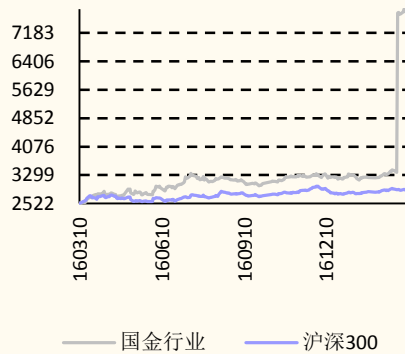


休闲卤制品龙头扩产能，加码自营店渠道

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

国金食品饮料指数	7757.71
沪深 300 指数	3426.94



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.836	1.056	1.400	1.892	2.332
每股净资产(元)	3.28	4.07	6.77	8.51	10.84
每股经营性现金流(元)	0.60	1.37	1.55	2.12	2.65
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	27.28%	26.42%	50.89%	35.16%	23.25%
净资产收益率(%)	25.45%	25.95%	20.66%	22.22%	21.50%
总股本(百万股)	360.00	360.00	410.00	410.00	410.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **龙头企业品牌化、标准化推动休闲卤制品行业快速发展**：根据 Frost & Sullivan 数据，中国休闲卤制品行业的零售值从 2010 年的 232 亿元增加至 2015 年的 521 亿元，CAGR 达 17.6%，为休闲食品行业中增速最快的子行业。未来随着消费者习惯的转变，消费场景的转换，品牌自身产品创新、销售渠道的扩张以及物流支持的改善将持续推动行业快速发展。
- **以“加盟连锁”模式为主，公司迅速抢占市场份额**：不同于周黑鸭的自营为主的模式，绝味通过“加盟连锁”形式迅速扩张。截至 2016Q3，绝味国内共有 7,758 家店，其中加盟 7,643 家，三年净增 2,000 多家门店，增幅达 35%。2016 年公司实现营业收入 32.74 亿元，同比+12.08%，录得净利润 3.80 亿元，同比+26.4%，按收入规模看目前市占率排名首位。
- **行业仍较分散，竞争激烈**：中国休闲卤制品行业依然分散，品牌非品牌以及品牌之间竞争较为激烈。按总收入划分，CR5 分别仅有 21.4%，其中排名前两位的绝味、周黑鸭分别占比 7.4%和 6.8%。预计未来随着行业的持续发展以及监管趋严，行业集中度有望提升。拥有较高品牌效应及声誉、先进的生产及包装技术、独特迎合消费者的口味和强大供应网络的企业有望获得更多的市场份额。
- **募投扩产能、加码自营店渠道**：公司此次发行 5,000 万股，申购价 16.09 元，主要用于新增酱卤食品加工建设项目以满足市场开拓需求，预计未来 2 年新增产能>9 万吨，几乎翻倍；以及在交通枢纽以及核心商圈新建 180 家自营门店，提升利润率水平。

估值

- 我们预计绝味 2017-2019 收入分别为 42.3 亿元/54.4 亿元/64.3 亿元，净利润分别为 5.74 亿/7.76 亿/9.56 亿，对应发行后 EPS 1.40 元/1.89 元/2.33 元。由于同行业 A 股上市公司煌上煌估值不具备参考性，我们参考港股上市周黑鸭对应 17 年 18X 的估值，给予 A 股上市的绝味溢价 22-25X 的估值水平，目标价 30.8-35.0 元。

风险

- 食品安全问题/市场竞争激烈费用率提升/新建产能不达预期。

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

一、以加盟为主的休闲卤制食品连锁公司	4
1.1 产品品类丰富，鸭制品收入超六成	4
1.2 渠道以“加盟连锁”为主体	6
1.3 股权结构：复星、九鼎参与风投	7
二、休闲卤制品行业快速发展，公司成长路径各不同	8
2.1 品牌标准化推动休闲卤制品行业发展	8
2.2 品牌销售渠道日益现代化	10
2.3 行业分散、竞争加剧	10
三、绝味 VS 周黑鸭：差别主要在于渠道	11
3.1 产品：以鸭制品为主，收入结构相似	12
3.2 区域：绝味较为均衡，周黑鸭以华中地区为主	13
3.3 渠道：绝味以“加盟连锁”为主体，周黑鸭坚持“直营”模式	13
四、募投项目：扩充产能，提升营销研发能力，加快信息化建设	17
4.1 产能：计划新增超 9 万吨产能	17
4.2 营销网络：完善线下营销网络的广度和深度	18
4.3 研发检验中心：加强研发能力，提高食品安全监测水平	18
五、盈利预测	19
5.1 分渠道预测	19
5.2 收入预测	20
5.3 盈利预测	20
六、风险提示	21

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：产品生产基地分布	4
图表 3：公司收入（亿元）、利润率	5
图表 4：主要产品收入占比（百万元）	5
图表 5：加盟渠道毛利小于自营渠道	5
图表 6：毛利率受原材料影响大	5
图表 7：鸭料采购价格（元/kg）	5
图表 8：鸭料采购价格波动	5
图表 9：毛利率敏感性分析	6
图表 10：直邮、加盟对比	6
图表 11：加盟店、直营店数量（个）	6
图表 12：加盟店、直营店每店销售额（万元）	6
图表 13：主要销售区域为华东、华中	7

图表 14: 发行前股权图.....	7
图表 15: 发行前后股权对比.....	8
图表 16: 休闲食品零售值 (亿元)	8
图表 17: 休闲食品线上渠道发展最快.....	8
图表 18: 休闲卤制品增速最快 (单位: 十亿元)	8
图表 19: 休闲卤制品市场规模 (亿元)	9
图表 20: 包装休闲卤制品 5 年 CAGR28.8%(十亿).....	9
图表 21: 品牌休闲卤制品 5 年 CAGR32.6%(十亿).....	9
图表 22: 中国休闲卤制品渠道分布.....	10
图表 23: 休闲卤制品市场份额 (按收益)	10
图表 24: 休闲卤制品市场份额 (按零售)	10
图表 25: 行业主要品牌情况.....	11
图表 26: 绝味和周黑鸭主要数据比较.....	11
图表 27: 周黑鸭、绝味收入对比 (百万元)	11
图表 28: 周黑鸭、绝味利润对比 (百万元)	11
图表 29: 周黑鸭鸭制品占比更重 (百万元)	12
图表 30: 绝味产品更加多元化 (百万元)	12
图表 31: 周黑鸭、绝味食品价格比较.....	12
图表 32: 周黑鸭收入大多来源于华中地区 (16H1)	13
图表 33: 绝味收入地区较为均衡 (9M16)	13
图表 34: 绝味募投新开直营店分布.....	13
图表 35: 加盟店筛选管理流程.....	14
图表 36: 绝味各地区开店数目 (个)	14
图表 37: 绝味各地区年新开店数目 (个)	14
图表 38: 周黑鸭主要集中在华中地区 (个)	15
图表 39: 周黑鸭新开店速度不及绝味.....	15
图表 40: 绝味自营毛利率高于周黑鸭.....	15
图表 41: 周黑鸭选址交通枢纽, 毛利率高.....	15
图表 42: 周黑鸭自营店坪效对比	16
图表 43: 绝味向加盟商销售金额	16
图表 44: 绝味销售费用率分解.....	16
图表 45: 周黑鸭销售费用率分解	16
图表 46: 募投项目 (万元)	17
图表 47: 新增产能划分 (万吨)	17
图表 48: 未来产能/产量预测 (吨)	18
图表 49: 营销网络建设项目预算 (万元)	18
图表 50: 拟建直营旗舰店安排 (家)	18
图表 51: 分渠道销量预测.....	19
图表 52: 收入预测 (人民币百万)	20

一、以加盟为主的休闲卤制食品连锁公司

绝味食品是一家以休闲卤制食品产品为主，通过“加盟连锁”形式迅速扩张的连锁企业，公司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，是全国鸭脖连锁领导品牌。

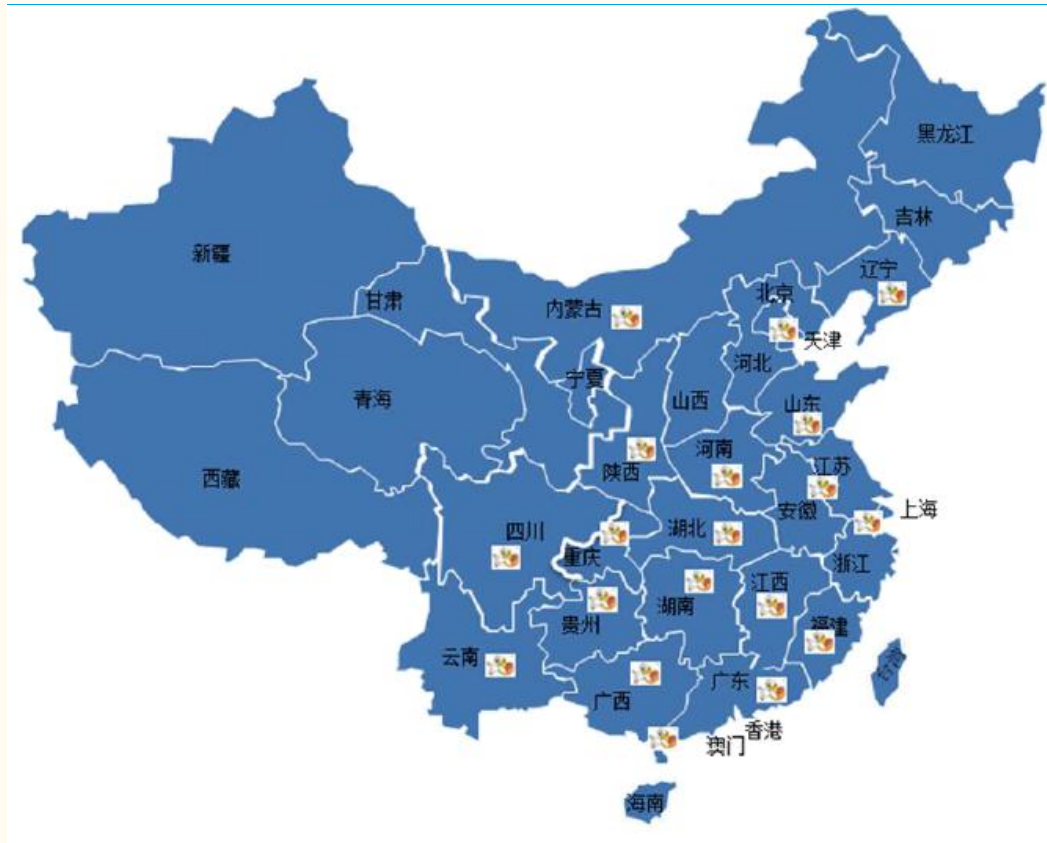
图表 1：公司发展历程

时间	事件
2008 年	湖南绝味食品股份有限公司成立
2010 年	被国家工商总局商标局认定为“中国驰名商标”
2011 年	绝味天猫官方商城开业
2012 年	绝味京东官方商城开业
2015 年	绝味亚马逊官方商城开业
2016 年	绝味鸭脖正式入驻长沙地铁，官方服务号上线

来源：招股说明书，公司网站，国金证券研究所

公司下辖覆盖全国的 25 家全资子公司，采取“一个市场、一个生产基地、一条配送链”的生产经营模式，并建立起全面覆盖长江流域、珠江流域、黄河流域、松花江流域的 19 个大型食品加工生产基地，及门店总数超过 7000 家的特许零售专卖网络，员工近四千人。

图表 2：产品生产基地分布



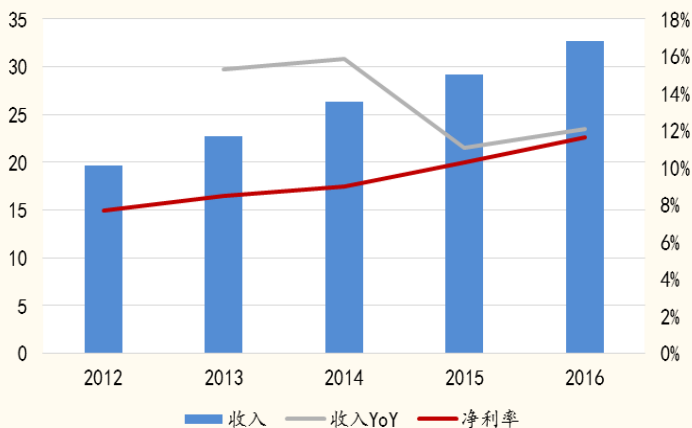
来源：招股说明书，国金证券研究所

1.1 产品品类丰富，鸭制品收入超六成

业绩稳定：2016 年公司实现营业收入 32.74 亿元，同比+12.08%，录得净利润 3.80 亿元，净利率同比+1.32ppt。公司收入快速增长，5 年 CAGR 超 10%，净利率也稳步提升。

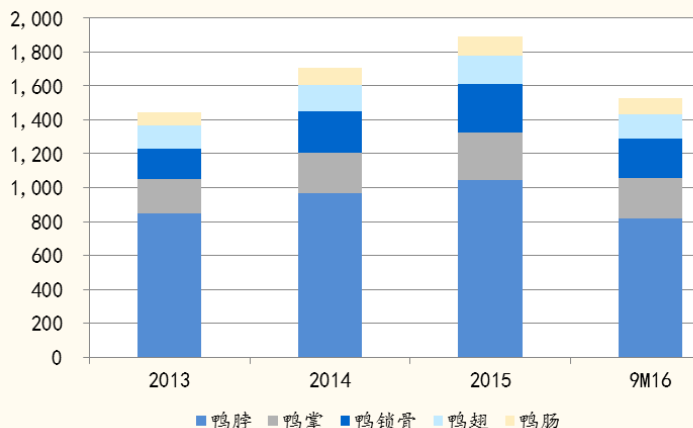
收入结构稳定：公司收入 98% 以上都来自于休闲卤制品销售，其中 65% 左右来自于鸭制品，而鸭脖更是其绝对主力收入来源，占到鸭制品的五成以上。

图表 3: 公司收入 (亿元)、利润率



来源: 国金证券研究所

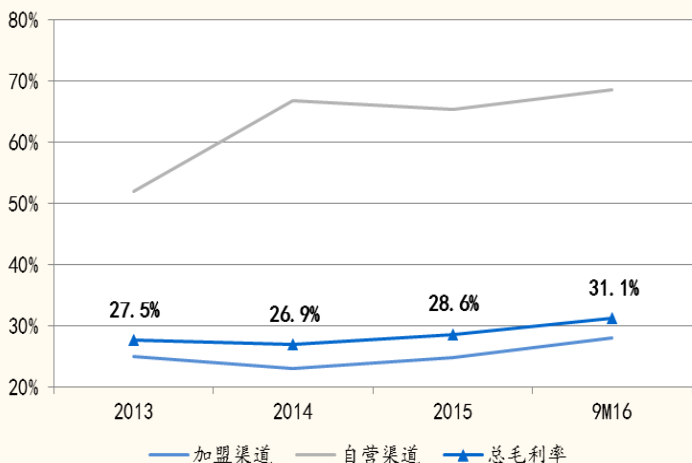
图表 4: 主要产品收入占比 (百万元)



来源: 国金证券研究所

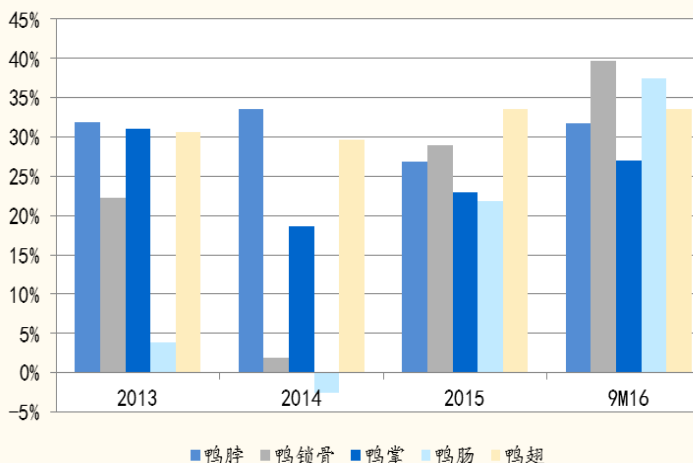
毛利基本稳定, 受原材料价格波及大: 公司近年来受益于规模的日益扩大, 对供应商的议价能力和产品销售的定价能力也相应增强, 毛利率呈现出稳步上升的趋势。绝味食品产品直接材料占主营业务成本 80%以上, 其中 50%来源于主要原料鸭料的成本, 原料价格的波动影响公司的毛利率。

图表 5: 加盟渠道毛利小于自营渠道



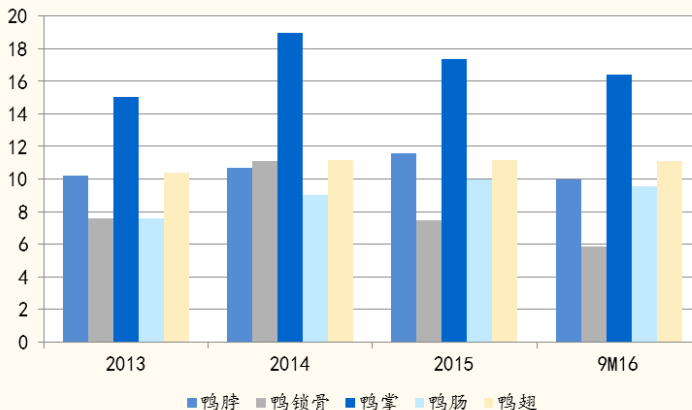
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 6: 毛利率受原材料影响大



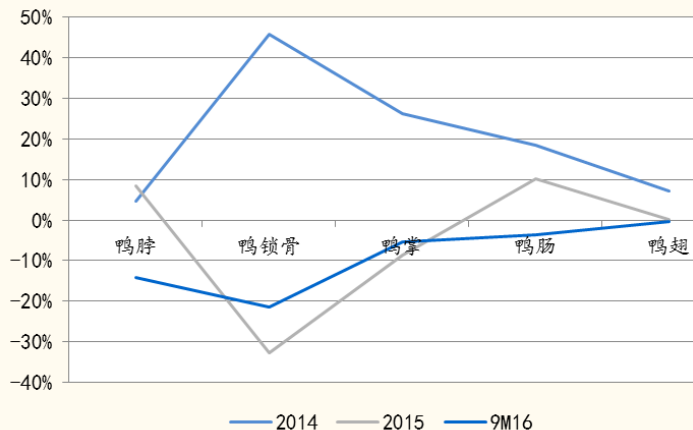
来源: 国金证券研究所

图表 7: 鸭料采购价格 (元/kg)



来源: 国金证券研究所

图表 8: 鸭料采购价格波动



来源: 国金证券研究所

图表 9：毛利率敏感性分析

		鸭料价格变动						
		-30.0%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
零售均价变动	-10.0%	40%	31%	23%	14%	6%	-3%	-12%
	-5%	43%	35%	27%	19%	11%	2%	-6%
	0%	46%	38%	30%	23%	15%	7%	-1%
	2%	47%	39%	32%	24%	17%	9%	1%
	5%	48%	41%	34%	26%	19%	12%	4%
	10%	51%	44%	37%	30%	23%	16%	9%
	15%	53%	46%	39%	33%	26%	19%	12%

来源：招股说明书，国金证券研究所

1.2 渠道以“加盟连锁”为主体

公司主要采用“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式。加盟连锁模式下，公司与加盟商签订合同，授权加盟商开设加盟门店经营，实行独立核算自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。公司目前加盟费收取标准为 4,000-8,000 元/年，管理费收取标准为 4,000-8,000 元/年，加盟商保证金收取标准为 3,000-5,000 元/家，在无违约的情况下，保证将将全额退还给加盟商。

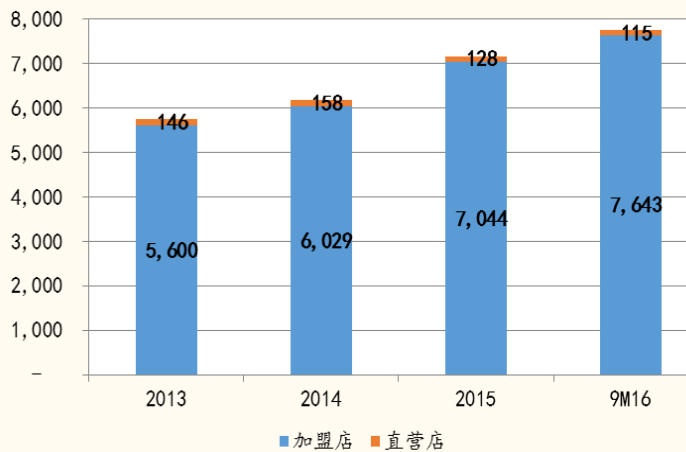
图表 10：直邮、加盟对比

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	公司聘请，纳入公司的人事体系	加盟商聘请，但须接受公司的培训和管理
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	公司对加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售
产品定价方式	地区统一零售价	

来源：招股说明书，国金证券研究所

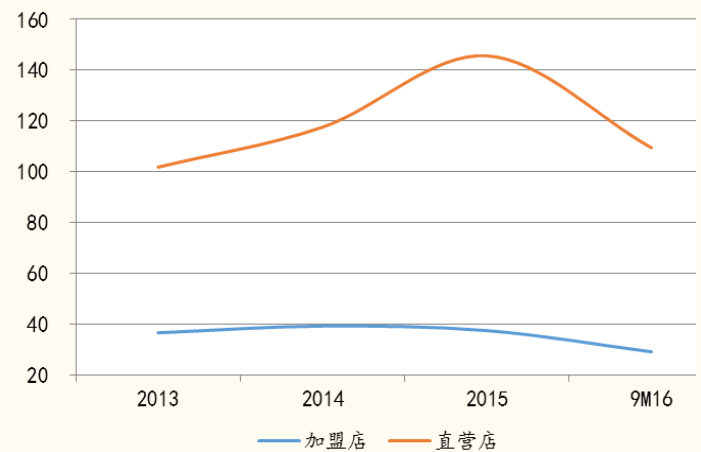
截至 2016 年前三季度，绝味国内共有 7,758 家店，其中加盟 7,643 家，比 2015 年年底增加近 600 家，直营 115 家，比 2015 年年底减少 13 家，主要系公司改善开店策略，关闭低效店面，而在高铁站、飞机场等地的自营门店数量有所增加，其销售给顾客的价格略高于一般普通门店的价格，进一步提升了自营门店的毛利率。

图表 11：加盟店、直营店数量（个）



来源：招股说明书，国金证券研究所

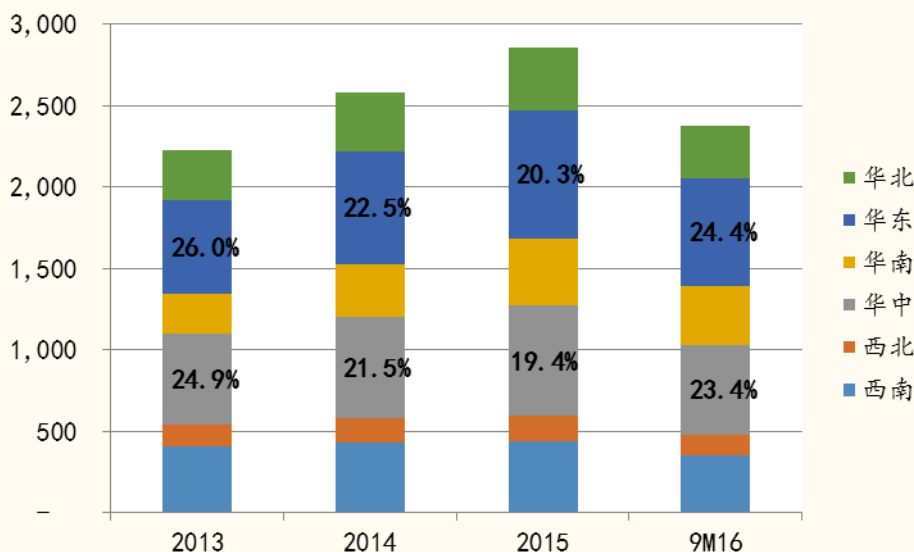
图表 12：加盟店、直营店每店销售额（万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

区域分布较均匀：绝味食品最大的市场在华东和华中地区，所占比例分别约为27%和24%。总的来说，绝味食品在各地区市场收入水平较为稳定、分布较为均匀，有较强的跨区域经营能力，不依赖单一市场，风险较小。

图表 13：主要销售区域为华东、华中

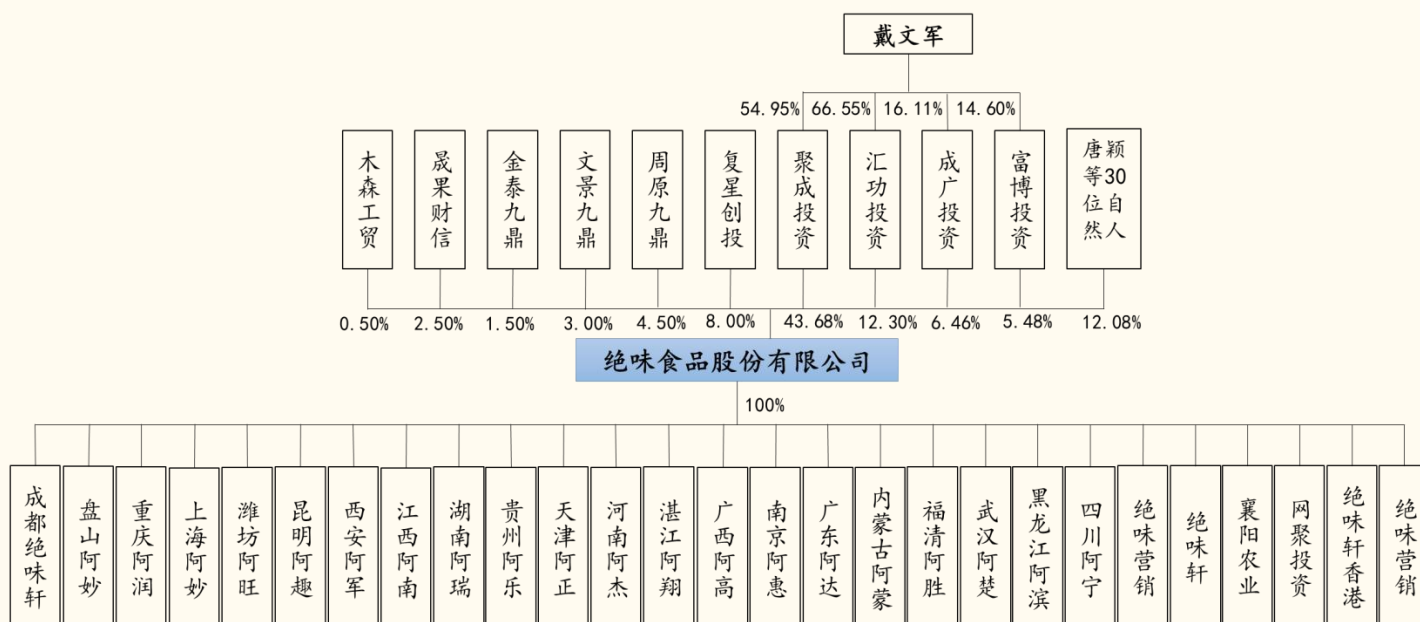


来源：招股说明书，国金证券研究所

1.3 股权结构：复星、九鼎参与风投

发行前公司总股本 36,000 万股，拟发行 5,000 万股流通股。发行前，实际控制人戴文军通过聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资间接持有绝味食品 34.03% 的股份，叠加直接持有部分，实际控制公司 67.92% 的股份。

图表 14：发行前股权图



来源：国金证券研究所

公司此次发行拟募集 80,450 万元，扣除相关发行费用 6,391 万元，主要用于新增食品加工建设项目、扩大产能，建设营销网络和食品研发检测中心，以解决供货能力不足、优化产品结构、巩固品牌力。

图表 15: 发行前后股权对比

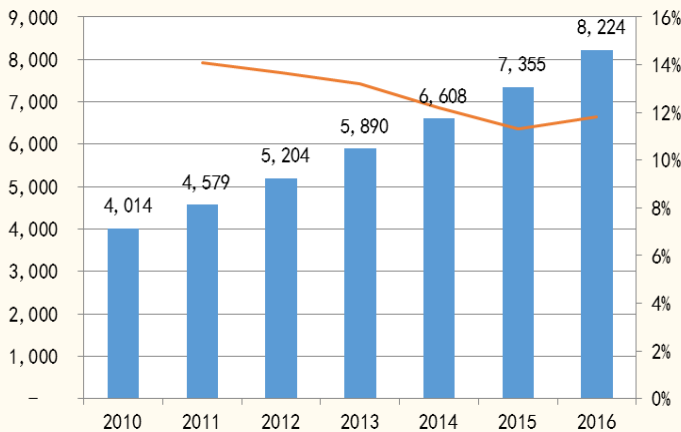
股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
聚成投资	15,725	43.7%	15,725	38.4%
汇功投资	4,428	12.3%	4,428	10.8%
复星创投	2,880	8.0%	2,880	7.0%
成广投资	2,324	6.5%	2,324	5.7%
富博投资	1,972	5.5%	1,972	4.8%
周原九鼎	1,620	4.5%	1,620	4.0%
文景九鼎	1,080	3.0%	1,080	2.6%
晟果财信	900	2.5%	900	2.2%
金泰九鼎	540	1.5%	540	1.3%
木森工贸	180	0.5%	180	0.4%
唐颖等 30 位自然人	4,351	12.1%	4,351	10.6%
社会公众股		0.0%	5,000	12.2%
合计	36,000	100.0%	41,000	100.0%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

二、休闲卤制品行业快速发展, 公司成长路径各不同

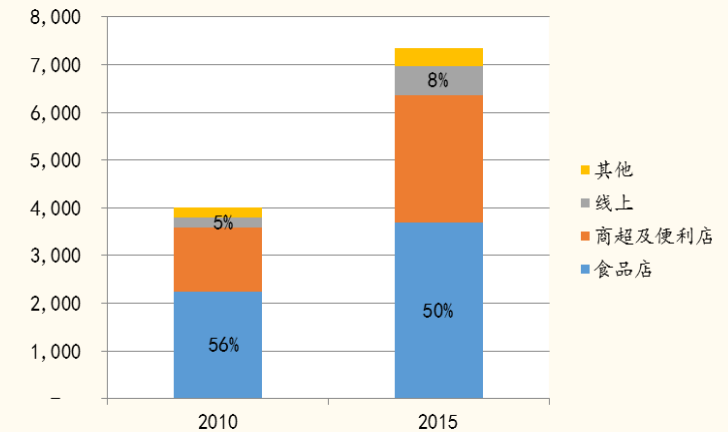
根据 Frost & Sullivan 的统计, 中国休闲食品 (包括休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干) 的零售值从 2010 年的 4,014 亿元快速增长至 7,355 亿元, 年均复合增速达 12.9%, 预计未来随着细分领域的不断丰富, 依然能维持 10% 以上的增速。

图表 16: 休闲食品零售值 (亿元)



来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 国金证券研究所

图表 17: 休闲食品线上渠道发展最快



来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 国金证券研究所

2.1 品牌标准化推动休闲卤制品行业发展

图表 18: 休闲卤制品增速最快 (单位: 十亿元)

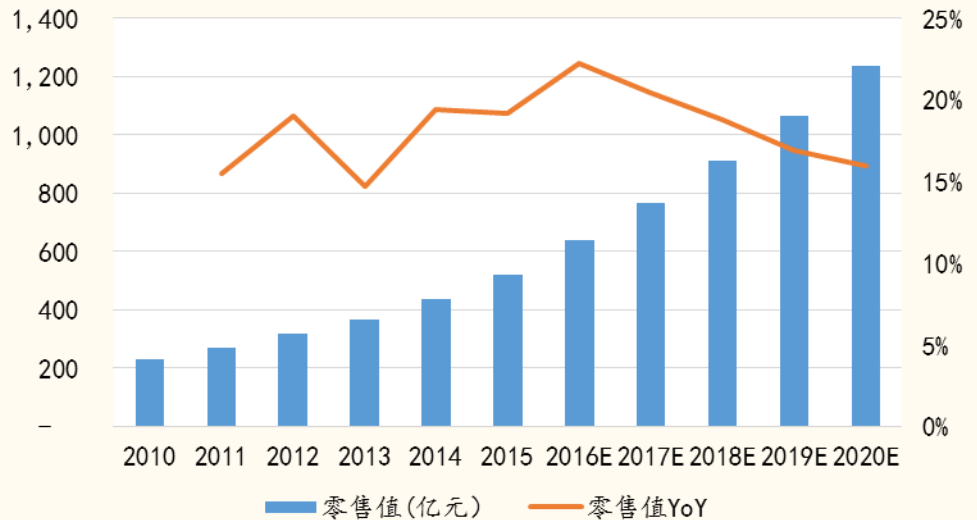
	市场规模			复合年增长率	
	2010	2015	2020	2010-2015	2015-2020
休闲卤制品	23.2	52.1	123.5	18%	19%
糖果及蜜饯	146.4	258.5	414.8	12%	10%
面包、蛋糕	81.6	155.5	266.3	14%	11%
膨化食品	36.2	78.3	168.9	17%	17%

炒货	40.5	63.6	105.3	10%	11%
饼干	38.5	63.8	101.7	11%	10%
其他	35.0	63.7	117.9	13%	13%

来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 国金证券研究所

根据 Frost & Sullivan 数据, 中国休闲卤制品行业的零售值从 2010 年的 232 亿元增加至 2015 年的 521 亿元, CAGR 达 17.6%。未来预计随着消费者对于卫生要求的提高, 以及生产技术的增强, 品牌的快速发展将推到休闲卤制品继续保持快速发展。

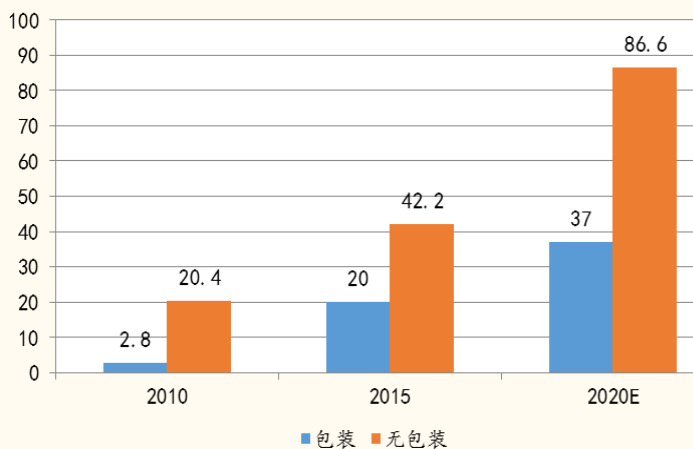
图表 19: 休闲卤制品市场规模 (亿元)



来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 国金证券研究所

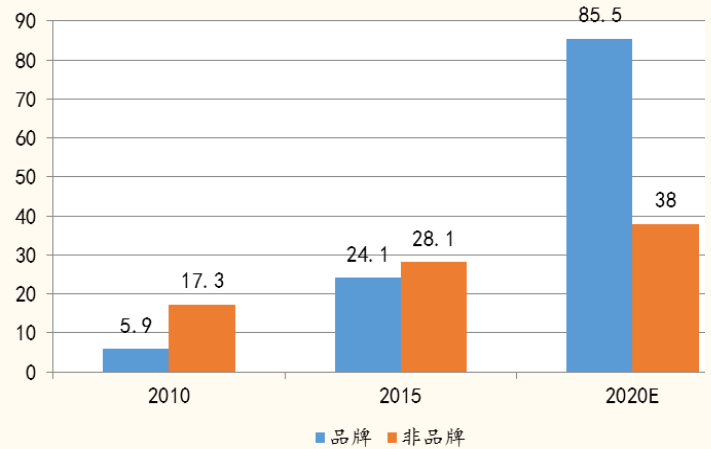
- **品牌化:** 卤制品在中国的历史悠久, 多以小作坊生产为主。20 世纪 90 年代以来, 多家品牌涌现, 致力于增强品牌形象, 抢占市场份额, 在品牌的大力宣传下, 消费者逐渐从小作坊购买转至品牌店购买。
- **标准化:** 品牌一改以往手工作坊的加工方式, 标准化以及自动化制造过程, 以确保在大批量生产的情况下, 味道、质量以及安全保持稳定, 未包装卤制品逐渐由便携式带包装卤制品取代, 卤制品也逐渐由餐桌食品转变为副餐休闲食品。

图表 20: 包装休闲卤制品 5 年 CAGR28.8%(十亿)



来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 国金证券研究所

图表 21: 品牌休闲卤制品 5 年 CAGR32.6%(十亿)



来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 国金证券研究所

2.2 品牌销售渠道日益现代化

传统餐桌上的卤制品主要通过路边摊以及农贸市场出售，而现代休闲卤制品主要通过食品店（休闲食品专卖店）、超市、便利店、品牌连锁店（加盟、连锁）以及网上渠道（天猫、京东以及 APP）出售。随着品牌宣传加强以及消费者消费习惯改变，领先休闲卤制品致力于建立广泛的分销网络，通过品牌连锁店、超市以及便利店的零售值从 2010 年-2015 年复合增速分别为 22.9%及 21.1%。

■ 交通枢纽新开店数多

截至 2015 年年底，中国有超过 200 个机场及 2,000 多个火车站，铁路及机场的总客运量 2015 年分别达 25 亿和 4.36 亿，5 年 CGAR 增速分别为 8.6%和 10.2%。随着中国交通枢纽的加快建设，特别是高铁站客运量的显著增长，已经逐渐成为休闲卤制品的重要销售渠道。

图表 22：中国休闲卤制品渠道分布

人民币十亿	零售值			复合年增长率	
	2010	2015	2020E	2010-15	2015-20
超市及便利店	6.1	16.0	38.4	21.1%	19.2%
食品店及食品市场	12.0	20.7	31.3	11.5%	8.6%
自营门店及加盟店	3.8	10.7	34.1	22.9%	26.1%
网上渠道	0.4	2.6	13.5	44.1%	39.5%
其他渠道	0.8	2.1	6.2	20.9%	23.7%

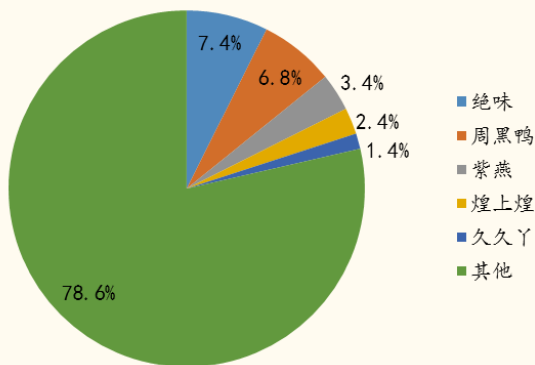
来源：Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 国金证券研究所

品牌休闲卤制品销售门店一般选址于人流多的地区（商场、商业区、公园、旅游景点、交通枢纽及剧院），有效的将休闲卤制品与休闲联系，增加消费者的曝光度，渠道的不断拓展将推动行业销售量的提升，促进全国性卤制品品牌的发展。

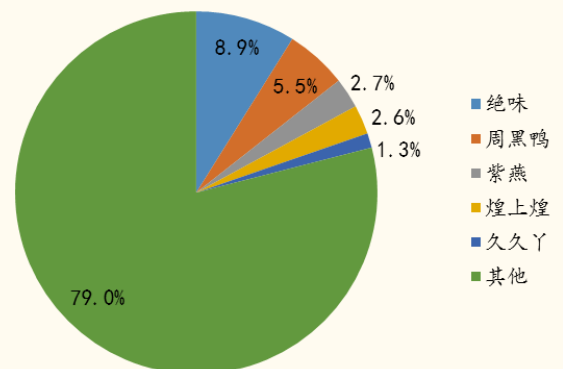
2.3 行业分散、竞争加剧

中国现有休闲卤制品行业分散，品牌非品牌以及品牌之间竞争较为激烈。按总收益和总零售值划分，CR5 分别达 21.4%和 21%。预计未来随着行业的持续发展以及监管趋严，行业集中度有望提升。拥有较高品牌效应及声誉、先进的生产及包装技术、独特迎合消费者的口味和强大供应网络的企业有望获得更多的市场份额。

图表 23：休闲卤制品市场份额（按收益）



图表 24：休闲卤制品市场份额（按零售）



来源：Frost&Sullivan, 招股说明书, 国金证券研究所

来源：Frost&Sullivan, 招股说明书, 国金证券研究所

我们认为未来随着消费者习惯的转变会成为中国休闲卤制品行业的主推力，卤制品不再仅是正餐时享用，而是向多种消费场景转换，而品牌自身不断产品创新、包装改良、销售渠道的扩张以及物流支持的改善将持续推动休闲卤制品行业快速发展。

图表 25: 行业主要品牌情况

品牌	门店数	销售区域	主要产品
煌上煌	2,500 家左右 (直营+加盟)	江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南、天津和江苏等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品, 豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜, 米制品
周黑鸭	700 家左右 (直营为主)	北京、江西、湖北、湖南、广东、河南、上海等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品, 香干、藕片等佐餐凉菜
久久丫	1,000 家左右 (直营+加盟)	北京、江苏、浙江、四川、上海、广东等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品
紫燕	1,500 家左右 (直营为主)	四川、重庆、上海、安徽、江苏、浙江等	百味鸡、芙蓉鸭、油烫鸭、藤椒鸡、凤爪、鹅翅、鸭脖、夫妻肺片等, 海带等佐餐凉菜
绝味	7,758 家 (直营+加盟)	湖南、湖北、江西、福建、辽宁、陕西、北京、上海、天津、浙江、河南、广西、四川、重庆、云南、贵州、山东、山西、内蒙古等	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

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

三、绝味 VS 周黑鸭: 差别主要在于渠道

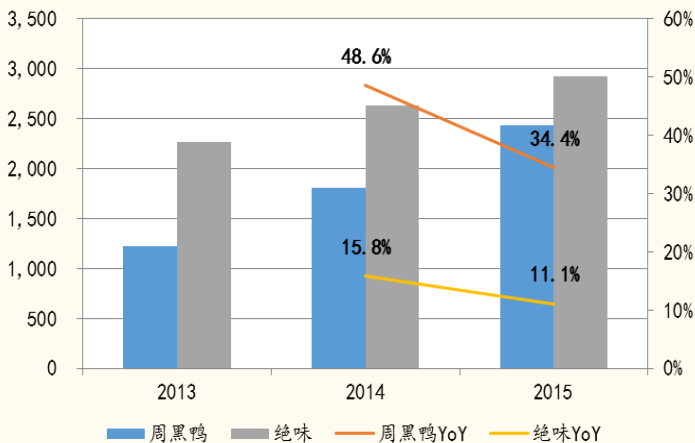
图表 26: 绝味和周黑鸭主要数据比较

	绝味	周黑鸭
2015 年门店数量	7,172	641
覆盖省市	29	12
员工数量	3,997	3,744
2015 年收入 (亿元)	29.2	24.3
2015 年出厂单价 (元/KG)	34.1	79.4
2015 年毛利率	28.6%	56.40%
2015 年净利率	10.3%	23.00%
市占率 (按零售额)	8.9%	5.5%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

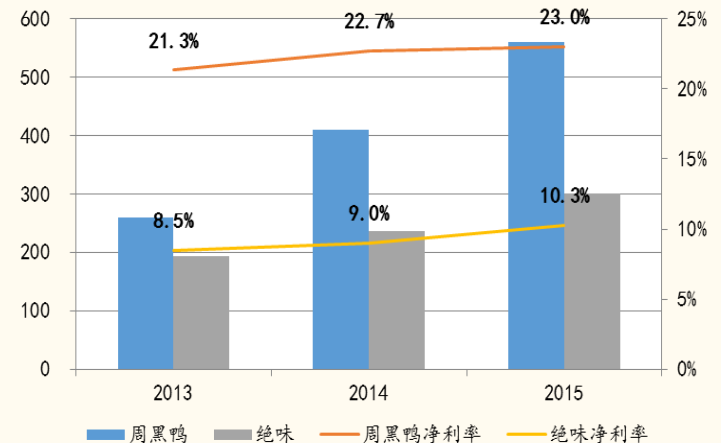
休闲卤制品另一龙头周黑鸭最近在港股上市, 绝味+周黑鸭两家企业按零售额看约占 14.4% 的行业份额。根据两家招股说明书显示, 绝味 2016 年录得收入 32.7 亿元, +12.08%YoY, 录得净利 3.8 亿元, 净利率同比+0.5ppt; 而周黑鸭 2016H1 录得收入 13.9 亿元, +18.3%YoY, 录得净利 3.82 亿元, 净利率同比+4.4ppt。我们将从产品、渠道、费用等方面来分析两家公司。

图表 27: 周黑鸭、绝味收入对比 (百万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 28: 周黑鸭、绝味利润对比 (百万元)

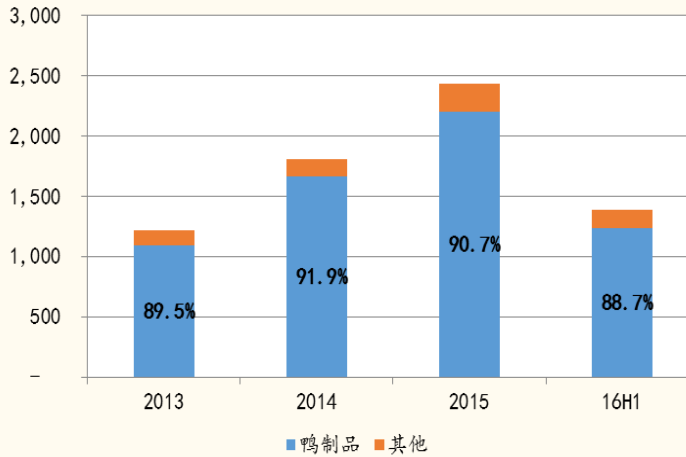


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

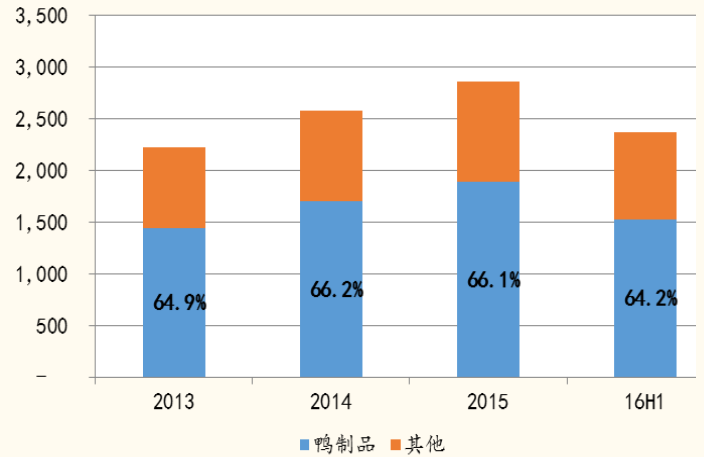
3.1 产品：以鸭制品为主，收入结构相似

周黑鸭和绝味的产品结构相似，都以鸭制品为主。产品按包装划分，也分为MAP锁鲜包装，以及真空包装。主要区别在于产品口味以及单价方面，绝味分正辣和甜辣，而周黑鸭只有单一口味；终端定价方面，周黑鸭大多数产品单价要比绝味便宜10%以上。

图表 29：周黑鸭鸭制品占比更重（百万元）



图表 30：绝味产品更加多元化（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 31：周黑鸭、绝味食品价格比较

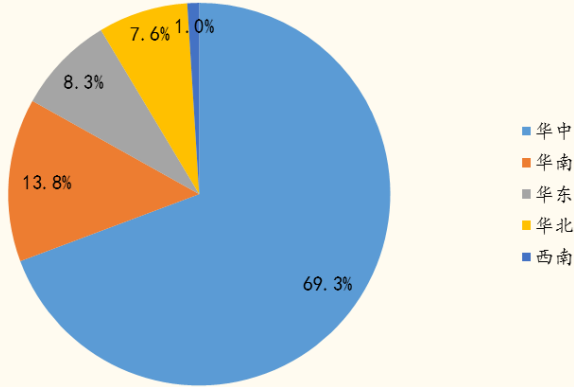
包装	商品	周黑鸭			绝味			周黑鸭/绝味价差
		规格 (g)	总价 (元)	均价 (元/千克)	规格 (克)	总价 (元)	均价 (元/千克)	%
锁鲜装	鸭脖	200	23.8	119.0	205	23.8	116.1	3%
	鸭肠				130	23.8	183.1	
	鸭架鸭锁骨	240	23.9	99.6	240	27.8	115.8	-14%
	鸭爪鸭掌	245	25.9	105.7	245	27.8	113.5	-7%
	鸭翅	250	25.9	103.6				
	鸭翅中				250	28.8	115.2	
	鸭头	280	28.8	102.9	280	28.8	102.9	0%
	鸭舌	150	52.8	352.0	150	55.6	370.7	-5%
	鸭胗鸭肫	180	32.8	182.2	180	32.8	182.2	0%
	鸭腿	220	26.9	122.3				
	毛豆				200	22.8	114.0	
真空装	豆干香干	180	18.0	100.0				
	鸭脖	180	23.9	132.8	200	26.8	134.0	-1%
	鸭架鸭锁骨	115	15.6	135.7	200	23.8	119.0	14%
	鸭爪鸭掌	160	30.8	192.5	200	26.8	134.0	44%
	鸭翅	180	21.8	121.1	200	26.8	134.0	-10%
	鸭翅中	180	30.8	171.1				
	鸭头	198	25.8	130.3				
	鸭舌	88	45.0	511.4	40	26.8	670.0	-24%
	鸭胗鸭肫	150	24.8	165.3				
	酱板鸭				360	58	161.1	
卤鸭	450	108.0	240.0					
豆干香干	135	16.0	118.5					

来源：京东旗舰店，国金证券研究所

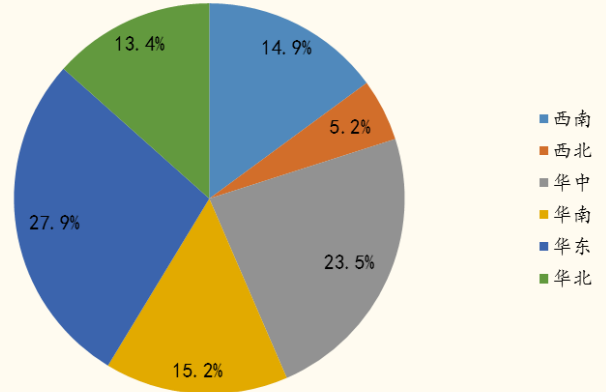
3.2 区域：绝味较为均衡，周黑鸭以华中地区为主

绝味成立于湖南，周黑鸭起源于湖北，绝味由于采取加盟店的模式，扩张迅速，市场覆盖面上远远领先于周黑鸭，而渗透率上，周黑鸭深耕华中地区特别是湖北大本营市场，在湖北有 263 家店，其中武汉有 196 家，占门店总数的 1/3。

图表 32：周黑鸭收入大多来源于华中地区（16H1）



图表 33：绝味收入地区较为均衡（9M16）



来源：招股说明书，国金证券研究所

来源：招股说明书，国金证券研究所

未来周黑鸭预计 2016/17 年分别新开 187 家/180 家店，相比 2015 年年底提升约 30%，同时继续在现有优势区域继续下沉、开发新的市场。而绝味已在全国共开设了 7,758 家门店。公司销售网络的覆盖率和门店数量居于市场领先地位。虽然加盟模式便于扩张，但加盟商毕竟是独立于公司的主体，随着公司生产经营规模的扩大和加盟商的不断增长，在加盟模式方面的制度建设、运营管理、资金管理和内部控制等方面将面临更大的挑战。

未来，为了更好地实现公司的营销战略，公司计划在长沙组建全国运营中心，完善其配货调度、品牌策划、销售管理等方面的智能，在华北、华南、华中、华东等区域的机场、高铁站、地铁站等交通枢纽和核心商圈新建 180 家直营旗舰店，并将全国运营中心及终端网络以计算机网络连接，提高营销、物流管理水平和市场运作能力，完成营销、物流管理网络信息化进程。

图表 34：绝味募投新开直营店分布

	第一年	第二年	第三年	合计	地区
高铁	72	26	2	100	长沙、广州、济南、沈阳、北京、天津、石家庄、上海、杭州、南京、合肥、武汉、郑州、成都、哈尔滨、南昌
机场	12	3	0	15	长沙、沈阳、广州、深圳、上海、厦门、福州、西安、南京、郑州、成都、北京
地铁	12	13	5	30	上海、长沙、武汉、广州、深圳、郑州、成都
传统核心商圈	17	9	9	35	石家庄、哈尔滨、太原、长春、上海、海口、杭州、成都、昆明、郑州、南京、长沙
合计	113	51	16	180	

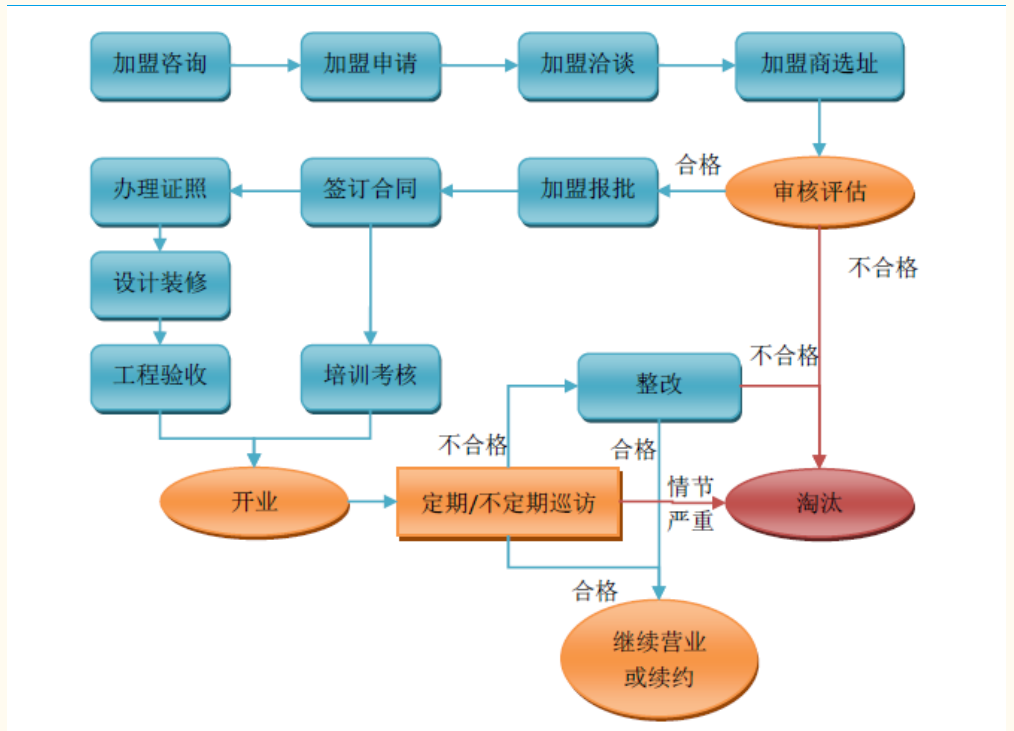
来源：招股说明书，国金证券研究所

3.3 渠道：绝味以“加盟连锁”为主体，周黑鸭坚持“直营”模式

■ 加盟利于快速扩张

绝味主要采取“加盟连锁”，此模式下公司与加盟商签订合同，授权加盟商开设加盟门店经营，实行独立核算自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。在加盟商的助力下，绝味扩张迅速，三年净增 2,000 多家门店，增幅达 35%。

图表 35：加盟店筛选管理流程

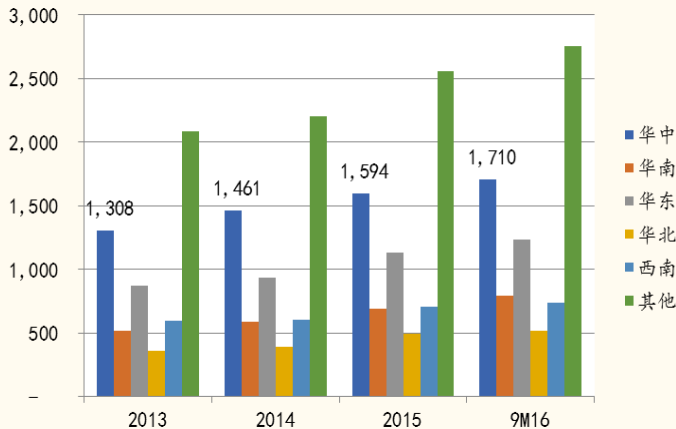


来源：招股说明书，国金证券研究所

在加盟商筛选方面，公司拥有完整的评估体系和方法：

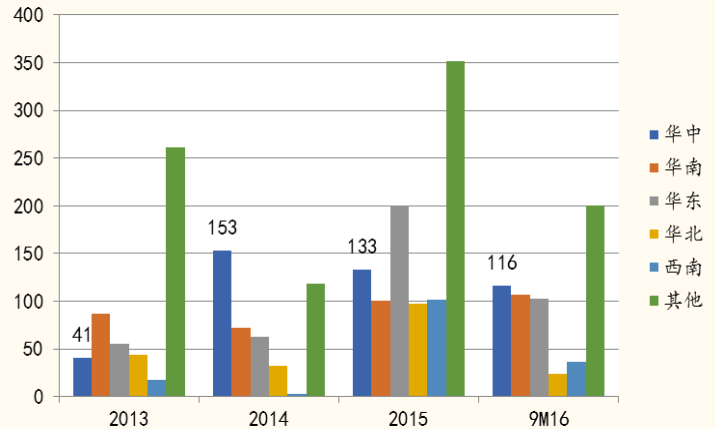
- (1) **加盟洽谈**：对加盟商的经验、能力、实力、理念、店铺资源和合作意愿等六大方面采用面谈、市场调查等方式进行综合评判；
- (2) **加盟商选址**：在开店前，公司会根据成熟的门店选址方法，综合考虑周围商圈、人流量、消费习惯、消费水平等条件，参照公司对门店选址标准进行审核，帮助加盟商找到最佳的开店地点，并通过合理的门店规划形成新店与现有门店良性的竞争格局；
- (3) **后续装修培训**：公司会根据统一的门店装修标准和配置要求加盟商聘请第三方施工队进行门店装修；公司会对加盟商门店经营人员进行产品知识、设备操作、销售技巧、门店日常管理、经营理念、实际销售技巧等方面的系统性培训，要求所有经营人员和直营门店的员工达到相同的标准和服务。

图表 36：绝味各地区开店数目（个）



来源：注华东包括湖北、湖南、河南及江西；华南包括广东、深圳；华东包括上海、江苏、浙江；华北包裹北京、天津；西南包括重庆、四川；国金证券研究所

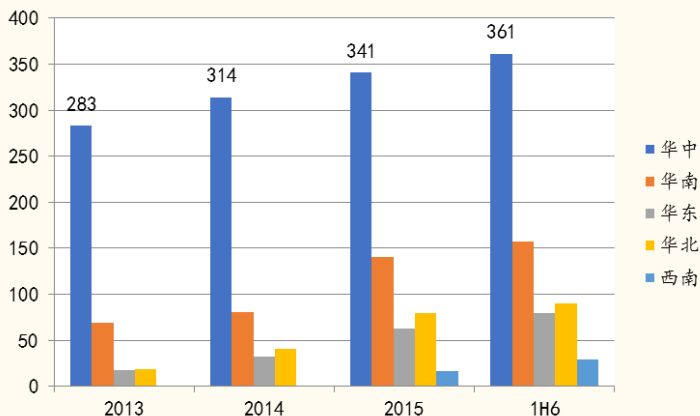
图表 37：绝味各地区年新开店数目（个）



来源：注华东包括湖北、湖南、河南及江西；华南包括广东、深圳；华东包括上海、江苏、浙江；华北包裹北京、天津；西南包括重庆、四川；国金证券研究所

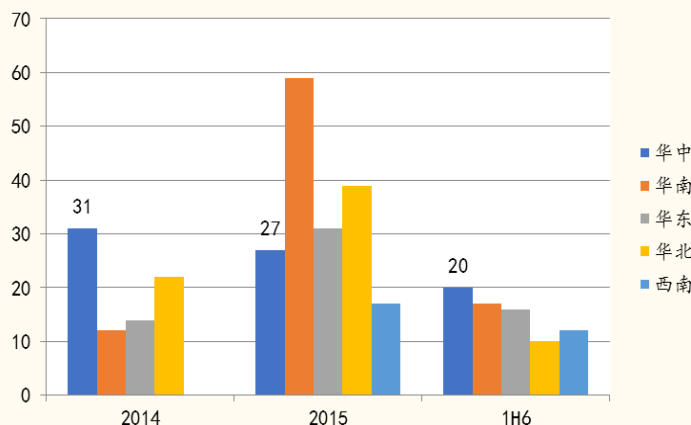
周黑鸭以“直营店”为主，由于自负盈亏，对于门店选址、生产管理方面要求较高，扩张相对缓慢。截至16H1公司共有761家店，3年间净增370家店。

图表 38：周黑鸭主要集中在华中地区（个）



来源：注华东包括湖北、湖南、河南及江西；华南包括广东、深圳；华东包括上海、江苏、浙江；华北包裹北京、天津；西南包括重庆、四川；国金证券研究所

图表 39：周黑鸭新开店速度不及绝味

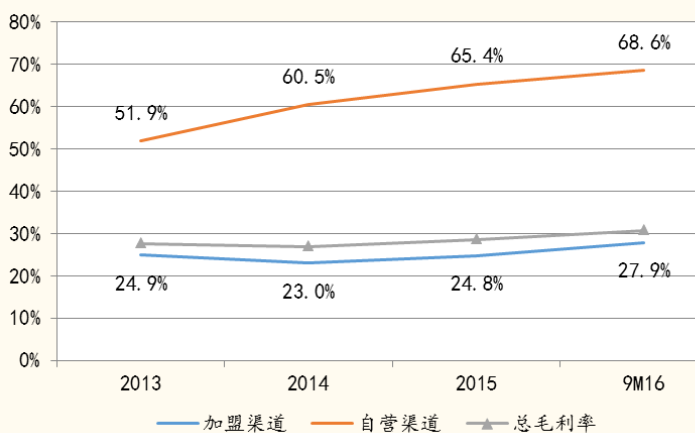


来源：注华东包括湖北、湖南、河南及江西；华南包括广东、深圳；华东包括上海、江苏、浙江；华北包裹北京、天津；西南包括重庆、四川；国金证券研究所

■ 加盟毛利率低

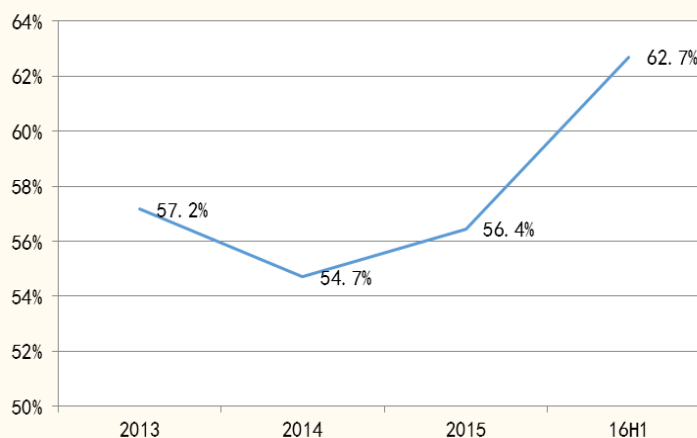
自营渠道毛利率显著高于加盟渠道毛利率，主要系加盟渠道毛利率为自工厂销售至加盟店的毛利率，自营渠道毛利率为工厂销售至直营店后销售给最终消费者的毛利率。绝味近年来加盟渠道的毛利率稳定在24%左右，而自营渠道毛利率呈上升趋势，主要由于自营店分布在高铁站、飞机场等的自营门店数量有所增加，其销售给顾客的价格略高于一般普通门店的价格所致。

图表 40：绝味自营毛利率高于周黑鸭



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 41：周黑鸭选址交通枢纽，毛利率高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 选址向交通枢纽靠拢

周黑鸭多将门店设在人流多的区域，例如交通枢纽、商业综合体及购物中心，最大化的提升在客户中的品牌知名度及客户可获取性。周黑鸭总体收入中约50%来源于商场，18%来源于机场、火车站，10%来源于地铁站，剩余来源于社区店等。

而绝味新开的自营店约55%将建在高铁，约8.3%建在机场，约5.5%建在地铁站。公司预计直营旗舰店项目建设完成后，正常年收入为32,250万元，平均每店收入179万元，税后总净利润为1,426万元。税后财务内部收益率为23%。

图表 42: 周黑鸭自营店坪效对比

		2013	2014	2015	6M2016
交通枢纽店	数量(家)				203
	面积(平方米)				6,430
	收入(万元)	34,050	58,900	84,300	48,060
	占总收益比例	28%	32.6%	34.7%	34.6%
	每店收入	半年约为 236 万元			
	坪效	半年约为 7.5 万元, 全年有望超 15 万元。			
非交通枢纽店	数量(家)				606
	面积(平方米)				18,710
	收入(万元)	74,720	100,010	128,840	73,680
	占总收益比例	61.40%	55.30%	53%	53%
	每店收入	半年约为 121 万元			
	坪效	半年约为 3.94 万元, 全年有望超 8 万元			

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 43: 绝味向加盟商销售金额

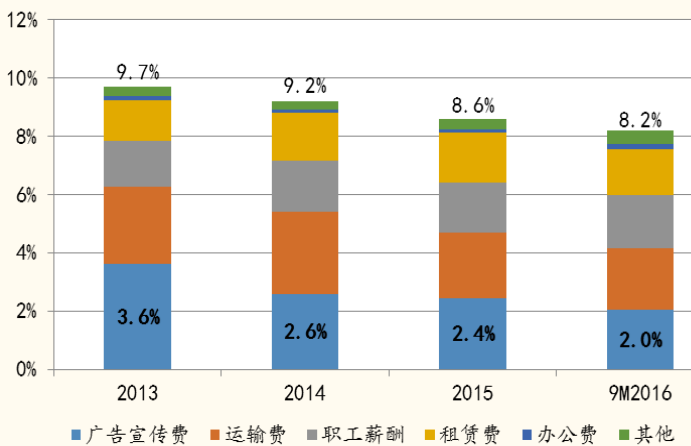
绝味对加盟门店销售金额区间	门店数量	销售金额合计(万元)	占加盟收入比例	单店销售额(万元)
25 万元以下	3,123	48,753	18.52%	15.6
25 万元-50 万元	2,918	104,110	39.55%	35.7
50 万元-75 万元	951	56,992	21.65%	59.9
75 万元-100 万元	326	27,833	10.57%	85.4
100 万元以上	197	25,567	9.71%	129.8
合计	7,515	263,255	100%	35.0

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 加盟渠道销售费用率低

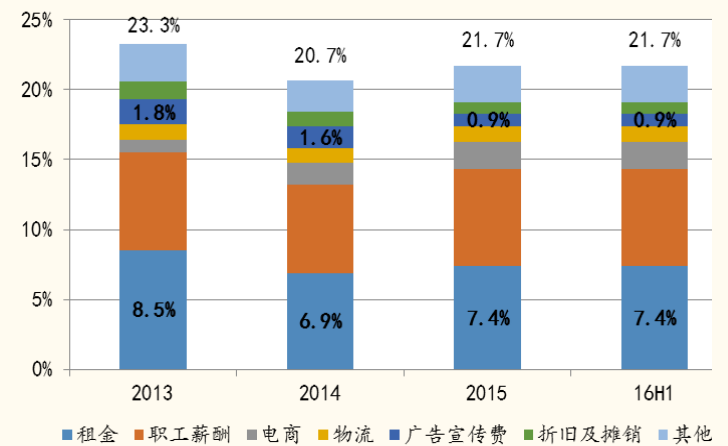
自营渠道由于要为自营门店支付租赁费用, 特别是周黑鸭新开门店集中于一、二线城市, 租金占比较高。

图表 44: 绝味销售费用率分解



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 45: 周黑鸭销售费用率分解



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

四、募投项目：扩充产能，提升营销研发能力，加快信息化建设

公司此次发行 5,000 万股，申购价 16.09 元，主要用于新增食品加工建设项目、扩大产能，建设营销网络和食品研发检测中心，有利于公司解决供货能力不足、优化产品结构、巩固品牌优势。

图表 46：募投项目（万元）

项目名称	投资总额	募集资金投资额	建设期
湖南阿瑞食品有限公司建设年产 16500 吨酱卤食品加工建设项目	13,114	13,114	2 年
江西阿南食品有限公司建设年产 14000 吨酱卤食品加工建设项目	11,212	11,212	2 年
黑龙江阿滨食品有限公司建设年产 8000 吨酱卤食品加工建设项目	7,091	7,091	2 年
上海阿康食品有限公司建设年产 10000 吨酱卤食品加工建设项目	7,193	7,193	2 年
贵州阿乐食品有限公司建设年产 5000 吨酱卤食品加工建设项目	3,675	3,675	2 年
河南阿杰食品有限公司建设年产 12000 吨酱卤食品加工建设项目	8,367	8,367	2 年
四川阿宁食品有限公司建设年产 17000 吨酱卤食品加工建设项目	12,731	12,731	2 年
西安阿顺食品有限公司建设年产 12000 吨酱卤食品加工建设项目	9,698	698	2 年
湖南绝味食品营销网络建设和培训中心及终端信息化升级项目	17,808	5,976	3 年
湖南阿瑞食品有限公司建设研发检验中心及信息化升级建设项目	4,002	4,002	1 年
合计	94,891	74,059	

来源：招股说明书，国金证券研究所

4.1 产能：计划新增超 9 万吨产能

公司拟在湖南、江西、黑龙江等八个地区的食品公司新增酱卤食品加工建设项目，以满足日益增长的消费者需求。从预计生产的产品品类上看主要是禽类卤制品的鲜货和包装产品，兼有肉制品、素菜、海鲜水产品等品类。八个加工建设项目建设期都为 2 年，投产后第一年生产负荷达 80%，第二年满产。完工后预计增加鲜货产量 83,500 吨，包装产品 9,500 吨，最终产品总产量增加 93,000 吨（不含鸭胚 1,500 吨）。

图表 47：新增产能划分（万吨）

项目名称	鲜货	包装产品	鸭胚	总新增产能
湖南阿瑞	13,000	3,500		16,500
江西阿南	12,500		1,500	14,000
黑龙江阿滨	6,000	2,000		8,000
上海阿康	10,000			10,000
贵州阿乐	5,000			5,000
河南阿杰	12,000			12,000
四川阿宁	15,000	2,000		17,000
西安阿顺	10,000	2,000		12,000
合计	83,500	9,500	1,500	94,500

来源：招股说明书，国金证券研究所

此次新增建设项目涵盖全国各大地区，在保证传统优势的华东、华中、西南地区的供应的基础上也扩大了东北、华北、华南地区的产量。我们按照 2017-2019 年新增产能利用率分别为 40%/60%/70%，以及产销率达 100% 测算，2017-2019 年产能分别达 15.65 万吨/18.44 万吨/20.3 万吨，产销量分别达 10.88 万吨/13.49 万吨/15.54 万吨，同比+20.6%/23.9%/15.2%。

图表 48: 未来产能/产量预测 (吨)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
总产能 (吨)	99,000	101,000	105,000	110,000	156,500	184,400	203,000
新增产能		2,000	4,000	5,000	46,500	27,900	18,600
鸭脖					15,325	9,195	6,130
鸭锁骨					1,255	753	502
鸭掌					3,955	2,373	1,582
鸭翅					4,165	2,499	1,666
其他					21,800	13,080	8,720
产能利用率	74.4%	79.3%	79.6%	82.0%	69.6%	73.2%	76.5%
- 新增产能利用率					40%	60%	70%
产量	73,656	80,086	83,557	90,250	108,850	134,890	155,350
产销率	100.3%	100.2%	99.7%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

来源: 注蓝色为预测数字, 招股说明书, 国金证券研究所

4.2 营销网络: 完善线下营销网络的广度和深度

公司拟投入 1.78 亿元建设营销网络, 建设期 3 年。项目建设完成后, 将完善公司线下营销网络的广度和深度, 提升线下信息的处理能力、促进线上、线上营销网络的融合, 进一步提升公司产品的市场占有率。

图表 49: 营销网络建设项目预算 (万元)

项目名称	投资金额	总占投资比例
终端信息化升级系统	2,000	11.23%
直营旗舰店建设	10,560	59.30%
营销网络培训中心	4,978	27.95%
铺底流动资金	270	1.52%
合计	17,808	100.00%

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 拓展公司的优势营销区域, 推进网络信息化建设

为了实现公司的营销战略, 公司计划在长沙组建全国运营中心, 完善其配货调度、品牌策划、销售管理等方面的智能, 在华北、华南、华中、华东等区域市场新建 180 家旗舰店, 并将全国运营中心及终端网络以计算机网络连接, 提高营销、物流管理水平和市场运作能力, 完成营销、物流管理网络信息化进程。

图表 50: 拟建直营旗舰店安排 (家)

时间	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

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 有助于公司快速消化新增的产能

未来随着公司在全国范围内生产公司产能的增加, 公司现有营销网络将无法满足公司产能快速提高的要求, 项目建设完成后将使公司的直营门店数量快速增加, 并将产能尽快转化为利润。

4.3 研发检验中心: 加强研发能力, 提高食品安全监测水平

公司拟使用 4,002 万元建设食品研发和检验中心, 建设期 12 个月。项目建成后, 将依托公司现有研发优势进一步增强公司的核心竞争能力、扩大行业领先优势和提升产品市场份额。

■ 提高核心竞争力，提升品牌形象

作为休闲卤制品行业内的领先企业，公司只有不断提升研发能力、优化生产工艺和丰富产品结构、创新产品品种，才能使产品结构向多元化方向发展，不断满足市场的变化和 demand，进一步增强核心竞争力。

■ 扩大产品种类，提高市场份额及盈利能力

项目的建设，将完善企业研发场所的硬件配备并吸引高端专业人才的加入，提升新品研发和旧品改良的能力，满足快速增长的市场以及消费结构升级的需求，继续保持公司在行业中的竞争优势并占据更多的市场份额。

■ 保障食品安全

公司将依托项目的建设更新改造产品质量检测中心设备仪器、原（辅）料检验设备仪器、产品出厂检验设施与设备仪器、生产过程质量动态检测预警设备，建立健全产品质量数据库、企业质量诚信数据采集与管理系统、企业产品质量可追溯体系，全面提升企业产品质量安全检验水平，有力保障食品安全。

五、盈利预测

5.1 分渠道预测

假设加盟店、自营店销售量相近；未来 3 年加盟店开店速度年均增加 400 家，我们预计 2017-2019 年，加盟店销量为 10.7 万吨/13.2 万吨/15.2 万吨，对应店数为 8,260 家/8,660 家/8,960 家；自营店销量为 1,818 吨/2,711 吨/3,393 吨，对应店数为 228 家/279 家/295 家。

图表 51：分渠道销量预测

分渠道销量预测 (吨)	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
加盟渠道占比	97%	97%	98%	99%	97%	97%	97%
加盟渠道-鸭脖	25,501	24,002	29,003	30,396	36,361	44,649	51,167
加盟渠道-鸭锁骨	7,580	11,351	10,208	11,660	12,148	12,827	13,361
加盟渠道-鸭掌	5,086	6,040	6,480	5,654	7,193	9,332	11,014
加盟渠道-鸭翅	4,584	4,879	5,218	5,126	6,747	9,000	10,771
加盟渠道-鸭肠	5,291	6,833	5,044	3,524	3,524	3,524	3,524
加盟渠道-其他	23,946	25,077	25,848	32,572	41,058	52,847	62,120
加盟总计 (吨)	71,988	78,183	81,800	88,932	107,032	132,179	151,957
自营渠道占比	3%	3%	2%	1%	3%	3%	3%
自营渠道-鸭脖	665	629	527	450	615	910	1,134
自营渠道-鸭锁骨	198	297	185	173	186	210	229
自营渠道-鸭掌	133	158	118	84	126	202	260
自营渠道-鸭翅	120	128	95	76	121	201	262
自营渠道-鸭肠	138	179	92	52	52	52	52
自营渠道-其他	624	657	470	483	717	1,136	1,456
自营总计 (吨)	1,877	2,049	1,486	1,318	1,818	2,711	3,393
加盟店数 (个)	5,600	6,029	7,044	7,760	8,260	8,660	8,960
- 新增门店数		429	1,015	716	500	400	300
自营店数	146	158	128	115	228	279	295
- 新增门店数		12	-30	-13	113	51	16
加盟店数%	97%	97%	98%	99%	97%	97%	97%
自营店数%	3%	3%	2%	1%	3%	3%	3%

来源：招股说明书，国金证券研究所

5.2 收入预测

我们预计 2017-2019 年收入分别达 42.3 亿元/54.4 亿元/64.3 亿元，同比 +29.2%/28.6%/18.2%。其中加盟渠道收入未来三年分别为 38.9 亿元/49.8 亿元/58.6 亿元，对应每店收入为 47 万元/57 万元/65 万元，自营渠道收入未来三年分别为 2.9 亿元/4.1 亿元/5.2 亿元，对应每店收入为 128 万元/147 万元/176 万元。

图表 52：收入预测（人民币百万）

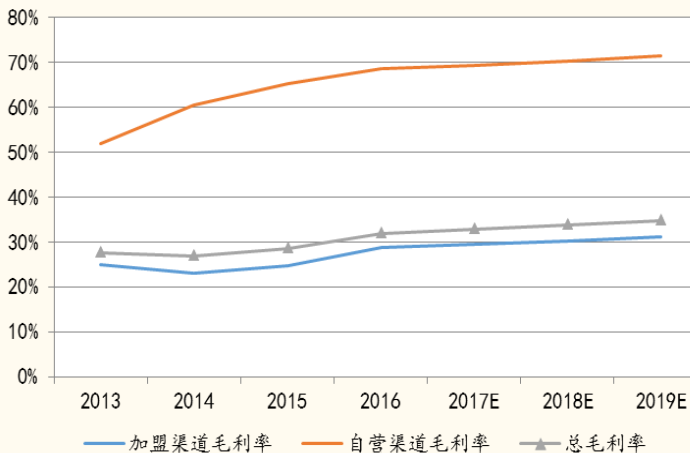
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	2,270	2,630	2,921	3,274	4,229	5,439	6,430
休闲卤制食品销售	2,194	2,546	2,819	3,232	4,185	5,392	6,381
加盟渠道	2,045	2,360	2,629	3,042	3,892	4,981	5,860
加盟渠道-鸭脖	791	903	979	1,078	1,367	1,729	2,021
加盟渠道-鸭锁骨	170	231	273	327	361	393	417
加盟渠道-鸭掌	197	226	266	244	329	439	529
加盟渠道-鸭翅	126	144	156	161	225	308	377
加盟渠道-鸭肠	75	93	106	78	83	85	87
加盟渠道-其他	685	762	848	1,155	1,528	2,026	2,429
自营渠道	149	186	190	190	292	411	521
自营渠道-鸭脖	55	66	63	60	90	126	163
自营渠道-鸭锁骨	9	13	14	14	17	20	23
自营渠道-鸭掌	10	13	14	11	18	27	36
自营渠道-鸭翅	8	9	11	9	16	25	34
自营渠道-鸭肠	6	7	7	5	5	6	6
自营渠道-其他	61	77	81	91	146	208	260
加盟商管理	27	34	38	42	45	47	48

来源：招股说明书，国金证券研究所

5.3 盈利预测

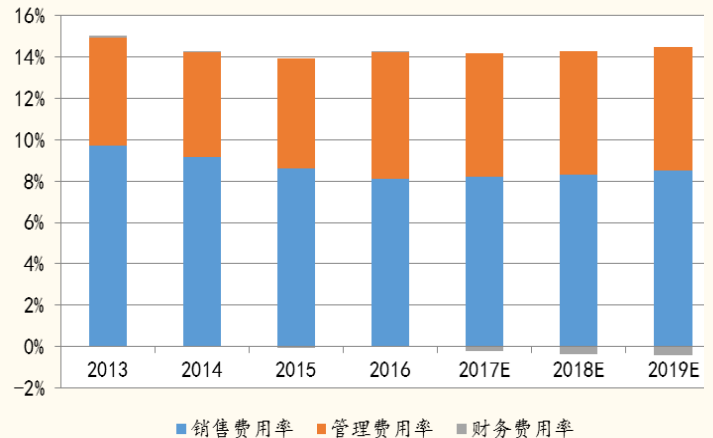
我们预计未来随着绝味规模逐渐扩大，对上游的定价能力提高，以及自营店比例的上升将会有望提升毛利率，2017-2019 年毛利率预计为 32.9%/33.8%/34.7%，同时随着绝味的不断拓张，下沉渠道，销售费用率预计小幅上涨。

图表 53：绝味毛利率预测



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 54：绝味期间费用率预测



来源：招股说明书，国金证券研究所

我们预计绝味 2017-2019 收入分别为 42.3 亿元/54.4 亿元/64.3 亿元，净利润分别为 5.74 亿/7.76 亿/9.56 亿，对应发行后 EPS 1.40 元/1.89 元/2.33 元。由

于同行业 A 股上市公司煌上煌估值不具备参考性，我们参考港股上市周黑鸭对应 17 年 18X 的估值，给予 A 股上市的绝味溢价 22-25X 的估值水平，目标价 30.8-35.0 元。

六、风险提示

食品安全问题/市场竞争激烈费用率提升/新建产能不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,630	2,921	3,274	4,229	5,439	6,430	货币资金	374	232	400	1,313	1,715	2,449
增长率	11.1%	11.1%	12.1%	29.2%	28.6%	18.2%	应收账款	14	45	22	39	51	60
主营业务成本	-1,924	-2,086	-2,232	-2,839	-3,602	-4,196	存货	199	351	408	506	641	747
%销售收入	73.2%	71.4%	68.2%	67.1%	66.2%	65.3%	其他流动资产	59	60	56	80	102	121
毛利	706	835	1,042	1,390	1,837	2,234	流动资产	646	687	886	1,938	2,509	3,377
%销售收入	26.8%	28.6%	31.8%	32.9%	33.8%	34.7%	%总资产	47.4%	42.6%	45.2%	57.8%	59.5%	63.8%
营业税金及附加	-23	-24	-32	-42	-54	-64	长期投资	147	158	131	131	131	131
%销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	375	536	721	1,057	1,310	1,483
营业费用	-242	-252	-265	-347	-451	-547	%总资产	27.5%	33.2%	36.8%	31.5%	31.1%	28.0%
%销售收入	9.2%	8.6%	8.1%	8.2%	8.3%	8.5%	无形资产	185	194	175	176	216	251
管理费用	-132	-156	-200	-254	-326	-386	非流动资产	716	926	1,076	1,414	1,705	1,914
%销售收入	5.0%	5.3%	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	52.6%	57.4%	54.8%	42.2%	40.5%	36.2%
息税前利润 (EBIT)	309	404	544	747	1,005	1,237	资产总计	1,362	1,613	1,962	3,351	4,214	5,291
%销售收入	11.8%	13.8%	16.6%	17.7%	18.5%	19.2%	短期借款	45	53	30	0	0	0
财务费用	-1	1	-3	10	21	29	应付款项	297	299	338	441	562	658
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.5%	其他流动负债	56	66	85	103	132	155
资产减值损失	-3	-5	-11	0	0	0	流动负债	397	419	452	544	694	814
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	30	30	30	31
投资收益	-12	-13	-22	0	0	0	其他长期负债	4	12	14	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	402	431	497	574	724	844
营业利润	293	387	508	757	1,026	1,266	普通股股东权益	961	1,182	1,465	2,777	3,490	4,446
营业利润率	11.1%	13.2%	15.5%	17.9%	18.9%	19.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	26	17	9	9	9	9	负债股东权益合计	1,362	1,613	1,962	3,351	4,214	5,291
税前利润	319	404	517	765	1,034	1,275							
利润率	12.1%	13.8%	15.8%	18.1%	19.0%	19.8%	比率分析						
所得税	-82	-103	-137	-191	-259	-319		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	25.9%	25.6%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	236	301	380	574	776	956	每股收益	0.656	0.836	1.056	1.400	1.892	2.332
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	2.668	3.284	4.070	6.774	8.512	10.844
归属于母公司的净利润	236	301	380	574	776	956	每股经营现金净流	1.184	0.598	1.372	1.549	2.119	2.649
净利率	9.0%	10.3%	11.6%	13.6%	14.3%	14.9%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.60%	25.45%	25.95%	20.66%	22.22%	21.50%
净利润	236	301	380	574	776	956	总资产收益率	17.35%	18.65%	19.38%	17.12%	18.41%	18.07%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	22.80%	24.34%	26.26%	19.96%	21.41%	20.72%
非现金支出	45	57	84	80	118	151	增长率						
非经营收益	13	11	25	-6	-6	-6	主营业务收入增长率	15.84%	11.09%	12.08%	29.17%	28.61%	18.21%
营运资金变动	132	-153	4	-13	-19	-15	EBIT 增长率	15.75%	30.62%	34.74%	37.21%	34.56%	23.08%
经营活动现金净流	426	215	494	635	869	1,086	净利润增长率	22.57%	27.28%	26.42%	50.89%	35.16%	23.25%
资本开支	-127	-236	-260	-409	-401	-351	总资产增长率	19.29%	18.43%	21.60%	70.82%	25.74%	25.54%
投资	0	-23	-3	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	-27	31	0	0	0	应收账款周转天数	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
投资活动现金净流	-127	-286	-232	-409	-401	-351	存货周转天数	41.6	48.1	62.1	65.0	65.0	65.0
股权募资	0	0	0	738	-63	0	应付账款周转天数	28.3	28.1	26.8	28.0	28.0	28.0
债权募资	-25	8	7	-44	0	1	固定资产周转天数	39.8	37.7	48.1	61.9	61.7	59.2
其他	-64	-80	-100	-7	-2	-2	偿债能力						
筹资活动现金净流	-89	-72	-93	687	-65	-1	净负债/股东权益	-34.22%	-15.10%	-23.20%	-46.21%	-48.29%	-54.39%
现金净流量	210	-142	168	913	402	734	EBIT 利息保障倍数	367.6	-697.3	201.4	-76.8	-48.7	-42.5
							资产负债率	29.49%	26.72%	25.31%	17.13%	17.18%	15.96%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD