

# 绝味食品 (603517.SH)

休闲卤制食品连锁品牌，加码自营和产能扩张带动增长

## ● 绝味食品是全国性休闲卤制食品连锁品牌

绝味食品专注休闲卤制食品开发，是国内规模大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。受益于营销网络快速发展，公司 2015 年实现营业收入 29.2 亿元，拥有 128 家自营店与 7044 家加盟店。公司产品以休闲卤制品为主，以各地生产基地为中枢环节，辐射全国销售市场。

## ● 休闲卤制品行业将保持 10% 增速，全国性连锁品牌有望提升市场份额

1、我国休闲卤制品市场规模约 2000 亿，未来仍将保持 10% 增长。我国休闲卤制品市场约 2000 亿，人均消费量与英美日韩等国家相比空间巨大，同时受益于人均支配收入的上升以及休闲消费、旅游等情景消费的，休闲卤制品规模不断扩大，预计未来维持 10% 增速。休闲卤制品的品牌化与包装化是发展趋势。2、休闲卤制品行业集中度低，全国性连锁品牌有望提升份额。受销售半径限制，我国休闲卤制品行业集中度较低，CR5 仅为 21%，随着消费升级与市场监管加强，全国性连锁企业有望受益行业整合扩大市场份额。绝味等卤制品龙头均以品牌连锁店为主要渠道，连锁店分为直营与加盟两种模式，直营模式单店效益高，加盟模式扩张速度快。

## ● 绝味食品以加盟连锁为主，加码自营和产能扩张驱动业绩增长

1、以加盟模式为主实现弯道超车，计划加码自营模式提升毛利率。公司通过扩张加盟店实现对周黑鸭的弯道超车，目前门店数量最多。公司毛利率较高的自营门店营收占比仅 6.5%，公司计划三年增加 180 家直营门店，将提升公司整体毛利率。2、深耕中华华东华南优势区域，扩张门店挖掘区域潜力。公司主要销售区域在华东、华中地区，而华南地区增速较快，公司将加强这些核心区域销售网络，深挖市场潜力。3、受供给收缩影响鸭价维持高位，公司 17 年成本压力仍较大。公司鸭制品收入占比近七成。由于供给端收缩，预计鸭价将维持高位，公司 2017 年成本压力仍较大。4、产能利用率近 80%，扩大产能保障供货并降低运输成本。由于公司门店扩张迅速，产能利用率达到近 80%，公司计划扩大产能将保障供货并降低运输成本。

## ● 盈利预测与投资建议

预计 17-19 年公司收入 36.13/39.56/41.53 亿元，增速 10.3%/9.5%/5.0%，净利润 4.82/6.01/6.70 亿元，增速 26.7%/24.8%/11.3%。若公司本次成功发行 5000 万股，预计 16-18 年摊薄 EPS 为 1.18/1.47/1.63 元/股。

## ● 风险提示

直营门店建设速度低于预期；加盟门店扩张速度低于预期；产能扩充低于预期；单店利润下滑风险；原材料价格波动风险。

报告日期

2017-03-10

## 发行前财务数据

|           |       |
|-----------|-------|
| 每股净资产 (元) | 4.07  |
| 资产负债率 (%) | 25.31 |
| ROE (%)   | 25.95 |
| ROA (%)   | 21.27 |

## 发行资料

|            |            |
|------------|------------|
| 发行股数 (万股)  | 5000       |
| 发行前股本 (万股) | 36000      |
| 主承销商       | 海通证券股份有限公司 |
| 主要股东       | 湖南聚成投资有限公司 |

|   |                        |
|---|------------------------|
| 分析师:  | 王永锋 S0260515030002     |
|  | 01059136605            |
|  | wangyongfeng@gf.com.cn |
| 分析师:  | 王文丹 S0260516110001     |
|  | 01059136617            |
|  | wangwendan@gf.com.cn   |

|      |                       |
|------|-----------------------|
| 联系人: | 张志遂                   |
|      | zhangzhisui@gf.com.cn |

## 盈利预测:

|             | 2015A    | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,921.30 | 3,274.14 | 3,612.69 | 3,956.25 | 4,153.36 |
| 增长率(%)      | 11.09%   | 12.08%   | 10.34%   | 9.51%    | 4.98%    |
| EBITDA(百万元) | 455.57   | 617.87   | 720.29   | 925.63   | 1,037.11 |
| 净利润(百万元)    | 300.82   | 380.30   | 481.93   | 601.38   | 669.57   |
| 增长率(%)      | 27.28%   | 26.42%   | 26.72%   | 24.79%   | 11.34%   |
| EPS(元/股)    | 0.836    | 1.056    | 1.175    | 1.467    | 1.633    |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 目录索引

|   |    |
|---|----|
| 一、绝味食品是全国性休闲卤制食品连锁品牌.....               | 6  |
| 1、全国性休闲卤制食品连锁品牌.....                    | 6  |
| 2、产品以休闲卤制品为主.....                       | 6  |
| 3、通过各地生产基地，辐射拓展全国市场.....                | 7  |
| 4、民营企业，制度相对灵活.....                      | 8  |
| 二、休闲卤制品行业将保持 10%增速，全国性连锁品牌有望提升市场份额..... | 9  |
| 1、我国休闲卤制品市场规模约 2000 亿，未来仍将保持 10%增长..... | 9  |
| 2、休闲卤制品行业集中度低，全国性连锁品牌有望提升份额.....        | 11 |
| 三、绝味食品以加盟连锁为主，加码自营和产能扩张驱动业绩增长.....      | 14 |
| 1、以加盟模式为主实现弯道超车，计划加码自营模式提升毛利率.....      | 14 |
| 2、深耕中华华东华南优势区域，扩张门店挖掘区域潜力.....          | 17 |
| 3、受供给收缩影响鸭价维持高位，公司 17 年成本压力仍较大.....     | 18 |
| 4、产能利用率达 85%，扩大产能保障供货并降低运输成本.....       | 19 |
| 四、募投项目：增加产能并加强渠道建设.....                 | 20 |
| 1、休闲食品项目：增加产能，助力公司主营业务提升.....           | 20 |
| 2、营销网络建设：3 年新建 180 家旗舰店，加码线下直营网络.....   | 21 |
| 3、研发检验中心建设：加强研发实力，扩大产品种类.....           | 22 |
| 盈利预测与投资建议.....                          | 22 |

## 图表索引

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 公司营业收入增长稳定, 净利润增长较快    | 6  |
| 图 2: 公司加盟店数量扩展迅速            | 6  |
| 图 3: 公司华东和华中地区销售占比较高        | 8  |
| 图 4: 通过生产基地辐射全国             | 8  |
| 图 5: 民营企业, 经营活力高            | 8  |
| 图 6: 我国休闲食品零售额突破 7 千亿       | 9  |
| 图 7: 休闲卤制品市场规模达 2 千亿        | 9  |
| 图 8: 我国城镇居民人均可支配收入          | 9  |
| 图 9: 我国休闲食品人均消费远不及美英日韩 (美元) | 9  |
| 图 10: 休闲卤制品品牌产品销售占比逐步提升     | 10 |
| 图 11: 休闲卤制品包装产品销售占比逐步提高     | 11 |
| 图 12: 品牌连锁门店销售占比逐步提高        | 12 |
| 图 13: 我国休闲卤制品企业市场占有率情况      | 12 |
| 图 14: 我国休闲卤制品规模以上公司门店数量对比   | 12 |
| 图 15: 自营店店均年收入远高于加盟店年收入     | 13 |
| 图 16: 以加盟为主的绝味平均利润空间小于周黑鸭   | 13 |
| 图 17: 绝味门店数量远超主要竞争对手        | 14 |
| 图 18: 加盟数量提升带来加盟费收入的增加      | 14 |
| 图 19: 绝味新增门店数量较多            | 15 |
| 图 20: 新增门店单店销售额较减少门店高       | 15 |
| 图 21: 15 年由于大量新店开设单店收入降低    | 15 |
| 图 22: 加盟连锁收入占比超九成           | 15 |
| 图 23: 自营渠道收入占主营业务收入比较小      | 16 |
| 图 24: 绝味自营渠道毛利率远超加盟渠道       | 16 |
| 图 25: 较大自营占比促使煌上煌毛利率高于绝味毛利率 | 16 |
| 图 26: 新增自营门店带新增毛利润较高        | 16 |
| 图 27: 直营店扩张后毛利率增长明显         | 16 |
| 图 28: 华南和华中销售收入占比超 51%      | 17 |
| 图 29: 华南、华东地区均维持较快增速        | 17 |
| 图 30: 产品生产基地集中在华东华中华南区域     | 17 |
| 图 31: 鸭脖和鸭锁骨收入占比较高          | 18 |
| 图 32: 原料价格占主营业务成本比将近七成      | 18 |
| 图 33: 鸭锁骨成本下降带来毛利润的大幅提升     | 18 |
| 图 34: 鸭肉价格处于三年来高位           | 18 |
| 图 35: 公司营业收入增速在 10% 以上      | 19 |
| 图 36: 公司净利润增速在 20% 以上       | 19 |
| 图 37: 公司门店数量增速维持至 10% 以上    | 20 |
| 图 38: 公司包装食品委托加工产量不断上升      | 20 |

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 表 1: 公司产品品类丰富 .....           | 7  |
| 表 2: 休闲卤制品生产模式 .....          | 11 |
| 表 3: 卤制品行业主要公司均以品牌连锁店为主 ..... | 12 |
| 表 4: 直营门店和加盟门店的异同 .....       | 13 |
| 表 5: 本次项目的募集资金投入 .....        | 20 |
| 表 6: 本次项目的募集资金投入 .....        | 20 |
| 表 7: 项目的募集资金投入 .....          | 21 |
| 表 8: 180 家直营旗舰店建设实施进度 .....   | 22 |
| 表 9: 项目的募集资金投入 .....          | 22 |
| 表 10: 绝味食品营收、利润情况与增速 .....    | 22 |
| 表 11: 可比公司估值 .....            | 23 |
| 表 12: 绝味食品盈利预测表 (万元) .....    | 23 |

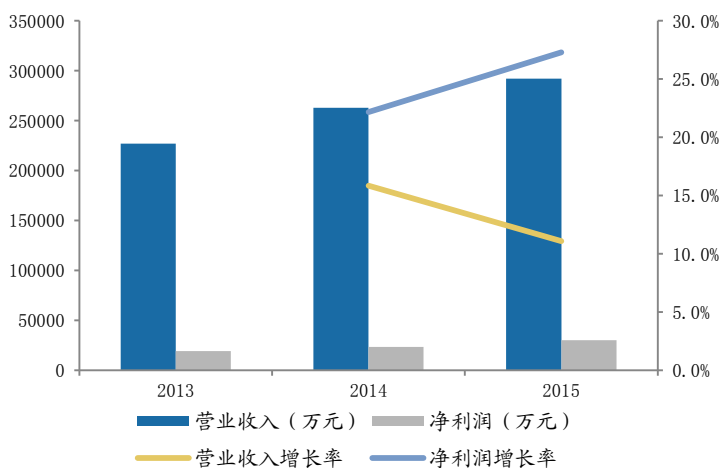
## 一、绝味食品是全国性休闲卤制食品连锁品牌

### 1、全国性休闲卤制食品连锁品牌

绝味食品专注休闲卤制食品开发，是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。公司及公司产品获得的主要荣誉有：“中国驰名商标”、“中国特许经营连锁120强”、“全国食品工业优秀龙头食品企业”。休闲卤制品食品行业已经步入品牌竞争时代，公司作为具有品牌优势的大企业，有望在行业整合中胜出。

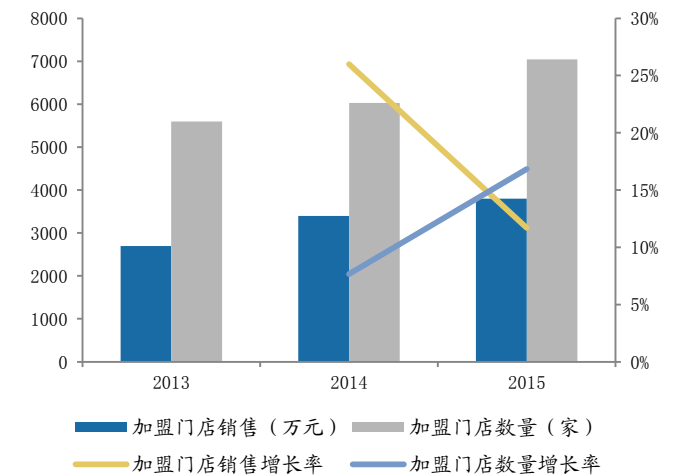
受益于营销网络快速发展，公司营业收入规模增长迅速。公司2014、2015年度实现营业收入26.3、29.2亿元，较上年同期分别增长15.84%、11.09%。公司以直营连锁为引导，加盟连锁为主体，公司加盟门店的数量增长稳定，截止2016年三季度公司已拥有7643家加盟店。

图 1：公司营业收入增长稳定，净利润增长较快



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 2：公司加盟店数量扩展迅速



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

### 2、产品以休闲卤制品为主

公司产品以休闲卤制品为主。公司产品主要是卤鸭脖、卤鸭锁骨、卤鸭翅、卤鸭掌等酱卤肉制品以及豆制品，素食凉菜等佐餐凉菜，其中卤鸭脖收入占比最高，达36.48%，其次是卤鸭锁骨，占比达10%。产品按形态分为鲜货产品和包装产品两大类，涵盖了禽类制品、畜类制品、蔬菜制品、水产品等品种，细分为“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“盐焗风味”、“简装系列”、“精装系列”、“礼品系列”等系列近200个品种和规格，通过独特工艺配方，与肉制品、蔬菜、水产品、豆制品等原料相融合，生产出以鲜、香、麻、辣为主要特色的不同口味的休闲卤制食品。



表 1: 公司产品品类丰富

| 鲜货产品   |  |
|--------|--|
| 招牌风味系列 |  <p>绝味招牌鸭脖   绝味招牌鸭架   绝味招牌鸭翅中   绝味招牌鸭翅   绝味招牌鸭肠   绝味招牌鸭爪   绝味招牌鸭舌   绝味招牌鸭心   绝味招牌鸭腿</p>                        |
|        |  <p>绝味招牌鸭肫   绝味招牌翅尖   绝味招牌凤爪   绝味招牌藕片   绝味招牌毛豆   绝味招牌海带   绝味招牌鱿鱼   绝味招牌耳尖   绝味招牌猪手</p>                         |
| 黑鸭风味系列 |  <p>绝味黑鸭鸭脖   绝味黑鸭鸭爪   绝味黑鸭鸭架   绝味黑鸭鸭翅   绝味黑鸭鸭头   绝味黑鸭二节翅</p>   |
| 酱鸭风味   |  <p>绝味酱板鸭   绝味酱板鹌鹑</p>   |
| 盐焗风味系列 |  <p>绝味盐焗原味鸡翅   绝味盐焗原味凤爪</p>  |
| 五香风味系列 |  <p>绝味五香鸭脖   绝味五香鸭爪   绝味五香鸭翅</p>   |
| 包装产品   |  |
| 简装系列   |  <p>绝味简装麻辣鸭脖   绝味简装麻辣鸭架   绝味简装麻辣鸭翅</p>  |
| 礼品系列   |  <p>绝味时尚礼盒   绝味时尚大礼盒</p>  |
| 精装系列   |  <p>绝味盒装酱板鸭   绝味袋装酱板鸭   绝味精装麻辣鸭脖   天下汇怪味樟茶鸭   天下汇山椒凤爪   天下汇干椒香肉   绝味精装麻辣鸭翅   绝味精装麻辣鸭爪   天下汇香辣味樟茶鸭</p>        |
|        |  <p>天下汇干椒牛肉   天下汇藤香牛肉   天下汇山椒花生   天下汇麻辣干椒素牛排   天下汇鸡汁干椒素牛排   天下汇孜然味干椒素牛排   天下汇麻辣花生   天下汇干椒酱干   天下汇蒜香味干椒酱干</p> |

资料来源：招股说明书，广发证发展研究中心

### 3、通过各地生产基地，辐射拓展全国市场

以各地生产基地为中枢环节，辐射全国销售市场。公司从成立以来，就十分重视销售网络管理，经过多年持续开拓，现已覆盖全国29个省、自治区和直辖市的直营加盟连锁销售网络，开设了7758家门店。公司以各生产型分子公司作为向全国销

售网络配送产品的生产基地，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建了全方位供应链体系，通过各生产基地辐射到全国市场。随着公司在各地区生产基地的投产和门店数量的增加，公司的生产能力、产品配送能力和销售能力将进一步提升，实现规模效应。

图 3: 公司华东和华中地区销售占比较高

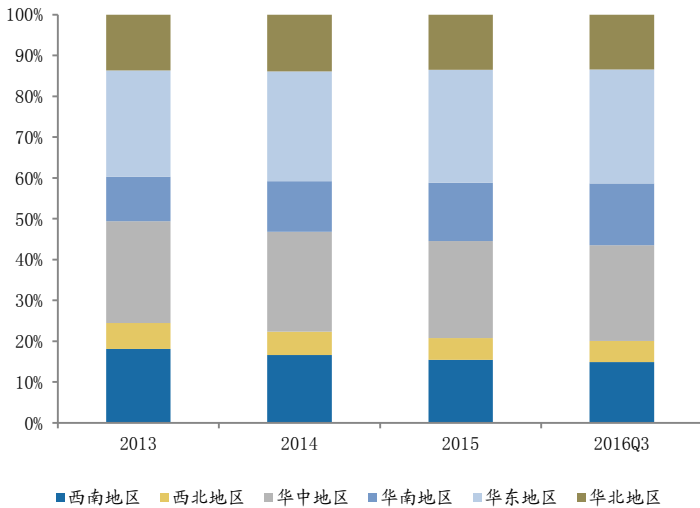


图 4: 通过生产基地辐射全国



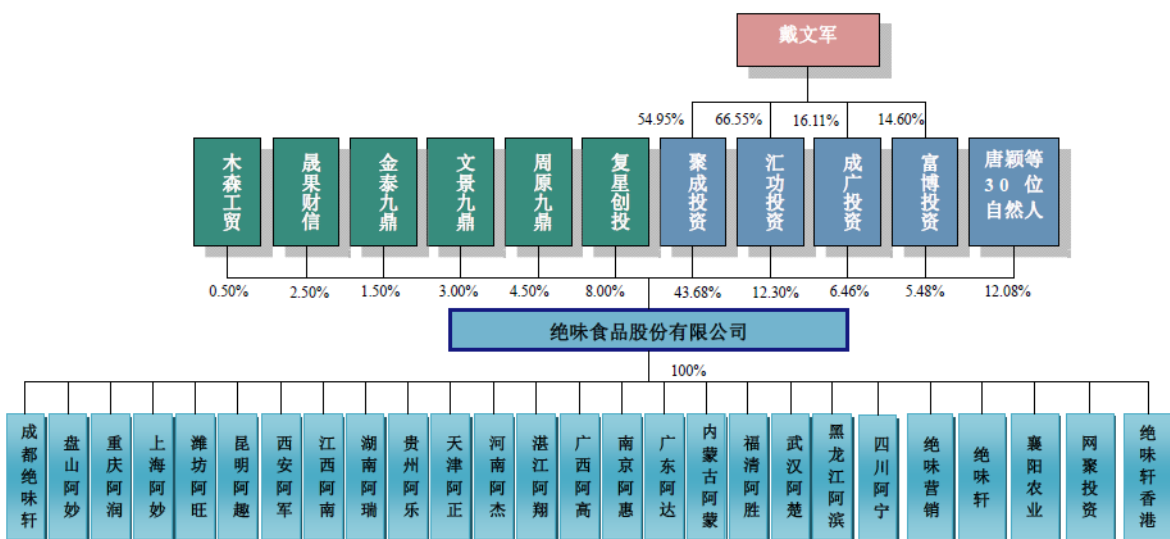
资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

#### 4、民营企业，制度相对灵活

公司控股股东聚成投资直接持有公司43.68%的股份，戴文军为公司实际控制人，合计间接持有公司34.03%的股份。公司是民营企业，制度灵活，有利于公司合理做出决策，提高企业应对市场变化的反应速度。

图 5: 民营企业，经营活力高



注：发行人子公司绝味营销在全国各市场还设有子公司，协助管理各区域市场的直营门店和加盟门店。

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心



## 二、休闲卤制品行业将保持 10%增速，全国性连锁品牌有望提升市场份额

### 1、我国休闲卤制品市场规模约 2000 亿，未来仍将保持 10%增长

我国休闲食品市场规模达到7350亿元，其中休闲卤制品市场规模达2000亿元，预计未来仍将保持10%左右复合增长。根据Frost & Sullivan数据，我国休闲食品行业的零售额由2010年的4010亿元人民币增至2015年的7350亿元，复合增速约13%，预计我国休闲2020年零售额将达到13000亿元，较2015年将实现12%左右的复合增长。我国休闲卤制品起步发展于80年代，近年发展迅速，市场逐步扩大，2015年市场规模约2000亿，预计未来仍将保持10%左右的复合增长。

图 6：我国休闲食品零售额突破 7 千亿

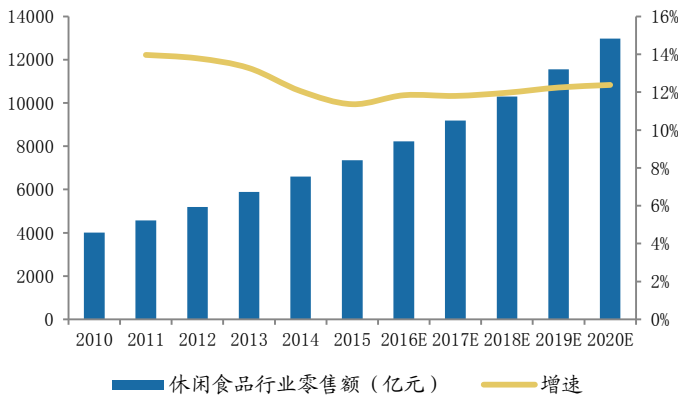
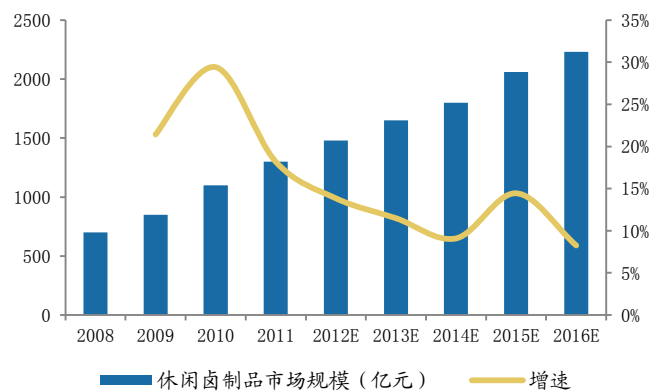


图 7：休闲卤制品市场规模达 2 千亿



资料来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

我国休闲食品人均消费额较低，随着我国人均可支配收入的增长，休闲食品等可选消费有望保持较快增长。我国休闲食品人均消费额远不及美英日韩等国家，目前韩国休闲食品人均消费量是我国的2.6倍，美国则达到我国的4倍。近些年我国城镇居民人均可支配收入增速一直维持在8%左右或者以上，随着我国居民可支配收入的不断增长，休闲食品等可选消费有望保持较高速度增长，发展潜力巨大。

图 8：我国城镇居民人均可支配收入

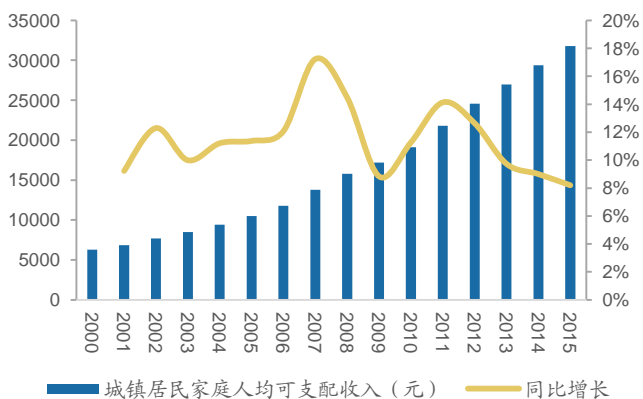
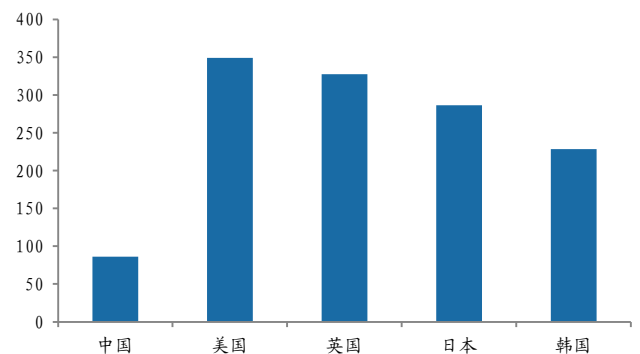


图 9：我国休闲食品人均消费远不及美英日韩（美元）



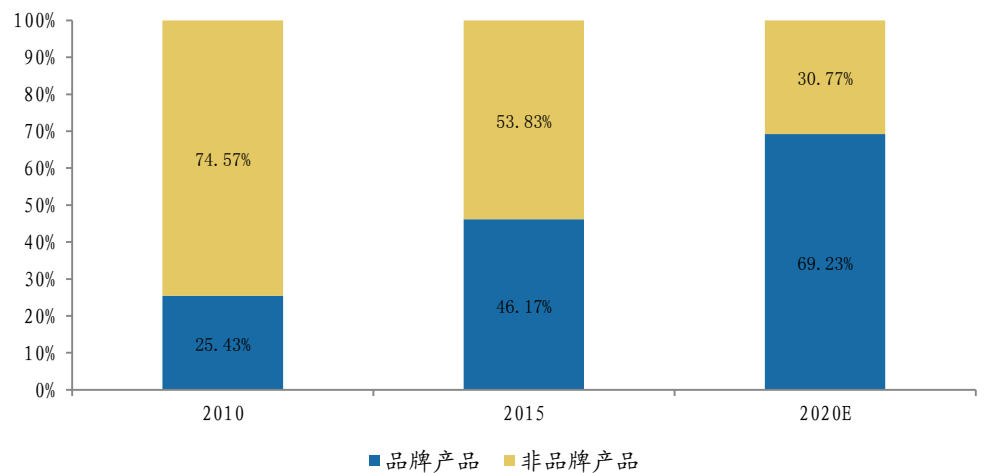
资料来源：wind，广发证券发展研究中心

资料来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

城镇居民生活节奏加快进一步扩大休闲卤制品市场需求，休闲消费等市场消费潜力巨大。随着我国经济的不断发展，我国城镇居民生活节奏也在不断加快，休闲卤制品因为符合城镇居民快节奏的生活方式，市场需求不断扩大。休闲卤制品市场需求主要可以分为休闲食品市场、餐饮消费市场和情景消费市场。①休闲消费市场主要面对年轻消费者，年龄大都集中在18-35岁之间，市场的食品一般通过门店直接购买，具有即食、消费面广等特点。随着我国居民消费水平的不断提升，未来休闲食品在我国将维持12%左右的较高增速增长。②餐饮消费市场的产品主要通过酒店、酒吧、夜市餐饮、快餐店、单位食堂等实现流通，2013年全国餐饮业零售额为2.6万亿，2006年~2013年餐饮消费市场年复合增长约为13.71%。③情景消费市场的产品主要是在特定状况下进行的消费，主要用于礼品赠送及旅游名优特产消费，随着商业活动、人际交流日趋频繁，情景消费市场潜力不断凸显。

休闲卤制品品牌化趋势明显，品牌产品占比有望进一步提高。我国休闲卤制品市场集中度较低，受益于消费升级，休闲卤制品品牌化趋势明显。据Frost & Sullivan数据显示，我国休闲卤制品食品品牌占比在2010年只有25%左右，在2015年已达46%左右，品牌销售额占比在五年内增长接近一倍，预计2020年品牌占比将达70%左右，占据市场主要销售份额。品牌卤制品将逐步替代非品牌产品，成为市场主流，绝味食品等龙头公司有望凭借品牌优势，进一步提高市场份额和销量。

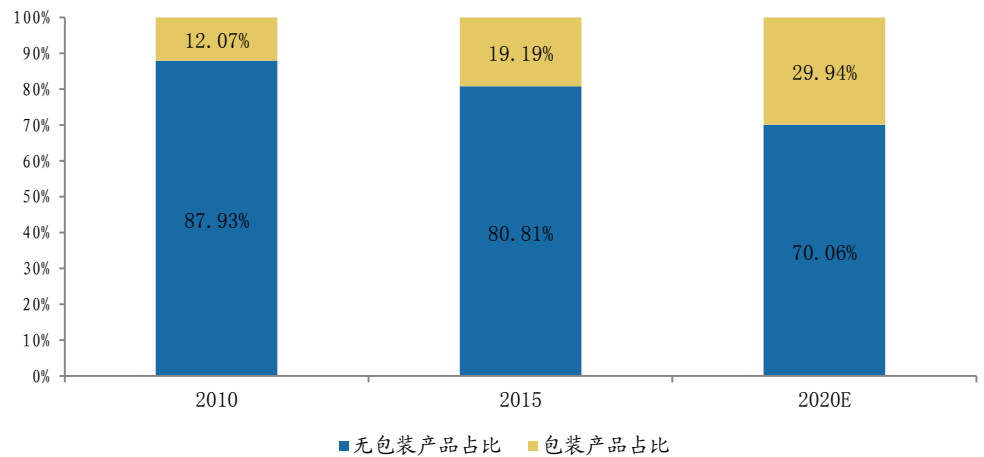
图10：休闲卤制品品牌产品销售占比逐步提升



数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

网络消费和旅游等情景消费的发展带动休闲卤制品走向包装化。近几年我国网络消费迅速发展，旅游和礼品赠送有关的情景消费也带动休闲卤制品走向包装化。据Frost & Sullivan 数据显示，2010年至2015年间，包装休闲卤制品占比提升了7%以上，并预计2020年包装产品占比将达30%左右，包装化也将成为休闲卤制品的主要消费趋势之一。

图11: 休闲卤制品包装产品销售占比逐步提高



数据来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

## 2、休闲卤制品行业集中度低, 全国性连锁品牌有望提升份额

受销售半径限制, 我国休闲卤制品行业集中度低, 全国性连锁经营企业有望受益行业整合扩大市场份额。休闲卤制品生产模式主要可以分为小作坊模式、区域性连锁和全国性连锁三种模式。由于卤制品的保质期较短, 销售半径受限且我国地域广阔, 能够满足不同口味的消费者大规模企业较少, 目前我国休闲卤制品行业集中度低, CR5仅有21%, 小作坊式生产模式依然众多, 随着居民消费升级需求以及市场监管的加强, 小作坊市场份额正在逐渐减少, 而以绝味食品、周黑鸭、煌上煌等为代表的全国连锁经营模式企业有望受益行业整合, 顺势扩大市场占有率。

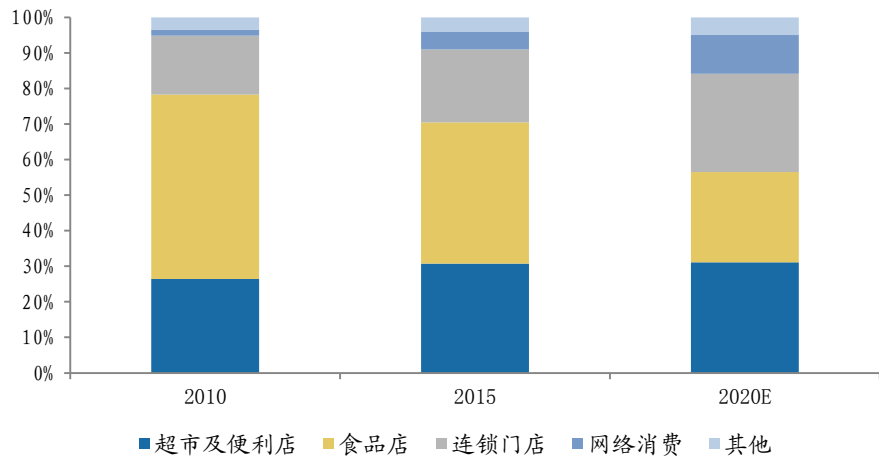
表2: 休闲卤制品生产模式

| 模式    | 特点                                      | 局限      |
|-------|---|---------|
| 小作坊   | 地域性强、品种相对较少、产品品质控制能力差、品牌知名度低            | 销售半径有限  |
| 区域性连锁 | 中等规模, 集中加工生产, 有一定品牌知名度                  | 规模化生产有限 |
| 全国性连锁 | 大规模生产、产品品种丰富、工艺水平先进、食品安全管理体系较完善、品牌知名度较高 | 较少      |

数据来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

受益全国性连锁企业扩张, 品牌连锁门店占比有望继续提升。休闲卤制品渠道主要分为食品店及食物市场, 超市及便利店, 品牌连锁门店和网上渠道。其中品牌连锁门店是全国连锁企业的主要销售渠道。受益于人们对便捷化和健康化的需求提升以及全国性连锁企业的逐渐扩张, 品牌连锁店所占份额逐渐加大, 品牌连锁门店份额从2010年的16.5%上升到2015年的20.5%, 预计在2020年将升至27.6%, 将成为休闲卤制品的主要销售渠道。

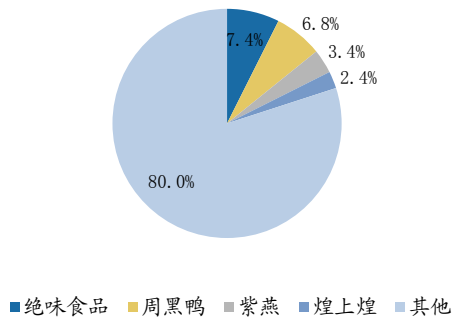
图12: 品牌连锁门店销售占比逐步提高



数据来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

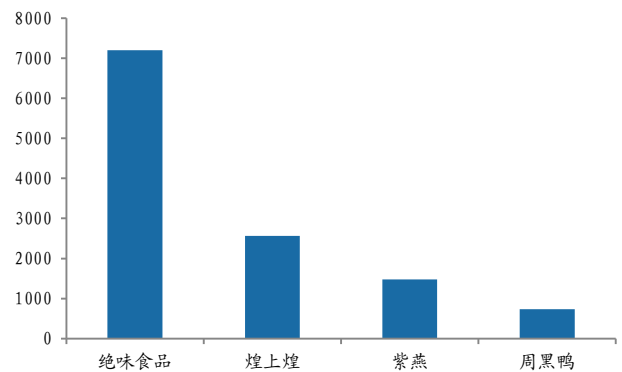
绝味等卤制品龙头均以品牌连锁店为主要渠道。绝味食品、周黑鸭、紫燕、煌上煌等公司是我国前四大休闲卤制品企业，均通过品牌连锁的渠道销售产品。其中周黑鸭和紫燕是以直营店为主，而绝味食品、久久丫和煌上煌直营和加盟渠道都有。绝味食品依靠迅速扩张的加盟店，拥有7358家门店，门店数量占据绝对优势。

图 13: 我国休闲卤制品企业市场占有率情况



资料来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

图 14: 我国休闲卤制品规模以上公司门店数量对比



资料来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

表3: 卤制品行业主要公司均以品牌连锁店为主

| 企业   | 门店数量    | 主要门店种类             | 主要销售产品                          |
|------|---------|--------------------|---------------------------------|
| 绝味食品 | 7758 家  | 115 家自营店+7643 家加盟店 | 卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌等酱卤肉制品，豆制品，素食凉菜等佐餐凉菜 |
| 周黑鸭  | 730 家左右 | 自营店为主              | 鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌等酱卤肉制品，香干、藕片等佐餐凉菜     |
| 煌上煌  | 2560 家  | 180 家自营店+2380 家加盟店 | 卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌等酱卤肉制品，豆制品，素食凉菜等佐餐凉菜 |

|     |          |         |  |
|-----|----------|---------|--|
| 久久丫 | 1000 家左右 | 自营店+加盟店 | 卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌等酱卤肉制品                              |
| 紫燕  | 1480 家   | 直营店为主   | 百味鸡、芙蓉鸭、油烫鸭、藤椒鸡、凤爪、鹅翅、鸭脖、夫妻肺片等酱卤肉制品，海带、云丝等佐餐凉菜 |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

连锁门店分为直营与加盟两种模式，直营模式单店效益高，加盟模式扩张速度快。直营店是指公司通过自营连锁门店向消费者销售产品，加盟模式是公司通过加盟商销售，加盟商通过门店对顾客销售。由于直营门店由公司直接投资，往往选址在交通枢纽及核心商圈，租金虽然昂贵，坪效较高，周黑鸭门店坪效约9万元，绝味直营店坪效约四万元，叠加较强的聚客能力促使直营店在复制性扩张时拥有较强议价能力。直营店年平均收入和利润远高于加盟店，周黑鸭直营店店均年收入高达380万元，是绝味加盟店均年收入的十倍。加盟模式则由于公司投入较低，选址要求低，便于迅速扩张，绝味食品15年新增1466家加盟店，扩张速度极快，能迅速贡献业绩以及扩大市占率。

表 4：直营门店和加盟门店的异同

| 项目     | 直营门店                 | 加盟门店                  |
|--------|----------------------|-----------------------|
| 权益归属   | 公司投资，拥有收益权           | 加盟商投资，拥有收益权           |
| 人员安排   | 公司安排、纳入公司的人事体系       | 加盟商聘请，但必须接受公司的培训和监管   |
| 生产方式   | 区域生产基地统一采购原材料并生产     |                       |
| 供货方式   | 区域生产基地统一供应           |                       |
| 物流模式   | 全程“冷链”统一配送至门店        |                       |
| 销售模式   | 公司通过直营门店以零售方式向顾客销售产品 | 公司对加盟商销售，加盟商通过门店对顾客销售 |
| 产品定价方式 | 地区统一零售价              |                       |
| 门店选址   | 以核心商圈、交通枢纽为主         | 选址随机性大，以社区街边店为主       |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 15：自营店店均年收入远高于加盟店年收入

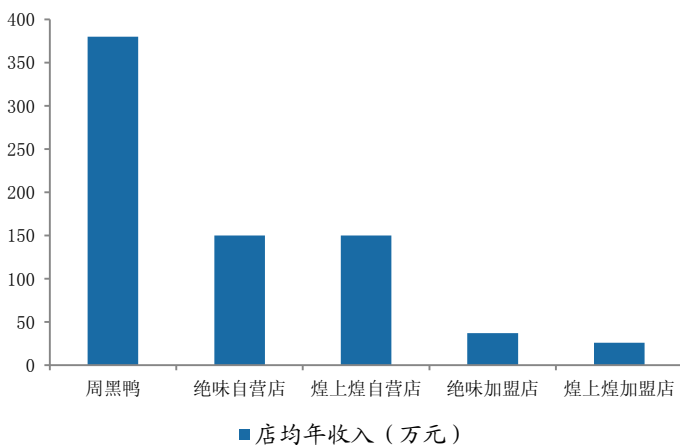
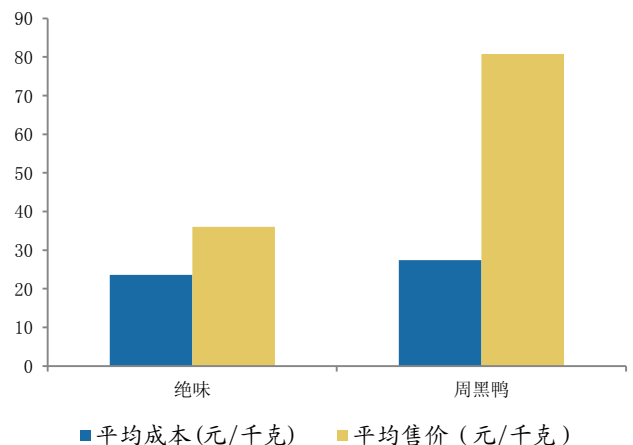


图 16：以加盟为主的绝味平均利润空间小于周黑鸭





### 三、绝味食品以加盟连锁为主，加码自营和产能扩张驱动业绩增长

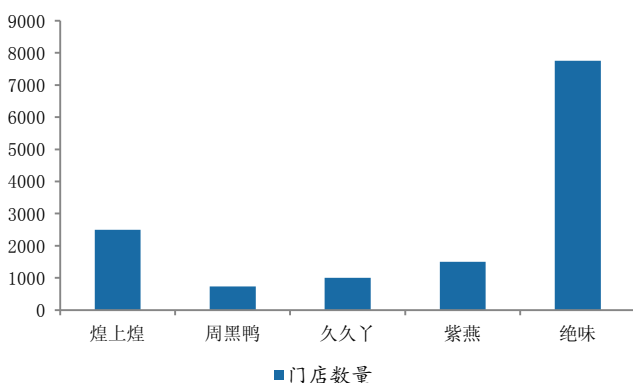
#### 1、以加盟模式为主实现弯道超车，计划加码自营模式提升毛利率

公司布局全国营销网络，门店数量与覆盖率处于领先地位。公司是全国领先的休闲卤制品生产商和销售商，长期重视销售网络的构建和管理，经过多年的开拓，公司形成了覆盖全国 29 个省、自治区、直辖市的直营和加盟连锁销售网络。截止 2016 年 9 月，公司在全国共开设了 7758 家门店，门店数量和销售网店覆盖率处于市场领先地位。

加盟店数量增加帮助公司快速扩大市场份额实现弯道超车。在竞争激烈的鸭脖市场上，公司起步较晚，但凭借不断扩张加盟店，公司收入和市占率均超过当时的龙头周黑鸭，实现弯道超车。2013 年以来，公司加盟连锁收入占主营业务收入占比在 90% 以上。公司注重加盟销售渠道的建设，在 13-15 年，公司加盟店数量分别为 5600 家、6029 家、7044 家，公司销售收入也实现了较大的增加，2015 年，公司主营业务收入达到 28.6 亿，同比上升 10.8%。

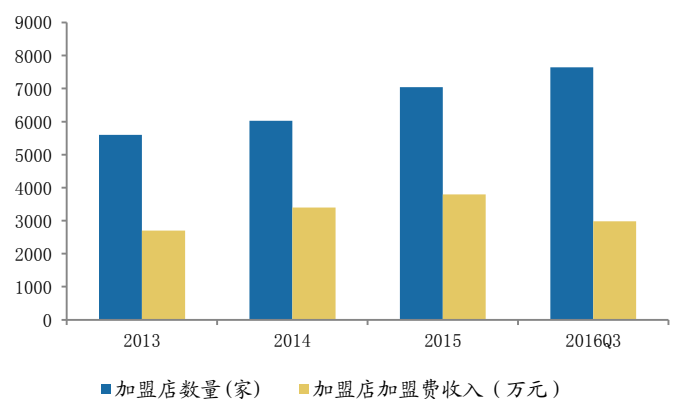
公司“关低效开高效”战略提升门店平均业绩。公司从 13 年末开始实行“关低效开高效”的加盟商策略，14、15 年，关闭了 955 家效益较低的门店，并新开了 2394 家的门店，有效提升了公司业绩。公司新开加盟店不需要太大的投入，15 年公司向加盟商收取加盟费达 3798.16 万，毛利率高达 83.62%，凭借这种良好复合性的加盟店策略叠加产能的改善，公司改善门店效益，继续扩展加盟店数量贡献业绩，同时加盟渠道的深耕有助于抢占市场份额。

图 17：绝味门店数量远超主要竞争对手



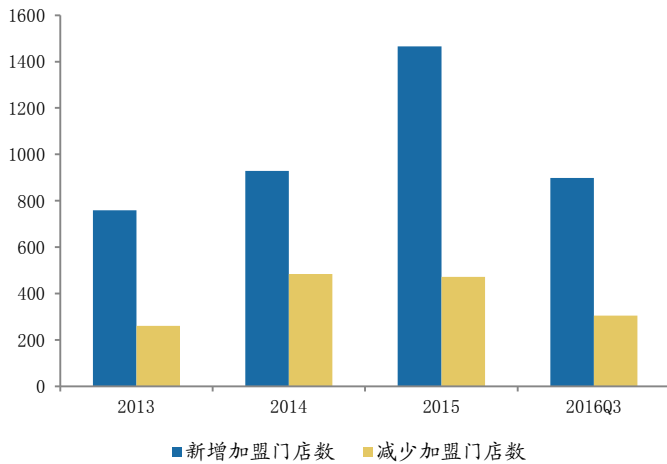
资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 18：加盟数量提升带来加盟费收入的增加



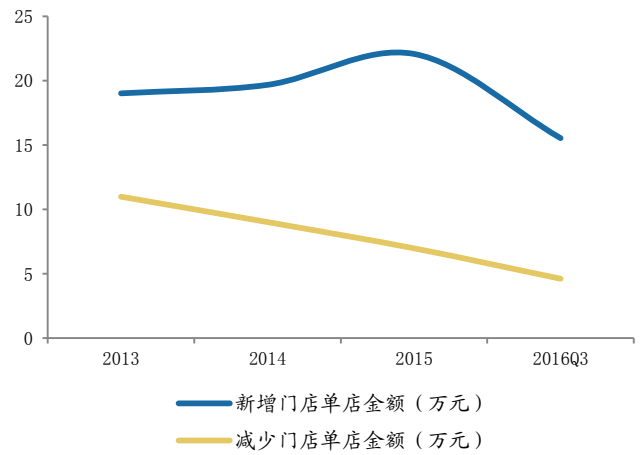
资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 19: 绝味新增门店数量较多



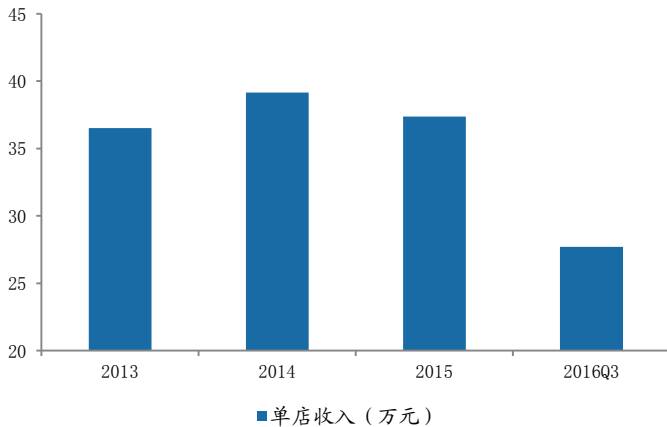
资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 20: 新增门店单店销售额较减少门店高



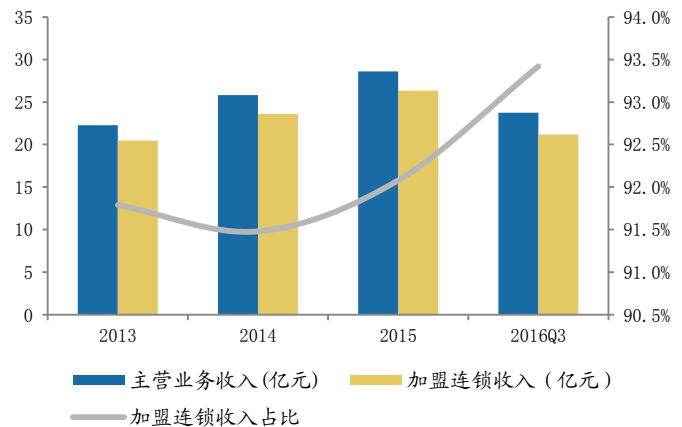
资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 21: 15 年由于大量新店开设单店收入降低



资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 22: 加盟连锁收入占比超九成



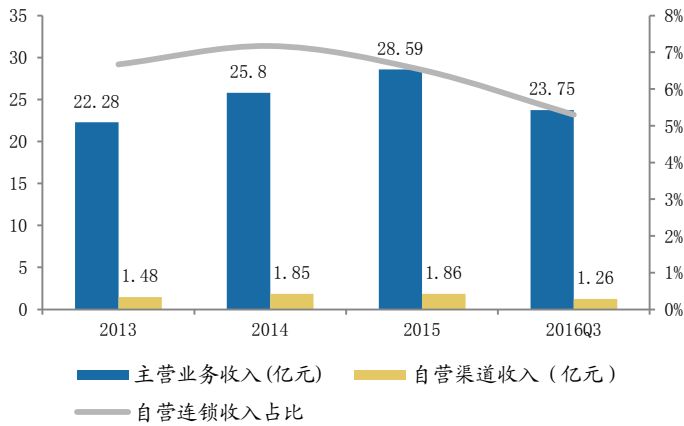
资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

**公司具有高毛利率的自营渠道占比相对较低。**15 年公司拥有 128 家直营连锁店, 直营连锁收入达 1.86 亿, 占主营业务收入 6.52%。和加盟店相比, 直营连锁有更高的毛利率, 15 年自营渠道毛利率高达 65.4%, 远高于加盟渠道的 24.79%。其主要原因是一方面是自营渠道节省了让渡给加盟商的利润, 另一方面是自营渠道分布在高铁站和飞机场等地的门店数量增加, 销售给顾客的价格比一般门店的价格更高。同样以自营连锁为引导、以加盟渠道为主的煌上煌由于自营门店收入占比高于绝味食品, 而具有较高毛利率。

**公司将加码直营连锁建设提升整体毛利率。**绝味食品加码直营连锁店建设, 计划未来 3 年内在国家重点城市投资建设 180 个直营旗舰店, 第一、二、三年分别建设 113、51、16 家。公司目前单店销售额和毛利分别为 148.3 万和 97 万, 未来三年预计新增毛利润 0.55 亿、1.34 亿、1.66 亿, 直营连锁店建设完成后公司整体毛利

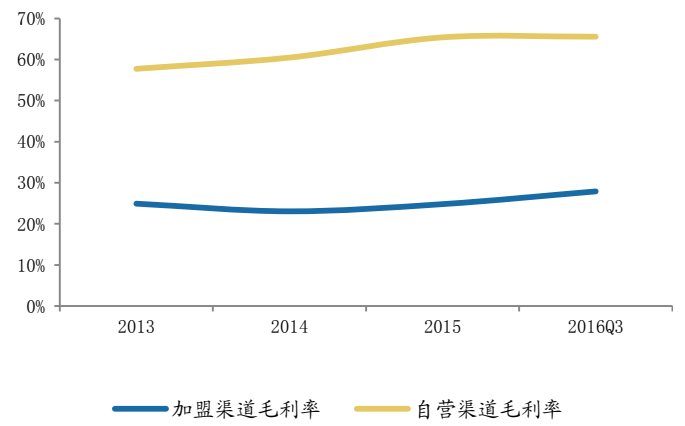
率也将会有所提升。

图 23: 自营渠道收入占主营业务收入比较小



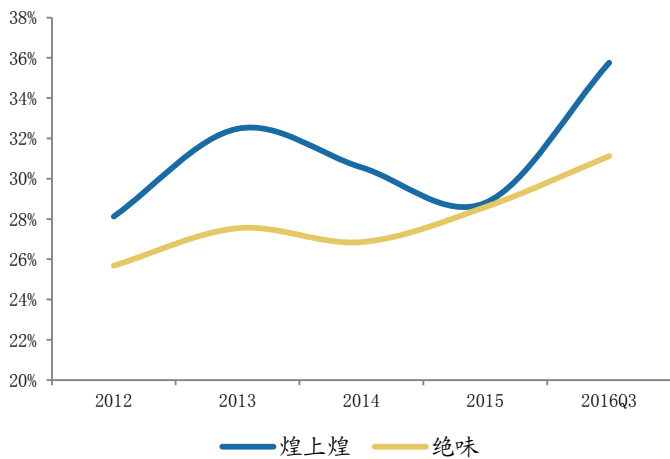
资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 24: 绝味自营渠道毛利率远超加盟渠道



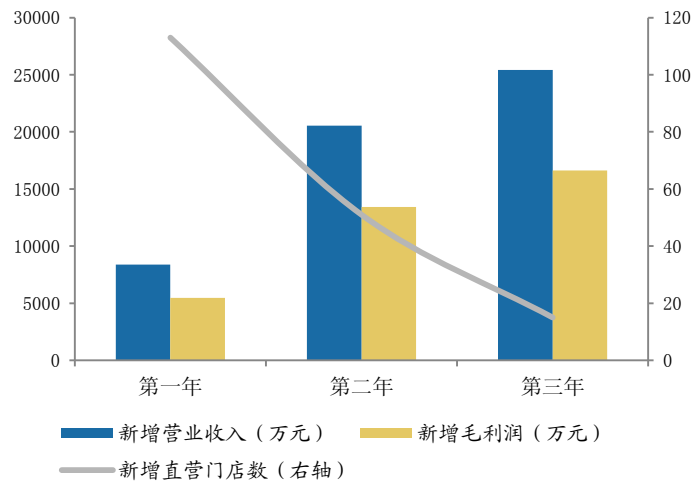
资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 25: 较大自营占比促使煌上煌毛利率高于绝味毛利率



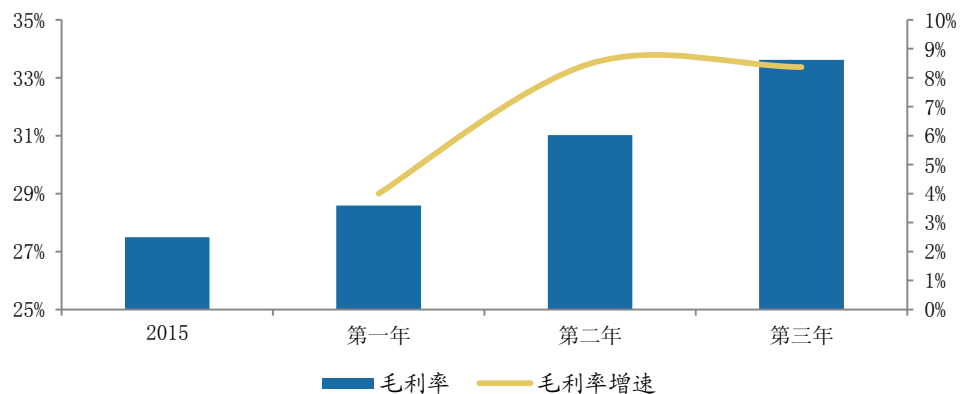
资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 26: 新增自营门店带新增毛利润较高



资料来源: 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图 27: 直营店扩张后毛利率增长明显



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 2、深耕华中华东华南优势区域，扩张门店挖掘区域潜力

公司主要销售区域集中在华东、华中地区，华南地区增速较快。公司销售区域覆盖全国 29 个省、直辖市、自治区，主要销售集中在华中和华东地区，华中和华东地区销售收入达 14.7 亿，占比超过 51%，同时华南地区业务扩张迅速，14、15 年增速分别为 31.8%和 23.7%。截止 16 年 6 月，公司在广东省拥有 690 家门店，占门店总数的 9.8%。

公司新增门店加强核心区域销售网络，深挖市场潜力。公司计划未来在华东地区建立 46 家交通枢纽店以及 9 家核心商圈店，占总新建门店数比例为 30.5%，在华南地区和华中地区分别建立 26,27 家自营店，占比分别为 15%、14.4%。公司在湖南、江西、上海建设生产基地，向上海地区提取提供鲜货产品，向华南地区提供包装食品，深挖核心区域市场潜力。

图 28：华南和华中销售收入占比超 51%

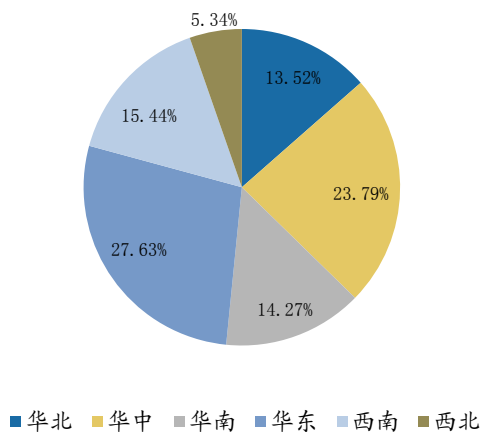
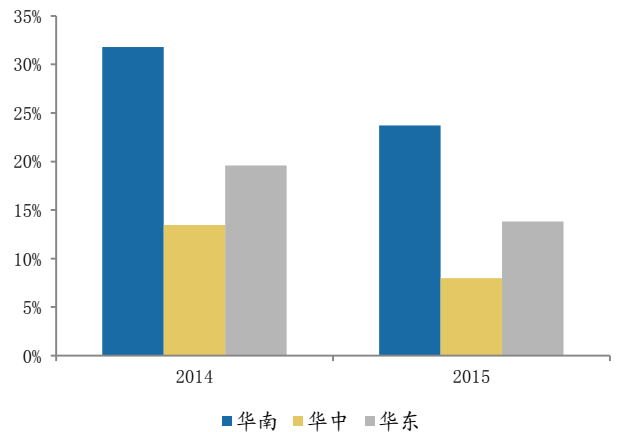


图 29：华南、华东地区均维持较快增速



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 30：产品生产基地集中在华东华中华南区域



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

### 3、受供给收缩影响鸭价维持高位，公司 17 年成本压力仍较大

由于供给端收缩，预计鸭价将维持高位，公司 2017 年成本压力仍较大。公司主要产品有鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等，其中鸭脖收入占比最高，达 36.48%，其次是鸭锁骨，占比达 10%。公司主营业务成本中原料成本占比高达 69.7%，原料价格波动对主营业务成本影响较大。15 年鸭锁骨采购成本较 14 年降低 32.73%，鸭锁骨营业收入、毛利润在主要产品占比以及毛利率均有提升。由于供给收缩，目前鸭肉价格处于近三年高位。随着种鸡引种量下降，代替品肉鸡价格将维持高位，2017 年将带动鸭肉价格继续攀升，公司成本压力较大。

图 31：鸭脖和鸭锁骨收入占比较高

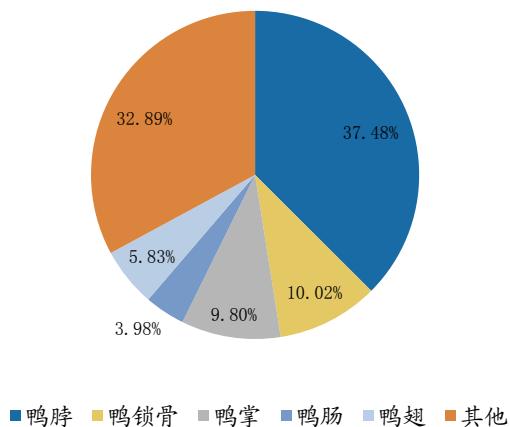
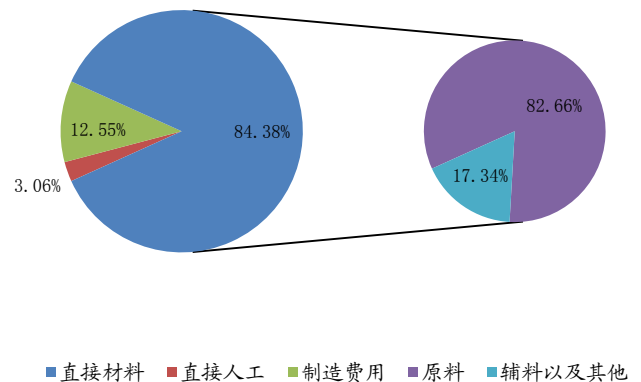


图 32：原料价格占主营业务成本比将近七成



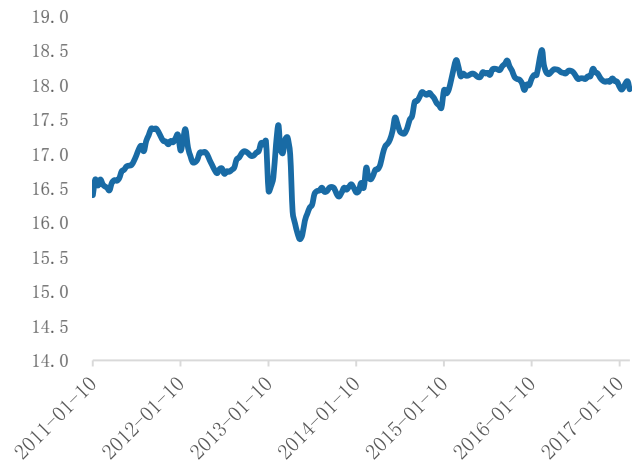
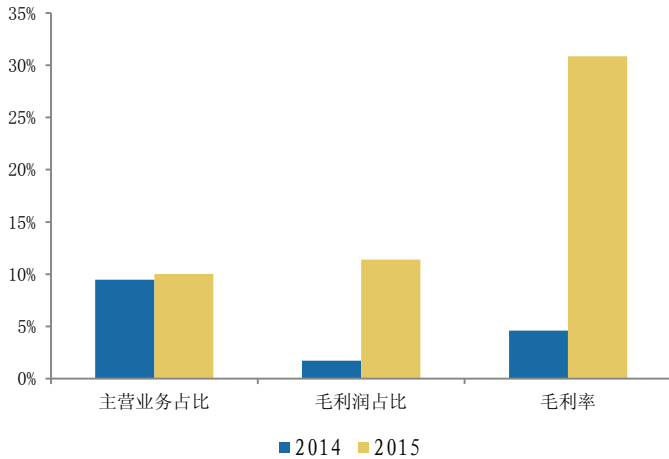
资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 33：鸭锁骨成本下降带来毛利润的大幅提升

图 34：鸭肉价格处于三年来高位





资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

#### 4、产能利用率达 85%，扩大产能保障供货并降低运输成本

公司加盟门店扩张迅速，产能利用率较高。公司加盟门店数量的迅速扩张，2012年公司新增 1536 家加盟店，15 年门店数量增速达 15.9%，目前公司已经拥有 7643 家加盟商，加盟门店的扩展促使公司营业收入和净利润维持较快增速。同时，供货不足的情况也开始显现，2016 年 9 月公司产能利用率达 85%，加盟门店的急速扩张、地域上的分散分布以及消费者对产品新鲜、健康的要求日益增加，对于供货的数量和质量提供了更高的要求。

公司扩张产能为扩张提供保障，同时降低运输成本。公司募投项目计划通过在湖南、江西、黑龙江、上海、贵州、河南、四川和西安的建设生产基地，将给公司带来 9.45 吨的新增产能，相应的原租赁厂房将逐步停止使用，净增产能约 4.85 吨，将在 15 年的产能基础上提升 46%。新增产能一方面为公司扩张提供了保障，另一方面新建生产基地将降低产品运输至门店的时间和成本，有助于提高产品的新鲜度。同时公司未来将增加 9500 吨包装食品产能，将摆脱当前依赖代工厂的状况，节省代工费用。产能扩张有利于提高公司核心竞争力，助力主营业务发展。

图 35：公司营业收入增速在 10% 以上

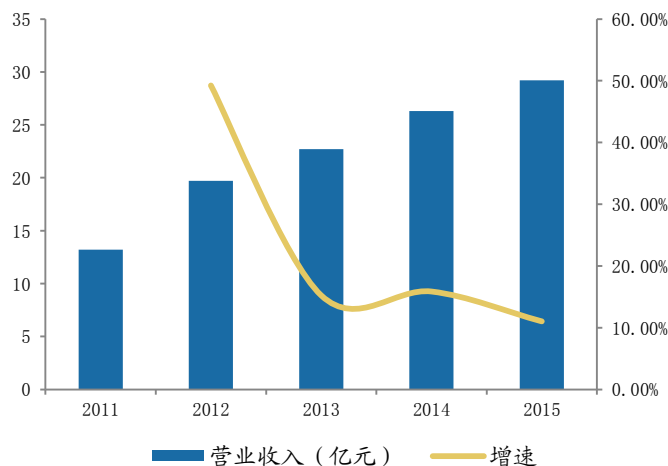
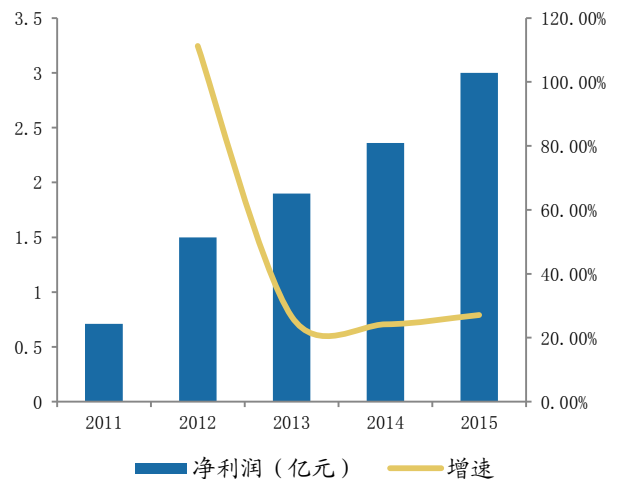


图 36：公司净利润增速在 20% 以上

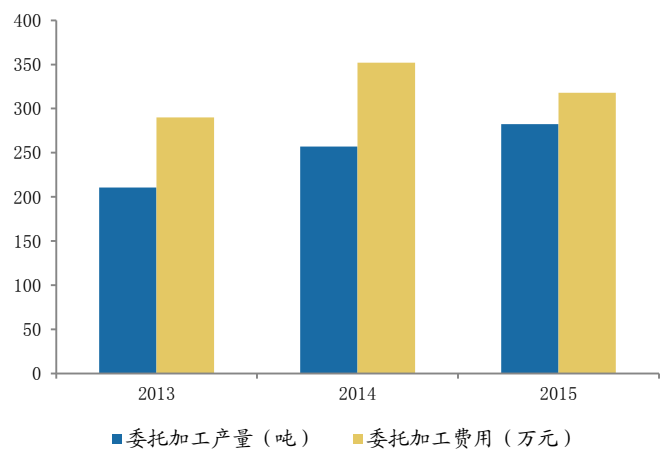
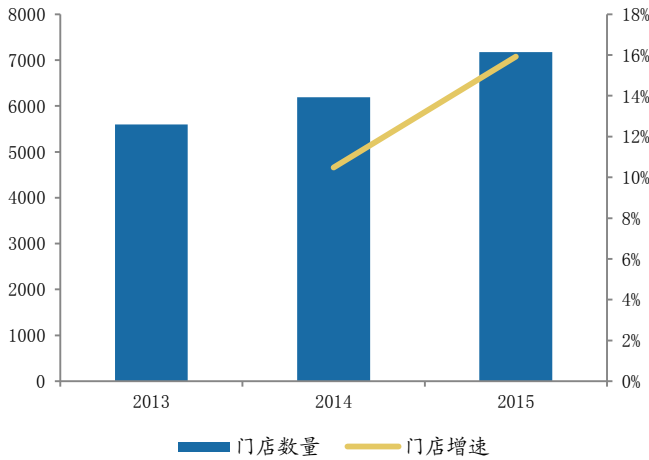


资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 37：公司门店数量增速维持至 10%以上

图 38：公司包装食品委托加工产量不断上升



资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

资料来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 四、募投项目：增加产能并加强渠道建设

公司本次拟申请公开发行不超过 9000 万股人民币普通股，计划募集 94891 万元，用于产能的补充、渠道建设等。

表 5：本次项目的募集资金投入

| 序号 | 项目名称                  | 投资总额 (万元) | 募集资金投资额 (万元) | 建设期 (年) |
|----|-----------------------|-----------|--------------|---------|
| 1  | 产能建设项目                | 73081.00  | 64081.00     | 2       |
| 2  | 营销网络建设和培训中心及终端信息化升级项目 | 17808.00  | 5976.00      | 3       |
| 3  | 建设研发检验中心及信息化升级建设项目    | 4002.00   | 4002.00      | 1       |
|    | 合计                    | 94891.00  | 74059.00     |         |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

### 1、休闲食品项目：增加产能，助力公司主营业务提升

公司募集资金扩大产能，计划带来 9.45 万吨新增产能。公司拥有成熟的营销网络体系，较强的市场开拓能力，但是随着公司在全国市场快速发展的同时也带来了供货能力不足的问题。公司将根据各地区不同的市场规模以及该区域厂商的竞争格局，建设不同年产能的加工基地项目，以此来扩大生产规模，解决产能不足的问题。公司通过在湖南、江西、黑龙江、上海、贵州、河南、四川和西安的建设项目，将给公司带来 94500 吨的新增产能。募投项目建设投产后（建设期 2 年），第 1 年生产负荷将达 80%，从第 2 年起生产负荷将达 100%，投资回收期均在 5 年左右。在扩大公司产能的同时，将助力公司主营业务发展，提升公司核心竞争力。

表 6：本次项目的募集资金投入

| 序号 | 项目名称 | 建设期 | 建设期后第一年新 | 建设期后第二年新 | 销售覆盖区域 | 投产后年收入 | 投产后税后净利润 |
|----|------|-----|----------|----------|--------|--------|----------|
|    |      |     |          |          |        |        |          |

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

|    |             |    | 增产能    | 增产能    |  |         |        |
|----|-------------|----|--------|--------|--|---------|--------|
| 1  | 湖南阿瑞食品有限公司  | 2年 | 13200吨 | 16500吨 | 鲜货产品主要销售到湖南，包装产品主要销售到华南、西南等。                   | 5.64亿元  | 0.44亿元 |
| 2  | 江西阿南食品有限公司  | 2年 | 11200吨 | 14000吨 | 鲜货产品主要销售到江西省，包装产品主要销售到华南、西南等。                  | 4.17亿元  | 0.33亿元 |
| 3  | 黑龙江阿滨食品有限公司 | 2年 | 6400吨  | 8000吨  | 产品主要满足东北地区的需求。                                 | 2.81亿元  | 0.21亿元 |
| 4  | 上海阿康食品有限公司  | 2年 | 8000吨  | 10000吨 | 产品主要满足上海地区的需求。                                 | 2.89亿元  | 0.22亿元 |
| 5  | 贵州阿乐食品有限公司  | 2年 | 4000吨  | 5000吨  | 产品主要满足贵州地区的需求。                                 | 1.42亿元  | 0.1亿元  |
| 6  | 河南阿杰食品有限公司  | 2年 | 9600吨  | 12000吨 | 产品全部为酱卤制鲜货，主要销售到河南、河北、山西主要市县。                  | 3.4亿元   | 0.26亿元 |
| 7  | 四川阿宁食品有限公司  | 2年 | 13600吨 | 17000吨 | 15000吨酱卤制鲜货销售到川渝地区的各个市县，2000吨包装产品销售到西南等省份。     | 5.37亿元  | 0.42亿元 |
| 8  | 西安阿顺食品有限公司  | 2年 | 9600吨  | 12000吨 | 10000吨酱卤制鲜货销售到西安地区及周边各个市县，2000吨包装产品销售到西北地区等省份。 | 3.95亿元  | 0.32亿元 |
| 合计 |             | 2年 | 75600吨 | 94500吨 |  | 29.66亿元 | 2.3亿元  |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 2、营销网络建设：3年新建180家旗舰店，加码线下直营网络

公司计划3年新建180家旗舰店，加码线下直营网络。公司计划在长沙组建全国运营中心，建立计算机营销、物流管理网络信息系统，完善配货调度、品牌策划、销售管理等方面职能，以求最大限度地利用企业现有资源，实现企业经济效益最大化。公司拟在华北、华南、华中、华东等区域市场新建180家旗舰店，其中第一年至第三年分别新建113、51、16家，直营旗舰店包括交通枢纽店和核心商圈店两大类，随着公司在全国范围内生产基地战略布局的完成，门店数量的快速增加将保障公司未来几年新增产能的有效消化，对公司拓宽销售渠道，提升销售收入和市场占有率具有重要意义，也有助于进一步提升品牌形象。同时直营店的建设有助于公司贴近市场，把握市场发展趋势。

表7：项目的募集资金投入

| 序号 | 项目名称      | 投资额（万元）  | 占总投资比例 |
|----|-----------|----------|--------|
| 1  | 终端信息化升级系统 | 2000.00  | 11.23% |
| 2  | 直营旗舰店建设   | 10560.00 | 59.30% |

|    |          |          |        |
|----|----------|----------|--------|
| 3  | 营销网络培训中心 | 4978.00  | 27.95% |
| 4  | 铺底流动资金   | 270.00   | 1.52%  |
| 合计 |          | 17808.00 | 100%   |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 8：180 家直营旗舰店建设实施进度

| 时间安排 | 交通枢纽店 |    | 核心商圈店 |        | 建店数量 |
|------|-------|----|-------|--------|------|
|      | 高铁    | 机场 | 地铁    | 传统核心商圈 |      |
| 第一年  | 72    | 12 | 12    | 17     | 113  |
| 第二年  | 26    | 3  | 13    | 9      | 51   |
| 第三年  | 2     | -  | 5     | 9      | 16   |
| 合计   | 100   | 15 | 30    | 35     | 180  |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

### 3、研发检验中心建设：加强研发实力，扩大产品种类

公司计划建设研发检验中心，加强研发实力，扩大产品种类。公司将在现有研发基础上，全面提升研发环境及硬件设施等方面，把握市场动态，研发改良现有产品，迎合消费者口味，增加消费者满意度和认可度，多元化发展产品结构，进一步增强核心竞争力，以此来巩固行业领先地位，提高市场份额，项目建设期预计 12 个月。

表 9：项目的募集资金投入

| 序号 | 项目名称 | 投资额（万元） | 占总投资比例 |
|----|------|---------|--------|
| 1  | 建筑工程 | 1012.88 | 25.31% |
| 2  | 设备购置 | 1972.42 | 49.29% |
| 3  | 安装工程 | 459.68  | 11.49% |
| 4  | 其他费用 | 366.45  | 9.16%  |
| 5  | 预备费  | 190.57  | 4.76%  |
| 合计 |      | 4002.00 | 100%   |

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

## 盈利预测与投资建议

公司募投项目将增加直营门店，按照公司预计进度，2017-2019 将分别增加 113/51/16 家直营门店，由于这些门店开设在交通枢纽与核心商圈，预计店均收入与毛利同样有所提升。预计 2017-2019 年公司收入 36.13/39.56/41.53 亿元，增速 10.3%/9.5%/5.0%，净利润 4.82/6.01/6.70 亿元，增速 26.7%/24.8%/11.3%。若公司本次成功发行 5000 万股，预计 16-18 年摊薄 EPS 为 1.18/1.47/1.63 元/股。

表 10：绝味食品营收、利润情况与增速

| 营收增速     |        |        |        | 营业收入（亿元） |       |       |       |
|----------|--------|--------|--------|----------|-------|-------|-------|
| 2014     | 2015   | 2016   | 2017E  | 2014     | 2015  | 2016  | 2017E |
| 15.84%   | 11.09% | 12.08% | 10.34% | 26.29    | 29.21 | 32.42 | 36.13 |
| 净利润增速（%） |        |        |        | 净利润（亿元）  |       |       |       |
| 2014     | 2015   | 2016   | 2017E  | 2014     | 2015  | 2016  | 2017E |

|        |        |        |        |      |      |      |      |
|--------|--------|--------|--------|------|------|------|------|
| 22.16% | 27.28% | 26.42% | 26.72% | 3.01 | 2.36 | 3.80 | 4.82 |
|--------|--------|--------|--------|------|------|------|------|

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 11: 可比公司估值

| 可比公司 | PS (TTM) | 营收增速 (%) |        |        | 营收 (亿元)  |      |       |
|------|----------|----------|--------|--------|----------|------|-------|
|      |          | 2013     | 2014   | 2015   | 2013     | 2014 | 2015  |
| 周黑鸭  | 6.30     | -        | 34     | 49     | 12.18    | 18.1 | 24.32 |
| 煌上煌  | 10.73    | 0.41     | 10.16  | 16.98  | 8.93     | 9.84 | 11.51 |
| 可比公司 | PE (TTM) | 利润增速 (%) |        |        | 净利润 (亿元) |      |       |
|      |          | 2013     | 2014   | 2015   | 2013     | 2014 | 2015  |
| 周黑鸭  | 23.59    | -        | 35     | 58     | 2.6      | 4.11 | 5.53  |
| 煌上煌  | 144.32   | 24.84    | -18.89 | -38.27 | 1.22     | 0.99 | 0.65  |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 12: 绝味食品盈利预测表 (万元)

| 报告期          | 2013       | 2014       | 2015       | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>加盟渠道</b>  |            |            |            |            |            |            |
| 年底家数 (家)     | 6,029      | 7,044      | 7,700      | 8,000      | 8,200      | 8,300      |
| 平均家数 (家)     | 5,815      | 6,537      | 7,372      | 7,850      | 8,100      | 8,250      |
| 平均家数增速       | 26.4%      | 12.4%      | 12.8%      | 6.5%       | 3.2%       | 1.9%       |
| 单店收入         | 40.59      | 40.22      | 40.66      | 40.66      | 40.66      | 40.66      |
| 单店收入增速       | -8.7%      | -0.9%      | 1.1%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       |
| 收入           | 236,026.87 | 262,917.04 | 299,745.24 | 319,180.70 | 329,345.69 | 335,444.68 |
| 收入增速         | 15.4%      | 11.4%      | 14.0%      | 6.5%       | 3.2%       | 1.9%       |
| 成本           | 181,637.31 | 197,740.66 | 213,412.88 | 226,618.30 | 233,835.44 | 238,165.73 |
| 毛利           | 54,389.56  | 65,176.38  | 86,332.36  | 92,562.40  | 95,510.25  | 97,278.96  |
| 毛利率 (%)      | 23.04      | 24.79      | 28.80      | 29.00      | 29.00      | 29.00      |
| <b>自营渠道</b>  |            |            |            |            |            |            |
| 年底家数 (家)     | 158.00     | 128.00     | 115.00     | 228.00     | 279.00     | 295.00     |
| 平均家数 (家)     | 152.00     | 143.00     | 121.50     | 171.50     | 253.50     | 287.00     |
| 平均家数增速       | 4.1%       | -5.9%      | -15.0%     | 41.2%      | 47.8%      | 13.2%      |
| 单店收入         | 122.17     | 132.75     | 139.39     | 181.20     | 217.44     | 239.19     |
| 单店收入增速       | 20.0%      | 8.7%       | 5.0%       | 30.0%      | 20.0%      | 10.0%      |
| 收入           | 18,569.88  | 18,983.27  | 16,935.60  | 31,076.48  | 55,122.24  | 68,647.30  |
| 收入增速         | 24.9%      | 2.2%       | -10.8%     | 83.5%      | 77.4%      | 24.5%      |
| 成本           | 7,340.28   | 6,567.57   | 5,419.39   | 9,322.94   | 15,434.23  | 18,534.77  |
| 毛利           | 11,229.60  | 12,415.69  | 11,516.21  | 21,753.53  | 39,688.01  | 50,112.53  |
| 毛利率 (%)      | 60.47      | 65.40      | 68.00      | 70.00      | 72.00      | 73.00      |
| <b>加盟商管理</b> |            |            |            |            |            |            |
| 收入           | 3,400.58   | 3,798.16   | 4,283.64   | 4,561.39   | 4,706.66   | 4,793.82   |
| 收入增速         | 26.1%      | 11.7%      | 12.8%      | 6.5%       | 3.2%       | 1.9%       |
| 成本           | 425.92     | 622.29     | 642.55     | 684.21     | 706.00     | 719.07     |



|        |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 毛利     | 2,974.66          | 3,175.88          | 3,641.10          | 3,877.19          | 4,000.66          | 4,074.75          |
| 毛利率(%) | 87.48             | 83.62             | 85.00             | 85.00             | 85.00             | 85.00             |
| 其他     |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 收入     | 4,975.26          | 6,431.38          | 6,450.00          | 6,450.00          | 6,450.00          | 6,450.00          |
| 成本     | 2,973.67          | 3,670.07          | 3,700.00          | 3,700.00          | 3,700.00          | 3,700.00          |
| 毛利     | 2,001.61          | 2,761.30          | 2,750.00          | 2,750.00          | 2,750.00          | 2,750.00          |
| 毛利率(%) | 40.23             | 42.93             | 42.64             | 42.64             | 42.64             | 42.64             |
| 合计     |                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| 收入     | <b>262,972.60</b> | <b>292,129.85</b> | <b>327,414.48</b> | <b>361,268.57</b> | <b>395,624.59</b> | <b>415,335.81</b> |
| 收入增速   | <b>15.8%</b>      | <b>11.1%</b>      | <b>12.1%</b>      | <b>10.3%</b>      | <b>9.5%</b>       | <b>5.0%</b>       |
| 成本     | <b>192,377.18</b> | <b>208,600.59</b> | <b>223,174.81</b> | <b>240,325.45</b> | <b>253,675.67</b> | <b>261,119.57</b> |
| 毛利     | <b>70,595.43</b>  | <b>83,529.26</b>  | <b>104,239.67</b> | <b>120,943.12</b> | <b>141,948.92</b> | <b>154,216.24</b> |
| 毛利增速   | <b>12.9%</b>      | <b>18.3%</b>      | <b>24.8%</b>      | <b>16.0%</b>      | <b>17.4%</b>      | <b>8.6%</b>       |
| 毛利率    | <b>26.85%</b>     | <b>28.59%</b>     | <b>31.84%</b>     | <b>33.48%</b>     | <b>35.88%</b>     | <b>37.13%</b>     |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 风险提示

直营门店建设速度低于预期; 加盟门店扩张速度低于预期; 产能扩充低于预期; 单店利润下滑风险; 原材料价格波动风险。

| 至12月31日        | 单位: 百万元 |       |       |       |       |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2015A   | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>流动资产</b>    | 687     | 886   | 1332  | 1210  | 1212  |
| 货币资金           | 232     | 400   | 742   | 517   | 426   |
| 应收及预付          | 95      | 66    | 96    | 102   | 107   |
| 存货             | 351     | 408   | 494   | 591   | 680   |
| 其他流动资产         | 10      | 12    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 926     | 1076  | 1815  | 2574  | 3260  |
| 长期股权投资         | 158     | 131   | 131   | 131   | 131   |
| 固定资产           | 302     | 431   | 973   | 1414  | 1745  |
| 在建工程           | 234     | 290   | 591   | 919   | 1284  |
| 无形资产           | 194     | 175   | 121   | 110   | 100   |
| 其他长期资产         | 39      | 49    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 1613    | 1962  | 3147  | 3784  | 4472  |
| <b>流动负债</b>    | 419     | 452   | 431   | 466   | 485   |
| 短期借款           | 53      | 30    | 0     | 0     | 0     |
| 应付及预收          | 366     | 422   | 431   | 466   | 485   |
| 其他流动负债         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 12      | 44    | 30    | 30    | 30    |
| 长期借款           | 0       | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 应付债券           | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 12      | 14    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 431     | 497   | 461   | 496   | 514   |
| 股本             | 360     | 360   | 410   | 410   | 410   |
| 资本公积           | 73      | 73    | 762   | 762   | 762   |
| 留存收益           | 750     | 1033  | 1515  | 2116  | 2786  |
| 归属母公司股东权益      | 1182    | 1465  | 2687  | 3288  | 3958  |
| 少数股东权益         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债和股东权益</b> | 1613    | 1962  | 3147  | 3784  | 4472  |

| 至12月31日         | 单位: 百万元 |       |       |       |       |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                 | 2015A   | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>营业收入</b>     | 2921    | 3274  | 3613  | 3956  | 4153  |
| 营业成本            | 2086    | 2232  | 2403  | 2537  | 2611  |
| 营业税金及附加         | 24      | 32    | 36    | 39    | 41    |
| 销售费用            | 252     | 265   | 293   | 321   | 337   |
| 管理费用            | 156     | 200   | 221   | 242   | 254   |
| 财务费用            | -1      | 3     | 1     | 0     | 0     |
| 资产减值损失          | 5       | 11    | 4     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -13     | -22   | -22   | -22   | -22   |
| <b>营业利润</b>     | 387     | 508   | 633   | 795   | 888   |
| 营业外收入           | 20      | 19    | 23    | 23    | 23    |
| 营业外支出           | 3       | 11    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 404     | 517   | 655   | 817   | 910   |
| 所得税             | 103     | 137   | 173   | 216   | 240   |
| <b>净利润</b>      | 301     | 380   | 482   | 601   | 670   |
| 少数股东损益          | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 301     | 380   | 482   | 601   | 670   |
| EBITDA          | 456     | 618   | 725   | 943   | 1078  |
| EPS (元)         | 0.84    | 1.06  | 1.18  | 1.47  | 1.63  |

|                | 单位: 百万元 |       |       |       |       |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2015A   | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>经营活动现金流</b> | 215     | 494   | 461   | 659   | 763   |
| 净利润            | 301     | 380   | 482   | 601   | 670   |
| 折旧摊销           | 52      | 73    | 65    | 125   | 168   |
| 营运资金变动         | -153    | 4     | -92   | -68   | -75   |
| 其它             | 16      | 36    | 6     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -286    | -232  | -810  | -884  | -854  |
| 资本支出           | -236    | -260  | -787  | -861  | -832  |
| 投资变动           | -23     | -3    | -22   | -22   | -22   |
| 其他             | -27     | 31    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -72     | -93   | 691   | 0     | 0     |
| 银行借款           | 53      | 100   | -30   | 0     | 0     |
| 债券融资           | -45     | -93   | -14   | 0     | 0     |
| 股权融资           | 0       | 0     | 739   | 0     | 0     |
| 其他             | -80     | -100  | -4    | 0     | 0     |
| <b>现金净增加额</b>  | -142    | 168   | 343   | -225  | -92   |
| 期初现金余额         | 374     | 232   | 400   | 742   | 517   |
| 期末现金余额         | 232     | 400   | 742   | 517   | 426   |

| 至12月31日        | 2015A   | 2016A   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力(%)</b> |         |         |        |        |        |
| 营业收入增长         | 11.1    | 12.1    | 10.3   | 9.5    | 5.0    |
| 营业利润增长         | 32.0    | 31.4    | 24.5   | 25.6   | 11.7   |
| 归属母公司净利润增长     | 27.3    | 26.4    | 26.7   | 24.8   | 11.3   |
| <b>获利能力(%)</b> |         |         |        |        |        |
| 毛利率            | 28.6    | 31.8    | 33.5   | 35.9   | 37.1   |
| 净利率            | 10.3    | 11.6    | 13.3   | 15.2   | 16.1   |
| ROE            | 25.4    | 26.0    | 17.9   | 18.3   | 16.9   |
| ROIC           | 35.5    | 40.3    | 26.3   | 22.5   | 19.5   |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 26.7    | 25.3    | 14.6   | 13.1   | 11.5   |
| 净负债比率          | -0.2    | -0.2    | -0.3   | -0.1   | -0.1   |
| 流动比率           | 1.64    | 1.96    | 3.09   | 2.60   | 2.50   |
| 速动比率           | 0.69    | 0.96    | 1.81   | 1.21   | 0.98   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 总资产周转率         | 1.96    | 1.83    | 1.41   | 1.14   | 1.01   |
| 应收账款周转率        | 2,561.5 | 1,282.3 | 730.00 | 521.43 | 405.56 |
| 存货周转率          | 7.58    | 5.88    | 4.87   | 4.29   | 3.84   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.84    | 1.06    | 1.18   | 1.47   | 1.63   |
| 每股经营现金流        | 0.60    | 1.37    | 1.13   | 1.61   | 1.86   |
| 每股净资产          | 3.28    | 4.07    | 6.55   | 8.02   | 9.65   |

## 广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                    | 深圳市                    | 北京市                 | 上海市                  |
|------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|
| 地址   | 广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401 | 深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼 | 北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼 |
| 邮政编码 | 510620                 | 518000                 | 100045              | 200120               |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                        |                     |                      |
| 服务热线 |                        |                        |                     |                      |

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。