

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 07 月 15 日

市场数据

目前股价	27.98
总市值（亿元）	143.64
流通市值（亿元）	129.06
总股本（万股）	51,338
流通股本（万股）	46,127
12 个月最高/最低	27.98/12.20

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

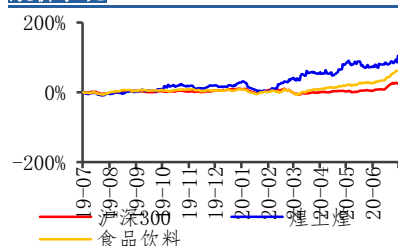
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：何长天 S1070520040001

☎ 021-31829697

✉ hechangtian@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<数智化转型创新成为高效驱动力>>

2020-06-05

<<新渠道推动品牌升级和复购率提升>>

2020-04-28

<<新渠道推动品牌升级和复购率提升>>

2020-04-21

渠道发力、多元化品牌营销提供发展新契机

——煌上煌（002695）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	1898	2117	2434	3043	3804
(+/-%)	28.4%	11.6%	15.0%	25.0%	25.0%
净利润(百万)	173	220	272	363	491
(+/-%)	22.7%	27.5%	23.4%	33.3%	35.4%
摊薄 EPS	0.34	0.43	0.53	0.71	0.96
PE	82	65	53	40	29

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **门店数量快速扩张，调整组织结构完善市场布局。**公司门店数量从 2015 年的 2366 家上升到 2019 年的 3706 家，保持快速扩张态势。公司 1-5 月份共开店 472 家，预计上半年开到 600 家门店，全年计划达到 1200 家，内部的挑战任务是达到 1500 家门店。2020 年公司将新增吉黑、云贵、川渝、山东、湖北 5 大省区，由去年 14 大省区，裂变为今年的 19 大省区，由总公司垂直管理各省区以加强组织扁平化。同时，公司计划将营销中心迁移至沿海经济发达地区，采取重点城市密集型布店，核心区域核心商圈集中爆破开发的方式，加大省外市场开发及高铁、高速公路、机场、CBD 等高势能门店开拓力度，扩大消费渠道。品牌的提升和传播，是保障经营效率一个重要的前提和基础。公司整体的品牌的提升，主要通过营销团队快速地复制和裂变，营销团队不断壮大和发展，同时还有通过持续系列的学习培训使管理效能提升，从而保障经营效率。
- **地摊经济带来新机遇，加快推进移动售卖方式。**面对在国家经济受到疫情影响，和整体消费水平受到冲击的情况下应运而生的地摊经济，公司表示这种新兴的经济方式对于公司整体发展而言是向好的，同时地摊经济对于公司门店的影响不会太大，主要是因为针对煌上煌的消费群体来说，是有高度品牌认同的。从消费群体的消费需求来分析，江西主要是酒席、餐桌偏多。外省更多的是中高端的年轻群体的休闲零食，定位有区别。从门店分布和渠道场景来看，在江西以街边店和社区为主。地摊经济对于社区和街边店是有一定的好的影响，具有人流聚集效应。目前面对地摊经济，公司在已形成以实体店为依托，多点经营的方式的情况下，充分利用地摊经济带来的机遇，发挥公司优势，成立专项组，从渠道、设备、具体运营等方面进行安排，加快推进移动售卖方式，做好充分准备。
- **打造高势能门店，减低成本费用获得更高利润。**公司在疫情期间 1~5 月关掉了 60-70 家左右的老店，同时又新开店 472 家，淘汰掉了经营效率低，费用较高的老店，同时也为扩展新店提供了更多机会。公司目前的品牌宣传更多是通过互联网、自媒体。新店开业主要是通过现场氛围营造，适时

叫卖，邀请加盟商到场一起营造开店的气氛，保障开店的效果极致化。公司和加盟商把握机会抢占一些高势能资源，疫情过后部分高势能门店空余出来。主要的开店方向是商超综合体，现在是由公司发展中心进行全国统筹，系统进行对接，质量更高，速度更快。在成本方面，公司二季度 4-5 月费用管控良好，通过前台和后台的沟通配合，费用控制在预算范围，利润增长相比一季度会显著提高。同时公司采取了战略储备政策，效果明显，五月份毛利率同比提升 3 个点，80% 的原材料成本低于公司预算的成本，现在实际账面成本低于预算。

- **保持增长势头，提出三年千城万店经营目标。**公司基于近几年持续的复合增长，品牌影响力的提高，营销团队快速的辐射裂变和成长以及面对疫情冲击公司始终保持业绩增长势头和开店速度增长势头，提出了下一个三年千城万店的经营目标。未来公司将开源节流，扩大市场上的营销，通过管理和数据的挖掘提高效率，降低费用，在经营的过程中进行信息化数字化转型。对于员工的奖励考核机制，公司将其于未来公司能达到的高度进行绑定匹配，扩大内部核心重要岗位的员工的激励范围，未来将会把加盟商也纳入到激励考核范围之内。
- **数智化转型引领潮流，全产业链数字化确保转型成功。**4 月 21 日，煌上煌在杭州建立数创中心，在数智化领域展开布局与探索，大步迈进数智化新零售的方向。煌上煌着力实现三步走计划：以 2C 板块为主，包含顶层设计、布局新零售业务等；以 2B 板块为主，包含顶层设计、大数据平台应用迭代等方面；横向打通养殖-生产-供应链的业务数据，基于算法不断调优产销协同。同时煌上煌将搭建三中台体系：业务中台、会员中台和数据中台，一方面全面打通线上线下，一方面全面融合各种形式的销售渠道，从而全面获得更多先进的数字营销能力。煌上煌将其独有的养殖、屠宰、深加工、连锁销售、科研开发为一体的全产业链农业产业化经营模式发展得更加成熟，以消费者为中心，快速积极响应消费者需求。
- **创新打造品牌年轻化，新零售业态前景广阔。**在 2020 年互联网销售开始进入“以消费者体验为中心，以数据驱动的泛零售形态”的新零售概念后，5 月 1 日，煌上煌正式启动第六代品牌终端体验店，通过 24 小时营业、舒适休闲区、免费 WIFI、免费充电接口等一系列全新体验，以最新的产品体系和全面感知需求的创新服务，同时也为煌上煌提供了创新动力，提供了国民品牌年轻化的新思路，增加了线下实体零售领域新的部分，开启智能销售新模式，推进消费的创新升级。
- **积极开拓智能化营销新渠道，佐餐和休闲双属性带来消费场景多元化。**直播带货方面，公司与头部 KOL 如李佳琦、薇娅、罗永浩合作，通过在线直播形式以“低价爆量”提升品牌知名度。KOL 自身影响力又能将“粉丝”转化为“消费者”，提升消费者品牌粘性，促成复购。从全网销售到智能营销，公司持续开拓新渠道，2019 年在第三方销售平台 GMV 超 3.24 亿，其中纯电商业业务收入 7981.58 万元，占比 3.95%。2020 年将加快外卖、O2O、微信、平台直播、CRM、无人零售、社区电商等互联网智能平台发声渠道的建设，扩展品牌影响力。19 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%，预计到 2020 年，卤制品零售额将达到 1235 亿元。而向休闲零食方向发展，有利于公司扩展年轻的消费者基础，

在全国范围内长远发展。

- **成本控制得当，通过改善原料采购规划，毛利率有望进一步提高。**18 年底至今年毛利率持续上升，主要由于在原材料采购价格处于相对低位时，启动了主要原材料的战略储备工作，我们预计今年毛利率有望继续提升 2-3PCT；二季度从 4-5 月份来看，费用管控良好，今年通过前台和后台的沟通配合，费用控制在预算范围，利润增长相比一季度会显著提高。第二就是原材料管控，公司采取了战略储备政策，效果非常明显，五月份毛利率同比提升 3 个点，80%的原材料成本低于预算的成本，只有几个品种账面成本是高于预算的，就是鸭颈、鸭脚和牛肉，其他品种大幅度低于预算，现在实际账面成本低于预算。
- **管理持续赋能，不断释放内外部改革带来的管理提升红利。**公司借助信息化系统，加上相关制度，进行标准化运营。此外目前不断完善具有竞争力和激励性的薪酬制度，为公司吸引、留住优秀人才，最终提升企业的市场竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 20/21/22 年的收入分别为 24.3/30.4/38.0 亿，净利润 2.7/3.6/4.9 亿，EPS 为 0.53/0.70/0.95 元，当前股价对应 20/21/22 年 53/40/29 倍，由于近期同店收入增长较快，疫情过后开店加快，看好明后年增速加快等因素，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**开店不及预期、原材料采购成本高于预期、同店销售增长不及预期、疫情长于预期影响销售、食品安全风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1897.58	2116.92	2434.45	3043.07	3803.83
营业成本	1243.44	1321.11	1521.29	1856.27	2263.28
销售费用	240.04	312.92	315.16	398.42	508.48
管理费用	141.26	158.88	206.93	255.31	296.70
研发费用	55.71	69.25	37.78	59.03	92.23
财务费用	-6.64	-8.56	-10.38	-4.21	0.31
其他收益	9.55	24.40	9.48	11.85	13.82
投资净收益	3.03	3.11	3.44	3.89	3.37
营业利润	218.35	263.87	351.39	462.43	621.85
营业外收支	3.44	8.07	3.37	3.46	4.58
利润总额	221.78	271.94	354.76	465.89	626.44
所得税	41.84	45.67	71.53	89.74	117.59
少数股东损益	7.03	5.88	11.24	13.64	17.94
净利润	172.91	220.38	271.99	362.51	490.90
资产负债表	(百万)				
流动资产	1665.47	1867.50	2093.92	2355.80	2707.48
货币资金	931.22	1042.83	1152.22	1167.69	1320.29
应收票据及应收账款合计	31.47	55.38	45.04	79.11	76.29
其他应收款	14.52	16.32	19.15	25.18	30.23
存货	535.10	638.06	712.86	935.52	1074.29
非流动资产	831.57	897.39	971.00	1135.45	1335.73
固定资产	544.59	622.51	705.83	874.21	1068.69
资产总计	2497.04	2764.89	3064.93	3491.25	4043.21
流动负债	405.16	417.46	486.10	569.58	653.32
短期借款	74.50	92.50	92.50	92.50	92.50
应付款项	85.89	95.32	90.31	149.43	134.58
非流动负债	158.29	151.77	151.28	151.61	151.73
长期借款	14.90	9.90	9.40	9.73	9.86
负债合计	563.45	569.23	637.38	721.18	805.05
股东权益	1933.59	2195.65	2427.55	2770.07	3238.16
股本	513.88	513.38	513.38	513.38	513.38
留存收益	746.18	924.47	1152.35	1441.94	1836.01
少数股东权益	38.58	44.46	55.70	69.34	87.28
负债和权益总计	2497.04	2764.89	3064.93	3491.25	4043.21
现金流量表	(百万)				
经营活动现金流	153.21	224.81	284.56	278.70	469.03
其中营运资本减少	-51.65	-97.11	-45.74	-163.61	-116.12
投资活动现金流	-205.80	-88.19	-131.06	-234.82	-276.28
其中资本支出	142.14	122.19	73.61	164.44	200.29
融资活动现金流	200.28	-25.01	-44.10	-28.41	-40.15
净现金总变化	147.69	111.61	109.40	15.47	152.60

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长	28.4%	11.6%	15.0%	25.0%	25.0%
营业成本增长	28.8%	6.2%	15.2%	22.0%	21.9%
营业利润增长	16.5%	20.8%	33.2%	31.6%	34.5%
利润总额增长	19.0%	22.6%	30.5%	31.3%	34.5%
净利润增长	22.7%	27.5%	23.4%	33.3%	35.4%
盈利能力					
毛利率	34.5%	37.6%	37.5%	39.0%	40.5%
销售净利率	9.5%	10.7%	11.6%	12.4%	13.4%
ROE	9.3%	10.3%	11.7%	13.6%	15.7%
ROIC	13.9%	15.4%	18.1%	20.1%	23.5%
营运效率					
销售费用/营业收入	12.6%	14.8%	12.9%	13.1%	13.4%
管理费用/营业收入	7.4%	7.5%	8.5%	8.4%	7.8%
研发费用/营业收入	2.9%	3.3%	1.6%	1.9%	2.4%
财务费用/营业收入	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	0.0%
投资收益/营业利润	1.4%	1.2%	1.0%	0.8%	0.5%
所得税/利润总额	18.9%	16.8%	20.2%	19.3%	18.8%
应收账款周转率	48.74	48.75	0.00	0.00	0.00
存货周转率	2.53	2.25	2.25	2.25	2.25
流动资产周转率	1.26	1.20	1.23	1.37	1.50
总资产周转率	0.83	0.80	0.84	0.93	1.01
偿债能力					
资产负债率	22.6%	20.6%	20.8%	20.7%	19.9%
流动比率	4.11	4.47	4.31	4.14	4.14
速动比率	2.41	2.67	2.50	2.23	2.18
每股指标 (元)					
EPS	0.34	0.43	0.53	0.71	0.96
每股净资产	3.69	4.19	4.62	5.26	6.14
每股经营现金流	0.30	0.34	0.55	0.54	0.91
每股经营现金/EPS	0.89	0.80	1.05	0.77	0.96

估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
PE	82	65	53	40	29
PEG	1.88	1.74	1.98	1.30	0.86
PB	6.94	6.12	5.55	4.87	4.18
EV/EBITDA	50.68	40.61	31.67	24.07	18.05
EV/SALES	6.59	5.86	5.06	4.04	3.20
EV/IC	5.86	5.17	4.70	4.17	3.58
ROIC/WACC	1.38	1.53	1.80	1.98	2.30
REP	4.26	3.39	2.62	2.11	1.55

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>