司2023-2025年归母净利润将达到0.71/1.70/2.30亿元, 三年同比增长129%/141%/35%, 考虑到公司加速扩张门店, 同时积极发展线上业务, 23年以来成本下行, 经营改善明显, 24-25年业绩有望快速增长, 给予公司2024年32倍PE, 对应目标价9.77元/股, 首次覆盖给予公司“持有”评级。

➤ **风险提示:**门店拓张不及预期; 行业竞争加剧; 食品安全风险; 原材料价格大幅波动; 业绩不及预期对于估值溢价的负面影响风险。

## 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	557/464
总市值/流通市值 (百万元)	4589/3826
每股净资产 (元)	5.96
资产负债率 (%)	14.09
一年内最高/最低 (元)	12.55/6.91

## 一年内股价相对走势



## 团队成员

分析师 刘畅  
执业证书编号: S0210523050001  
邮箱: lc30103@hfzq.com.cn

分析师 童杰  
执业证书编号: S0210523050002  
邮箱: tj30105@hfzq.com.cn

## 相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,339	1,954	1,921	2,306	2,713
增长率	-4%	-16%	-2%	20%	18%
净利润 (百万元)	145	31	71	170	230
增长率	-49%	-79%	129%	141%	35%
EPS (元/股)	0.26	0.06	0.13	0.31	0.41
市盈率 (P/E)	31.7	148.9	65.0	27.0	19.9
市净率 (P/B)	2.0	2.0	1.6	1.6	1.6

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键假设：

**鲜货食品：**公司实施千城万店战略，通过深耕优势老市场和大力拓展新建加工基地周边的重点新市场，加速拓展门店，预计 23-25 年门店数量每年净增长 650/850/900 家。同时公司积极发展线上业务，把线上流量导入到门店并转化成销售额，预计会带动平均单店营收的提升，但是由于 23 年门店净增数量较多，平均单店营收有一定下滑，因此预计 23-25 年门店单店营收同比-15.59%/+1.20%/+1.79%；因此预计鲜货食品 23-25 营收同比-2.03%/+20.00%/+18.68%。毛利率方面，2022 年鸭副原材料价格大幅上涨导致毛利率承压，但是 23 年一季度末后原材料价格进入下行通道，目前已处于低位，预计会带动毛利率的大幅提升，同时 23 年底公司在价格低位加大原材料采购力度，预估完成一年的战略储备，以锁定一定的毛利空间，因此预计鲜货食品 23-25 毛利率分别为 33.07%/37.07%/38.07%。

**米制品业务：**该业务为公司第二大业务，主要生产粽子、月饼、青团等产品。2023 年公司总部在供应链、营销、行政等各个环节均安排了相关管理人员全面参与真真老老的经营管理，23H1 销售收入同比增长。未来公司将立足江浙沪大本营，打造区域独占品牌，预计 23-25 年营收同比+5.31%/25.00%/20.00%。毛利率方面，22 年公司毛利率下滑严重，23H1 已经恢复至 23.86%，同时随着产能利用率的提升，预计毛利率还有提升空间，因此预计 23-25 年毛利率分别为 23.53%/24.53%/25.53%。

### 我们区别于市场的观点：

市场认为公司未来开店空间有限，开店速度将放缓。但是我们认为公司通过（1）深耕优势老市场如江西、广东、福建、辽宁等，向地级市延伸拓店；（2）大力拓展新建加工基地周边的重点新市场如陕西、重庆、浙江、山东地区等的门店，同时引进有实力的加盟商，推动大商扶持计划，从而调动加盟商开店积极性，提升加盟商带店率，未来还有较大的开店空间，开店速度有望加快。

另外，市场认为线下消费需求不足影响单店营收，但是我们认为公司积极推动传统营销向互联网营销转型升级，大力发展线上业务，把线上流量导入到门店并转化成销售额，同时每月推出多样的促销活动，预计未来单店营收会保持正增长。

### 股价上涨的催化因素：

净开店数量超预期；单店收入提升超预期；原材料成本下降超预期。

### 估值与目标价：

**相对估值比较：**我们选取紫燕食品、绝味食品、劲仔食品、良品铺子作为可比公司。紫燕食品、绝味食品主业均为卤制食品的生产销售，与煌上煌一致；劲仔食品和良品铺子主业均为休闲食品，在产品属性上与煌上煌类似，具备可比性。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 23/18/14 倍，两年业绩 CAGR 为 29%。我们预计煌上煌 2023-2025 年归母净利润将达到 0.71/1.70/2.30 亿元，三年同比增长 129%/141%/35%，两年 CAGR 为 81%，远快于可比公司。考虑到公司加速扩张门店，同时积极发展线上业务，成本下行经营改善明显，24-25 年业绩快速增长，给予公司 2024 年 32 倍 PE，对应目标价 9.77 元/股，首次覆盖给予公司“持有”评级。

### 风险提示：

门店拓张不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险；原材料价格大幅波动；业绩不及预期对于估值溢价的负面影响风险。

## 正文目录

1 成本下行经营改善，股权激励振奋人心.....	4
2 卤味行业空间广阔，集中度有望继续提升.....	6
3 打造全产业链优势，构建多品牌矩阵协同发展.....	8
4 加速扩张门店高增可期，线上线下全渠道融合发展.....	10
5 盈利预测与估值.....	12
6 风险提示.....	14

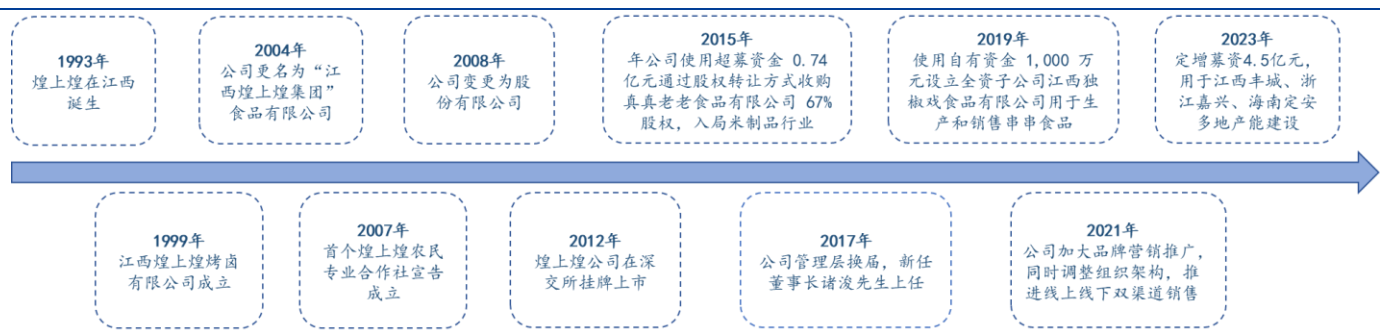
## 图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：2017 至今公司营收和净利润及增速.....	4
图表 3：2018-2023H1 各品类营收占比.....	4
图表 4：2018-2023Q1-3 公司毛利率及净利率.....	5
图表 5：2018-2023Q1-3 公司期间费用率.....	5
图表 6：鸭副价格走势.....	5
图表 7：煌上煌 2023 年股票激励计划.....	6
图表 8：股权激励考核条件.....	6
图表 9：2019-2023 卤制品食品市场规模（亿元）.....	6
图表 10：卤制品食品人均消费集中在 21-40 元.....	6
图表 11：卤制品消费时段统计占比.....	7
图表 12：数字餐饮卤制品消费时段占比.....	7
图表 13：卤制品消费者年龄以 35 岁以下为主.....	7
图表 14：卤制食品中女性消费者居多.....	7
图表 15：购买休闲卤制品的一般选择.....	8
图表 16：购买佐餐卤制品的一般选择.....	8
图表 17：2020 年按照品类划分零售值占比.....	8
图表 18：2020 休闲卤制食品行业市场集中度.....	8
图表 19：全产业链发展模式.....	9
图表 20：煌上煌酱鸭口味独特.....	9
图表 21：2018-2023 年独椒戏每年新开店数量.....	9
图表 22：2018-2023 年真真老老每年新开店数量.....	9
图表 23：公司酱卤肉制品产能及利用率.....	10
图表 24：公司米制品产能及利用率.....	10
图表 25：2020-2023H1 公司线下和线上渠道占比.....	10
图表 26：2019-2023H1 公司门店数量.....	10
图表 27：截止 2023 年 Q3 各类型店占比.....	11
图表 28：截止 2023 年 9 月主要省份门店数量.....	11
图表 29：煌上煌、绝味鸭脖、周黑鸭门店各城市分布.....	11
图表 30：盈利预测.....	13
图表 31：可比公司估值.....	14
图表 32：财务预测摘要.....	15

## 1 成本下行经营改善，股权激励振奋人心

深耕卤制品行业多年，家族控股股权稳定。江西煌上煌集团食品股份有限公司（以下简称“煌上煌”）创始于 1993 年，专注于酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品及米制品。1999 年江西煌上煌烤卤有限公司成立，2012 年公司正式于深交所挂牌上市，2015 年公司收购真真老老食品有限公司入局米制品行业。经过 30 多年的发展，截至 2023 年 H1，煌上煌品牌共拥有 4213 家专卖店，销售网络覆盖了全国 28 省 226 市。徐桂芬女士家族为公司实际控制人，截至 2023 年 Q3，徐桂芬女士家族直接或间接通过煌上煌集团有限公司与新余煌上煌投资管理中心(有限合伙)合计持有公司 66.61%股份。

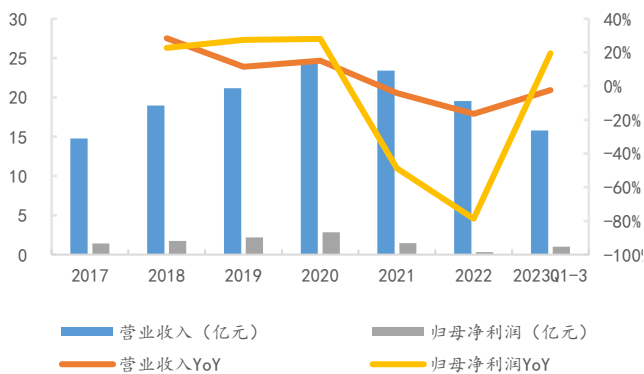
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

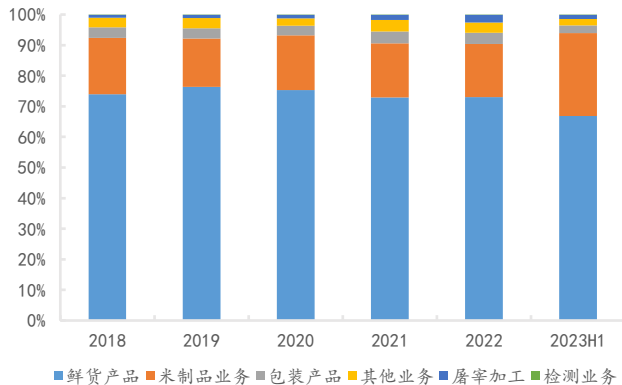
鲜货食品贡献大部分收入，增速呈现回升态势。公司总营收自 17 年的 14.78 亿元快速增长至 20 年的 24.36 亿元，CAGR 为 18.13%，但是 21 年后总营收有一定波动，其中第一大业务鲜货产品由于消费需求不足、门店拓展速度放缓等原因，21-22 年营收略有下滑，但是 23 年以来公司积极拓展门店，推动单店营收恢复，23H1 鲜货产品营收同比+1.71%。米制品是第二大业务，随着 2023 年端午销售的逐步恢复，营收同比+3.03%，占比从 2022 年的 17.39%提升至 2023H1 的 27.01%。

图表 2：2017 至今公司营收和净利润及增速



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 3：2018-2023H1 各品类营收占比

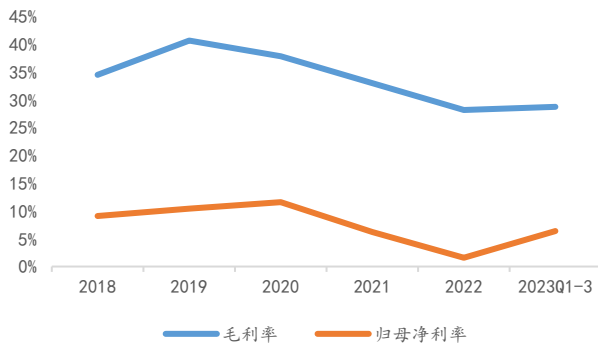


数据来源：公司年报，华福证券研究所

原材料成本下行毛利率提升+费用率下降，净利率大幅提升。2022 年春节后北方原材料供应市场因人员紧缺造成货源供不应求，公司主要鸭副产品原材料大幅上涨，因此 22 年毛利率承压。23 年一季度末原材料价格开始回落进入下行通道，公

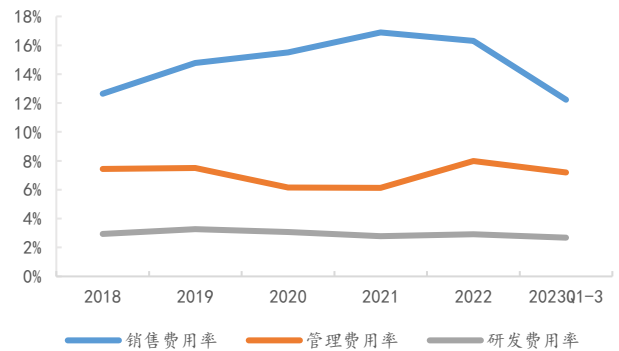
司毛利率逐季改善，Q3 毛利率达到 31.30%，环比+4.70pcts，随着公司高价位库存的消耗和鸭副成本维持低位，未来毛利率还有进一步改善空间。另外，销售费用率从 2022 年的 16.31%下降至 2023Q1-3 的 12.23%，主要是因为直营店租赁费、市场促销宣传费用等大幅下降。因此公司净利率从 2022 年的 1.58%提升至 2023 年 Q1-3 的 6.38%，盈利能力大幅提升。

图表 4：2018-2023Q1-3 公司毛利率及净利率



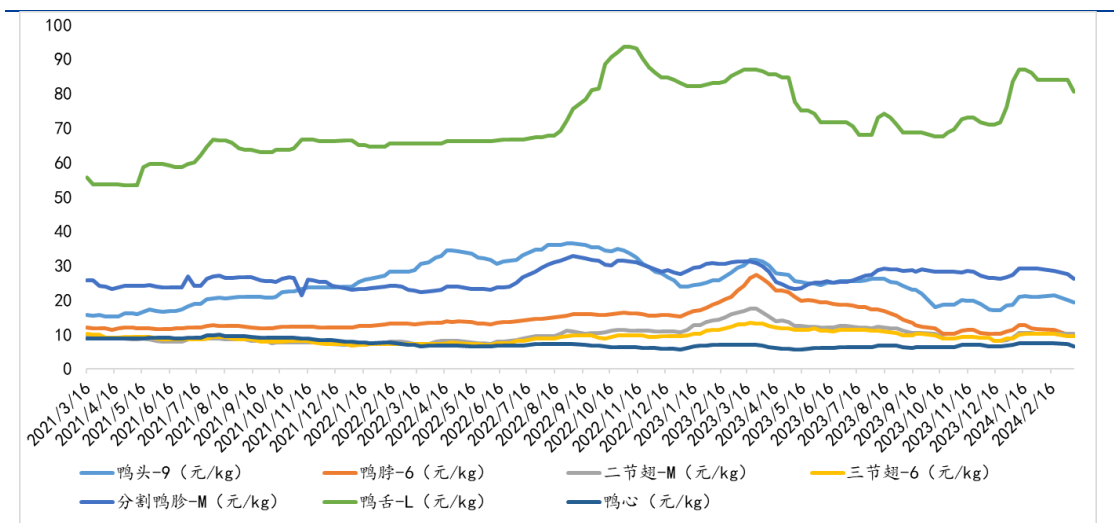
数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 5：2018-2023Q1-3 公司期间费用率



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 6：鸭副价格走势



数据来源：水禽价格网，华福证券研究所

**实施股权激励计划，调动管理层积极性。**公司于 2023 年 7 月 31 日授予公司董事高管及中层管理人员、核心技术（业务）等 222 名人员限制性股票 1300 万股，授予价格 8.14 元/股，占总股本的 2.54%；并预留 200 万股限制性股票，占总股本的 0.39%。业绩考核目标为 2023/2024/2025 年度营业收入达到 20.51/23.44/27.35 亿元，对应 22 年收入增速分别为 5%/20%/40%，或者每年新开门店达到 2000 家。股权激励的实施有利于调动员工的积极性，促进公司未来发展战略和经营目标的实现，进一步提升公司竞争力。

图表 7：煌上煌 2023 年股票激励计划

授予日	授予对象	授予数量 (万股)	占公告日公司 总股本比例
首次授予（授予价格 8.14 元）			
2023/ 7/31	范旭明（董事、副总经理）	50	0.10%
	曾细华（董事、副总经理、财务总监、董秘）	50	0.10%
	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 220 人	1200	2.34%
	合计	1300	2.54%
预留授予			
	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	200	0.39%
总计		1500	2.93%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 8：股权激励考核条件

行权期（考核年度）	考核年度营业收入较 2022 年实际增长率/目标营收	考核年度实际新开门店数
2023	5%/20.51 亿元	2000 家
2024	20%/23.44 亿元	2000 家
2025	40%/27.35 亿元	2000 家

数据来源：公司公告，华福证券研究所

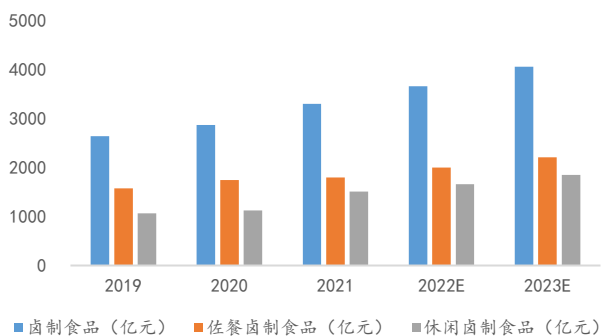
## 2 卤味行业空间广阔，集中度有望继续提升

**卤味市场逐步增长。**随着人民生活水平的提高，卤制品行业迅速扩张，根据《2023 卤味熟食产业发展报告》，2021 年中国卤制食品行业市场规模为 3296 亿元，其中休闲卤制食品规模达 1504 亿元，占比 46%，预计 2023 年卤制品市场规模达到 4051 亿元，而休闲卤制食品预计将达到 1848 亿元。

**佐餐卤味具备一日三餐属性，休闲卤味更具社交与夜经济属性。**卤制食品主要分为佐餐卤制食品和休闲卤制食品，其中佐餐卤制食品的定位为伴酒、下饭菜，主要的消费场景是餐桌，面向家庭消费；休闲卤制食品定位为零食，主要的消费场景包括正餐之间、社交及体育活动及旅游，消费者集中于年轻人。根据《2023 卤味熟食产业发展报告》，线上餐饮以佐餐卤味为主，午间高峰消费高于晚间高峰，线下餐饮中的休闲卤味晚高峰消费量更大，并持续至夜宵阶段。

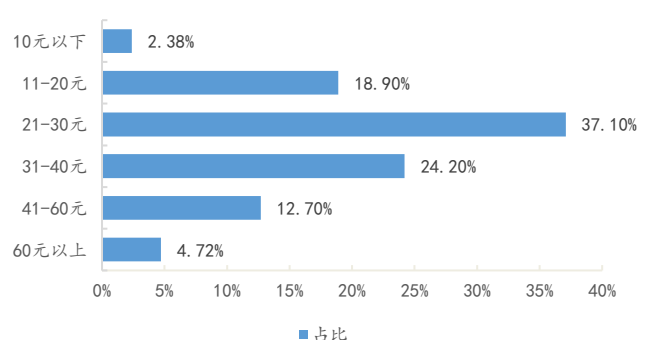
**卤味人均消费多集中 21-40 元，女性消费者居多，年轻化消费明显。**根据红餐大数据 2023 年 10 月份发布的数据，61.3%的卤味人均消费在 21-40 元。卤制品消费者年轻化较为明显，60.8%的消费者集中在 18-30 岁。另外，无论是线上或者线下卤制品消费，女性消费者占比均高于男性。

图表 9：2019-2023 卤制品食品市场规模（亿元）



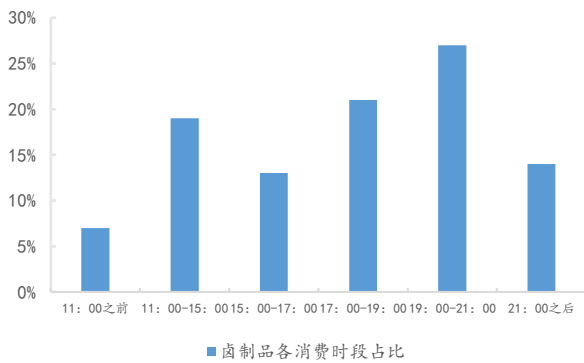
数据来源：郑州市餐饮与饭店行业协会、饿了么《2023 卤味熟食产业发展报告》、华福证券研究所

图表 10：卤制品食品人均消费集中在 21-40 元



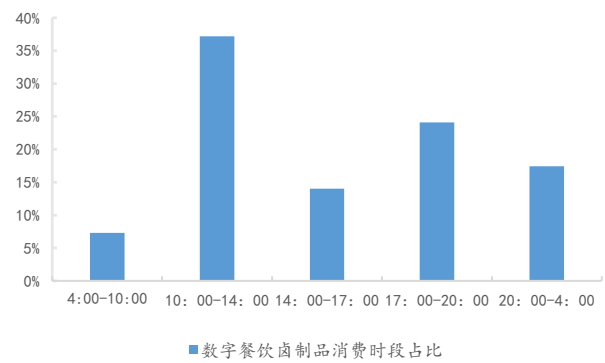
数据来源：红餐大数据、华福证券研究所

图表 11: 卤制品消费时段统计占比



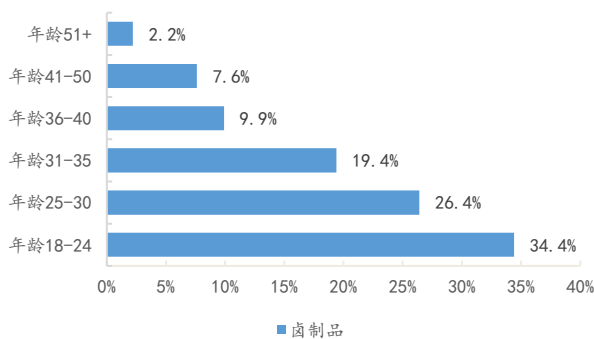
数据来源: 郑州市餐饮与饭店行业协会、饿了么《2023 卤味熟食产业发展报告》、华福证券研究所

图表 12: 数字餐饮卤制品消费时段占比



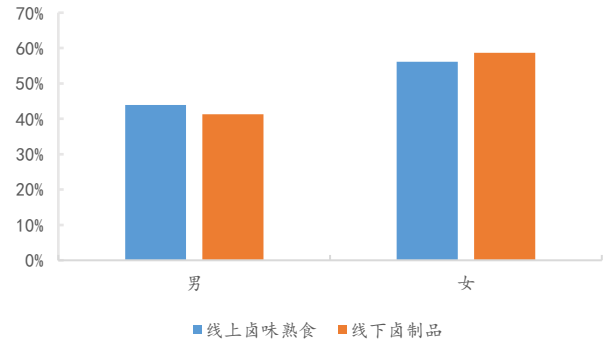
数据来源: 郑州市餐饮与饭店行业协会、饿了么《2023 卤味熟食产业发展报告》、华福证券研究所

图表 13: 卤制品消费者年龄以 35 岁以下为主



数据来源: 郑州市餐饮与饭店行业协会、饿了么《2023 卤味熟食产业发展报告》、华福证券研究所

图表 14: 卤制食品中女性消费者居多

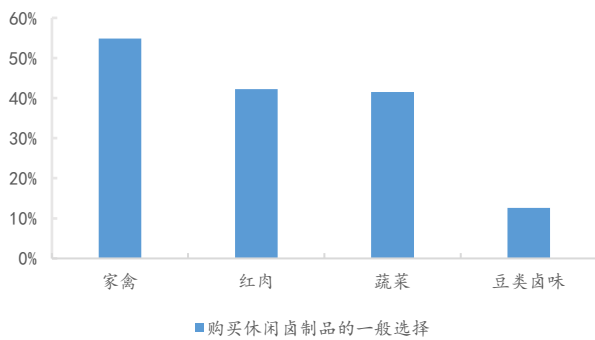


数据来源: 郑州市餐饮与饭店行业协会、饿了么《2023 卤味熟食产业发展报告》、华福证券研究所

**家禽类为卤制品最大的细分市场。**按品类划分卤制品,可分为家禽、红肉、蔬菜、豆制品及其他四类,其中家禽类卤制品是最大的细分市场,占比达 2020 年卤制品行业零售值的 48.59%。同时,在消费者调查中显示,家禽类为休闲卤味中的消费者首选,选择率高达 54.81%;但在佐餐卤味中,红肉类则为选择率最高的品类,家禽类选择率仅为 31.11%。

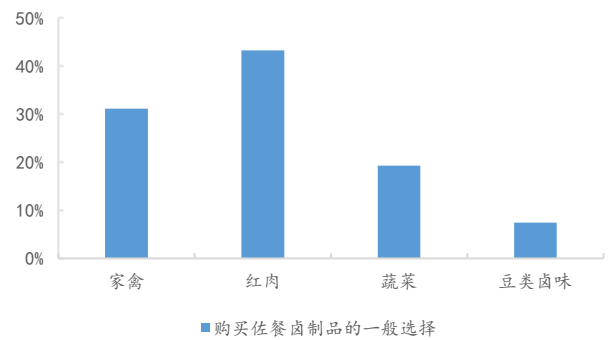
**中国卤味行业较为分散,集中度有望提升。**根据前瞻产业研究院,2020 年休闲卤味 CR3 为 9.57%,其中绝味食品/煌上煌/周黑鸭市占率分别为 5.39%/2.11%/2.07%;佐餐卤制食品 CR3 仅为 2.84%,卤制食品整体市场 CR3 为 3.66%,集中度较低。未来头部企业有望通过品牌、生产工艺、供应链、物流、质量管理提升竞争优势,小的非连锁卤味食品店可能在食品安全、供应链等很多方面不达标,在市场中逐渐丧失竞争力被淘汰,行业集中度有望提升。

图表 15: 购买休闲卤制品的一般选择



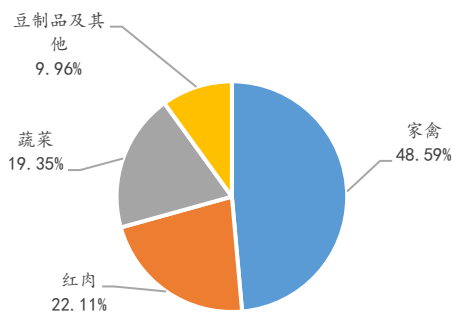
数据来源: 网聚资本, Frost&Sullivan, 华福证券研究所

图表 16: 购买佐餐卤制品的一般选择



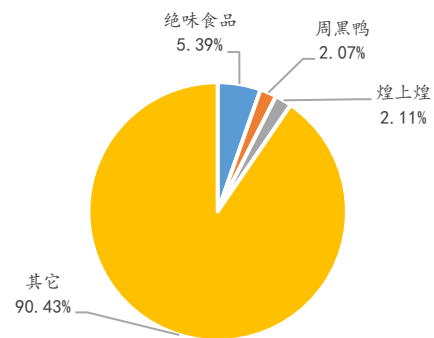
数据来源: 网聚资本, Frost&Sullivan, 华福证券研究所

图表 17: 2020 年按照品类划分零售值占比



数据来源: 网聚资本, Frost&Sullivan, 华福证券研究所

图表 18: 2020 休闲卤制食品行业市场集中度



数据来源: Frost&Sullivan, 各公司年报, 前瞻产业研究院、华福证券研究所

### 3 打造全产业链优势，构建多品牌矩阵协同发展

**全产业链经营模式，打造产业化优势。**经过多年的发展，公司形成了养殖、屠宰、加工、研发、冷链配送、连锁销售等全产业链发展的模式。煌上煌通过“公司+农户”的模式，在江西省培育了 27 个肉鸭养殖专业合作社，带动养殖户 3 万多户，2023H1 向合作社或农户采购原材料占采购总金额的 30%以上。屠宰加工方面，公司以 3000 万羽肉鸭屠宰加工项目为依托，拥有国内一流、最具标准规模的现代化禽类食品加工基地，公司引进了国内外一流的食品加工设备和技術，对传统烤卤工艺实施了多项重大改革和创新，在全国同行业中率先实施自动化传输线生产加工。产品研发方面，与专业院校、科研机构联手，不断开发和应用新技术。冷链配送方面，公司已经建立起了“高温卤煮—产品快速冷却—冷藏保鲜—冷藏车运输—冷柜陈列销售”的产、运、销全程冷链，可实现 24 小时配送。

**煌上煌品牌深耕酱卤 30 多年，拥有酱鸭等核心差异化产品。**公司目前主营业务包括酱卤肉制品加工业务和米制品业务，主要有“煌上煌”、“真真老老”和“独椒戏”等三大品牌。其中“煌上煌”品牌自 1993 年成立，深耕卤味多年，具备较高的品牌认可度。公司核心差异化产品酱鸭秘方工艺独特，深受重口味、嗜辣的消费者喜爱，其他产品酱鸭脖、卤鸭掌、卤鸭舌、卤鸭翅、卤鸭架等产品在卤味市场中也形成了独特的口味特征。



图表 19: 全产业链发展模式



数据来源: 煌上煌官网, 中国质量新闻网, 华福证券研究所

图表 20: 煌上煌酱鸭口味独特

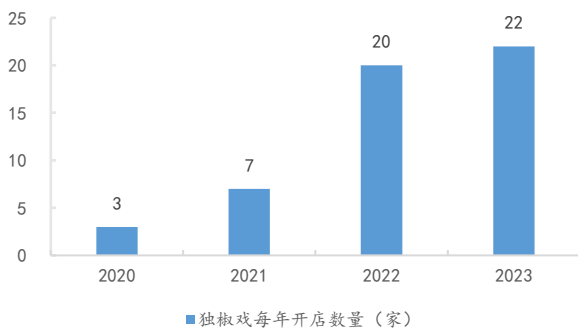


数据来源: 煌上煌官网, 华福证券研究所

**创立全新品牌“独椒戏”，以烤猪蹄为主打。**独椒戏品牌成立于 2019 年，聚焦年轻消费群体，以烤猪蹄为主打爆款，加以烤串引流，辅以饮品，形成饮食链条，从而满足消费者多样需求。根据窄门餐眼，截止 2024 年 1 月，独椒戏拥有 37 家门店，未来计划聚焦江西南昌、广东深圳等区域拓店，打造线上网红品牌，成为猪蹄品类第一品牌。

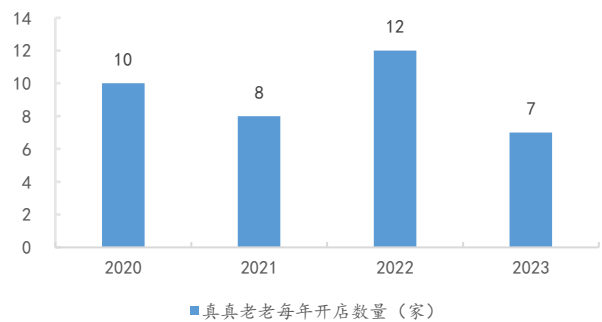
**拓展米制品业务，打造“真真老老”品牌。**2015 年，煌上煌并购嘉兴真真老老食品有限公司，进入米制品领域业务，生产粽子、月饼、青团等产品。“真真老老”品牌定位为“高汤鲜粽倡导者”，通过高汤提鲜和金袋锁鲜，以“鲜”字为核心卖点。2022 年由于经济环境影响，再加上内部管理问题，业绩出现下滑，但是 2023 年公司总部在供应链、营销、行政等各个环节均安排了相关管理人员全面参与真真老老的经营管理，使得 23H1 销售收入同比增长。根据窄门餐眼，截止 2024 年 1 月，真真老老拥有 35 家门店，未来将立足江浙沪大本营，打造区域独占品牌。

图表 21: 2018-2023 年独椒戏每年新开店数量



数据来源: 窄门餐眼, 华福证券研究所, 注: 数据截止 2024 年 1 月 16 日

图表 22: 2018-2023 年真真老老每年新开店数量

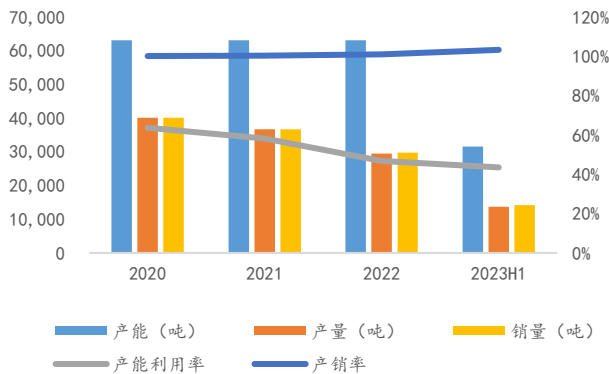


数据来源: 窄门餐眼, 华福证券研究所, 注: 数据截止 2024 年 1 月 16 日

**产能充足支撑扩张。**酱卤肉制品产能方面，目前公司现有江西、广东、福建、辽宁、陕西、重庆 6 大深加工基地及 1 个浙江在建基地，截止 2023 年 H1，公司酱卤肉制品年产能达到 6.3 万吨，2023H1 的产能利用率为 43.45%。未来公司计划在海南、山东、京津冀继续投资建设基地，最终形成覆盖全国的连锁销售网络以及贴近市场生产基地的全国布局。**米制品产能方面**，由于传统产品粽子为季节性时令食品，每年端午节前为销售旺季，其余季节均为淡季，因此全年产能利用率不高。近年来，公司加大研发创新力度，先后推出八宝饭、青团等新产品，产能利用率有所

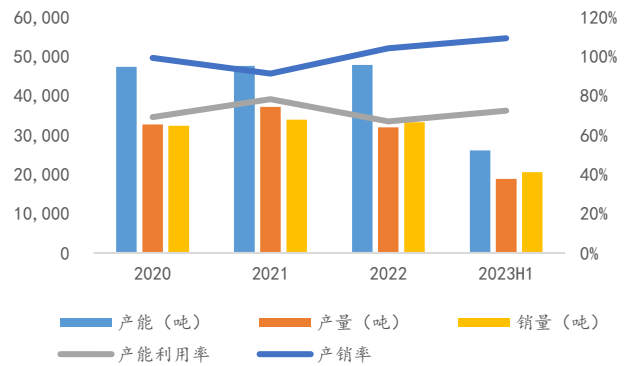
提升。虽然 2022 年，受宏观经济形势波动影响，产能利用率有所下降，但是 2023H1 已恢复上升趋势。

图表 23：公司酱卤肉制品产能及利用率



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 24：公司米制品产能及利用率



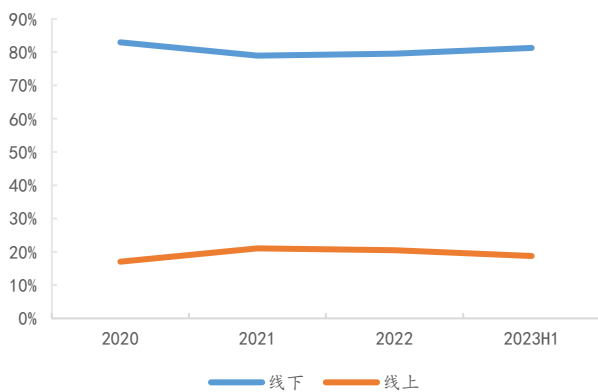
数据来源：公司公告，华福证券研究所

#### 4 加速扩张门店高增可期，线上线下全渠道融合发展

线下门店以加盟为主，社区类门店占比较高。目前，公司销售渠道包括线上渠道及线下渠道。其中，线下渠道主要有连锁门店、经销商、商超等，2023 年 H1 销售额占比 81.28%。截止 2023 年 H1，线下连锁门店总数达到 4213 家，其中加盟店数量为 3958 家，占比达到 94%。另外，公司主要拓展街边社区店，截至 2023 年 Q3，公司街边社区店/高势能店/综合体、商超店/特通渠道店分别占比 56%/10%/28%/6%。

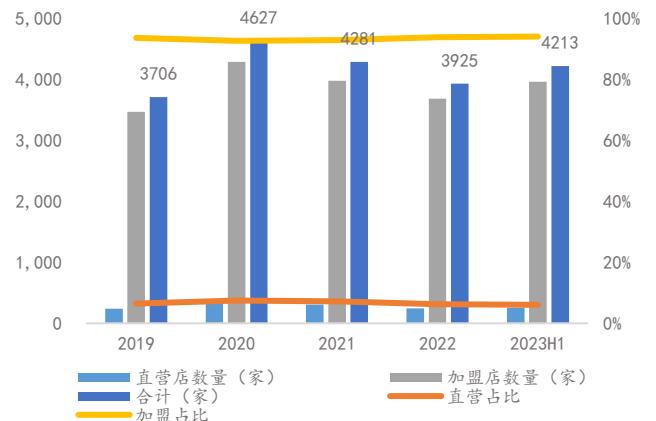
优势区域为江西和广东，主攻二线城市。从区域看，公司门店较多的省份为江西和广东，其中江西有 1542 家门店，广东有 764 家左右，浙江、福建、辽宁、山东地区各有 200 家左右的门店。根据 2024 年 1 月窄门餐眼的数据，相较于绝味鸭脖和周黑鸭新一线门店占比较多，煌上煌主攻二线城市，门店占比达到 38.4%。

图表 25：2020-2023H1 公司线下和线上渠道占比



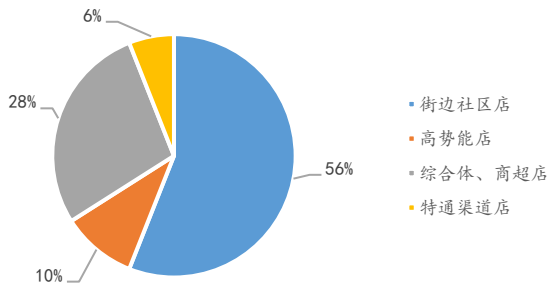
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 26：2019-2023H1 公司门店数量



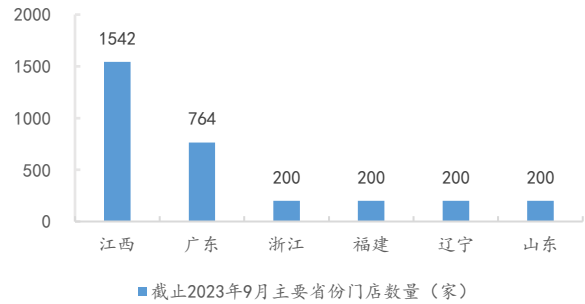
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 27：截止 2023 年 Q3 各类型店占比



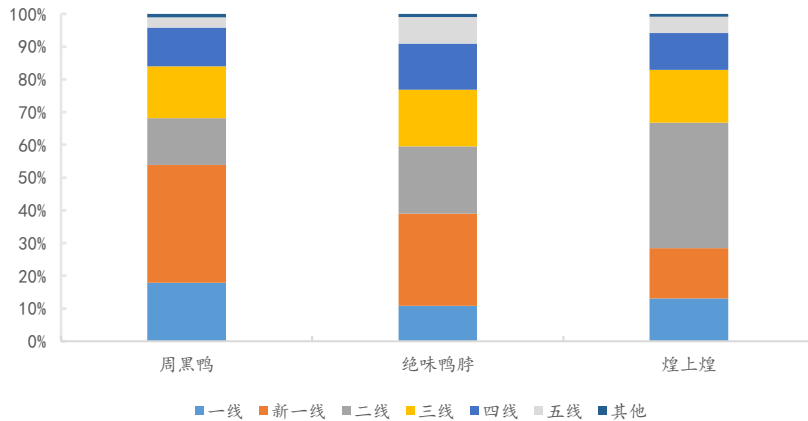
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 28：截止 2023 年 9 月主要省份门店数量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 29：煌上煌、绝味鸭脖、周黑鸭门店各城市分布



数据来源：窄门餐眼，华福证券研究所，注明：数据时间截止 2024 年 1 月 4 日

**计划每年新开 2000 家以上门店。**公司计划实施千城万店战略，未来 3-4 年每年新开 2000 家以上门店。公司未来主要的拓店方向为：（1）深耕优势老市场如江西、广东、福建、辽宁等，向地级市延伸；（2）大力拓展新建加工基地周边的重点新市场如陕西、重庆、浙江、山东地区等，主要集中在大中型城市。另外，门店类型方面，公司以旺街店铺、综合体和高势能专柜、社区店的开发为主。

**加盟商数量增长，提升加盟商带店率。**随着 2023 年以来经济逐步复苏，加盟商开店意愿逐步提升，加盟商的数量逐步增加，截止 2023 年 10 月底，公司加盟商数量增长至 1800+。未来公司将进一步鼓励大商省外拓店，与知名招商机构合作进行招商引进有实力的加盟商，同时推动大商扶持计划，调动加盟商开店积极性，提升加盟商带店率。

**推动传统营销向互联网营销转型升级。**随着国内的消费模式逐步发生变化，新零售、新媒体运营趋势显著，公司紧跟趋势，大力发展线上业务。公司目前主要线上平台包括外卖平台、团购平台、直播平台 and 社区电商平台等，销售的产品包括乐鲜装、高温包装酱卤制品（主要为煌家酱鸭、卤鸭锁骨、卤鸭脖、麻辣牛肉、原味猪肉脯等）和米制品（主要为粽子、粥、青团等）。2022 年起公司主要在抖音平台和第三方外卖平台进行发力，把线上流量导入到门店并转化成销售额。2023 年 H1

实现线上交易额（GMV）2.46 亿元，销售占比为 18.72%。

## 5 盈利预测与估值

**鲜货食品：**公司实施千城万店战略，通过深耕优势老市场和大力拓展新建加工基地周边的重点新市场，加速拓展门店，预计 23-25 年门店数量每年净增长 650/850/900 家。同时公司通过深化线上+线下相结合的模式，实现消费场景多元化，预计会带动平均单店营收的提升，但是由于 23 年门店净增数量较多，平均单店营收有一定下滑，因此预计 23-25 年门店单店营收同比-15.96%/+1.20%/+1.79%；因此预计鲜货食品 23-25 营收同比-2.03%/+20.00%/+18.68%。**毛利率方面**，2022 年鸭副原材料价格大幅上涨导致毛利率承压，但是 23 年一季度末后原材料价格进入下行通道，目前已处于低位，预计会带动毛利率的大幅提升，同时 23 年底公司在价格低位加大原材料采购力度，预估完成一年的战略储备，以锁定一定的毛利空间，因此预计鲜货食品 23-25 毛利率分别为 33.07%/37.07%/38.07%。

**米制品业务：**该业务为公司第二大业务，主要生产粽子、月饼、青团等产品。2023 年公司总部在供应链、营销、行政等各个环节均安排了相关管理人员全面参与真真老老的经营管理，23H1 销售收入同比增长。未来公司将立足江浙沪大本营，打造区域独占品牌，预计 23-25 年营收同比+5.31%/+25.00%/+20.00%。**毛利率方面**，22 年公司毛利率下滑严重，23H1 已有一定恢复，同时随着产能利用率的提升，预计 24-25 年毛利率还有提升空间，因此预计 23-25 年毛利率分别为 23.53%/24.53%/25.53%。

**图表 30：盈利预测**

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1953.73	1920.55	2305.73	2713.35
YoY	-16.46%	-1.70%	20.06%	17.68%
营业成本 (百万元)	1403.53	1331.80	1524.52	1766.53
YoY	-10.43%	-5.11%	14.47%	15.87%
毛利率	28.16%	30.66%	33.88%	34.89%
<b>分业务拆分</b>				
<b>鲜货产品</b>				
收入 (百万元)	1426.55	1397.59	1677.11	1990.31
YoY	-16.31%	-2.03%	20.00%	18.68%
毛利率	31.57%	33.07%	37.07%	38.07%
业务收入比例	73.02%	72.77%	73.37%	73.62%
<b>米制品业务</b>				
收入 (百万元)	339.66	357.70	447.12	536.54
YoY	-18.01%	5.31%	25.00%	20.00%
毛利率	15.53%	23.53%	24.53%	25.53%
业务收入比例	17.39%	18.62%	19.56%	19.85%
<b>包装产品</b>				
收入 (百万元)	70.60	60.00	70.00	75.00
YoY	-22.31%	-15.01%	16.67%	7.14%
毛利率	25.81%	26.01%	31.01%	32.01%
业务收入比例	3.61%	3.12%	3.06%	2.77%
<b>屠宰加工</b>				
收入 (百万元)	48.34	35.00	40.00	40.00
YoY	26.24%	-27.60%	14.29%	0.00%
毛利率	19.56%	19.56%	19.56%	19.56%
业务收入比例	2.47%	1.82%	1.75%	1.48%
<b>检测业务</b>				
收入 (百万元)	1.51	1.50	1.50	1.50
YoY	-9.09%	-0.66%	0.00%	0.00%
毛利率	47.83%	47.83%	47.83%	47.83%
业务收入比例	0.08%	0.08%	0.07%	0.06%
<b>其他业务</b>				
收入 (百万元)	67.07	68.76	70.00	70.00
YoY	-24.73%	2.52%	1.80%	0.00%
毛利率	27.97%	27.97%	27.97%	27.97%
业务收入比例	3.43%	3.58%	3.04%	2.58%

数据来源：WIND、华福证券研究所测算

**相对估值比较：**我们选取紫燕食品、绝味食品、劲仔食品、良品铺子作为可比公司。紫燕食品、绝味食品主业均为卤制食品的生产销售，与煌上煌一致；劲仔食品和良品铺子主业均为休闲食品，在产品属性上与煌上煌类似，具备可比性。2023-2025年可比公司平均PE分别为23/18/14倍，两年业绩CAGR为29%。我们预计煌上煌2023-2025年归母净利润将达到0.71/1.70/2.30亿元，三年同比增长129%/141%/35%，两年CAGR为81%，远快于可比公司。考虑到公司加速扩张门店，同时积极发展线上业务，成本下行经营改善明显，24-25年业绩快速增长，给予公司2024年32倍PE，对应目标价9.77元/股，首次覆盖给予公司“持有”评级。

图表 31：可比公司估值

公司	代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (摊薄) (元)				P/E				23-25 年 CAGR
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
紫燕食品	603057	80.75	19.6	0.54	0.95	1.13	1.33	36	21	17	15	19%
绝味食品	603517	124.30	20.05	0.38	0.93	1.55	1.92	53	22	13	10	44%
劲仔食品	003000	60.80	13.48	0.28	0.43	0.58	0.76	49	31	23	18	32%
良品铺子	603719	62.88	15.68	0.84	0.76	0.93	1.14	19	21	17	14	22%
平均值								39	23	18	14	29%
煌上煌	002695	45.89	8.24	0.06	0.13	0.31	0.41	149	65	27	20	81%

数据来源：iFind，可比公司 EPS 为 iFind 一致预期，数据为 2024 年 3 月 22 日收盘价，华福证券研究所

## 6 风险提示

**门店拓张不及预期：**门店扩张节奏可能受可选点位、回本周期、加盟商意愿、闭店率等多方面因素影响，存在不及预期的可能性，进而对公司收入增长带来不利影响。

**行业竞争加剧：**休闲卤制品消费属性偏可选，可能受其他可选属性食品，如休闲零食等，竞争加剧影响，导致整体需求承压，从而影响公司同店收入以及加盟商加盟意愿。

**食品安全风险：**如果公司或者行业发生食品安全事件，可能会对企业的生产经营产生不利影响。

**原材料价格大幅波动：**如果鸭副等原材料价格上涨超预期，成本端压力加剧，会对公司利润产生不利影响。

**业绩不及预期对于估值溢价的负面影响风险：**当前公司估值溢价较高，隐含部分业绩快速增长预期，若公司业绩不及预期则可能会对估值溢价产生负面影响。

图表 32：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,026	1,250	1,066	1,023	营业收入	1,954	1,921	2,306	2,713
应收票据及账款	77	79	96	112	营业成本	1,404	1,332	1,525	1,767
预付账款	43	41	47	54	税金及附加	15	16	20	23
存货	518	614	695	776	销售费用	319	290	344	402
合同资产	0	0	0	0	管理费用	156	165	193	225
其他流动资产	164	17	20	23	研发费用	57	51	59	69
流动资产合计	1,828	2,000	1,923	1,988	财务费用	-6	-9	-12	-10
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-13	-13	0	0
固定资产	711	805	911	1,095	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	148	217	217	24	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	160	170	186	201	投资收益	4	-3	0	0
商誉	40	40	40	40	其他收益	24	13	25	35
其他非流动资产	111	126	139	150	营业利润	29	71	202	274
非流动资产合计	1,169	1,358	1,493	1,510	营业外收入	6	8	7	7
资产合计	2,997	3,358	3,416	3,497	营业外支出	7	4	4	4
短期借款	131	0	0	0	利润总额	28	75	205	277
应付票据及账款	88	84	100	122	所得税	9	13	35	47
预收款项	0	0	0	0	净利润	19	62	170	230
合同负债	15	14	17	20	少数股东损益	-12	-9	0	0
其他应付款	157	157	157	157	归属母公司净利润	31	71	170	230
其他流动负债	50	51	55	58	EPS (摊薄)	0.06	0.13	0.31	0.41
流动负债合计	440	306	329	357					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	174	174	174	174					
非流动负债合计	174	174	174	174					
负债合计	615	480	503	531					
归属母公司所有者权益	2,345	2,849	2,884	2,938					
少数股东权益	37	28	28	28					
所有者权益合计	2,382	2,878	2,913	2,966					
负债和股东权益	2,997	3,358	3,416	3,497					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	385	185	168	246
现金收益	104	134	252	325
存货影响	219	-96	-81	-81
经营性应收影响	54	1	-23	-24
经营性应付影响	22	-5	17	21
其他影响	-14	151	3	4
投资活动现金流	-197	-273	-228	-123
资本支出	-221	-255	-216	-112
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	24	-18	-12	-11
融资活动现金流	35	312	-124	-166
借款增加	-16	-131	0	0
股利及利息支付	-36	-18	-43	-58
股东融资	17	442	0	0
其他影响	70	19	-81	-108

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-16.5%	-1.7%	20.1%	17.7%
EBIT 增长率	-87.8%	197.0%	193.7%	38.0%
归母净利润增长率	-78.7%	129.1%	140.9%	35.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.2%	30.7%	33.9%	34.9%
净利率	1.0%	3.2%	7.4%	8.5%
ROE	1.3%	2.5%	5.8%	7.8%
ROIC	0.9%	2.1%	6.4%	8.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.5%	14.3%	14.7%	15.2%
流动比率	4.2	6.5	5.8	5.6
速动比率	3.0	4.5	3.7	3.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.8
应收账款周转天数	17	15	14	14
存货周转天数	161	153	155	150
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.06	0.13	0.31	0.41
每股经营现金流	0.69	0.33	0.30	0.44
每股净资产	4.21	5.12	5.18	5.27
<b>估值比率</b>				
P/E	149	65	27	20
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	191	147	75	58

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn