

休闲卤制食品领先品牌, 募资助力战略实现
评级:

市场价格:

目标价格:

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 龚小乐

电话: 021-20315138

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	410
流通股本(百万股)	50
市价(元)	
市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,921.30	3,274.14	3,739.32	4,368.37	5,248.24
增长率 yoy%	11.09%	12.08%	14.21%	16.82%	20.14%
净利润	300.82	380.30	438.47	552.54	678.77
增长率 yoy%	27.28%	26.42%	15.29%	26.02%	22.85%
每股收益(元)	0.84	1.06	1.12	1.41	1.73
每股现金流量	0.60	1.37	1.39	1.56	1.91
净资产收益率	25.45%	25.95%	18.01%	18.49%	18.51%
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **绝味食品是一家经营自主品牌的休闲卤制食品企业, 也是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品企业之一。休闲卤制食品行业增长稳定, 2016 年预计规模 2230.59 亿元。公司拥有超过 200 种产品品类, 以加盟为主、自营为辅的销售模式覆盖全国市场。休闲卤制食品行业未来将注重食品安全、品牌认可度以及产品的更新速度。公司自身的品牌优势、渠道优势以及产品研发优势有望充分受益行业增长红利。我们预计 17-19 年公司 EPS 为 1.12/1.41/1.73 元, 合理价格区间 28-33.6 元, 对应 17 年 25-30 倍 PE。**
- **业绩增长稳定, 卤味食品领先品牌:** 公司处于休闲卤制食品行业, 行业近年来稳定增长, 预计 2016 年市场规模达 2230.59 亿元公司近年来业绩稳定增长。2016 年, 公司营收 32.74 亿元, 净利润 3.8 亿元。公司产品品类丰富, 鸭脖收入最高。渠道方面, 公司主要依靠加盟店。另外, 公司 28% 的收入来自人口密度较高、经济较发达的华东地区。
- **行业整合加速, 未来发展三大趋势:** 食品安全、品牌认可以及产品更新、差异化的重要程度不断提高是行业未来的三大趋势。未来包装类的卤味食品将占到 30% 的市场份额, 而有品牌的路卤味食品份额也将提高到 70%。从消费人群看, 卤味食品主要消费者为青年人, 由于该人群的猎奇、价格弹性低的消费属性, 产品新颖、研发能力强的企业未来有望获得超额收益。
- **品牌、渠道、产品三力驱动, 公司持续成长可期:** 公司品牌获多项荣誉, 且公司不断扩张品牌战略。销售网络方面, 公司是行业内拥有做多门店数量的企业。在产品研发上, 公司不断加大研发投入。未来在品牌、渠道、产品三力驱动下, 公司有望持续成长。
- **募投项目进一步扩大生产规模, 巩固各地市场地位:** 公司拟募集资金 7.4 亿元。项目达产后, 将新增产能 94500 吨, 新建 180 家旗舰店。募投项目有利于公司充分受益产业扩张带来的红利。
- **盈利预测以及估值:** 我们预计 2017-2019 年公司 EPS 为 1.12/1.41/1.73 元(考虑增发摊薄股本), 合理价格区间在 28-33.6 元, 对应 2017 年 25-30 倍 PE。
- **风险提示:** 食品质量控制风险, 行业竞争加剧风险, 募集资金投资项目的市场风险。

内容目录

业绩增长稳定，卤味食品领先品牌.....	- 4 -
业绩稳定增长，产品品类丰富	- 4 -
渠道以加盟店为主，华东地区收入贡献最高	- 5 -
行业整体增长迅速，公司收入规模处领先地位.....	- 6 -
行业整合加速，未来发展三大趋势.....	- 8 -
食品安全要求提高	- 8 -
品牌为企业核心竞争力	- 9 -
产品更新以及差异化.....	- 9 -
品牌、渠道、产品三力驱动，公司持续成长可期.....	- 9 -
“绝味”品牌深入人心，品牌优势明显.....	- 9 -
营销网络领跑行业，渠道优势明显.....	- 10 -
产品研发优势保证市场需求.....	- 12 -
盈利预测以及估值.....	- 14 -
风险提示.....	- 15 -

图表目录

图表 1: 公司营收保持 10% 以上增长.....	- 4 -
图表 2: 公司净利润保持 25% 左右增长.....	- 4 -
图表 3: 公司产品品类多样.....	- 4 -
图表 4: 鸭脖收入占公司卤制食品收入 37%.....	- 5 -
图表 5: 公司鸭翅产品毛利率最高.....	- 5 -
图表 6: 公司销售模式.....	- 5 -
图表 7: 加盟店渠道收入占公司主营收入 93%.....	- 6 -
图表 8: 公司加盟店数量显著高于直营店数量.....	- 6 -
图表 9: 2015 年华东地区收入 7.90 亿元.....	- 6 -
图表 10: 华东地区收入占公司总收入 28%.....	- 6 -
图表 11: 2011-2016 休闲卤制食品行业市场规模 CAGR11.4%.....	- 6 -
图表 12: 公司与主要竞争对手比较.....	- 7 -
图表 13: 公司收入体量高于主要竞争对手.....	- 8 -
图表 14: 公司净利润水平低于周黑鸭.....	- 8 -
图表 15: 消费者对食品质量越来越重视.....	- 8 -
图表 16: 消费者对品牌重视程度不断提高.....	- 9 -
图表 17: 公司冠名 2016 年欧洲杯列车.....	- 10 -
图表 18: 公司受关注度领先多数竞争对手.....	- 10 -
图表 19: 门店数量逐年提升.....	- 11 -
图表 20: 门店单店盈利能力逐步改善.....	- 11 -

图表 21: 公司生产网络完善.....	- 11 -
图表 22: 公司全国微信服务平台.....	- 12 -
图表 23: 公司研发投入及研发人员数量不断提高.....	- 12 -
图表 24: 拟募集资金 7.4 亿元投资于十个项目.....	- 13 -
图表 25: 未来三年公司拟新增 180 家旗舰店.....	- 14 -
图表 26: 公司未来收入及毛利率预测.....	- 14 -
图表 27: 公司期间费用预测 (百万元).....	- 15 -
图表 28: 可比公司估值对比.....	- 15 -
图表 29: 公司分项销售预测表.....	- 16 -
图表 30: 绝味食品财务报表摘要.....	- 17 -

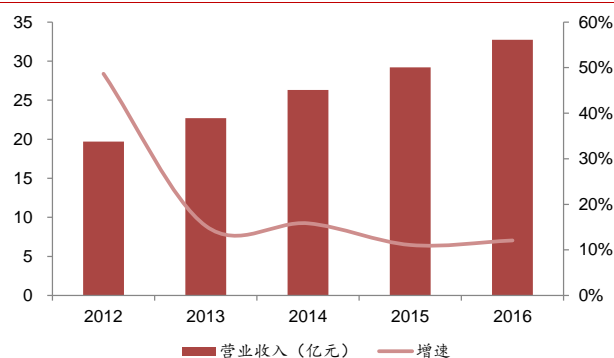
业绩增长稳定，卤味食品领先品牌

绝味食品位于湖南长沙，是一家经营自主品牌的休闲卤制食品企业，也是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。公司产品多样，主要分为两大类：以鸡、鸭、猪等禽畜为原料的休闲卤制肉制品以及以毛豆、萝卜、花生等为原料的休闲卤制素食品。

业绩稳定增长，产品品类丰富

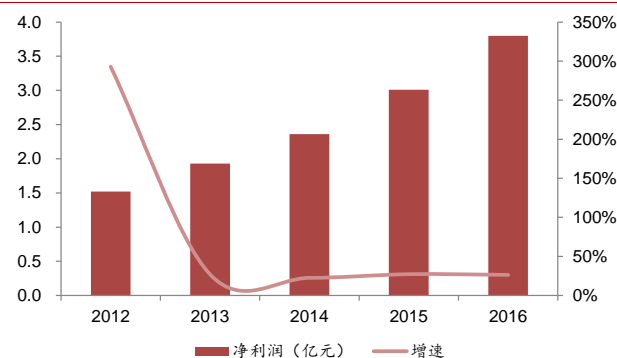
- **公司业绩稳定增长:**2012 年公司业绩增长明显,营业收入达 19.69 亿元,同比增长 48.66%;净利润 1.52 亿元,同比增长 292.78%。近几年,公司业绩增速趋于稳定,营收增速维持在 10%-15%左右,净利润增速 25%左右。2016 年,公司营收 32.74 亿元,同比增长 12.08%;净利润 3.8 亿元,同比增长 26.42%。

图表 1: 公司营收保持 10%以上增长



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司净利润保持 25%左右增长



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **产品种类丰富，鸭脖为主要收入来源:**公司产品按形态可分为鲜货产品以及包装产品两大类,包括禽畜类、蔬菜、水产品等多个品种。细分包括招牌风味、黑鸭风味、酱鸭风味、五香风味、盐焗风味、简装系列、精装系列、礼品系列等大约 200 个产品品类。根据公司公告,其 95%的收入来自鲜货产品。按照公司产品部位以及品种细分,鸭脖产品为公司主要收入来源,2015 年收入 10.42 亿元,占公司卤制食品收入 37%。而鸭翅产品为公司毛利率最高的产品,毛利率为 35.93%。

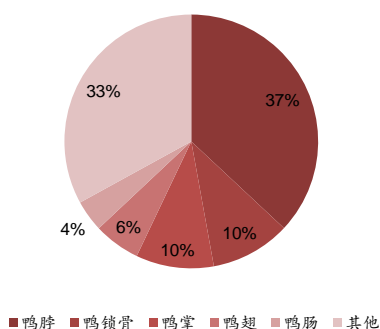
图表 3: 公司产品品类多样

鲜货产品	
招牌风味	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、绝味招牌鸭腿等
黑鸭风味	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
酱鸭风味	绝味酱板鸭、绝味酱板鸭
五香风	绝味五香鸭脖、绝味五香鸭爪、绝味五香鸭翅

盐焗风味	绝味盐焗原味鸡翅、绝味盐焗原味凤爪
包装产品	
简装系列	绝味简装麻辣鸭、绝味简装辣鸭架、绝味简装麻辣鸭翅
精装系列	绝味盒装酱板鸭、绝味袋装酱板鸭、绝味精装麻辣鸭脖、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等
礼品系列	绝味时尚礼盒、绝味时尚大礼盒

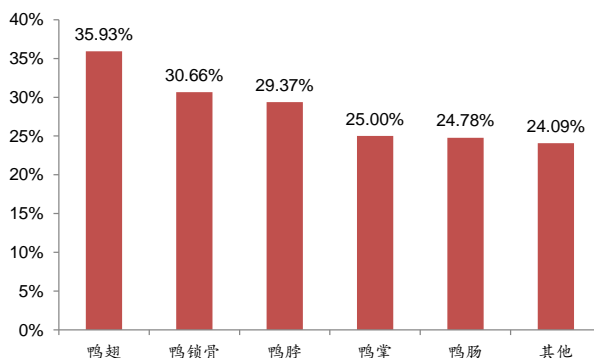
来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 4：鸭脖收入占公司卤制食品收入 37%



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：公司鸭翅产品毛利率最高

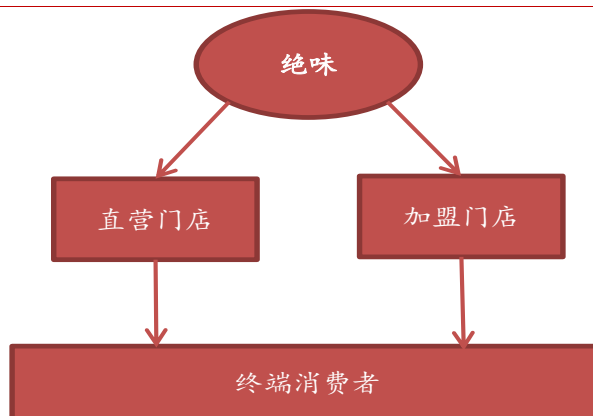


来源：Wind，中泰证券研究所

渠道以加盟店为主，华东地区收入贡献最高

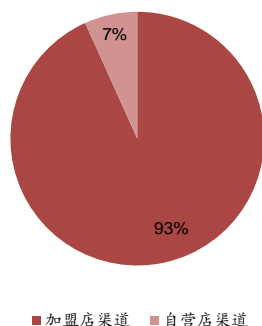
- **加盟为主，自营为辅：**公司销售模式以加盟为主、直营为辅。2015 年公司加盟店渠道销售收入达 26.29 亿元，占公司主营收入 93.3%；直营店渠道收入仅 1.9 亿元，占公司主营收入仅 6.7%。根据公司加盟店以及直营店数量，我们也可以发现公司收入对加盟店渠道的依赖。2013-2015 年，加盟店数量由 5600 个提升至 7044 家，而直营店数量却又小幅下降，由 146 家降至 128 家。

图表 6：公司销售模式



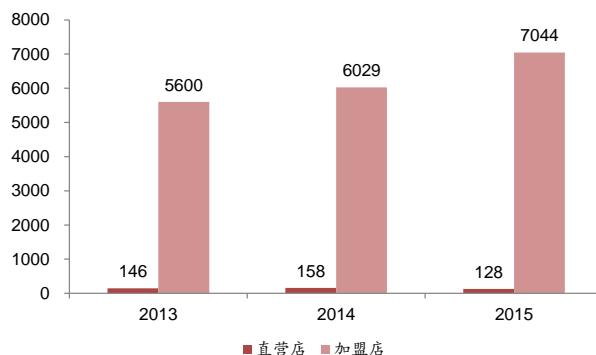
来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 7: 加盟店渠道收入占公司主营收入 93%



来源: Wind, 中泰证券研究所

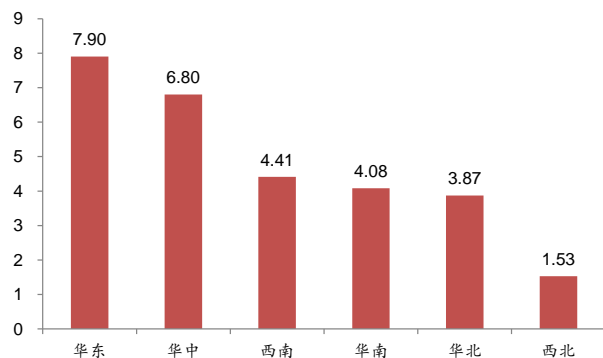
图表 8: 公司加盟店数量显著高于直营店数量



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

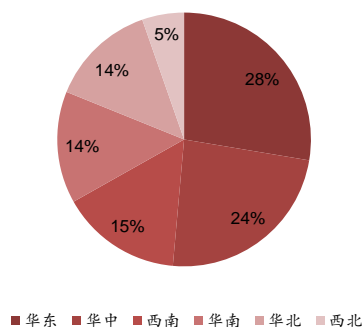
- 市场范围遍布全国, 华东地区收入占比最高:** 公司市场布局范围较为广泛, 全国大多数地区都有覆盖。其中华东地区人口较为密集, 消费水平较高, 因此对公司收入贡献最多的地区是华东地区, 2015 年该地区收入 7.9 亿元, 占公司总收入 28%。西北地区因人口密度较小且当地本身的饮食习惯, 对公司收入贡献最低, 仅占 5%。

图表 9: 2015 年华东地区收入 7.90 亿元



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 华东地区收入占公司总收入 28%

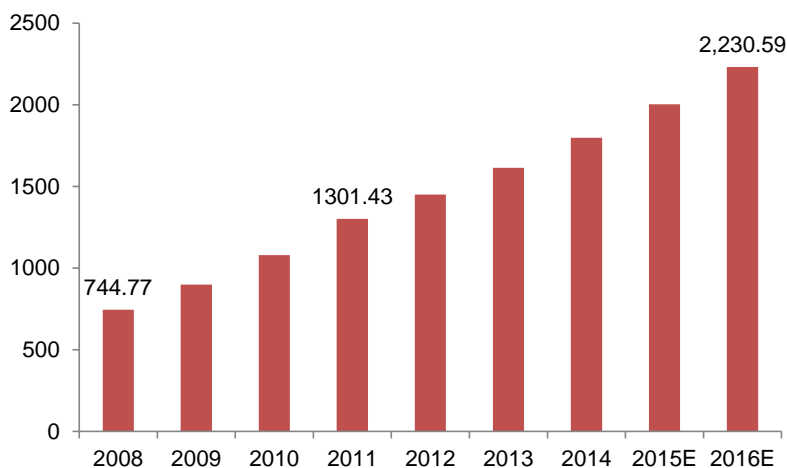


来源: Wind, 中泰证券研究所

行业整体增长迅速, 公司收入规模处领先地位

- 休闲卤制品行业增长迅速:** 公司所处行业为休闲卤制品行业。受益于国民经济的快速发展, 人均可支配收入的增长以及消费者对休闲品质生活的消费观念改变, 休闲卤制品行业增长迅速。2008 年行业市场规模 744.77 亿元, 2011 年市场规模增长至 1301.43 亿元, 预计 2016 年行业整体规模达 2230.59 亿元, 2011-2016 年年复合增长率为 11.4%。

图表 11: 2011-2016 休闲卤制食品行业市场规模 CAGR11.4%



来源：招股说明书，中泰证券研究所

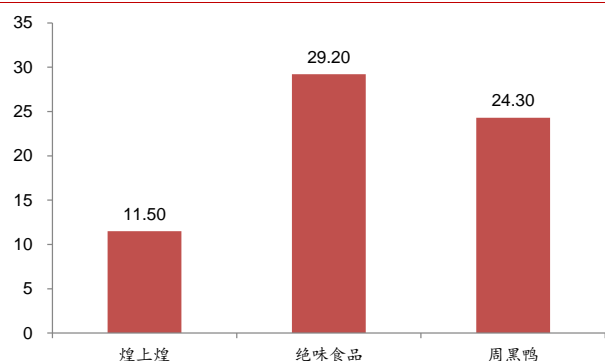
- 行业整体集中度较低，公司处于领先地位：**我国休闲卤制品生产企业目前有上万家，作坊是行业内主要经营模式，由于我国地域广阔、对卤味食品的口味要求也多种多样，因此行业整体集中度较低。目前行业内，公司主要竞争对手为煌上煌以及周黑鸭。对比竞争对手，公司门店数量遥遥领先，2015年收入体量高于竞争对手，但净利润低于周黑鸭，但远高于煌上煌 0.61 亿元的净利润。整体而言，公司在行业内销售网络规模最大，相对处于领先地位。

图表 12：公司与主要竞争对手比较

企业/品牌	门店	销售产品	主要优势
绝味食品	7172	酱卤肉产品、豆制品、素食、凉菜	销售网络规模最大，已覆盖 29 个省市自治区，门店总数超过 7,000 家；门店主要以加盟模式为主，连锁经营门店管理经验丰富
煌上煌	2500	酱卤肉产品、豆制品、素食、凉菜	在江西、广东、福建等地区拥有较高的知名度和市场占有率；产品特色为偏向于餐桌食品，一般作为佐餐消费
周黑鸭	600	酱卤肉产品、豆制品、素食、凉菜	销售主要以自营门店网络为主；自营门店网络覆盖全国 12 个省市，收入主要来源于华中地区

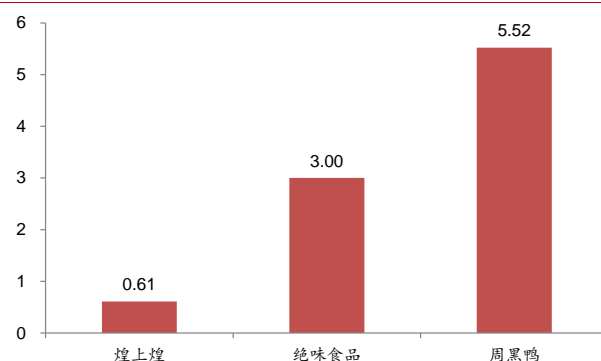
来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 13: 公司收入体量高于主要竞争对手



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 14: 公司净利润水平低于周黑鸭



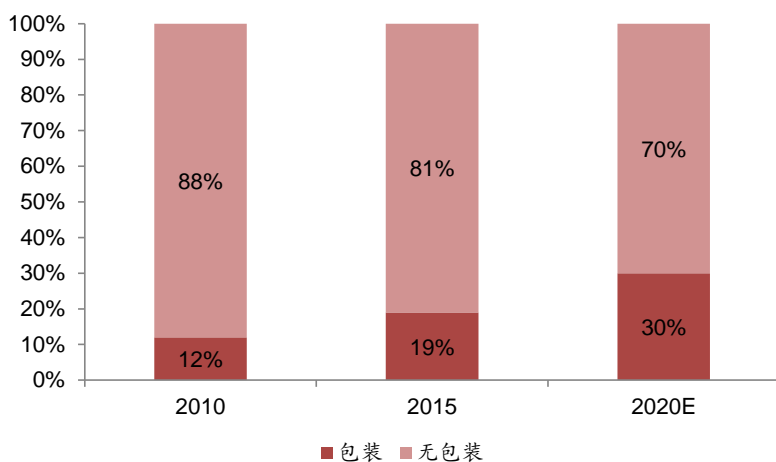
来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

行业整合加速, 未来发展三大趋势

食品安全要求提高

- 行业水平参差不齐, 食品安全为首道槛:**《肉类工业“十二五”发展规划》提出, 到 2015 年我国大中型肉类工业企业全面建立 ISO9000、ISO22000 等食品质量管理体系, 全面推进企业诚信管理体系建设; 肉类冷链流通率提高到 30%以上, 冷藏运输率提高到 50%左右, 流通环节产品腐损率降至 8%以下, 肉类食品质量抽检合格率达到 97%以上, 不合格产品全部进行无害化处理, 逐步提高食品的安全度将成为行业的第一要务。由于目前行业内作坊类渠道居多, 先前部分地区出现过食品安全类的负面事件, 导致消费者对食品质量安全越来越重视, 根据 Frost&Sullivan 的数据显示, 2020 年, 预计将有 30%的市场份额属于包装类的卤味食品, 相比 2010 年仅 12%的市占率, 侧面反映出消费者对食品安全的重视。

图表 15: 消费者对食品质量越来越重视

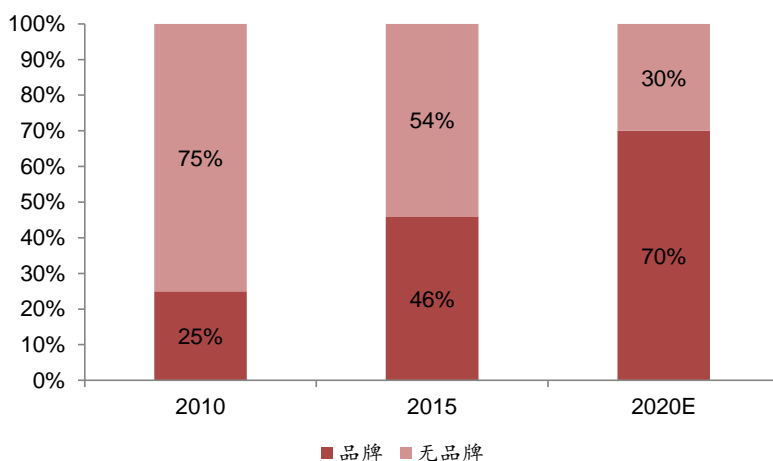


来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所

品牌为企业核心竞争力

- 品牌认可程度是企业核心竞争力：**随着社会经济的发展和人们生活水平的提高，消费者更加注重食品的安全、卫生以及口味，“放心食品”等安全、口感好的产品成为消费者的首选。企业品牌的塑造将引导消费者对其产品的选择，良好的企业品牌将有助于提高企业的核心竞争力。根据Frost&Sullivan 数据显示，消费者对品牌的重视程度不断提高。2015 年有品牌的休闲卤制品市占率达 46%，相比 2010 年仅占 25%，增长明显。2020 年，预计有品牌包证的卤制食品市占率将达到 70%。

图表 16：消费者对品牌重视程度不断提高



来源：Frost&Sullivan，中泰证券研究所

产品更新以及差异化

- 产品更新速度以及差异化程度决定企业发展潜力：**18-35 岁的青年人是休闲卤制食品的主要消费群体。青年人属于主观意愿型消费群体。这类人群有着消费冲动性较强、易于接受新产品等特点，在挑选休闲食品时主要通过对休闲食品的第一感觉决定是否购买，特别对于休闲食品中新奇的、刺激性的休闲食品有着强烈的兴趣，乐于尝试新奇好玩的休闲食品。因此新产品的研发速度以及其差异化程度决定了未来休闲卤制食品企业能够快速把握住主力消费市场。同时，青年人具备价格敏感程度低的特点，因此把握住青年消费者，还有可能给企业带来更多的超额收益。

品牌、渠道、产品三力驱动，公司持续成长可期

“绝味”品牌深入人心，品牌优势明显

- 公司品牌优势明显，品牌战略不断扩张：**经过多年的发展，“绝味”品牌已深入人心，拥有众多忠实的消费者，在全国许多区域的消费者心目中得到了高度认可。公司及公司产品获得的主要荣誉有：“中国驰名商标”（国家工商总局商标局认定）；“中国特许经营连锁 120 强”（中国连锁

经营协会颁发)；“全国食品工业优秀龙头食品企业”(中国食品工业协会颁发)。公司同时不断扩张品牌战略，大量冠名推广公司品牌，2016年公司紧随欧洲杯潮流，冠名欧洲杯列车，进一步扩大公司品牌影响力。

图表 17：公司冠名 2016 年欧洲杯列车



来源：公司官网，中泰证券研究所

- **消费者认可度较高，受关注情况领先业内多数竞争对手：**根据相关数据统计，公司天猫旗舰店店铺收藏数达 181554 个，微淘粉丝数达 586621 个，落后于周黑鸭，但对比行业内其他竞争对手，仍处领先地位。我们认为随公司不断打造其营销网络，扩张品牌战略，受关注度将显著提高，品牌优势将进一步夯实。

图表 18：公司受关注度领先多数竞争对手

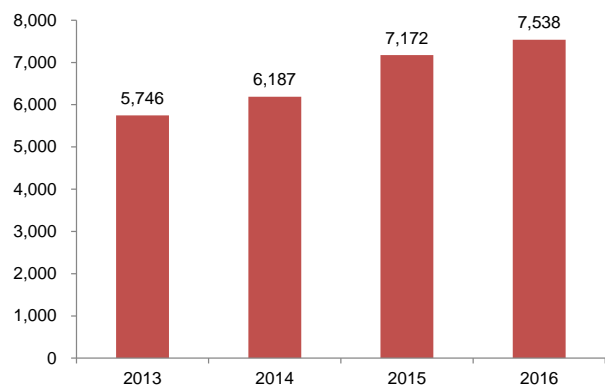
天猫旗舰店	产品数量	店铺收藏数	微淘粉丝数
周黑鸭	89	1511983	1383920
绝味	88	181554	586621
煌上煌	67	118974	119969
紫燕百味鸡	74	57372	60650

来源：看家宝，中泰证券研究所

营销网络领跑行业，渠道优势明显

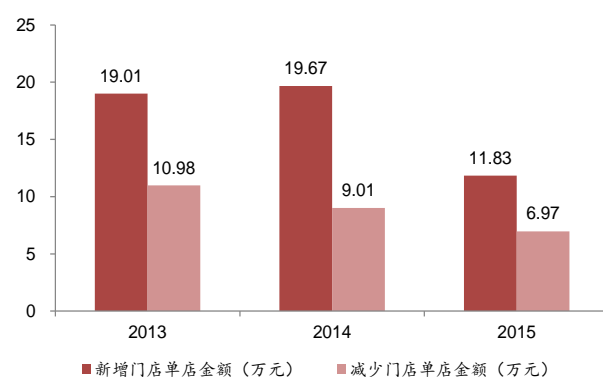
- **销售网络覆盖领先行业，门店数量持续增长：**经过公司多年的持续开拓，公司形成了覆盖全国 29 个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络。公司目前在全国共开设了 7,538 家门店。公司销售网络的覆盖率和门店数量居于市场领先地位，销售网络已成为公司重要的竞争优势，为公司未来进一步提高市场份额奠定了良好的基础。公司门店数量不断增加的同时，单店盈利能力也在不断改善，2013-2015 年新增门店单店盈利能力都显著高于减少门店的单店盈利能力，公司在扩张门店数量的同时不忘提升扩张门店的质量。

图表 19: 门店数量逐年提升



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

图表 20: 门店单店盈利能力逐步改善



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- 产品供应网络体系完善:** 休闲卤制食品是即时消费性食品, 因此新鲜度是该类食品的重中之重。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, 构建了一个“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系, 实现直接、快捷、低成本的产品配送效果, 这为公司门店的快速扩张提供了坚实的供应保障。

图表 21: 公司生产网络完善



注: “”为已建立的产品生产基地。

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

- 打造线上平台, 线上线下 O2O 体系:** 公司 2013 年初运营微信公众号, 2016 年 4 月底升级为全国微信服务平台并推出外卖服务, 借势欧冠营销, 6 月销售额达到 2,000 万元, 截至 7 月底注册用户突破 300 万。同时公司推出外卖服务、积极打造粉丝社区, 并在天猫、京东、1 号店等电商平台建立官方旗舰店, 稳步开拓线上渠道, 通过线上消费、线下外

卖配送，打通线上线下渠道。

图表 22：公司全国微信服务平台

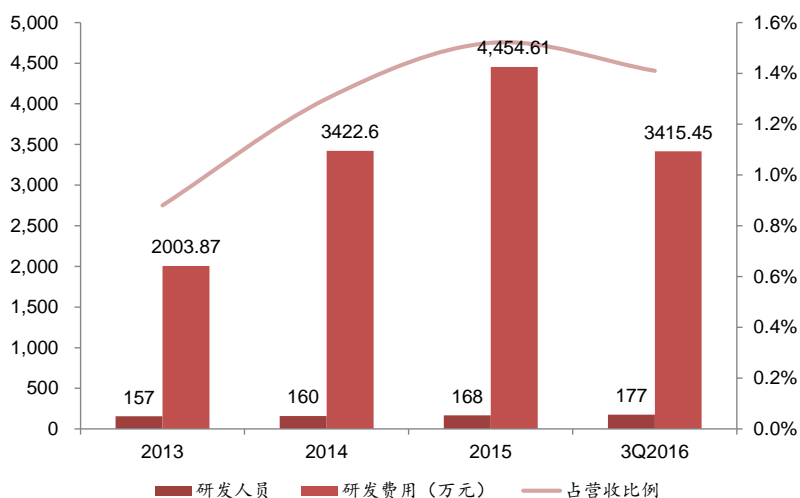


来源：公司公告，中泰证券研究所

产品研发优势保证市场需求

- 研发投入逐年提升，产品品类多样：**自成立以来，公司一直非常重视新产品的开发，以应对各地差异化的饮食习惯。公司休闲卤制食品已涵盖了多类肉制品、素食等，形成了“以卤制鸭副产品等卤制肉食为主，卤制素食、包装产品、礼品产品等为辅”的近 200 个品种的丰富产品组合，能够满足人们不同偏好的需求，为公司销售收入的持续增长提供了保障。同时公司与湖南农业大学、江苏大学等院校建立了长期的合作关系，以科研带动产品开发，不断完善产品结构。2013 年以来，公司研发人员数量以及研发投入不断提高，2015 年研发投入 4454.61 万元，相比 2013 年的投入翻了一倍，占营业收入的比例也从 0.88% 提升至 1.52%。

图表 23：公司研发投入及研发人员数量不断提高



来源：招股说明书，中泰证券研究所

募投项目进一步扩大生产规模，巩固各地市场地位

- 拟募集资金 7.4 亿元，扩张多地生产规模：**本次公司通过上市拟公开募集资金 7.4 亿元，用于十个在各地生产基地扩张产品产能的项目。建设期为 1-3 年。项目达产后，将新增产能 94500 吨，随着原有租赁厂房的停用，公司净增产能 48500 吨。据公司测算，项目正常年收入 32.24 亿元，利润总额每年 3.25 亿元。

图表 24：拟募集资金 7.4 亿元投资于十个项目

项目名称	募集资金投资额 (万元)	建设期
湖南阿瑞食品有限公司建设年产 16,500 吨酱卤食品加工建设项目	13114	2 年
江西阿南食品有限公司年产 14,000 吨酱卤食品加工建设项目	11212	2 年
黑龙江阿滨食品有限公司年产 8,000 吨酱卤食品加工建设项目	7091	2 年
上海阿康食品有限公司年产 10,000 吨酱卤食品加工建设项目	7193	2 年
贵州阿乐食品有限公司年产 5,000 吨酱卤食品加工建设项目	3675	2 年
河南阿杰食品有限公司年产 12,000 吨酱卤食品加工建设项目	8367	2 年
四川阿宁食品有限公司年产 1,7000 吨酱卤食品加工建设项目	12731	2 年
西安阿顺食品有限公司年产 12,000 吨酱卤食品加工建设项目	698	2 年
绝味食品股份有限公司营销网络建设和培训中心及终端信息化升级项目	5976	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	4002	1 年
合计	74059	

来源：招股说明书，中泰证券研究所

- **计划新建 180 家旗舰店：**扩大产能的同时，公司拟使用募集资金 5976 万元在未来三年进一步增强营销网络的建设。公司将在全国重点区域市场新增包括高铁站、机场、地铁、传统核心商圈等形式的 180 家直营旗舰店，并通过覆盖全国门店的零售信息化系统，进一步提高营销体系的管理水平，完善现有营销网络。

图表 25：未来三年公司拟新增 180 家旗舰店

时间安排	交通枢纽		核心商圈		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，中泰证券研究所

- **募投项目协同效应明显，有助于公司抢占市场份额：**募集资金投资项目有利于公司进一步扩大生产规模，优化产品结构，巩固“绝味”品牌在全国的知名度。目前卤味休闲食品的市场规模预估已经超过 2000 亿元，且市场集中度较低。项目的投产与建设有利于公司不断领先行业平均水平，逐渐成为行业龙头，充分受益产业扩张带来的红利。

盈利预测以及估值

- **收入以及毛利率情况：**我们认为 2017 年，公司的募投项目尚处于建设期，公司的营业收入会受益于行业整体的发展，保持平稳增长的趋势。而按照规划 2018 年大量产能建设项目将投产，2019 年营销网络的建设也将完成，公司的销售收入增长有望提高到 20% 以上。因此，我们预计 2017-19 年公司实现营业收入 37.39/43.68/52.48 亿元，分别同比增长 14.21%/16.82%/20.14%。同时我们预测公司的毛利率水平随着产品结构的升级未来三年会有小幅提高，2017-19 年的毛利率水平分别为 30.56%/31.60%/31.93%。

图表 26：公司未来收入及毛利率预测

总收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,580.16	2,858.99	3274.14	3,739.32	4,368.37	5,248.24
同比	15.81%	10.81%	14.52%	14.21%	16.82%	20.14%
营业成本（百万元）	1,894.56	2,051.52	2231.75	2,596.60	2,987.77	3,572.65
毛利（百万元）	685.60	807.47	1042.39	1142.72	1380.60	1675.60
毛利率	26.57%	28.24%	31.84%	30.56%	31.60%	31.93%

来源：中泰证券研究所

- **收入以及毛利率情况：**随着公司对营销网络的不断建设，员工培养等管

理经费将有小幅上涨。我们预测未来三年公司的管理费用率会保持稳中有升的状态,2017-19年的销售费用率水平分别为 5.68%/5.77%/5.79%;而上市之后公司现金流更加充沛,财务费用率会有下降;综上 2017-19 年公司的期间费用率水平分别为 13.74%/13.48%/13.40%。

图表 27: 公司期间费用预测 (百万元)

费用开支	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售费用	241.66	251.61	265.50	316.24	365.50	438.44
销售费用率	9.19%	8.61%	8.11%	8.46%	8.37%	8.35%
管理费用	132.31	156.04	200.20	212.25	251.90	304.11
管理费用率	5.03%	5.34%	6.11%	5.68%	5.77%	5.79%
财务费用	0.84	-0.58	2.70	-14.92	-28.67	-38.91
财务费用率	0.03%	-0.02%	0.08%	-0.40%	-0.66%	-0.74%
期间费用率	14.25%	13.93%	14.30%	13.74%	13.48%	13.40%

来源: 中泰证券研究所

- **合理价格区间 28-33.6 元:** 我们预计 2017-19 年公司 EPS 分别为 1.12/1.41/1.73 元 (考虑增发摊薄股本), 对比可比公司估值, 公司合理价格区间在 28-33.6 元, 对应 2017 年 25-30 倍 PE。

图表 28: 可比公司估值对比

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	24.8	-18.9	-38.3	1.22	0.99	0.65

来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **食品质量控制风险:** 随着我国对食品安全的日趋重视、消费者食品安全意识的加深以及权益保护意识的增强, 食品质量控制已经成为食品加工企业的重中之重。如果公司的产品质量管理工作出现纰漏或由于其他原因发生产品质量问题, 不但会产生赔偿风险, 还可能影响公司的信誉和产品的销售。因此公司存在由于产品质量管理出现失误而带来的潜在经营风险。
- **行业竞争加剧风险:** 目前公司所处休闲卤制食品行业竞争较为混乱, 行业集中度较低。未来行业竞争存在竞争加剧导致行业内出现恶性竞争, 从而影响公司以及行业的整体利益。
- **募集资金投资项目的市场风险:** 公司拟将募集资金用于包括产能扩张、营销网络建设以及研发能力提升的十大项目。如果未来产业政策、市场环境、公司市场开拓能力等方面发生变化, 或者项目实施过程发生意外情况, 将会影响本次募集资金投资项目预期收益的实现。

图表 29: 公司分项销售预测表

休闲卤制食品销售	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,545.97	2,819.00	3178.42	3655.19	4313.12	5175.74
同比	16.06%	10.72%	12.75%	15.00%	18.00%	20.00%
营业成本	1,889.78	2,043.08	2224.90	2540.35	2976.05	3545.38
同比	17.58%	8.11%	17.73%	14.18%	17.15%	19.13%
毛利	656.19	775.92	953.53	1114.83	1337.07	1630.36
毛利率	25.77%	27.52%	30.00%	30.50%	31.00%	31.50%
加盟商管理	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	34.01	37.98	41.78	46.37	51.47	57.39
同比	26.15%	11.67%	10.00%	11.00%	11.00%	11.50%
营业成本	4.26	6.22	5.43	6.03	6.69	7.17
同比	4.67%	46.01%	27.49%	11.00%	11.00%	7.21%
毛利	29.75	31.76	36.35	40.35	44.78	50.22
毛利率	87.47%	83.62%	87.00%	87.00%	87.00%	87.50%
其他	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	0.18	2.01	53.94	37.76	3.78	15.10
同比	-97.53%	1016.67%	2583.56%	-30.00%	-90.00%	300.00%
营业成本	0.52	2.22	1.42	50.22	5.02	20.09
同比	-94.64%	326.92%	-35.90%	3428.73%	-90.00%	300.00%
毛利	-0.34	-0.21	-17.80	-12.46	-1.25	-4.98
毛利率	-188.89%	-10.45%	-33.00%	-33.00%	-33.00%	-33.00%
总收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,580.16	2,858.99	3274.14	3,739.32	4,368.37	5,248.24
同比	15.81%	10.81%	14.52%	14.21%	16.82%	20.14%
营业成本 (百万元)	1,894.56	2,051.52	2231.75	2,596.60	2,987.77	3,572.65
毛利 (百万元)	685.60	807.47	1042.39	1142.72	1380.60	1675.60
毛利率	26.57%	28.24%	31.84%	30.56%	31.60%	31.93%

来源: 中泰证券研究所

图表 30: 绝味食品财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,630	2,921	3,274	3,739	4,368	5,248
增长率	15.84%	11.1%	12.1%	14.2%	16.8%	20.1%
营业成本	-1,924	-2,086	-2,232	-2,597	-2,988	-3,573
% 销售收入	73.2%	71.4%	68.2%	69.4%	68.4%	68.1%
毛利	706	835	1,042	1,143	1,381	1,676
% 销售收入	26.8%	28.6%	31.8%	30.6%	31.6%	31.9%
营业税金及附加	-23	-24	-32	-33	-39	-47
% 销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-242	-252	-265	-316	-366	-438
% 销售收入	9.2%	8.6%	8.1%	8.5%	8.4%	8.4%
管理费用	-132	-156	-200	-212	-252	-304
% 销售收入	5.0%	5.3%	6.1%	5.7%	5.8%	5.8%
息税前利润 (EBIT)	309	404	544	581	724	886
% 销售收入	11.8%	13.8%	16.6%	15.5%	16.6%	16.9%
财务费用	-1	1	-3	15	29	39
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-3	-5	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-12	-13	-22	-17	-18	-19
% 税前利润	—	—	—	—	—	—
营业利润	293	387	508	579	735	906
营业利润率	11.1%	13.2%	15.5%	15.5%	16.8%	17.3%
营业外收支	26	17	9	14	13	13
税前利润	319	404	517	593	748	919
利润率	12.1%	13.8%	15.8%	15.9%	17.1%	17.5%
所得税	-82	-103	-137	-154	-195	-240
所得税率	25.9%	25.6%	26.4%	26.1%	26.1%	26.1%
净利润	236	301	380	438	553	679
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	236	301	380	438	553	679
净利率	9.0%	10.3%	11.6%	11.7%	12.6%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	236	301	380	438	553	679
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	45	57	84	55	63	70
非经营收益	13	11	25	5	7	7
营运资金变动	132	-153	4	46	-12	-7
经营活动现金净流	426	215	494	544	610	749
资本开支	127	236	260	143	148	148
投资	0	-23	-3	0	0	0
其他	0	-27	31	-17	-18	-19
投资活动现金净流	-127	-286	-232	-160	-166	-167
股权募资	0	0	0	531	0	0
债权募资	-25	8	7	-30	0	0
其他	-64	-80	-100	-6	-1	-1
筹资活动现金净流	-89	-72	-93	496	-1	-1
现金净流量	210	-142	168	879	443	581

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	374	232	400	1,279	1,722	2,303
应收款项	14	45	22	35	43	51
存货	199	351	408	384	456	550
其他流动资产	59	60	56	69	76	88
流动资产	646	687	886	1,768	2,297	2,993
% 总资产	47.4%	42.6%	45.2%	60.0%	64.3%	68.6%
长期投资	147	158	131	131	131	131
固定资产	375	536	721	835	949	1,054
% 总资产	27.5%	33.2%	36.8%	28.3%	26.6%	24.2%
无形资产	185	194	175	164	148	134
非流动资产	716	926	1,076	1,178	1,276	1,367
% 总资产	52.6%	57.4%	54.8%	40.0%	35.7%	31.4%
资产总计	1,362	1,613	1,962	2,946	3,574	4,360
短期借款	45	53	30	0	0	0
应付款项	297	299	338	381	440	527
其他流动负债	56	66	85	86	102	123
流动负债	397	419	452	467	542	649
长期贷款	0	0	30	30	30	30
其他长期负债	4	12	14	14	14	14
负债	402	431	497	511	586	694
普通股股东权益	961	1,182	1,465	2,435	2,988	3,666
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,362	1,613	1,962	2,946	3,574	4,360

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.656	0.836	1.056	1.119	1.410	1.732
每股净资产(元)	2.668	3.284	4.070	6.212	7.621	9.353
每股经营现金净流(元)	1.184	0.598	1.372	1.388	1.557	1.911
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	24.60%	25.45%	25.95%	18.01%	18.49%	18.51%
总资产收益率	17.35%	18.65%	19.38%	14.88%	15.46%	15.57%
投入资本收益率	47.30%	35.53%	40.26%	40.73%	45.96%	51.84%
增长率						
营业总收入增长率	15.84%	11.09%	12.08%	14.21%	16.82%	20.14%
EBIT增长率	15.75%	30.62%	34.74%	6.73%	24.66%	22.33%
净利润增长率	22.57%	27.28%	26.42%	15.29%	26.02%	22.85%
总资产增长率	19.29%	18.43%	21.60%	50.18%	21.30%	22.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3
存货周转天数	41.6	48.1	62.1	54.0	55.7	56.2
应付账款周转天数	28.3	28.1	26.8	27.5	27.4	27.3
固定资产周转天数	35.6	36.8	40.9	43.8	40.3	35.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.22%	-15.10%	-23.20%	-51.31%	-56.65%	-62.00%
EBIT利息保障倍数	367.6	-697.3	201.4	-38.9	-25.3	-22.8
资产负债率	29.49%	26.72%	25.31%	17.36%	16.40%	15.91%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。