

煌上煌 (002695)

证券研究报告

2022年10月10日

酱卤行业龙头，蓄力未来成长

深耕行业 29 年，不惧疫情扩张积极

煌上煌成立于 1993 年，是以酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品及米制品的开发、生产和销售为主要业务，其中鲜货产品、米制品为公司主要产品。公司深耕行业 29 年品牌力经受住各类考验，本次疫情以来公司一方面逆势加速门店布局，一方面公司持续进行新渠道突破，新零售、新媒体运营趋势显著，目前主要的线上销售渠道主要包括口碑团购、饿了么、美团外卖、电商和社区电商平台。

行业渗透持续提升，龙头加速扩张提高市占率

卤制品在国内历史悠久，同时兼具成长性和需求稳定。相比于其他连锁业态，卤制品门店具备前期投入金额少、回收期短、坪效较高、复购率高等特点，通过加盟模式能够实现快速扩张。当前，卤制品行业竞争格局仍较为分散，与成熟的休闲食品细分行业相比，休闲卤味市场集中度提升空间显著。随着人们对食品安全越来越重视，公司的规模效应逐渐显现，我们预计未来连锁品牌企业有望抢占作坊型非品牌企业的市场份额，使行业集中度进一步提升。

竞争优势&未来驱动力：以爆品&产品创新为抓手持续渠道拓展，供应链逐步完善

公司品类布局丰富，产品矩阵多元，具备差异化竞争优势。公司目前主要产品覆盖酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品及米制品三种，借助公司强产品力以及渠道优势，米制品等产品有望实现快速增长。渠道端，截至 21 年底，公司拥有 4,281 家门店，其中直营门店 307 家、加盟店 3,974 家，21 年以来疫情对公司的门店扩张节奏造成显著扰动，我们认为卤制品需求稳定，疫情加速行业出清的过程中公司作为龙头有望持续受益于市占率提升带来的议价能力增强以及供应链持续完善。展望未来，我们认为公司在除江西、广东的其他市场空间较为广阔，同时运用信息化升级、新零售模式、互联网手段有望助力公司同店持续提升。

投资建议：

公司身处卤制品赛道需求稳定成长性足，目前已具有较为完整且成熟的经营模式应对疫情带来的冲击，并开启了新消费时代的转变与升级，在强大产品力及持续产品迭代加持下，公司有望持续受益于供应链持续完善&市占率提升带来的议价能力增强。给予公司 23 年 25 倍 PE，预计 2023 年市值为 60 亿元人民币，对应目标价 11.80 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：加盟业务发展不达预期；疫情反复导致直营渠道恢复慢；门店管理半径扩大的管理风险；原材料涨价风险；门店扩张数量测算具有主观性仅供参考

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,436.38	2,338.74	2,435.77	2,911.01	3,447.59
增长率(%)	15.09	(4.01)	4.15	19.51	18.43
EBITDA(百万元)	429.78	272.90	245.35	336.61	412.52
净利润(百万元)	282.17	144.58	149.05	241.73	318.33
增长率(%)	28.04	(48.76)	3.09	62.18	31.69
EPS(元/股)	0.55	0.28	0.29	0.47	0.62
市盈率(P/E)	19.90	38.84	37.67	23.23	17.64
市净率(P/B)	2.32	2.41	2.27	2.11	1.94
市销率(P/S)	2.30	2.40	2.31	1.93	1.63
EV/EBITDA	25.22	27.68	18.69	13.84	10.50

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/休闲食品
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	10.85 元
目标价格	11.80 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	512.30
流通 A 股股本(百万股)	464.35
A 股总市值(百万元)	5,558.50
流通 A 股市值(百万元)	5,038.24
每股净资产(元)	4.64
资产负债率(%)	22.07
一年内最高/最低(元)	17.20/10.09

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
董懿夫	联系人
dongyifu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《煌上煌-公司研究简报:多维改善奠定增长基石》2019-12-25
- 《煌上煌-公司点评:股份增持完成，长期持续看好》2019-11-27
- 《煌上煌-季报点评:强管理、降成本、扩门店，内外部改革带来增长通道》2019-10-24

内容目录

1. 煌上煌.....	5
1.1. 深耕行业 29 年，主动思变谋求突破.....	5
1.2. 品类丰富，渠道多元.....	5
1.2.1. 鲜货产品为主，多品类快捷消费食品畅销全国.....	5
1.2.2. 连锁专卖店遍布全国各地，线上销售顺势发展.....	6
1.3. 家族控股+股权激励，保证发展内生动力.....	7
1.4. 上市十年，产能释放正当时.....	8
2. 休闲卤制品行业.....	9
2.1. 休闲食品中卤制品增速领先，21 年市场规模突破 1500 亿元.....	9
2.2. 休闲卤制品行业集中度低，品牌化趋势明显.....	11
2.3. 煌上煌计划 25 年开店 10000 家，绝味门店占据绝对优势.....	13
3. 竞争优势&未来驱动力：以爆品&产品创新为抓手持续渠道拓展，供应链逐步完善 ..	15
3.1. 品类布局持续优化，以爆品为抓手，持续完善渠道.....	15
3.2. 线上线下渠道深度融合，协同发展，布局多元渠道.....	19
3.3. 采购生产运输环节完整，供应链管理体系完善.....	21
3.4. 聚焦品牌升级，构建品牌传播矩阵，洞察市场需求.....	22
4. 财务分析.....	23
4.1. 主营业务收入稳定，线下以江西地区为主.....	24
4.2. 利润端：毛利率水平相对较高，盈利能力稳定.....	25
4.3. 销售费用占比不断增长，研发投入不断增加.....	26
4.4. 资产质量良好.....	27
5. 盈利预测及估值.....	28
6. 投资建议.....	29
7. 风险提示.....	29

图表目录

图 1：公司标志性发展历程.....	5
图 2：公司丰富的快捷消费产品组合.....	6
图 3：2021 年公司分产品营收占比.....	6
图 4：公司销售模式以加盟为主.....	6
图 5：2017-2021 年门店数量变化情况（单位：家）.....	6
图 6：2019-2021 煌上煌分区域营收占比（单位：百分比）.....	6
图 7：创始人徐桂芬家族持股 63.69%（截至 21 年末）.....	7
图 8：上市十年间实现产能翻番（单位：吨）.....	8
图 9：卤制品行业正处于持续扩张期.....	9
图 10：中国卤制品行业市场规模（亿元）及增速.....	10

图 11: 中国休闲食品行业市场规模 (亿元)	10
图 12: 2020 年不同类别休闲食品规模占比	11
图 13: 卤制品相关企业注册增量 (家) 及增速	11
图 14: 2020 年卤制品行业集中度低	12
图 15: 2020 年卤制品品牌和非品牌零售价值占比	13
图 16: 煌上煌全产业链经营模式	13
图 17: 2018-2021 年三大龙头企业门店数量变化情况 (单位: 家)	13
图 18: 龙头企业门店城市分布 (2022 年 7 月)	14
图 19: 绝味食品门店分布具体情况 (2022 年 7 月)	14
图 20: 煌上煌门店分布具体情况 (2022 年 7 月)	14
图 21: 周黑鸭门店分布具体情况 (2022 年 7 月)	14
图 22: 煌上煌加盟门店占据绝大部分	15
图 23: 2018-2021 年公司各类产品业务营业收入 (单位: 亿元)	16
图 24: 2018-2021 年公司两大产品营业收入占比	16
图 25: 公司 2018-2021 研发投入 (单位: 百万元)	18
图 26: 研发人员数逐年上涨 (单位: 人)	18
图 27: 公司两大主营产品历年毛利率	18
图 28: 公司毛利率水平相对较高	18
图 29: 2018-2021 线上销售额季度数据 (单位: 百万元)	19
图 30: 线下渠道占比较大 (单位: 亿元)	19
图 31: 2020-2021 销售模式营业收入 (单位: 亿元)	20
图 32: 2020-2021 销售模式营业收入占比	20
图 33: 销售额排名前十的门店	20
图 34: 直接材料成本不断上升 (单位: 亿元)	21
图 35: 2021 年直接材料占比 80.08%	21
图 36: 2020-2021 年原材料各产品采购均价 (元/千克)	21
图 37: 公司肉制品生产环节产销率持续高位稳定 (单位: 万吨)	22
图 38: 物流费用占比上升 (单位: 百万元)	22
图 39: 独椒戏在王府井等多地开业	23
图 40: 真真老老粽子举办 “百粽盛宴” 活动	23
图 41: 煌上煌与各品牌联名	23
图 42: 多平台场景化营销	23
图 43: 公司营收规模不断扩大 (单位: 亿元)	24
图 44: 公司与行业其他龙头公司营收规模对比 (亿元)	24
图 45: 境内外营收规模 (万元)	24
图 46: 国内区域集中江西、浙江、广东地区 (单位: 亿元)	24
图 47: 2019-2021 线上销售交易额 (GMV) 及其占比	25
图 48: 公司毛利率受新收入准则影响逐年下降	25
图 49: 各公司毛利率水平	25
图 50: 2018-2021 年公司两大主营产品毛利率	25
图 51: 公司扣非归母净利润 (单位: 亿元)	26

图 52: 2018-2021 年公司费用率情况	26
图 53: 研发费用率稳定 (单位: 百万元)	27
图 54: 研发人员数逐年上涨 (单位: 人)	27
图 55: 各公司流动比率	27
图 56: 各公司速动比率	27
表 1: 核心管理层结构稳定, 经验丰富	7
表 2: 18 年股权激励考核方案	8
表 3: 21 年员工持股计划考核方案	8
表 4: 煌上煌现有基地及规划基地产能情况 (截至 2021 年末)	9
表 5: 三大龙头企业发展特点	12
表 6: 公司主要产品	15
表 7: 鲜货产品价格对比	16
表 8: 公司产品研发以及获奖情况	17
表 9: 收入盈利预测表	28
表 10: 可比公司估值表 (盈利预测来自 wind 一致预期, 数据截止至 2022 年 9 月 30 日)	29

1. 煌上煌

1.1. 深耕行业 29 年，主动思变谋求突破

江西煌上煌集团食品股份有限公司（以下简称“煌上煌”）成立于 1993 年，是一家集肉鸭养殖、屠宰加工、肉制品深加工、连锁销售、科研开发为一体的民营企业，以酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品及米制品的开发、生产和销售为主要业务。公司产品主要特点为消费便利快捷、营养卫生安全，面向广大普通消费者。

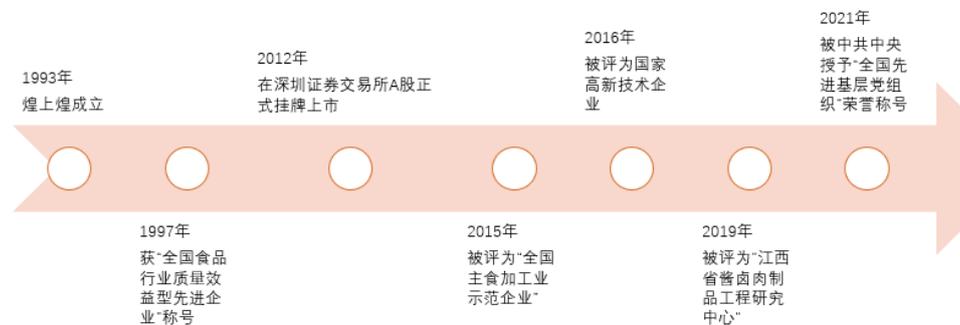
深耕行业 29 年，困局下思变谋突破。经过多年发展，公司旗下“煌上煌”品牌已深入人心，拥有众多忠实的消费者，在全国多区域的消费者心目中得到了高度认可。我们梳理公司 29 年发展历程，大致分为以下三个阶段：

1993-2012：江西出发，走进千家万户。1993 年，煌上煌在江西成立。1995 年，第一家煌上煌分店开张营业。2007 年，首个煌上煌农民专业合作社宣告成立。2011 年公司销售产品 2.7 万吨，营业收入超过 8 亿元，成为千家万户信赖的“第二厨房”。2012 年 9 月 5 日成功在深交所 A 股挂牌上市，成为酱卤肉制品行业第一个上市公司。

2013-2015：内忧外患，成长陷入停滞。公司上市后两年收入增长不高，原因 1) 宏观经济整体下滑；2) 2013 年“人感染禽流感病毒 H7N9”事件，对国内肉类熟食行业产生了极大影响；3) 2013 年公司实现首次股权激励，但由于后两期业绩增长未达预期，其中 166.91 万股被回购注销。

2016-至今：变革之年，营收加速增长。2017 年董事会换届，褚浚先生担任董事长，调整省外拓张思路为以质量为导向，加快机场、高铁、商超综合体等高势能门店开发。2018 年员工总数增加 600 多人。2021 年公司加大品牌营销推广，同时调整组织架构，夯实企业管理体制力。变革之下，公司重拾品牌力，营收回归增长态势。

图 1：公司标志性发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

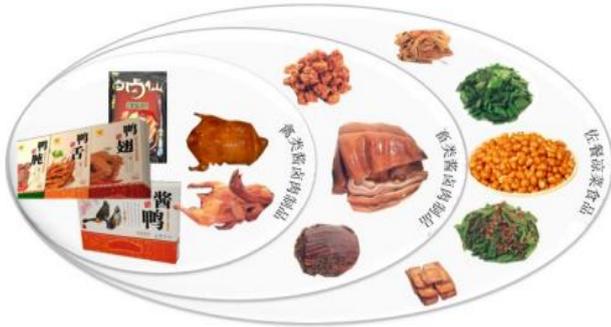
1.2. 品类丰富，渠道多元

1.2.1. 鲜货产品为主，多品类快捷消费食品畅销全国

公司的主营业务为酱卤肉制品及佐餐凉菜快捷消费食品的开发、生产和销售。公司现有鲜货、气调装、包装产品三大系列形成了二百多个 SKU 的产品组合，形成了以禽类产品为核心，畜类产品为发展重点，并延伸至其他蔬菜、水产、豆制品的丰富快捷消费产品组合，根据不同区域和渠道可随意选择适销的产品。

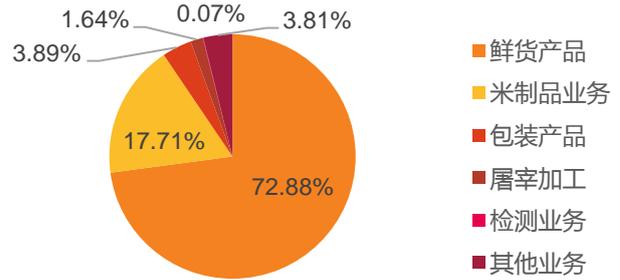
鲜货产品、米制品为公司的主要产品。根据 21 年公司年报，鲜货产品占公司营收 70%以上，米制品业务占比 15%以上，鲜货产品包括了禽类、畜类等，以鲜、香、辣为主要特色，消费目标市场主要为家庭消费、酒店餐饮和休闲消费。

图 2：公司丰富的快捷消费产品组合



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 3：2021 年公司分产品营收占比

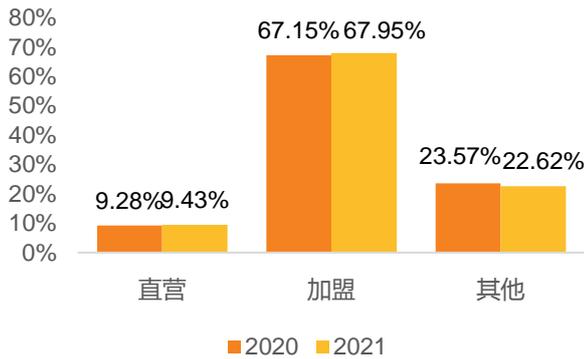


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2.2. 连锁专卖店遍布全国各地，线上销售顺势发展

公司产品销售渠道以加盟模式为主，直营模式为辅。公司实行直营连锁经营、特许加盟经营和经销商、商超相结合的销售模式。其中酱卤肉制品加工业主要以特许加盟经营为主。近两年加盟模式占公司营收 67%左右，直营模式占公司营收 9%左右。2021 年受疫情影响，公司门店数量减少 346 家。截止 2021 年 12 月底，公司肉制品加工业拥有 4281 家专卖店，其中直营门店 307 家、加盟店 3974 家，销售网络覆盖了全国 27 个省或直辖市。

图 4：公司销售模式以加盟为主



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：2017-2021 年门店数量变化情况（单位：家）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

新零售、新媒体顺势发展，助力线上销售持续上升。随着近两年新冠疫情的不断反复，国内的消费模式也逐步在发生变化，新零售、新媒体运营趋势显著，对线上销售业务的提升带来了新的商机。公司目前主要的线上销售渠道主要包括口碑团购、饿了么、美团外卖、电商和社区电商平台，近三年来线上交易额和销售占比持续上升。2021 年公司通过第三方销售平台实现线上交易额（GMV）5.36 亿元，线上销售占比为 21.04%。

从地域分布来看，公司主要销售地区为江西、广东和浙江，江西地区营收占比较大。近三年，江西地区营收占比 40%以上，广东地区营收占比 15%左右，浙江地区营收占比 17%-20%。

图 6：2019-2021 煌上煌分区域营收占比（单位：百分比）

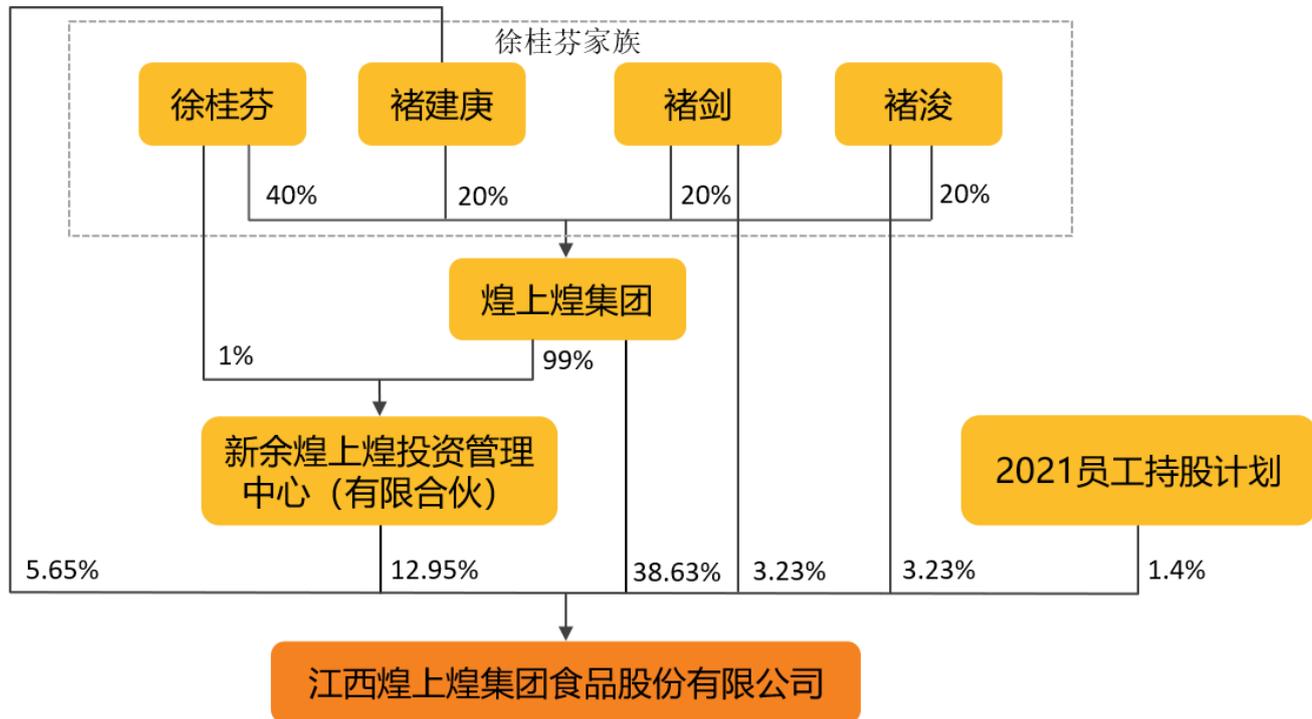


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 家族控股+股权激励，保证发展内生动力

公司为家族控股企业，核心管理层为公司实控人。公司为民营家族企业，实际控制人（徐桂芬、褚建庚、褚浚、褚剑）自公司成立以来一直担任核心管理层，任职经验丰富，公司核心管理层结构稳定。其中徐桂芬与褚建庚系夫妻关系，徐桂芬与褚浚、褚剑系母子关系，家族四人直接及间接合计持有上市公司股份比例为 63.69%（截至 21 年末），公司发展内生动力足。2017 年管理层换届实现新老交接，褚浚、褚剑分别担任董事长/副董事长职务。

图 7：创始人徐桂芬家族持股 63.69%（截至 21 年末）



资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

表 1：核心管理层结构稳定，经验丰富

姓名	职务	年龄	个人履历
褚浚	董事长、总经理	46	清华大学 EMBA，高级经济师。1997 年开始参加工作，历任江西煌上煌集团食品股份有限公司总经理、副董事长；现任本公司董事长、总经理。
褚剑	副董事长、副总	44	大学学历。2003 年开始在江西煌上煌集团食品股份有限公司参加工作，现任公司副总

	经理		经理、副董事长。
徐桂芬	董事	72	大学学历,高级经济师。1976年开始参加工作,为煌上煌集团创始人,2008年至2017年9月任公司董事长,现任公司董事。
褚建庚	董事	73	大学学历,高级经济师,2007年被中国肉类协会评为“中国肉类行业影响力人物”。1968年开始在江西氨厂参加工作,历任江西氨厂团支部书记、华灵工贸实业总公司经理、2008年至2017年9月任公司董事长,现任本公司董事
范旭明	董事、副总经理	48	大学学历,在职工商管理硕士,高级经济师。1993年7月开始参加工作,先后担任江西煌上煌烤卤有限公司副总经理,江西煌上煌集团食品有限公司常务副总经理,现任本公司董事,副总经理。
曾细华	董事、副总经理、财务总监兼董事会秘书	51	大学学历,中国注册会计师,美国注册管理会计师。1993年9月开始参加工作,曾于多家公司担任财务工作。2008年至2017年9月7日任本公司财务总监,兼任董事会秘书。现任公司副总经理,财务总监兼董事会秘书。

资料来源:wind,天风证券研究所

股权激励绑定员工利益,调动管理层积极性。在激励上,公司先后于2013、2018推出了股权激励计划,于2021推出了员工持股计划,均辅以较高的绩效考核目标,充分调动管理层积极性。其中,18年激励计划涉及264人,授予限制性股票约占公司总股本3%;21年员工持股计划包括董事、监事、高级管理人员9人,可认购股份比例为0.33%,中层管理人员及其他骨干员工或关键岗位人员(不超过171人)可认购股份比例为1.07%,共计占公司总股本的1.40%。

表2:18年股权激励考核方案

解除限售安排	解除限售时间	解除限售比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	12个月	40%	以2017年为基数,2018年净利润增长率≥25%
第二个解除限售期	24个月	30%	以2017年为基数,2019年净利润增长率≥50%
第三个解除限售期	36个月	30%	以2017年为基数,2020年净利润增长率≥100%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

表3:21年员工持股计划考核方案

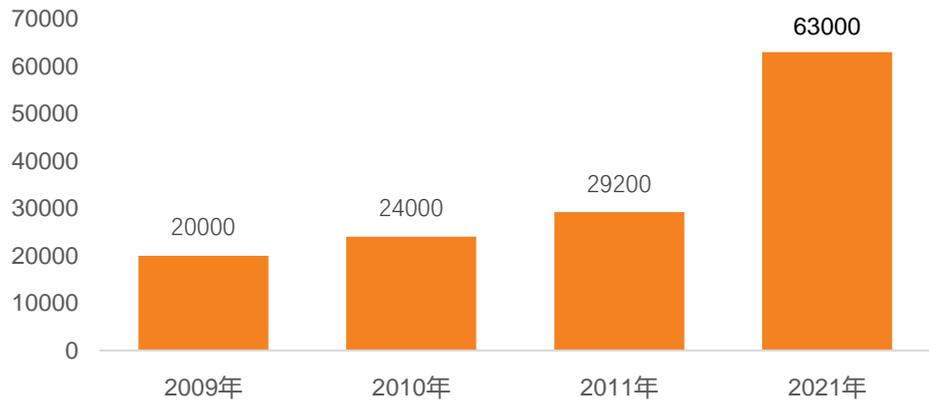
归属批次	归属比例	考核年度	业绩考核指标
1	20%	2021年	以2020年为基数,2021年净利润增长率≥20%
2	25%	2022年	以2020年为基数,2022年净利润增长率≥40%
3	25%	2023年	以2020年为基数,2023年净利润增长率≥70%
4	30%	2024年	以2020年为基数,2024年净利润增长率≥100%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

1.4. 上市十年,产能释放正当时

募资扩产多条生产线,实现产能翻番。2012年,公司于深圳证券交易所A股成功上市,扣除承销机构的承销、保荐费用及其他上市费用后,实际募集资金净额为8.46亿元。截至2021年末,公司已累计使用募集资金8.3亿元,募集资金主要流向年产2万吨食品加工建设项目、5500吨肉制品加工建设项目、食品质量安全检验与研发工程技术中心项目、营销网络建设项目,相比11年产能增加33800吨,实现116%的扩张。

图8:上市十年间实现产能翻番(单位:吨)



资料来源：招股说明书，公司年报，天风证券研究所

产能释放正当时，助力开拓新市场。截至 2021 年末，公司尚未使用的募集资金余额为 1.04 亿元（含理财收入）。结余的募集资金将分别用于重庆煌上煌年产 1 万吨酱卤食品加工建设项目（4,271.33 万元）和信息化项目（567.48 万元），剩余超募资金 5,524.32 万元将用于后期基地建设项目。随着今明两年公司咸阳、重庆、嘉兴工厂陆续实现投产，预计将迎来公司产能释放大年，助力公司开拓新市场，开辟新的利润增长点。

表 4：煌上煌现有基地及规划基地产能情况（截至 2021 年末）

序号	基地	所属区域	产能（吨）	投产日期
现有基地及产能情况				
1	南昌	华东	30000	2015 年扩建
2	东莞	华南	12000	2006 年 12 月
3	福清	华南	8000	2011 年 12 月
4	沈阳	东北	8000	2013 年 8 月
5	许昌	华中	5000	2015 年 2 月
	小计		63000	
新建基地规划情况				
1	咸阳	西北	6000	预计 2022 年 8 月
2	重庆	西南	10000	预计 2022 年 6 月
3	嘉兴	华东	8000	预计 2023 年底
4	河北	华北	10000	规划中
5	山东	华北	8000	规划中
	小计		42000	

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2. 休闲卤制品行业

2.1. 休闲食品中卤制品增速领先，21 年市场规模突破 1500 亿元

我国卤制食品行业起步于上世纪 80 年代，江浙地区率先出现较具规模的生产企业，且随着行业技术水平的不断提升，企业数量增多且逐步向全国扩张。自 2000 年以来，我国卤制食品行业进入品牌快速发展期，龙头企业涌现，连锁经营逐渐成为行业主流。2010 年至今，随着资本入局和国民消费升级，终端消费者对品牌、产品品质关注度持续提高，新消费模式出现，龙头企业加速进行产能建设及渠道拓展，进入持续扩张期，加快了卤制食品行业的细分化、品牌化进程。

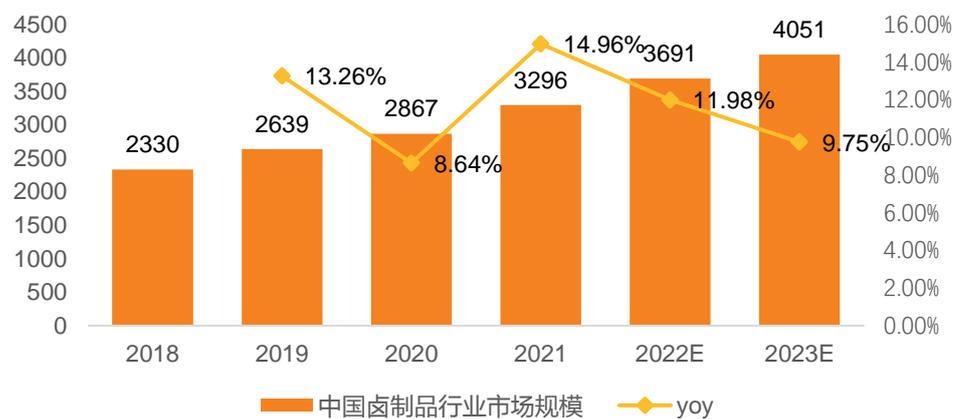
图 9：卤制品行业正处于持续扩张期



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2023 年卤制品行业有望突破 4000 亿元。根据艾媒咨询的数据，2021 年我国卤制品行业市场规模达到 3296 亿元，同比增速为 14.96%，2018-2021 年复合增速为 12.3%，预计 2023 年市场规模突破 4000 亿元。其中 2021 年佐餐和休闲卤制品行业规模分别为 1792 亿元和 1504 亿元，二者的市场占比大约为 6：4。

图 10：中国卤制品行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

随着我国居民消费观念的改变，休闲食品行业有望扩大至万亿规模。根据艾媒咨询，2020 年中国休闲食品行业市场规模达到 11200 亿元，2015-2020 年复合增长率为 8.6%。预计 2020-2023 年，在产业升级及消费升级的双重推动下，休闲食品行业仍有望保持 5.9% 的复合增长，2023 年市场规模将达 13296 亿元。

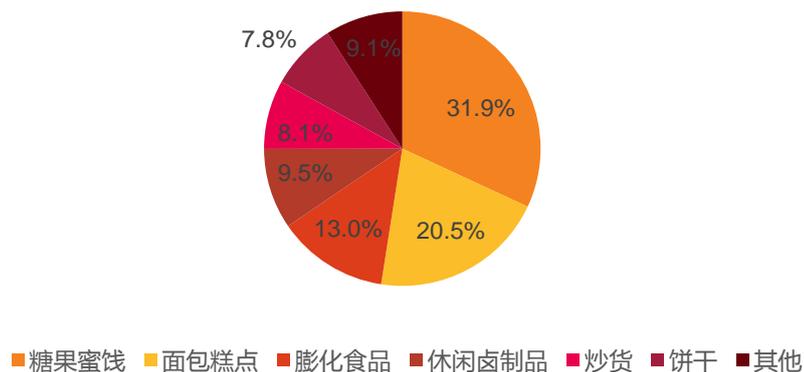
图 11：中国休闲食品行业市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询、天风证券研究所

休闲食品中卤制品占比约 9.5%，高增速实现 2021 年市场规模突破 1500 亿元。在整个休闲食品行业持续发展的同时，中商情报网数据显示 2020 年休闲卤制品在休闲食品中规模占比约 9.5%，且增速保持最快。根据艾媒咨询数据，2021 年休闲卤制品行业市场规模达到 1504 亿元。

图 12：2020 年不同类别休闲食品规模占比

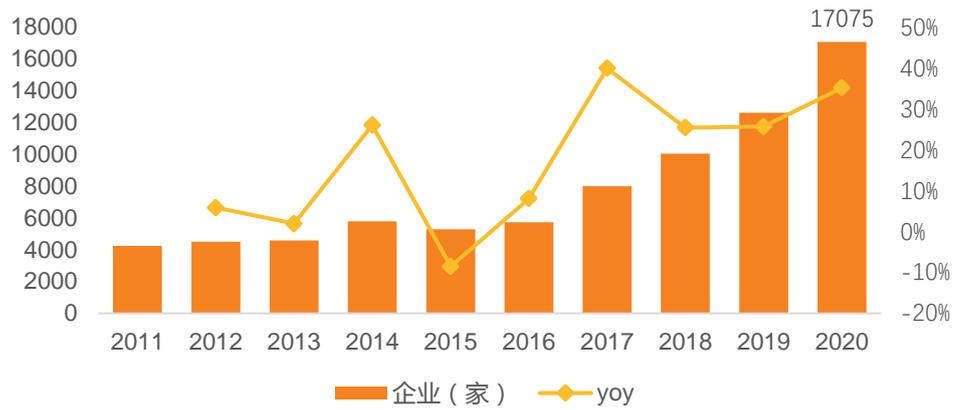


资料来源：中商情报网，天风证券研究所

2.2. 休闲卤制品行业集中度低，品牌化趋势明显

相关企业总注册量累计超 1.7 万家，规模企业加速挤压小微企业。截止 2020 年我国卤制品相关企业总注册量累计超过 1.7 万家，2011-2020 年企业注册量整体呈现上升趋势，其中，2016-2020 年进入高速增长期，复合增速达到 31.4%。我们认为，行业市场竞争或更多源自于规模企业对于小微作坊式企业的挤压。

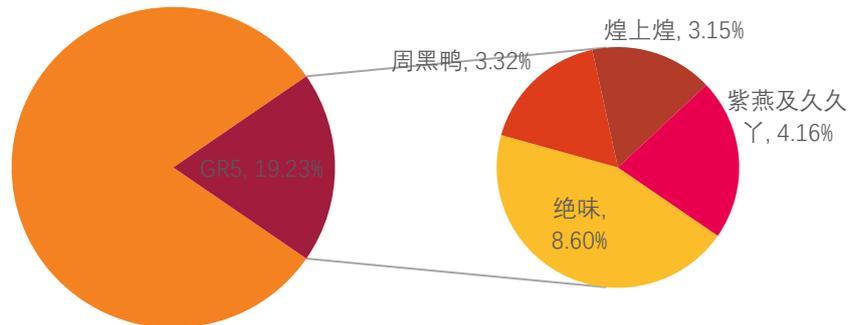
图 13：卤制品相关企业注册增量（家）及增速



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

行业集中度低，提升空间广阔。我国卤制品行业市场容量较大，行业 CR5 市占率较低，格局仍然较为分散，对比其他成熟的休闲食品细分行业具备明显提升空间。2020 年我国卤制品行业内前五大卤制品企业分别为绝味食品、煌上煌、周黑鸭、紫燕及久久丫，市场份额合计占比仅 19.23%，其中绝味和周黑鸭、煌上煌分别占比 8.6%和 3.32%、3.15%。三大龙头企业发展各有侧重，产品各有特点。

图 14：2020 年卤制品行业集中度低



资料来源：公司年报，天风证券研究所

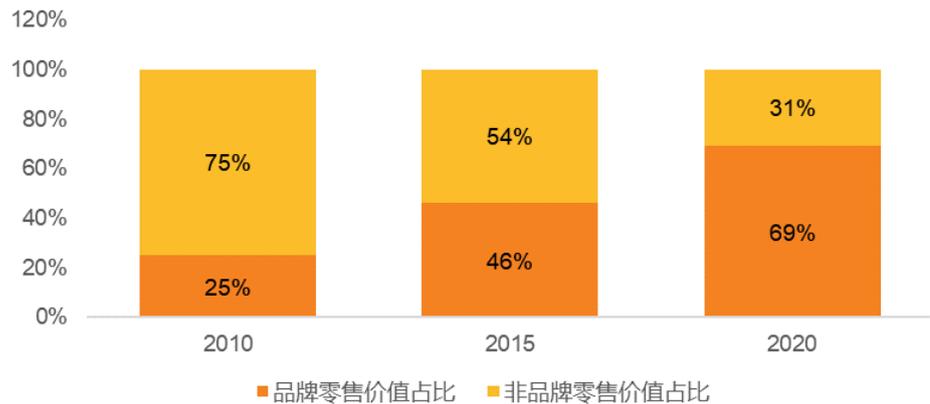
表 5：三大龙头企业发展特点

品牌	特点	销售模式
周黑鸭	产品包装形式主要为气调保鲜包装、真空颗粒包装	直营+特许经营的商业模式与单店特许+发展式特许模式
绝味食品	具有“绝味招牌风味”等五大风味，已发展成为全国最大的休闲熟食连锁专卖网络和生产体系	以直营连锁为引导、加盟连锁为主体
煌上煌	酱卤行业较早做全渠道新零售的践行者，开启无人智能零售模式	直营连锁经营、特许加盟经营和经销商、商超相结合

资料来源：智研咨询，天风证券研究所

休闲卤制品行业品牌化趋势明显，25 年品牌零售价值预计突破 80%。据煌上煌 2020 年年报，卤制品品牌零售价值占比 2020 年达到 69%，2025 年预计突破 80%，未来 5 年，同业品牌仍将采取通过快速开店，带动规模化发展，实现全国密集布局，重点在长三角、粤港澳和云贵川渝经济圈。

图 15：2020 年卤制品品牌和非品牌零售价值占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. 煌上煌计划 25 年开店 10000 家，绝味门店占据绝对优势

煌上煌产业化优势：全产业链经营模式。煌上煌经营养殖、屠宰、加工、冷链配送、连锁销售等全产业链，已形成公司的重要竞争优势。公司通过“公司+合作社+农户”的模式，全省培育了 27 个肉鸭养殖专业合作社。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。公司在全国同行业中率先实施自动化传输线生产加工，在产品研发和食品安全监督上与专业院校、科研机构强强联手，不断开发和应用新技术，形成了“源头无忧、加工无忧、销售无忧”的绿色安全供产销渠道。

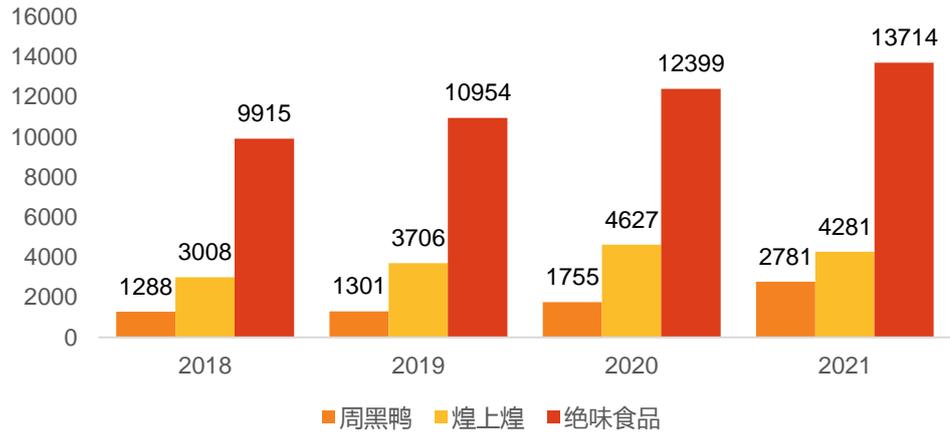
图 16：煌上煌全产业链经营模式



资料来源：公司年报，天风证券研究所

疫情下龙头企业门店持续扩张，煌上煌计划 2025 年开店 10000 家。从门店数量上来看，绝味食品在头部企业中具有绝对优势，2019 年已突破 10000 家。疫情压力下，龙头企业争抢市占率，加速线下门店扩张，立足社区周边，2021 年绝味食品拥有 13714 家门店，煌上煌和周黑鸭分别拥有 4281 和 2781 家门店。其中，2020 年疫情下煌上煌逆势拓店，净增门店 921 家，2021 年煌上煌门店数量缩减 346 家。煌上煌在 2020 年年报中披露“531”长中期规划，计划在 2025 年开设经营 10000 家以上连锁专卖店。

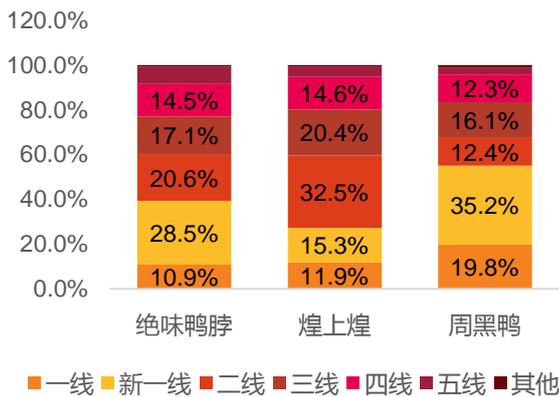
图 17：2018-2021 年三大龙头企业门店数量变化情况（单位：家）



资料来源：周黑鸭/煌上煌/绝味食品公司年报，天风证券研究所

绝味门店覆盖全国，煌上煌主攻二线城市，集中资源拓展省外市场。休闲卤制品行业 TOP3 门店覆盖一二三四五线城市。根据窄门餐眼 2022 年 7 月数据显示，绝味门店城市分布相对均匀，门店覆盖全国。煌上煌主攻二线城市，门店占比达到 32.5%，主要分布在广东和江西，公司计划 2022 年开店资源集中于省外拓展市场的临街店铺和综合体。周黑鸭新一线城市门店占比最高，达 35.2%，其中又主要分布在湖北。

图 18：龙头企业门店城市分布（2022 年 7 月）



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所

图 20：煌上煌门店分布具体情况（2022 年 7 月）



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所

图 19：绝味食品门店分布具体情况（2022 年 7 月）



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所

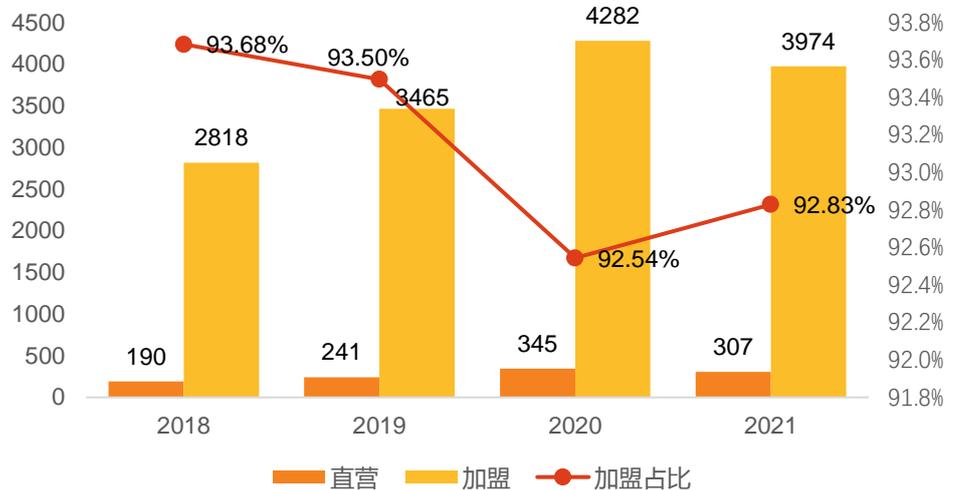
图 21：周黑鸭门店分布具体情况（2022 年 7 月）



资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所

煌上煌以加盟为主持续拓店, 强化加盟商赋能。煌上煌 2018 年加盟门店数量仅为 2818 家, 2020 年疫情下公司逆势拓店, 加盟店达到 4282 家, 直营门店达到 345 家。近年来, 煌上煌持续拓店, 形成以直营为辅加盟为主的连锁销售网络, 加盟门店占门店总数 90% 以上, 2021 年加盟渠道收入占比达到 68%。公司计划 2022 年新开门店 1059 家, 其中加盟门店 973 家, 并持续强化加盟商赋能, 推进加盟店拓展。

图 22: 煌上煌加盟门店占据绝大部分



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

3. 竞争优势&未来驱动力: 以爆品&产品创新为抓手持续渠道拓展, 供应链逐步完善

3.1. 品类布局持续优化, 以爆品为抓手, 持续完善渠道

公司坚持“忠于原味”的理念, 注重产品品质, 形成独特口味风格。煌上煌经营养殖、屠宰、加工、冷链配送、连锁销售等全产业链, 在全产业链各环节严抓安全卫生质量, 高标准铸就高品质。酱系列产品口感浓郁, 口味稳定, 回味无穷, 消费者对于煌上煌口味认可度高。公司核心差异化产品酱鸭深受重口味、嗜辣的消费者喜爱, 酱鸭的独特秘方工艺其他品牌无法模仿。煌上煌酱鸭脖、卤鸭掌、卤鸭舌、卤鸭翅、卤鸭架等产品在卤味市场中形成独特的口味特征。匠心如一, 打磨产品品质。

公司品类布局丰富, 产品矩阵多元, 具备差异化竞争优势。公司目前主要品类覆盖酱卤肉制品、佐餐凉菜快捷消费食品及米制品这三种, 产品涵盖了鸭、鸡、鹅、猪、牛、羊等快捷消费酱卤肉制品及水产、蔬菜、豆制品等佐餐凉菜食品和粽子、青团、麻薯、八宝饭、方便粥、月饼等米制品, 产品品种达二百多个。产品主要特点为消费便利快捷、营养卫生安全, 面向广大普通消费者。公司通过完善商品系列标准、建立商品等级标准, 细分商品场景、品类、品种、规格、款式、口味等, 满足不同区域市场需求。

表 6: 公司主要产品

产品品类	典型产品
酱卤肉制品	



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司产品以酱卤鲜货为主，并持续优化产品结构，鲜货产品持续占据较高营收比重。公司产品主要以鲜货产品和米制品为主，其中鲜货产品占比 2018-2021 年分别为 73.93%、76.35%、75.36%、72.88%，均在 70%-80% 之间浮动，米制品营收也稳定在 15%-20% 的占比。

图 23：2018-2021 年公司各类产品业务营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 24：2018-2021 年公司两大产品营业收入占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 7：鲜货产品价格对比

品牌	产品	常见规格（包）	价格（元）	单价（元/100g）
煌上煌	鸭脖	260g*1 盒	24.8	9.5
	鸭锁骨	110g*1 盒	14.9	13.5
	鸭舌	40g*1 袋	19.9	49.8
	鸭翅	240g*1 盒	24.8	10.3
	鸭掌	200g	26.8	13.4
	鸭肠	170g	36.8	21.6
	周黑鸭	鸭脖	4 盒 180g	89.9
鸭锁骨		230g	32.6	14.2
鸭舌		80g	39.9	49.9
鸭翅		230g	34.9	15.2
鸭掌		4 盒 140g	89.9	64.2
鸭肠		80g*2 盒	46	28.8
绝味食品		鸭脖	220g	59.9
	鸭锁骨	400g	39.9	10

	鸭舌	90g	35.9	39.9
	鸭翅	200g*2 包	49.9	12.5
	鸭掌	240g	29.9	12.5
	鸭肠	220g	59.9	27.2
紫燕食品	鸭脖	200g	19.9	10
	鸭锁骨	408g	39.9	9.8
	鸭翅	82g	19.8	24.1
	鸭掌	500g	50.8	10.2
	鸭肠			
久久丫	鸭脖	250g 约 8 袋	17.8	7.1
	鸭锁骨	250g	18.8	7.5
	鸭舌	500g	125.8	25.2
	鸭翅	250g	16.8	6.7
	鸭掌	250g	22.8	9.1
	鸭肠			

资料来源：天猫各家旗舰店，天风证券研究所

公司聚焦年轻消费群体，打造网红畅销产品，满足多样需求。“独椒戏”品牌是公司近年来倾力打造的全新品牌，聚焦关注时尚、热衷社交，追求个性和独立、注重生活品质的年轻消费群体。独椒戏以“先卤后烤”为产品制法，入口形成独特香味，其爆款产品卤烤猪蹄成为市场网红爆品，迅速成为南昌卤烤猪蹄第一品牌，成为深圳抖音与大众点评必吃榜头部品牌。独椒戏产品形成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，以满足消费者多样需求。

公司产品注重品质和工艺创新，处于行业前列，消费认可度高。公司通过“公司+合作社+农户”的模式，全省培育了 27 个肉鸭养殖专业合作社。践行“生态养殖、健康养殖”理念和实行环保安全。在品质上，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。引进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。在产品研发和食品安全监督上与专业院校、科研机构强强联手，不断开发和应用新技术，形成了“源头无忧、加工无忧、销售无忧”的绿色安全供产销渠道。同时，公司也获得了较多荣誉。

表 8：公司产品研发以及获奖情况

时间	奖项
2020 年	《传统禽鸭酱卤制品的现代化绿色加工和综合利用的关键技术与示范》项目和《传统酱卤禽肉制品的现代化绿色加工技术与产业化示范》项目分别获得科技进步奖项
2021 年	中国肉类食品行业先进企业；“全国粽子文化节金奖”；“农业产业化国家重点龙头企业”；“国家高新技术企业”；《江西特色酱卤禽肉制品的保鲜和冷链物流关键技术及产品研发》项目获得中国食品工业协会科学技术奖一等奖；《鸭肉酱卤食品绿色平台构建及产业化应用》项目获科学技术成果证书；5 月与南昌大学成立“南昌大学煌上煌食品研究院”

资料来源：公司年报，天风证券研究所

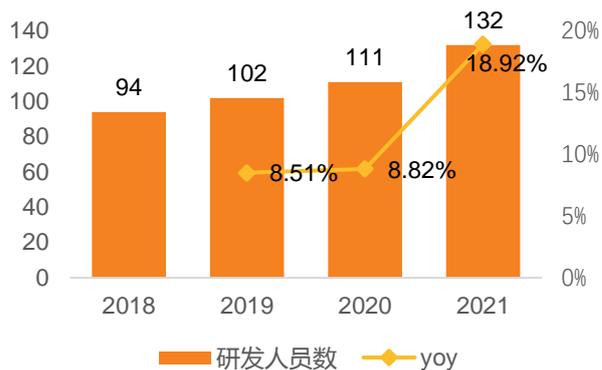
公司注重产品研发和持续创新，兼顾地方特色口味开发和产品营养健康化，具有差异化竞争优势。在新品研发上不断发力。首先，完善新产品上市流程及评审体系，在追求新品数量同时，也确保新品质量。其次，加大新品的市场宣传推广力度，提高新品曝光，扩大新品有偿试吃范围。再次，延长新品推广周期，在新品上市 3 个月内保持持续声量，提高新品曝光，培养新品黏性。具有结构清晰的研发机构和完整的研发流程。

图 25：公司 2018-2021 研发投入（单位：百万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

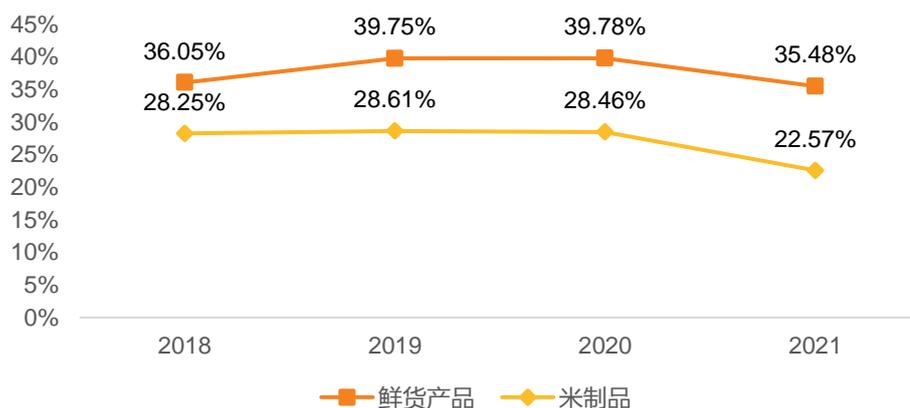
图 26：研发人员数逐年上涨（单位：人）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

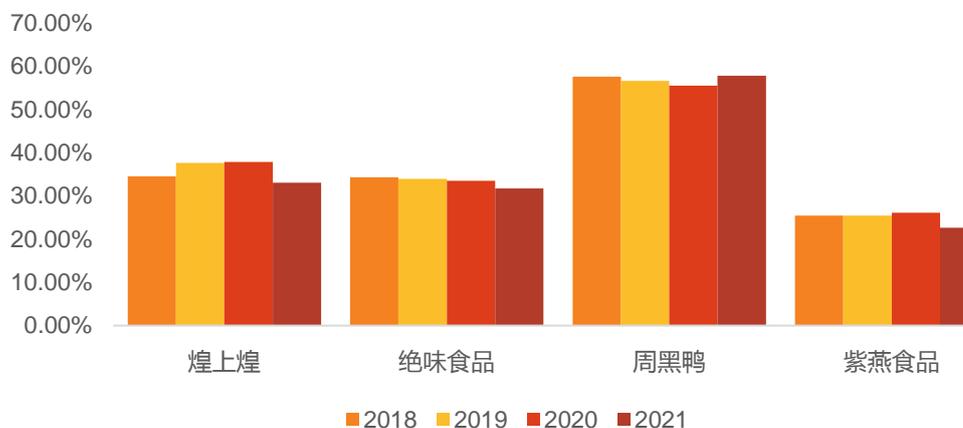
毛利率方面，鲜货产品和米制品的历年毛利率稳定，21 年加快渠道拓展，毛利率有所降低。公司 2018-2021 年鲜货毛利率分别为 36.05%、39.75%、39.78%和 35.48%，持续稳定在 35-40%的毛利率区间。米制品的毛利率相对较低，2018-2021 米制品毛利率分别为 28.25%、28.61%、28.46%、22.57%。

图 27：公司两大主营产品历年毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 28：公司毛利率水平相对较高

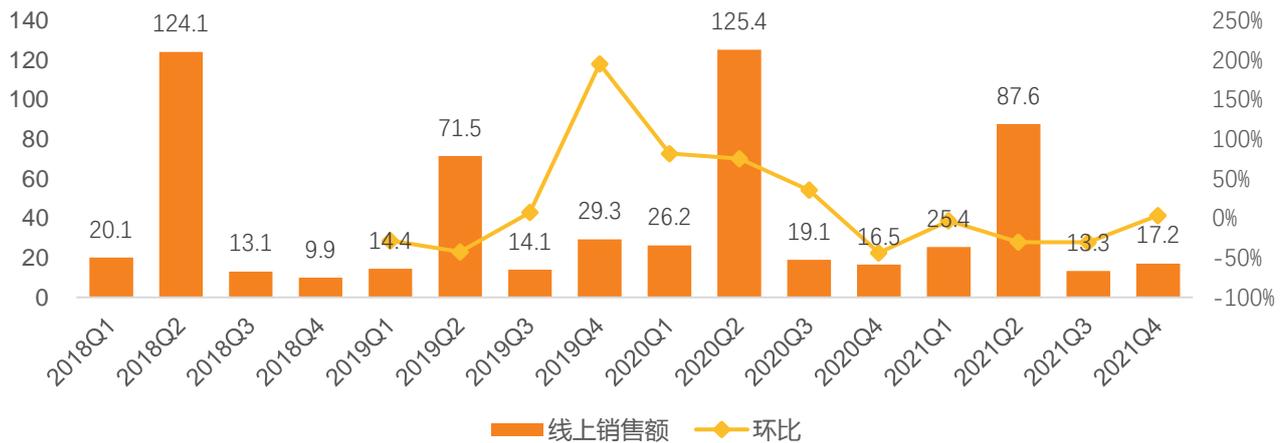


资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 线上线下渠道深度融合，协同发展，布局多元渠道

公司坚持直营+经销全渠道布局，加大线上渠道布局力度。公司目前主要的线上销售渠道主要包括口碑团购、饿了么、美团外卖、电商（网上旗舰店等）和社区电商平台（例如兴盛优选，每日优鲜等），2021年公司通过网上旗舰店、口碑、外卖等第三方销售平台实现线上交易额（GMV）5.36亿元，线上销售占比为21.04%。主要线上销售平台包括淘宝、天猫、天猫超市、阿里巴巴、京东、拼多多、有赞商城、抖音、快手小店以及其他自营店铺等，平台上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）。

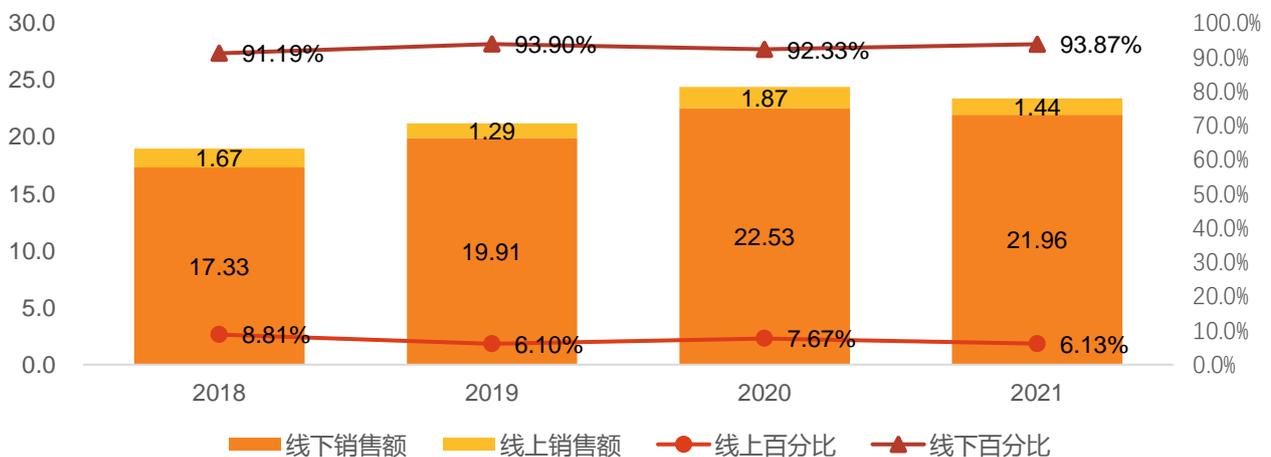
图 29：2018-2021 线上销售额季度数据（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司实现线上线下协同发展、多元渠道触达消费者。2018-2021 年公司线上销售收入占主营业务收入的比例分别是 8.81%、6.10%、7.67%、6.13%，稳定在 6% 以上，线上销售的绝对量波动上升。2021 年公司逐步加强与国内主要第三方电商平台的合作力度，不断开拓优质客户资源。与此同时，线下渠道销售仍是公司最重要的销售渠道。国内线下业务 2018-2021 年规模分别为 17.33 亿元、19.91 亿元、22.53 亿元、21.96 亿元，呈现波动上升状态，公司线下门店数量场景齐扩张，线上渠道多线布局。

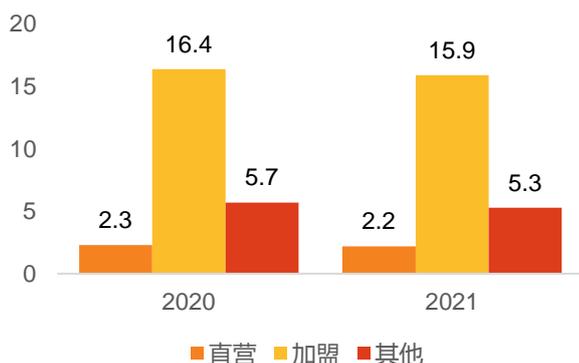
图 30：线下渠道占比较大（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

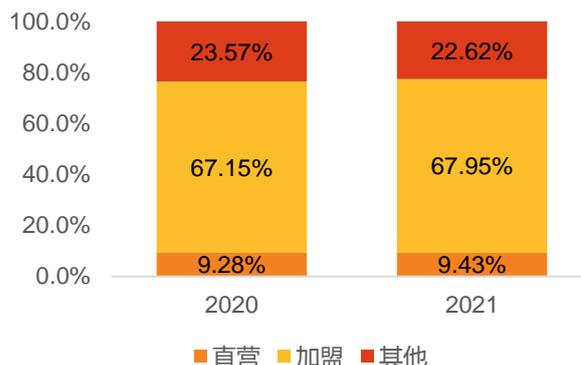
线下以“直营+加盟”的销售模式为主，渠道下沉，建立多层次、差异化的立体营销网络。公司目前主要以直营连锁经营、特许加盟经营和经销商、商超相结合的模式。2020-2021 直营模式营业收入稳定在 9%-10%，加盟商营业总收入占 65%-70%。公司线下渠道收入占比稳定且占据较大比例，覆盖全国各大城市，打造线上线下融合的新业态。公司目前以连锁经营为主要销售模式，公司在江西、广东、福建、辽宁、河南、陕西（在建）、重庆（在建）、浙江（在建）建有八大生产基地，同时计划筹建海南、山东、京津冀生产基地，最终形成覆盖全国的连锁销售网络以及贴近市场生产基地的全国布局。

图 31：2020-2021 销售模式营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 32：2020-2021 销售模式营业收入占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司优化门店结构，加速门店渠道转换，强化渠道建设，提高市场占有率。公司目前强化街边店、社区门店，全面进驻开发工厂店、校园店、高速服务区店等的建设。同时，公司将在现有的六代门店形象基础上进行形象升级，新升级门店整体形象更加简约有档次，更加符合现代年轻群体审美，新升级门店分别于 2021 年下半年在上海、江西南昌等地亮相。截止 2021 年 12 月底，公司肉制品加工业拥有 4,281 家专卖店，其中直营门店 307 家、加盟店 3,974 家，销售网络覆盖了全国 27 个省或直辖市、243 个地级市。具有一定的规模效应。

图 33：销售额排名前十的门店

门店名称	直营/加盟	2021年销售额（万元）
直属总社店	直营	1548
直属东湖店	直营	631
直属新建总店	直营	531
河南许昌解放路店	加盟	499
直属小蓝中路专卖店	直营	495
直属新建2店	直营	465
江西进贤文港店	加盟	424
九江湖口大市场店	加盟	357
江西进贤七店	加盟	350
江西南昌璜垦店	加盟	346
小计		5646

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 采购生产运输环节完整，供应链管理体系完善

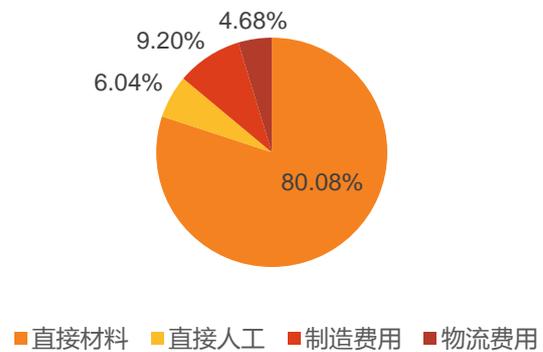
公司在采购环节与优质供应商合作，保证原材料质量，其中直接材料成本不断上涨。公司“一般模式”采购的主要供应商均是经过层层筛选出来的国内知名厂商，食材品质优良，此外公司还建立了标准化的“公司+合作社+农户”供应模式，有力地补充了公司原材料的供应。其中 2018-2020 年材料成本逐年上升，2021 年相对有点下降。疫情对原材料成本有一定的影响，产销量情况好，直接材料投入较多。

图 34：直接材料成本不断上升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

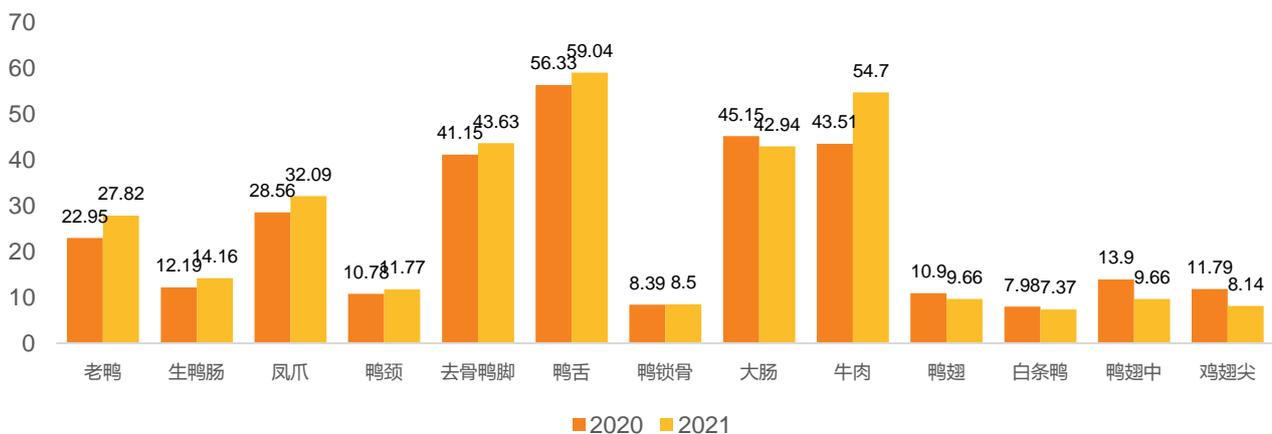
图 35：2021 年直接材料占比 80.08%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

主要原材料产品的升成本均产生了不同程度的波动，采购均价受市场行情影响变动较大。随着市场行情的变化，原材料价格有上升也有下降，总体呈现上升趋势。其中，牛肉、老鸭、凤爪等主要材料上升较为明显。鸭翅、白条鸭、鸭翅中等原材料成本均价有小幅下降。但由于鸭副产品的前期储备充足，因此对采购成本来讲影响较小。针对主要原材料的价格波动趋势，公司持续贯彻执行主要原材料战略储备管理制度，密切关注原材料市场的价格变化情况，在行情低位的时候加大采购力度逐步拉低部分主要原材料的加权平均成本，在价格行情高位的时候暂停采购并观望。其中，2021 年度鸭脚、鸭舌、鸭头、鸭翅中和鸡翅尖等产品较上年同期节约耗用成本 2,958.76 万元，同时牛肉、耳片、口条、猪手和大肠等产品因采购价格一直处于高位，生产耗用成本较上年同期增加成本 2,225.44 万元。

图 36：2020-2021 年原材料各产品采购均价（元/千克）

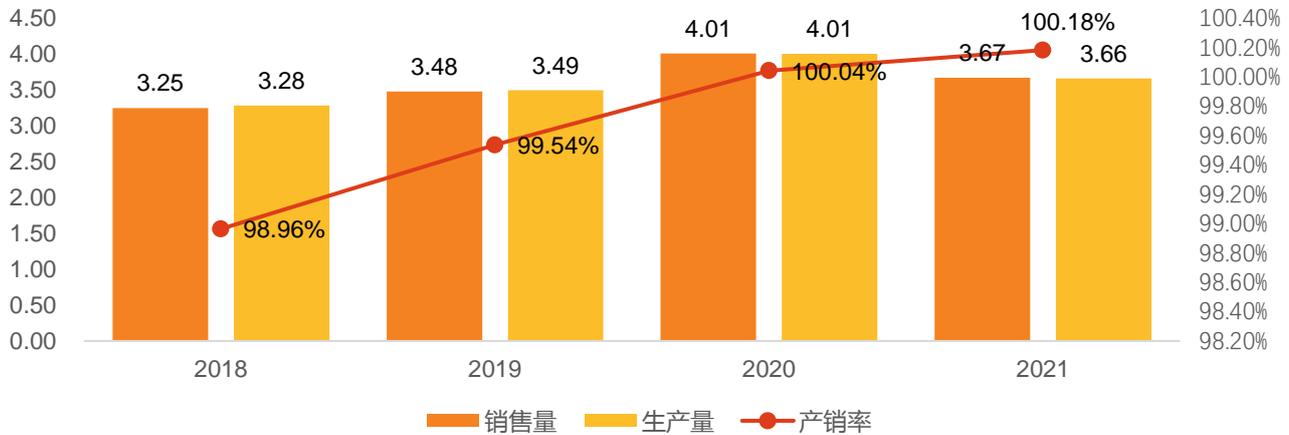


资料来源：公司年报，天风证券研究所

肉制品生产环节产销率均在 100%左右，公司不断扩大产能，开辟利润增长点。公司已通过 ISO22000 及 HACCP 食品安全管理体系认证和 QS 食品质量安全强制检验，并在生产厂房、

工艺设施、人员培训等方面持续投入和改进。在采购环节对原材料、辅料制定了严格的采购标准和程序；在生产环节对每道工序均制定了详细的工作标准，并将影响产品质量的重要环节作为关键工序予以重点监控。22 年、23 年是公司产能释放的大年，预计公司咸阳、重庆、嘉兴工厂实现陆续投产，将助力公司开拓新市场，开辟新的利润增长点。

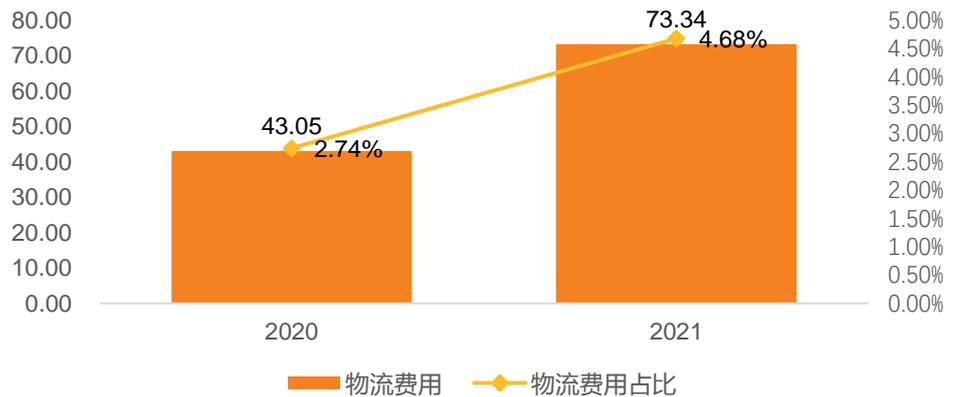
图 37：公司肉制品生产环节产销率持续高位稳定（单位：万吨）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司采取自由物流与第三方配送相结合的模式，建立了较完善的物流运输管理体系，运输费用占主营业务成本比例略有上升。公司物流平台承担全链的智能化建设改造和数据运营任务，满足冷链市场主体的产业协同需要和日趋增长的市场需求，打造好数字化冷链特色、创新江西模式、做好中国标准。采用低温保鲜、高压保鲜等先进保鲜技术的推广应用，有效地提高了企业网络覆盖广度和深度，扩大配送范围，提升产品配送效率，保障食品安全，支持连锁加盟模式的发展。煌上煌建立冷链物流交易中心，占地 300 亩，总投资 3.5 亿元，主营冷藏仓储、物流配送、电商、金融及交易展示，可供 300 家商户展示销售。

图 38：物流费用占比上升（单位：百万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

3.4. 聚焦品牌升级，构建品牌传播矩阵，洞察市场需求

传统卤制品地位牢固，新消费产品开拓新赛道，消费结构迭代以及疫情催化新的消费场景。随着消费结构升级和资本力量推动，卤制品市场涌现了众多新消费品牌，产品品类包括冷锅串串、预制菜和热卤小吃等。新消费品牌定位垂直细分市场，以新产品、新口味、新体验吸引人群消费。煌上煌积极向休闲零食化方向探索，2022 年推出手撕酱鸭，可佐餐的同时增加办公商务、朋友聚会、出游露营、追剧电竞等诸多休闲场景，塑造品牌新休闲调性。

公司主打酱卤品牌，倾力打造全新品牌“独椒戏”，获得高品牌力和认可度。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。经过多年的发展，公司旗下“煌上煌”品牌已深入人心，拥有众多忠实的消费者，在全国多区域的消费者心目中得到了高度认可。“独椒戏”品牌是公司近年来倾力打造的全新品牌，聚焦关注时尚、热衷社交，追求个性和独立、注重生活品质的年轻消费群体。独椒戏产品形成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，以满足消费者多样需求。

图 39：独椒戏在王府井等多地开业



资料来源：凤凰网，天风证券研究所

图 40：真真老老粽子举办“百粽盛宴”活动



资料来源：新蓝网，天风证券研究所

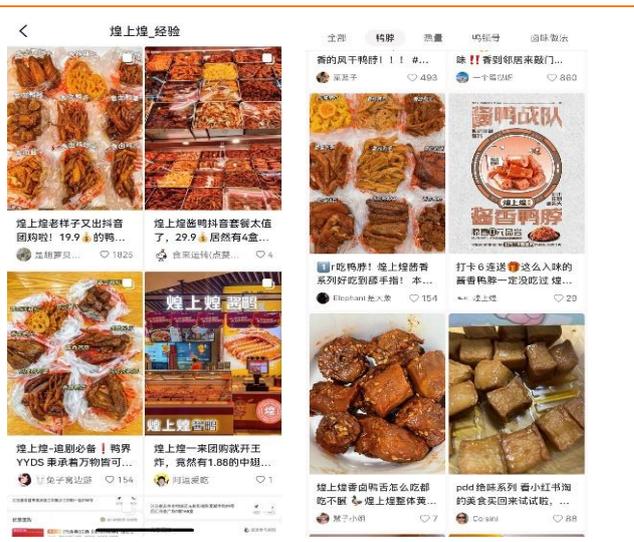
公司加大品牌营销推广，注重产品的场景化，以及对年轻消费群体的触达。2021 年分别与出行类品牌“同程旅行”、“曹操出行”异业合作，通过主题航班包机、花车联名派券等多种合作形式，提升品牌曝光。2021 年，作为广东卫视《见多识广第三季》特约赞助商，通过节目广告植入、内容营销获得品牌曝光 1.7 亿。同时，煌上煌与良品铺子首发联名礼盒，双方签订战略合作协议，战略合作意义深远。2021 年第四届中国品牌发展论坛中，煌上煌荣登“消费者最喜爱中国品牌 100 强”榜单，品牌实力和大众喜欢获认证。公司根据市场调研，清晰卤味消费者画像，洞察消费者行为习惯，定位了品牌的目标人群，确立了构建年轻化体系市场策略。

图 41：煌上煌与各品牌联名



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：多平台场景化营销



资料来源：小红书、抖音，天风证券研究所

4. 财务分析

4.1. 主营业务收入稳定，线下以江西地区为主

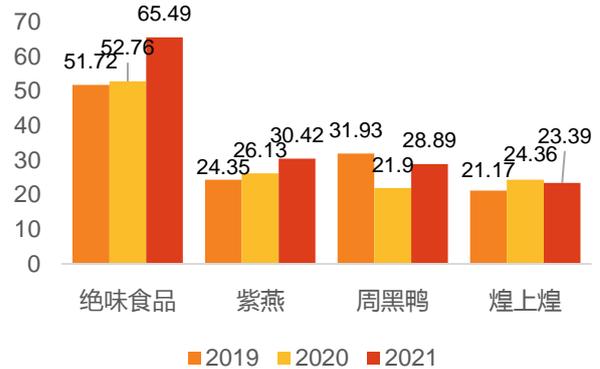
公司的营收规模不断增长，同比增速高。2021 年公司的营收 23.39 亿元，相对 2020 年有所下降。收入同比下滑的主要原因为 21 年整个国内消费市场持续萎缩低迷，终端门店的单店收入在年初略有恢复后，受疫情不断反复、人流量下降（尤其高铁、机场、商超综合体等尤为明显）等因素影响，后面三个季度单店收入再度出现持续下滑趋势；同时受疫情反复影响，各地人员流动的管控措施使得门店拓展速度逐步放缓，以上最终使得公司 2021 年营业收入同比出现下降。

图 43：公司营收规模不断扩大（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：公司与行业其他龙头公司营收规模对比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

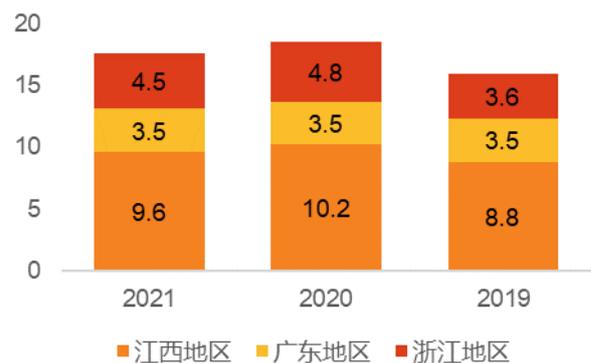
国内营收规模增长，海外收入下降。国内区域集中在江西、浙江和广东地区。国内市场的营收规模不断上涨，2021 年境外地区的营收规模为 0。分地区来看，公司在国内的营收稳步增长。其中，国内市场的营收最主要集中在江西，目前，公司连锁专卖店在江西、广东、福建等区域具有领先优势，并已成功进入了全国其他省、市，逐步向全国市场拓展。充分理解各区域消费者的饮食习惯、消费偏好方面的差异，把握当地市场的需求。

图 45：境内外营收规模（万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

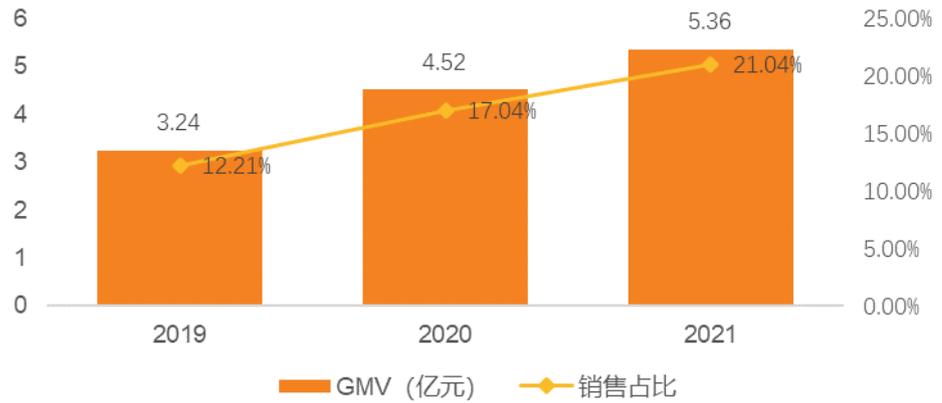
图 46：国内区域集中江西、浙江、广东地区（单位：亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司注重线上线下协同发展，着力布局线上渠道。公司增强线上渠道运营能力，完善渠道布局，帮助消费者轻松购物。随着近两年新冠疫情的不断反复，国内的消费模式也逐步在发生变化，新零售、新媒体运营趋势显著，对线上销售业务的提升带来了新的商机。2021 年公司通过网上旗舰店、口碑、外卖等第三方销售平台实现线上交易额 (GMV) 5.36 亿元，线上销售占比为 21.04%。

图 47：2019-2021 线上销售交易额（GMV）及其占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.2. 利润端：毛利率水平相对较高，盈利能力稳定

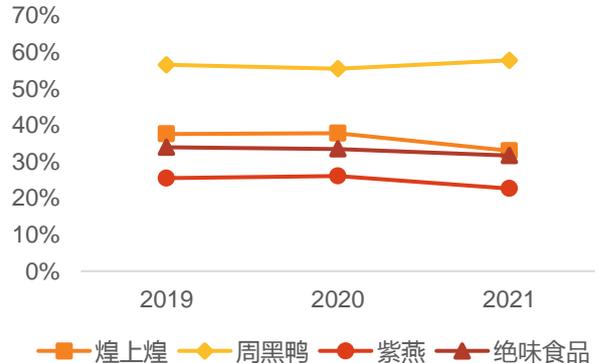
公司毛利率先上升后呈下降趋势，主营业务毛利率占比较高。2021 年公司毛利率和主营业务毛利率同比下降 4.80/4.64pct，主要由于新收入准则的影响，剔除后，公司主营业务毛利率保持稳定，变化幅度较小。2020 年公司主营业务毛利率同比下降 1%。煌上煌的毛利率水平在同行业中略高于紫燕和绝味食品，但均低于周黑鸭。

图 48：公司毛利率受新收入准则影响逐年下降



资料来源：wind，天风证券研究所

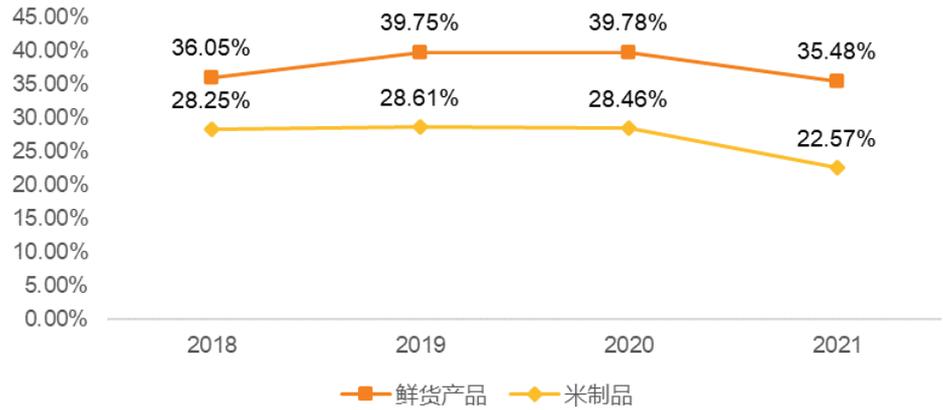
图 49：各公司毛利率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

主营业务毛利率水平较稳定，毛利贡献大。剔除执行新收入准则产生的影响后，主要产品的毛利率水平基本保持稳定，鲜货产品系列平均毛利率均保持在 35% 以上。2018-2021，公司主营业务毛利稳定，2021 年毛利有所下降，与疫情对线下销售的影响有关。

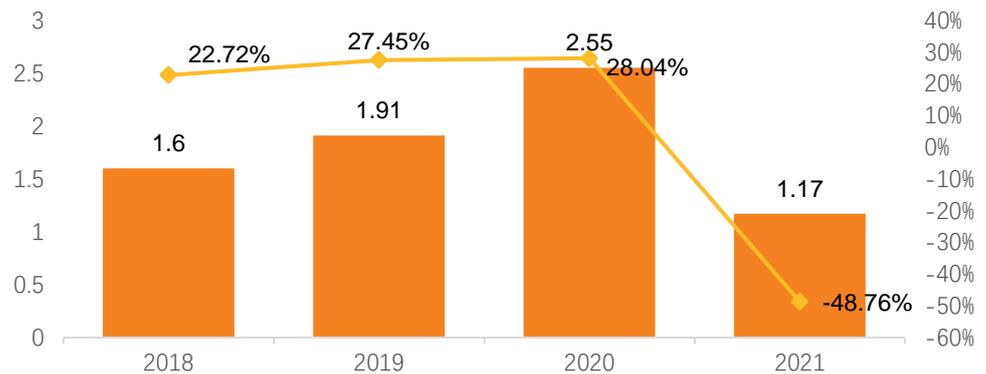
图 50：2018-2021 年公司两大主营产品毛利率



资料来源：公司年报，天风证券研究所

2018-2021 年扣非归母净利润不断增长。扣非归母净利润快速增长，2020 年公司的归母净利润达到 2.55 亿元，同比增长 28.04%。2021 年归母净利润 1.17 亿，相对 2019、2020 有所降低。疫情反复，线下渠道受到较大的影响。

图 51：公司扣非归母净利润（单位：亿元）

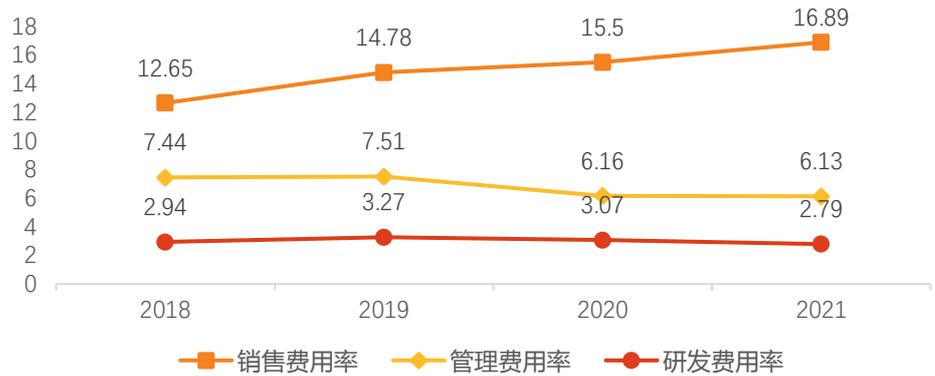


资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.3. 销售费用占比不断增长，研发投入不断增加

销售费用占比逐渐增长，研发、管理费用占比持平。2018-2021 年公司的销售费用率呈现上涨趋势，从 2018 年的 12.65% 逐渐上涨到 2021 年的 16.89%，公司各项经营费用仍按照年初计划列支，其中销售费用中人工成本、门店租赁费和市场促销支持等各项费用持续投入增加。

图 52：2018-2021 年公司费用率情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

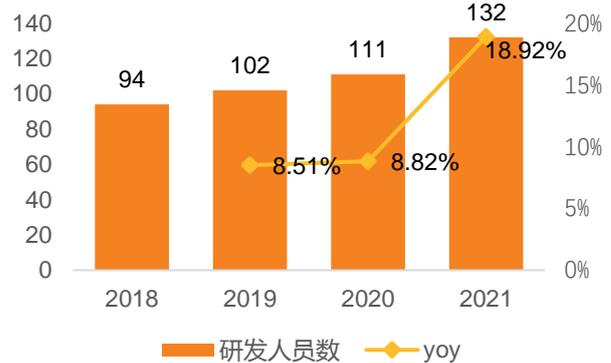
研发费用稳定，研发人员数不断上涨。公司高度重视产品研发，以产品快速更新迭代适应市场需求变化，研发费用率总体保持稳定。公司提高产品研发能力，建立新品研发机制，带动工艺改良、升级，快速推动产品迭代，不断完善产品结构。通过增加研发人员的数量实现研发效果的提升。

图 53：研发费用率稳定（单位：百万元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 54：研发人员数逐年上涨（单位：人）



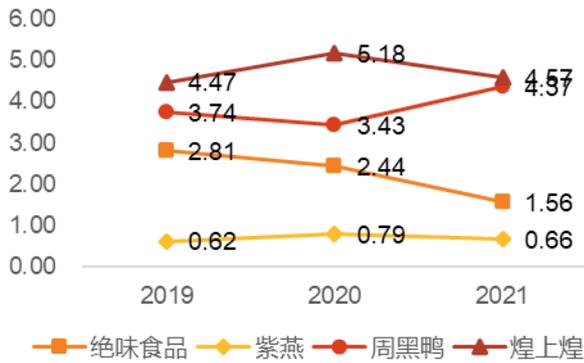
资料来源：公司年报，天风证券研究所

4.4. 资产质量良好

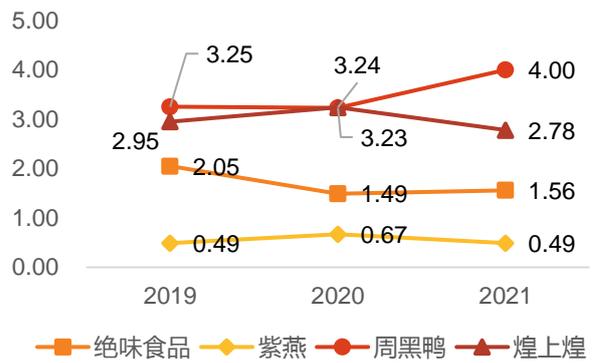
流动比率高，速动比率高，资产质量良好。2019-2021 三年间，公司流动比率在竞争企业之间均较高，公司盈利高。尽管 2021 年初公司回购公司股份用于员工持股计划，陕西、重庆基地建设和信息化建设投入，导致流动比率略有下降，但整体的偿债能力较高。速动比率略有下降，但仍优于同行业可比上市公司平均水平，资产变现能力较强。

图 55：各公司流动比率

图 56：各公司速动比率



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测及估值

针对公司 2022-2024 年的业绩预测, 我们做如下关键假设:

1、门店业务:

对于公司门店, 由于今年以来疫情反复持续不断, 3 月份以来爆发的全国性疫情对交通枢纽等人流带来负面影响, 我们假设 23 年疫情对人流量的影响开始消除。我们预测公司自营门店业务 22-24 年增速分别为 8%/22%/17%。

2、鲜货业务:

我们假设未来公司加盟业务可以维持 21 年年报目标的扩张速度, 并假设随着公司加大空白区域布局以及社区门店布局, 特许门店单店营收未来与自营门店差距进一步缩小。我们预测公司特许经营业务 22-24 年增速分别为 2%/16%/17%。

3、米制品业务:

公司米制品业务核心产品为嘉兴真真老老粽子, 其创始人冯昌年先生继承父辈独特调制工艺基础上, 将历经百年的配方提炼, 最终创出独有韵味的嘉兴真真老老粽子, 并延伸至粽子、青团、麻薯、八宝饭等产品。疫情之前公司米制品增长较为强劲, 我们假设今年反复的疫情对公司相关业务的运输造成一定影响, 同时 23 年将逐步恢复正常。我们预测公司米制品业务 22-24 年增速分别为 3%/32%/21%。

4、毛利率:

近期公司成本端存在一定压力, 今年公司成本端原材料成本维持高位, 我们预计未来三年整体维持稳定。我们预测公司 22-24 年毛利率分别为 29.77%/32.30%/32.97%。

3、费用: 公司销售渠道成熟, 预期公司各类费用率整体维持平稳。

基于此, 我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.5/2.4/3.2 亿元。

表 9: 收入盈利预测表

	20181231	20191231	20201231	20211231	2022E	2023E	2024E	
营业收入 (百万)	1,897.58	2,116.92	2,436.38	2,338.74	2,435.77	2,911.01	3,447.59	
鲜货产品	1,402.87	1,616.27	1,836.11	1,704.55	1739	2021	2365	
YOY		26.50%	15.21%	13.60%	-7.17%	2.02%	16.22%	17.02%
米制品业务	350.96	335.18	434.39	414.26	425	559	679	
YOY		29.97%	-4.50%	29.60%	-4.63%	2.59%	31.53%	21.47%

包装业务	64.54	70.56	76.15	90.87	104.5005	125.4006	150.48072
YOY	8.23%	9.33%	7.92%	19.33%	15%	20%	20%
屠宰加工	18.02	21.98	28.28	38.29	49.777	64.7101	84.12313
YOY	89.68%	21.98%	28.66%	35.40%	30%	30%	30%
检测业务	1.23	1.50	1.84	1.66	1.66	1.909	2.19535
YOY		21.95%	22.67%	-9.78%	0	15%	15%
其他业务	59.95	71.42	59.60	89.10	115.83	138.996	166.7952
YOY	102.12%	19.13%	-16.55%	49.50%	30%	20%	20%
毛利率	34.47%	37.59%	37.80%	33.00%	29.77%	32.30%	32.97%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

估值方面，我们选取同为休闲食品行业龙头的盐津铺子、绝味食品、甘源食品、达利食品、良品铺子作为可比公司。我们认为，公司的优势在于：1) 立足于卤味赛道，行业需求稳定。2) 公司具备完整成熟的经营模式，同时加盟模式持续迭代，助力公司具备更快速成长的能力。3) 公司品牌力强大，营销打法领先行业。根据可比公司估值，给予公司 23 年 25 倍 PE，预计 2023 年市值为 60 亿元人民币，对应目标价 11.80 元。

表 10：可比公司估值表（盈利预测来自 wind 一致预期，数据截止至 2022 年 9 月 30 日）

股票代码	股票简称	市值 (百万元)	股价			EPS			PE				
			2022-09-30	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
002847.SZ	盐津铺子	11,673	90.71	1.87	1.17	2.29	3.22	4.19	48	49	78	40	28
603517.SH	绝味食品	30,492	50.10	1.15	1.60	1.14	1.90	2.32	44	44	31	44	26
002991.SZ	甘源食品	5,554	59.58	1.92	1.65	1.98	2.61	3.41	32	31	36	30	23
3799.HK	达利食品	41,987	3.39	0.28	0.27	0.26	0.29	0.31	12	12	13	13	12
603719.SH	良品铺子	10,899	27.18	0.86	0.70	0.86	1.10	1.37	33	32	39	32	25
平均值				1.22	1.08	1.31	1.82	2.32	34	33	39	32	18

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 投资建议

公司身处卤制品赛道需求稳定成长性足，目前已具有较为完整且成熟的经营模式应对疫情带来的冲击，并开启了新消费时代的转变与升级，在强大产品力及持续产品迭代加持下，公司有望持续受益于供应链持续完善&市占率提升带来的议价能力增强。预计公司 2022-2024 实现净利润 1.5/2.4/3.2 亿元，给予公司 23 年 25 倍 PE，预计 2023 年市值为 60 亿元人民币，对应目标价 11.80 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

7. 风险提示

加盟业务发展不达预期：公司 21 年门店净增为负，若 2022 年门店拓展不顺利，将对公司

成长性造成不利影响。

疫情反复导致直营渠道恢复慢：公司直营渠道中交通枢纽及综合体等高势能点位占比较高，疫情反复可能导致人流量恢复不及预期，从而影响公司直营业务的恢复。

门店管理半径扩大的管理风险：公司当前处于门店快速扩张时期，门店管理半径的扩大对公司的管理能力造成挑战。

原材料涨价风险：公司主要原材料为鸭副产品，原材料涨价将对公司盈利能力造成稀释。

门店扩张数量测算具有主观性仅供参考：开店数量为根据第三方数据收集，与实际数据或存在误差，门店空间测算具备主观性仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	985.03	802.93	1,096.21	1,072.09	1,365.59
应收票据及应收账款	124.71	109.12	102.67	150.44	164.30
预付账款	43.90	64.59	57.28	72.19	86.64
存货	791.13	736.88	863.24	1,011.35	1,157.82
其他	164.24	173.49	160.83	161.65	195.51
流动资产合计	2,109.02	1,887.00	2,280.23	2,467.72	2,969.85
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	624.09	661.18	608.20	555.22	502.24
在建工程	73.77	102.17	102.17	102.17	102.17
无形资产	98.22	124.54	118.04	111.55	105.06
其他	121.64	245.81	138.66	136.88	155.29
非流动资产合计	917.72	1,133.71	967.09	905.82	864.77
资产总计	3,026.74	3,020.70	3,247.32	3,373.54	3,834.62
短期借款	105.12	113.15	102.00	145.00	123.50
应付票据及应付账款	92.74	91.81	124.32	117.57	172.76
其他	201.48	198.43	331.21	222.27	396.69
流动负债合计	399.35	403.39	557.52	484.85	692.95
长期借款	8.82	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	138.89	231.11	170.62	180.21	193.98
非流动负债合计	147.70	231.11	170.62	180.21	193.98
负债合计	555.01	644.22	728.15	665.05	886.93
少数股东权益	48.36	48.60	48.98	49.37	49.76
股本	512.79	512.43	512.30	512.30	512.30
资本公积	784.96	671.71	671.71	671.71	671.71
留存收益	1,155.30	1,230.20	1,345.71	1,533.66	1,782.09
其他	(29.67)	(86.46)	(59.54)	(58.56)	(68.18)
股东权益合计	2,471.73	2,376.48	2,519.17	2,708.49	2,947.69
负债和股东权益总计	3,026.74	3,020.70	3,247.32	3,373.54	3,834.62

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	286.07	144.81	149.05	241.73	318.33
折旧摊销	69.34	82.17	59.47	59.47	59.47
财务费用	4.53	11.45	(5.47)	(3.01)	(5.65)
投资损失	(0.65)	(2.26)	(1.46)	(1.86)	(1.66)
营运资金变动	(294.83)	(28.82)	128.71	(319.48)	9.90
其它	60.85	108.12	29.18	29.05	29.12
经营活动现金流	125.32	315.47	359.49	5.91	409.51
资本支出	75.32	56.89	60.49	(9.58)	(13.77)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(203.95)	(255.69)	(87.71)	(17.11)	(13.19)
投资活动现金流	(128.63)	(198.81)	(27.22)	(26.69)	(26.96)
债权融资	17.92	40.94	(32.12)	49.58	(9.42)
股权融资	(23.90)	(200.91)	(6.87)	(52.91)	(79.63)
其他	(48.50)	(138.80)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(54.49)	(298.77)	(38.98)	(3.33)	(89.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(57.79)	(182.10)	293.28	(24.12)	293.50

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,436.38	2,338.74	2,435.77	2,911.01	3,447.59
营业成本	1,515.35	1,566.93	1,710.56	1,970.68	2,311.08
营业税金及附加	18.49	20.07	19.69	24.26	28.30
销售费用	377.64	395.03	328.83	407.54	474.04
管理费用	150.01	143.38	149.65	178.66	211.70
研发费用	74.73	65.16	71.29	83.15	99.69
财务费用	(11.38)	0.42	(5.47)	(3.01)	(5.65)
资产/信用减值损失	(5.45)	0.03	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	28.68	28.56	28.62
投资净收益	0.65	2.26	1.46	1.86	1.66
其他	(19.36)	(33.43)	0.00	0.00	0.00
营业利润	335.70	178.89	191.35	280.15	358.70
营业外收入	6.99	8.95	7.97	8.46	8.21
营业外支出	2.39	5.96	4.18	5.07	4.62
利润总额	340.30	181.87	195.14	283.54	362.29
所得税	54.23	37.06	45.59	41.30	43.46
净利润	286.07	144.81	149.55	242.23	318.83
少数股东损益	3.90	0.23	0.50	0.50	0.50
归属于母公司净利润	282.17	144.58	149.05	241.73	318.33
每股收益(元)	0.55	0.28	0.29	0.47	0.62

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.09%	-4.01%	4.15%	19.51%	18.43%
营业利润	27.22%	-46.71%	6.97%	46.41%	28.04%
归属于母公司净利润	28.04%	-48.76%	3.09%	62.18%	31.69%
获利能力					
毛利率	37.80%	33.00%	29.77%	32.30%	32.97%
净利率	11.58%	6.18%	6.12%	8.30%	9.23%
ROE	11.64%	6.21%	6.03%	9.09%	10.98%
ROIC	23.09%	9.40%	9.35%	16.42%	18.23%
偿债能力					
资产负债率	18.34%	21.33%	22.42%	19.71%	23.13%
净负债率	-35.24%	-27.25%	-38.84%	-33.52%	-41.27%
流动比率	5.18	4.57	4.09	5.09	4.29
速动比率	3.24	2.78	2.54	3.00	2.61
营运能力					
应收账款周转率	27.06	20.00	23.00	23.00	21.91
存货周转率	3.41	3.06	3.04	3.11	3.18
总资产周转率	0.84	0.77	0.78	0.88	0.96
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.28	0.29	0.47	0.62
每股经营现金流	0.24	0.62	0.70	0.01	0.80
每股净资产	4.73	4.54	4.82	5.19	5.66
估值比率					
市盈率	19.90	38.84	37.67	23.23	17.64
市净率	2.32	2.41	2.27	2.11	1.94
EV/EBITDA	25.22	27.68	18.69	13.84	10.50
EV/EBIT	28.86	35.03	24.68	16.81	12.27

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com