

绝味食品 (603517)

全国化布局的卤制品龙头，借资本之翼乘风而起

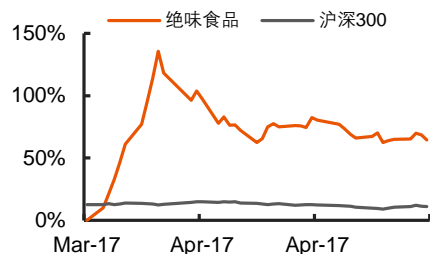
推荐 (首次)

现价: 38.10 元

主要数据

| | |
|---------------|---------------|
| 行业 | 食品 |
| 公司网址 | www.juewei.cn |
| 大股东/持股 | 聚成投资/38.35% |
| 实际控制人/持股 | 戴文军/% |
| 总股本(百万股) | 410 |
| 流通 A 股(百万股) | 50 |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0 |
| 总市值 (亿元) | 156.21 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 19.05 |
| 每股净资产(元) | 5.67 |
| 资产负债率(%) | 19.30 |

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

刘彪 一般从业资格编号
S1060117050002
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ **摘要:** 卤制品市场成长空间大，行业集中度低，公司凭借成熟加盟管理模式、全国化的产销布局、深入人心的品牌形象和卓有成效的营销手段，有望在竞争中取得领先优势。公司过往业绩持续靓丽，随着募投项目建设落地，品牌&规模优势将逐步凸显，营收、净利有望长期保持高增长态势。首次覆盖给与“推荐”评级！

■ **休闲卤制品蓬勃发展，行业壁垒铸就龙头竞争力:** 受益消费升级，休闲食品行业起飞，2020 年达万亿市场空间，卤制品站在休闲食品行业景气塔尖，16 年市场规模 642 亿元，预计 20 年将达 1235 亿元，CAGR 为 17.8%。分产品&渠道来看，卤鸭产品深具发展潜力，连锁店是最佳销售渠道。卤制品行业仍处发展初期，市场集中度偏低，生产加工方式落后。随着食品安全控制标准日趋严格以及消费者习惯改变，行业竞争壁垒逐步提升，拥有研发、渠道、品牌优势的龙头企业在竞争中具备较强的优势。目前，休闲卤制品行业 CR10 仅 23.4%，龙头企业成长空间巨大。

■ **休闲卤制食品领先品牌，全国化产销布局释放潜力:** 公司是以加盟为主导，专注卤鸭的卤制品龙头企业。16 年，公司零售额约 55 亿元，预估市占率高达 10.6%，领跑卤制品行业。公司核心竞争力在于开发和管控加盟店的能力，从而实现后发先胜，截至 17 年 3 月已拥有门店 8000 多家，远超竞争对手(行业第二仅 2000 多家)。公司具备较强的产品、品牌、渠道优势。产品端，公司形成“全品种+多口味”的产品结构，满足不同人群、场景的需要；品牌端，公司拥有丰富的品牌营销经验，时尚化门店、大众媒介、数字化营销塑造品牌形象；渠道端，公司形成了覆盖全国 29 个省的连锁销售网络和生产供应体系，在行业异地扩张门槛下，公司较业务集中区域市场的竞争者更具成长性。公司未来增长点在于：1) 门店加密&区域开拓，释放薄弱地区成长潜力；2) 品类外延拓展，聚焦核心品类、产品升级、直接提价加速单店增长；3) O2O 会员数持续激增，线上引流拉动门店坪效提升。

■ **业绩持续靓丽，募投项目突破发展瓶颈:** 近年来，受益门店扩张、品牌&规模效应凸显，公司营收稳健增长、业绩持续靓丽。目前，产能不足成为制约

| | 2015A | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2921 | 3274 | 3907 | 4638 | 5148 |
| YoY(%) | 11.1 | 12.1 | 19.3 | 18.7 | 11.0 |
| 净利润(百万元) | 301 | 380 | 479 | 573 | 656 |
| YoY(%) | 27.3 | 26.4 | 26.0 | 19.6 | 14.6 |
| 毛利率(%) | 28.6 | 31.8 | 31.6 | 31.3 | 31.9 |
| 净利率(%) | 10.3 | 11.6 | 12.3 | 12.4 | 12.8 |
| ROE(%) | 28.1 | 28.7 | 23.9 | 20.9 | 20.7 |
| EPS(摊薄/元) | 0.73 | 0.93 | 1.17 | 1.40 | 1.60 |
| P/E(倍) | 51.9 | 41.1 | 32.6 | 27.3 | 23.8 |
| P/B(倍) | 13.2 | 10.7 | 6.1 | 5.3 | 4.6 |

公司可持续发展的核心阻碍。通过募投项目，公司将新增 94500 吨产能，有望突破发展瓶颈，并均衡区域产能布局来加速新市场开发。此外，公司使用募投资金加码直营渠道，计划在重点城市核心地段开设 180 家直营旗舰店，以此提升品牌知名度和拓展销售渠道。展望未来，门店扩张&单店增长，营收有望继续保持较快增速，产品升级&直接提价改善毛利率水平，期间费用率受益管理层强控费能力及规模效应而维持低位，业绩有望持续高增长，深具长期成长性。

■ **盈利预测与估值：**预计公司 17-19 年营收 39、46、51 亿元，同比增 19.3%、18.7%、11.0%，归母净利润 4.8、5.7、6.6 亿元，同比增 26.0%、19.6%、14.6%，EPS 分别 1.17、1.40、1.60 元，对应 PE 分别为 32.6X、27.3X、23.8X。

■ **风险提示：**食品安全风险、加盟模式的管理风险、原材料价格波动风险、市场扩张不及预期风险。

正文目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 一、休闲卤制品蓬勃发展，行业壁垒铸就龙头竞争力 | 6 |
| 1.1 卤制品“华丽转身”，行业迎来“第二春” | 6 |
| 1.2 卤鸭产品深具潜力，连锁店成最佳销售渠道 | 7 |
| 1.3 研发、渠道、品牌构筑壁垒，行业龙头强者恒强 | 8 |
| 二、休闲卤制食品领先品牌，全国化产销布局释放潜力 | 10 |
| 2.1 以加盟为主导，专注卤鸭的卤制品龙头 | 10 |
| 2.2 业绩持续靓丽，深具长期成长性 | 12 |
| 2.3 成熟连锁模式助力扩张，全国化产销布局释放市场潜力 | 13 |
| 2.4 “全品种+多口味”迎合消费者偏好，长期提价空间巨大 | 16 |
| 2.5 品牌深入人心，玩转社会化营销，线上引流效果显著 | 18 |
| 2.6 借资本之翼乘风而起，募投项目突破发展瓶颈 | 20 |
| 三、投资建议: | 22 |
| 四、风险提示: | 22 |

图表目录

| | | |
|-------|---------------------------------|----|
| 图表 1 | 中国休闲卤制品行业产业链 | 6 |
| 图表 2 | 中国休闲食品行业规模迅速扩大（亿元） | 7 |
| 图表 3 | 中国休闲食品人均消费远低于其他国家（美元） | 7 |
| 图表 4 | 中国休闲卤制品市场高速发展（亿元） | 7 |
| 图表 5 | 休闲卤制品复合增速领跑休闲食品子行业 | 7 |
| 图表 6 | 按产品类别划分休闲卤制品零售价值（亿元） | 8 |
| 图表 7 | 品牌连锁店渠道份额将持续大幅提升 | 8 |
| 图表 8 | 品牌连锁店 CAGR 仅次于网上渠道 | 8 |
| 图表 9 | 品牌休闲卤制品将成为行业主流 | 9 |
| 图表 10 | 包装休闲卤制品份额逐步提升 | 9 |
| 图表 11 | 中国休闲卤制品行业演进 | 9 |
| 图表 12 | 公司股权结构 | 10 |
| 图表 13 | 公司建立直营连锁为引导、加盟连锁为主体的销售模式 | 11 |
| 图表 14 | 加盟销售为主要收入来源(1-3Q16) | 11 |
| 图表 15 | 加盟店数量占比高达 98.52%(3Q16) | 11 |
| 图表 16 | 16 年前三季度公司卤鸭类产品占主营业务收入比重 | 11 |
| 图表 17 | 公司营收保持稳步增长 | 12 |
| 图表 18 | 公司业绩持续靓丽 | 12 |
| 图表 19 | 公司毛利率稳步提升 | 12 |
| 图表 20 | 主要原材料价格均有所下降 | 12 |
| 图表 21 | 公司销售费用率低于同业水平 | 13 |
| 图表 22 | 公司管理费用率长期处于低位 | 13 |
| 图表 23 | 公司应收账款周转天数保持较好水平 | 13 |
| 图表 24 | 公司存货周转天数高于周黑鸭 | 13 |
| 图表 25 | 部分主要城市门店分布密度测算 | 14 |
| 图表 26 | 公司单店收入、成本、毛利在门店扩张期保持稳定 | 14 |
| 图表 27 | 公司加盟店更迭属于正常水平 | 14 |
| 图表 28 | 行业内主要公司的销售网络及产品情况(2015 年) | 15 |
| 图表 29 | 公司各区域门店及单店收入估算 | 15 |
| 图表 30 | 绝味产品生产网络布局 | 16 |
| 图表 31 | 公司产品迎合不同地区、不同饮食习惯的消费者的需要 | 17 |
| 图表 32 | 周黑鸭产品呈逐年提升态势 | 18 |
| 图表 33 | 绝味产品估算均价与周黑鸭对比 | 18 |
| 图表 34 | 绝味鸭脖直营店（北京南站店） | 18 |
| 图表 35 | 北京首发“绝味号”开往欧洲杯地铁 | 19 |
| 图表 36 | 数字化营销推动会员数暴增 | 19 |

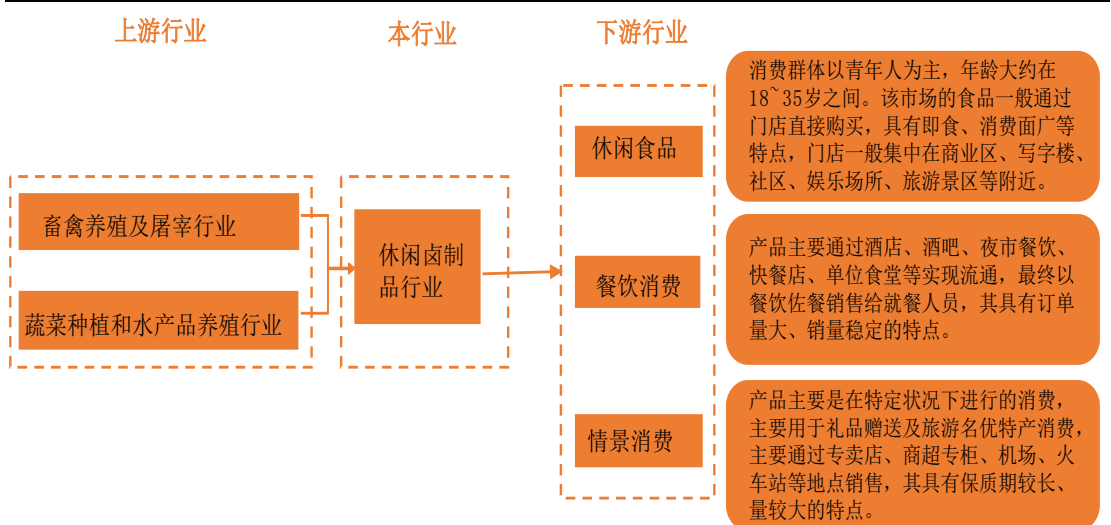
| | | |
|-------|-----------------------------------|----|
| 图表 37 | 公司营销活动渗透率高，粉丝参与范围广 | 19 |
| 图表 38 | 绝味拟募集 7.4 亿投入产能扩建、营销网络等项目建设 | 20 |
| 图表 39 | 2013-2016 年 9 月绝味休闲卤制品产销情况 | 20 |
| 图表 40 | 公司新建建设项目产能及销售区域 | 21 |
| 图表 41 | 绝味未来三年拟在重点大中城市设立 180 家直营旗舰店 | 21 |
| 图表 42 | 公司主营业务分项目预测(单位：百万元) | 22 |
| 图表 43 | 行业可比公司估值情况 | 22 |

一、 休闲卤制品蓬勃发展，行业壁垒铸就龙头竞争力

1.1 卤制品“华丽转身”，行业迎来“第二春”

从传统佐餐食品到休闲食品，属性切换突破行业瓶颈。卤制在中国烹饪传统中拥有超过二千年的历史，其起源可以追溯到遥远的战国时期，是国人最喜爱的食品之一。卤制品以肉类、蔬菜或豆腐等食品为原料，用卤汁浸煮而制成。在过往，卤制品作为佐餐食品仅限正餐食用，消费者也多为中老年人。随着产品创新和包装改良，食用便捷、风味独特的卤制品正向休闲食品逐步转换，市场空间迅速放大。目前，卤制品目标消费市场主要包括休闲食品市场、餐饮消费市场、情景消费市场，约70%的休闲卤制食品最终作为休闲食品实现消费。

图表1 中国休闲卤制品行业产业链

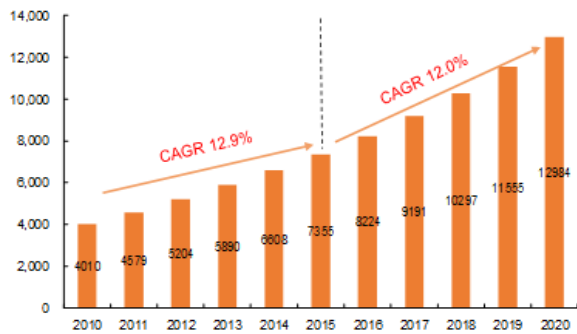


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

休闲食品行业起飞，卤制品蓬勃发展。受益消费升级，中国家庭将更多收入分配至休闲及娱乐的相关消费，健康安全、方便快捷的休闲食品受到消费者的青睐，行业迎来黄金发展期。2015年，中国休闲食品的人均开支仅为86.2美元，相比于饮食、消费习惯相近的日本(286.3美元)和韩国(228.5美元)，中国休闲食品仍有巨大的上升空间。根据Frost & Sullivan测算，中国休闲食品行业的市场规模由2010年4014亿元增至2015年7355亿元，CAGR为12.9%，预计2020年将高达12,984亿元，CAGR为12.0%。

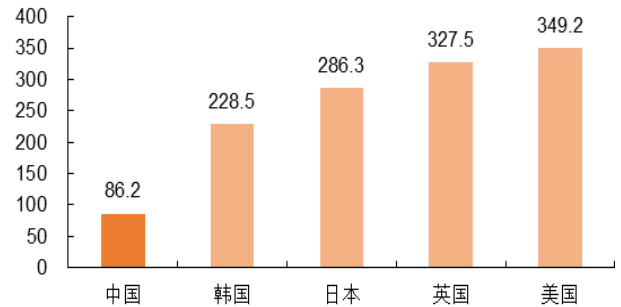
卤制品是凭借悠久历史文化和独特风味，成为休闲食品中最受欢迎的品类之一，市场规模迅速扩大。当前，休闲卤制品正处于高速发展期，市场规模由2010年232亿元增至2016年642亿元，CAGR为18.5%，预计2020年将达1235亿元，CAGR为17.8%，是休闲食品行业规模增速最快的子品类。我们认为休闲卤制品市场容量或受困卤制品界定的差异及统计难度而表现偏小，但参考周黑鸭、绝味等主要竞争者表现，认为行业有更大市场容量。

图表2 中国休闲食品行业规模迅速扩大(亿元)



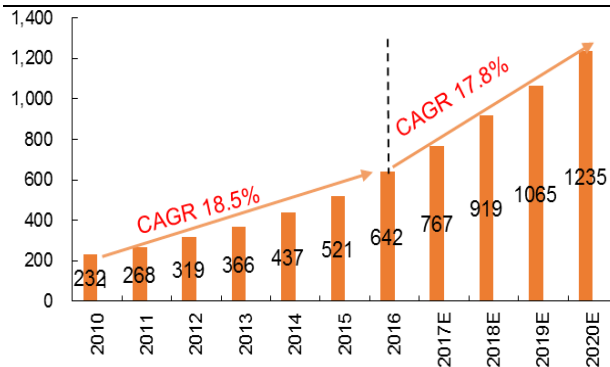
资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表3 中国休闲食品人均消费远低于其他国家(美元)



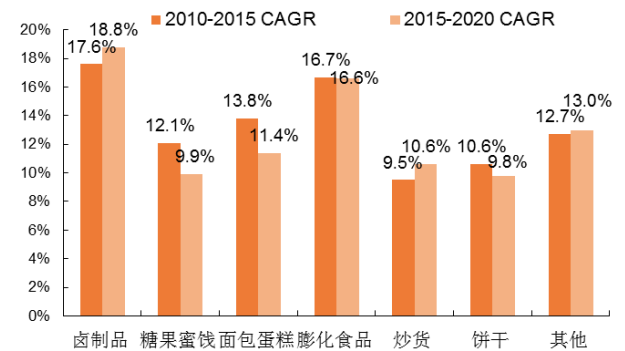
资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表4 中国休闲卤制品市场高速发展(亿元)



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

图表5 休闲卤制品复合增速领跑休闲食品子行业

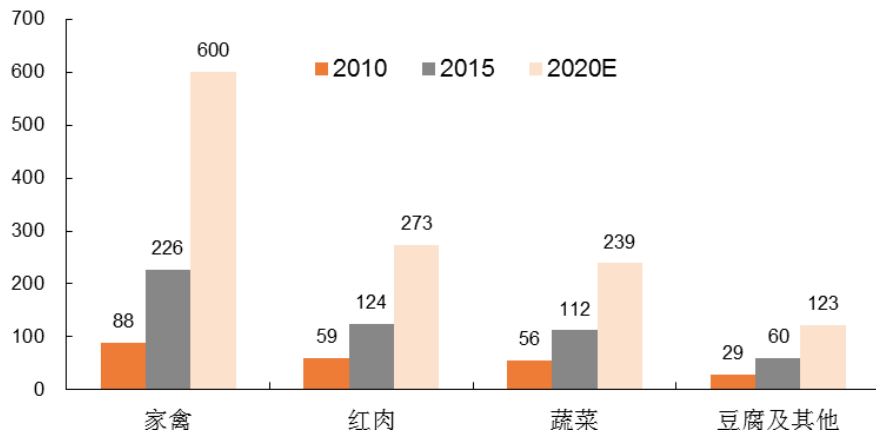


资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

1.2 卤鸭产品深具潜力, 连锁店成最佳销售渠道

休闲卤制品主要类别可分为家禽、红肉、蔬菜、豆腐及其他, 其中家禽产品特别是卤鸭受到消费者的欢迎, 是休闲卤制品的主打产品。2015年, 家禽卤制品零售额高达226亿元, 占休闲卤制品43.3%的市场份额, 且在10-15年CAGR高达20.7%, 远高于其他类别产品。未来, 家禽卤制产品仍深具发展潜力, 有望保持最快品类增速, 预计2020年零售额将达到600亿元, 15-20年CAGR高达21.6%。

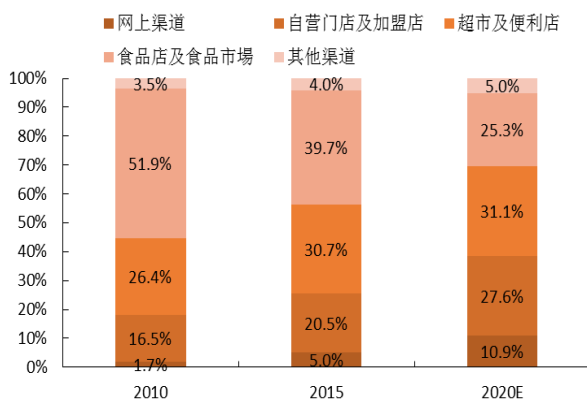
图表6 按产品类别划分休闲卤制品零售价值（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

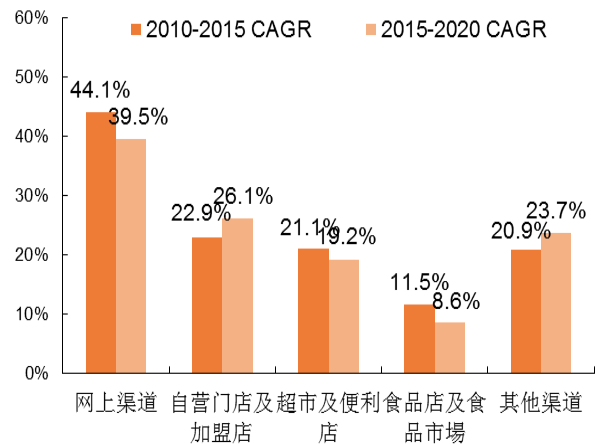
消费升级引发渠道变革，连锁店成最佳销售渠道。消费升级下，品牌&品质成消费者关注焦点，健康安全的现代渠道逐步挤压路边摊、农贸市场等传统渠道，电商、品牌连锁店、超市、便利店等现代渠道正茁壮成长。细分渠道分析，品牌连锁店(自营门店及加盟店)贴近终端消费群体，且具备较强的产品信任度，有望成为主要的销售渠道之一。2015年，品牌连锁店的渠道销售份额达20.5%，2020年有望提升至27.6%，成为仅次于超市&便利店的第二大渠道，15-20年CAGR高达26.1%，增速仅次于网上渠道。

图表7 品牌连锁店渠道份额将持续大幅提升



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

图表8 品牌连锁店 CAGR 仅次于网上渠道



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

1.3 研发、渠道、品牌构筑壁垒，行业龙头强者恒强

休闲卤制品的竞争在于美味、便利、品牌，其背后是企业的研发能力、渠道覆盖面以及品牌影响力全方位的竞争。对消费者而言，价格并不是选择卤制品重要的影响因素，产品可获得性是关键，其次是口味和品牌，**拥有研发、渠道、品牌优势的龙头企业在竞争中具备较强的优势。**

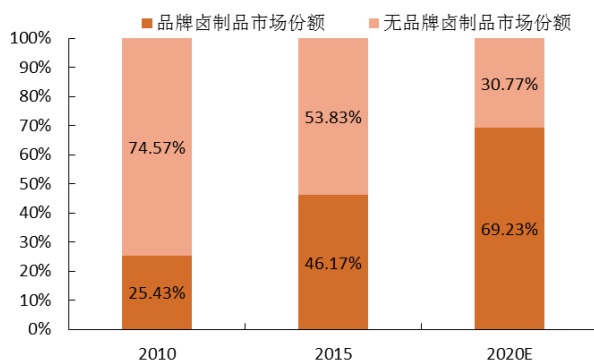
便利性为第一要素，广泛渠道覆盖面提升产品竞争力。休闲卤制食品行业属于“小食品、大流通”产业，购买休闲卤制食品的消费者更倾向于冲动性购买，便利性是消费者选择产品的首要考虑因素。因此，销售网络的广度和深度对产品销量有着至关重要的影响。同时，卤制品作为即食性产品，其

保质期较短，新鲜度成为消费者主要关注点，因此卤制品普遍要求冷链运输，且呈现小批量、高频次、多点配送和快速配送的特点。因此，及时的产品供应成为市场拓展的坚实后盾，要求区域产能符合渠道的需求，具有广阔渠道、产能布局的卤制品企业在竞争中优势明显。

产品更迭迅猛&地域喜好差异，研发能力决定产品吸引力。口味是消费者购买休闲卤制品重要的因素。休闲卤制品的消费群体普遍年轻，以青年人为主，而其对时尚化、个性化产品的偏好导致卤制品产品需要紧跟市场的潮流，保持较快的产品更新换代速度。此外，由于各地饮食消费习惯存在差异，卤制品需根据不同地区的口味喜好进行调整，如湖北、四川等省份偏辣，而广东、福建等省份偏咸。在产品更迭迅猛&地域喜好差异的背景下，企业需要随市场而动、深度调研当地口味，产品创新能力成为企业的竞争力的重要构成。

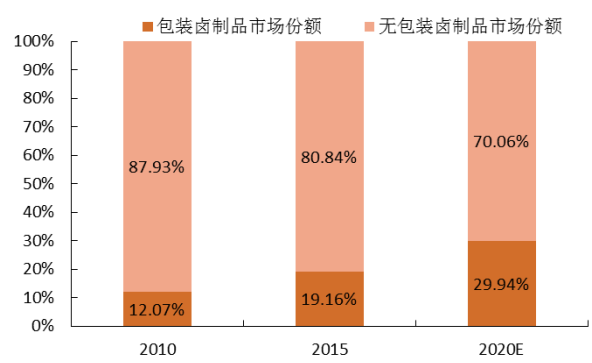
食品安全重要性凸显，品牌提升消费者认可度。随着国民健康意识的增强，消费者更加注重食品的安全、卫生。有品牌加持、包装较好的卤制品被认为质量和卫生标准较高，品牌知名度影响消费者对产品的认可度和信任感。此外，青年人属于品牌型消费群体，随着 18 岁~35 岁的青年人成为卤制品的核心消费群，品牌将成为更重要的影响因素，有助于提升企业的核心竞争力。根据 Frost & Sullivan 的数据，品牌卤制品将成为行业的主流，品牌卤制品市场份额有望从 15 年的 46%提升至 20 年的 69%。

图表9 品牌休闲卤制品将成为行业主流



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

图表10 包装休闲卤制品份额逐步提升



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

行业竞争门槛提升，龙头有望强者恒强。卤制食品工业起步于上世纪 80 年代初，并于 90 年代进入高速期，但其生产经营模式仍较为原始，处于行业发展初期阶段。目前，我国休闲卤制品企业多达上万家，行业集中度偏低，80%以上的企业还处于小规模、作坊式、手工或半机械加工的落后状态。随着食品安全控制标准日趋严格以及消费者习惯改变，行业的进入门槛大幅提升，众多无品牌、卫生环境差、销售渠道单一的小型卤制品企业将退出市场，市场集中度逐步提升，龙头企业凭借口味、渠道、品牌优势有望强者恒强。目前，中国休闲卤制品行业 CR10 仅 23.4%，龙头企业成长空间巨大。

图表11 中国休闲卤制品行业演进

| 时期 | 行业发展概览 | 经营模式 | 特点 | 局限 |
|-------|-----------------------------------|------|----------------------------|----------|
| 80 年代 | 卤制食品工业逐渐起步，江浙地区率先出现较具规模的生产企业 | | 地域性强、品种相对较少、产品品质差 | |
| 90 年代 | 行业内企业的数量急剧增长，打破江浙企业领先的局面，技术水平有所提升 | 小作坊 | 质控制能力差、品牌知名度低，在本行业中仍占有较大比例 | 食品销售半径有限 |

| | | | | |
|---------|--|---------|---|---------|
| 2010 年前 | 生产模式逐渐由传统作坊向流水线生产过渡，行业龙头企业出现，行业内企业开始更加关注品牌的建设，连锁经营成为主流 | 区域性连锁品牌 | 中等规模，集中加工生产 | 规模化产能有限 |
| 2010 年后 | 行业内企业展开了激烈的品牌竞争、提升其管理水平、抢占市场份额，出现具有规模和品牌优势的行业龙头企业 | 全国性连锁品牌 | 品牌知名度较高、全国范围内设有营销网点、工艺水平先进、食品安全管理体系较完善、产品品种丰富 | — |

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

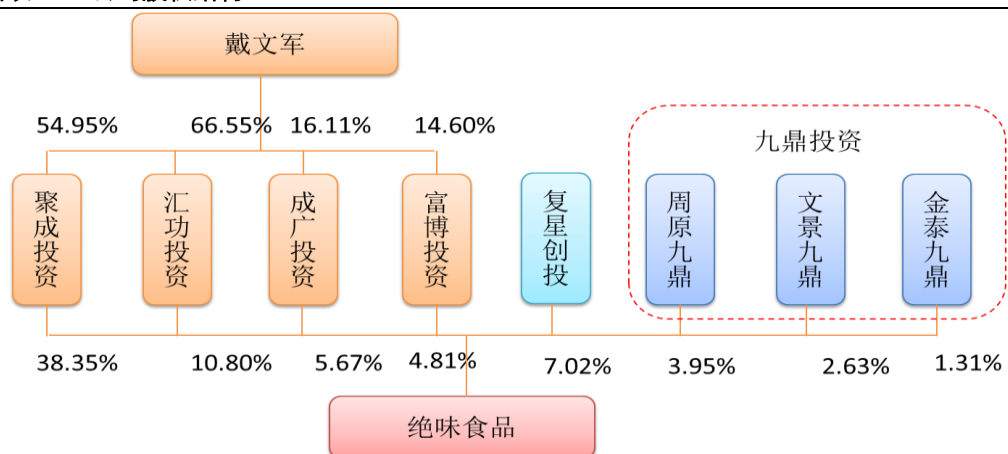
二、 休闲卤制食品领先品牌，全国化产销布局释放潜力

2.1 以加盟为主导，专注卤鸭的卤制品龙头

公司成立于 2008 年 12 月，并于 17 年登陆 A 股市场，是专注于休闲卤制食品的研发、生产和销售的企业。自成立以来，公司通过特许经营模式实现跨越式发展，至今已形成了覆盖全国 29 省直营和加盟连锁销售网络。截至 2017 年 3 月，公司在全国开设门店超过 8000 家，已成长为国内规模最大、拥有门店数量最多、最具影响力和知名度的休闲卤制食品连锁企业之一。

公司控股股东为聚成投资，实际控制人为戴文军。聚成投资为公司控股股东，持有公司 38.35% 的股权。汇功投资、成广投资和富博投资为公司中、高层管理人员持股公司，分别持有公司 10.8%、5.67%、4.81% 的股权。复星创投持有公司 7.02% 的股权，九鼎旗下周原九鼎、文景九鼎、金泰九鼎合计持有公司 7.89%。戴文军通过聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资(成广投资和富博投资合计持有 60% 以上股权股东与戴文军签署一致行动协议)实际控制公司 59.63% 的股份，是公司实际控制人。

图表12 公司股权结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

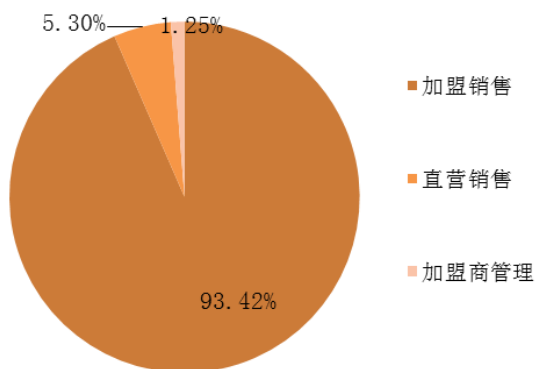
自主采购、生产，加盟连锁销售的经营体系。公司自主从外部供应商采购生产卤制食品所需的原料，并每日以销定产安排生产基地生产。在销售端，公司建立直营连锁为引导、加盟连锁为主体的销售模式，通过直营门店及加盟店以统一零售价分销产品。截至 16 年 9 月，公司共开设了 7,758 家门店，直营门店 115 家，加盟门店 7643 家。16 年前三季度，公司 93.42% 的收入来自加盟销售，5.3% 的收入来自直营销售，1.25% 的收入来自加盟商管理。

图表13 公司建立直营连锁为引导、加盟连锁为主体的销售模式

| 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, 加盟商通过门店向顾客销售 |
| 产品定价方式 | 地区统一零售价 | |

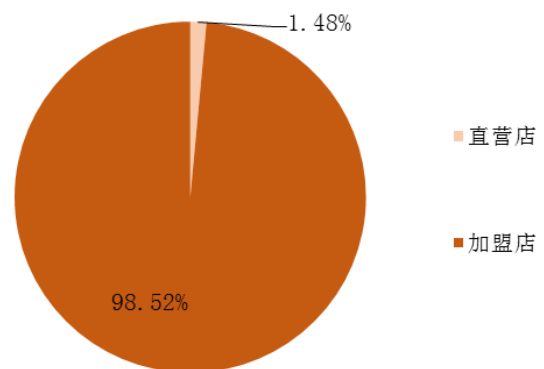
资料来源: 公司招股说明书, 平安证券研究所

图表14 加盟销售为主要收入来源(1-3Q16)



资料来源: 公司招股说明书, 平安证券研究所

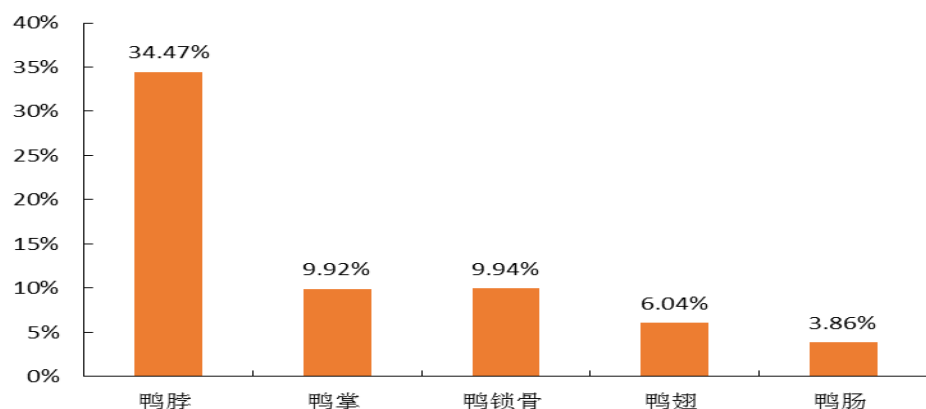
图表15 加盟店数量占比高达 98.52%(3Q16)



资料来源: 公司招股说明书, 平安证券研究所

产品以鲜货为主, 专注卤鸭的龙头企业。公司主要产品包括以鸭、鸡、猪等禽畜为原料的休闲卤制肉制品和以毛豆、萝卜、花生等为原料的休闲卤制素食食品, 其中卤鸭是公司主打产品, 包括鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭翅、鸭肠等品类, 16 年前三季度卤鸭产品收入占主营收入比重高达 64.23%。公司产品以鲜货为主, 95%以上的主业营收来源于鲜货产品销售。

图表16 16 年前三季度公司卤鸭类产品占主营业务收入比重

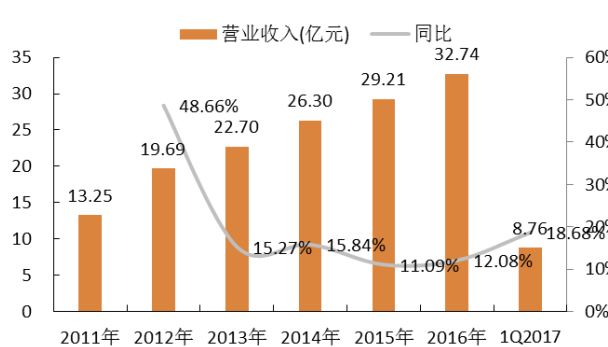


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 业绩持续靓丽，深具长期成长性

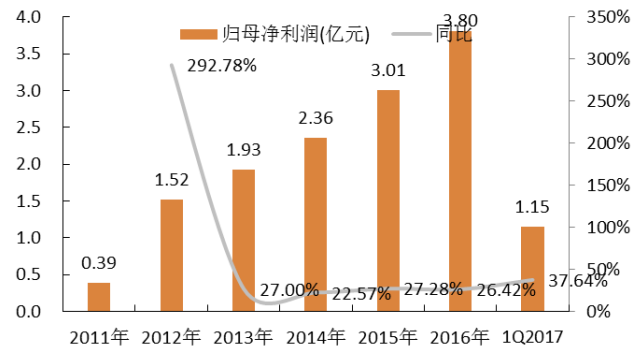
近年来，公司发展步伐较为稳健，营业收入、净利润呈稳步增长趋势。13年以来，公司营业收入长期保持10%以上的较高增速，16年实现营业收入32.74亿元，同比增长12.08%。得益于原材料成本下降，公司净利保持较营收更快的增长势头，连续4年同比增速在20%以上，16年实现归母净利润3.8亿元，同比增长26.42%。1Q17，公司延续上升势头，实现营收8.76亿，同比增长18.68%，实现净利1.15亿元，同比增长37.64%。展望未来，门店扩张&单店增长，营收有望继续保持较快增速，深具长期成长性。

图表17 公司营收保持稳步增长



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

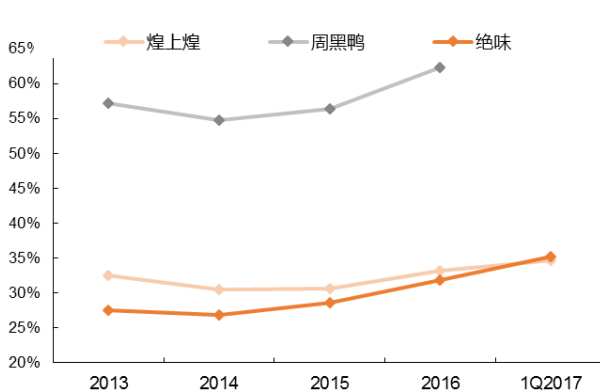
图表18 公司业绩持续靓丽



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

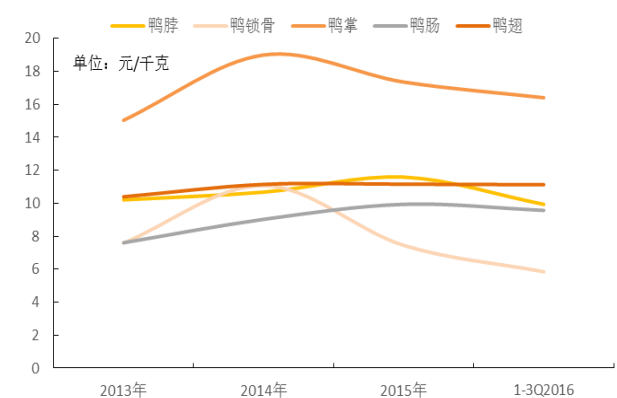
原材料降价抬升毛利率，长期受益品牌&规模优势。过去3年，公司毛利率分别为26.85%、28.59%、31.84%，呈现稳步提升趋势，主要原因在于鸭副等原料价格下滑。其中，直营店毛利率提升较快，从14年60.5%提升至16年前三季度68.6%；加盟店毛利率小幅上升，从14年23.0%提升至16年前三季度27.89%。站在目前时点，鸭副价或难长期维持低位，毛利率短期继续上升空间有限，但长期受益于规模效应及品牌效应，公司毛利率仍有提升空间。

图表19 公司毛利率稳步提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

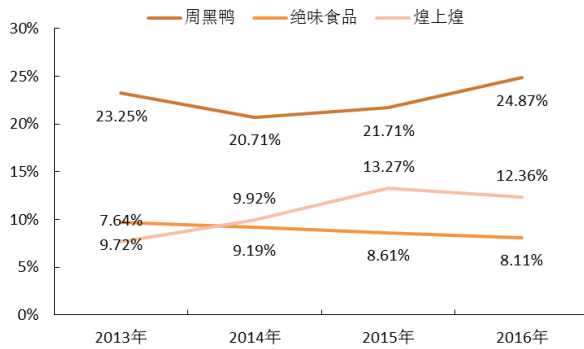
图表20 主要原材料价格均有所下降



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

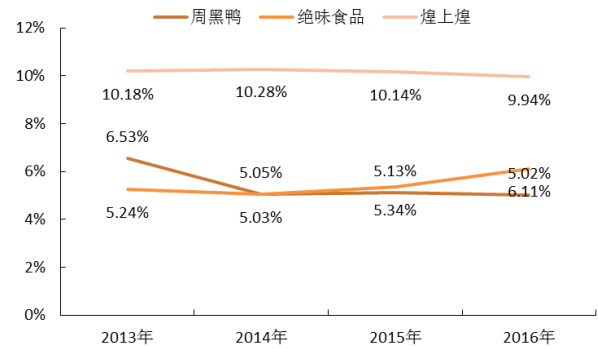
销售+管理费用率保持较低水平，公司控费能力凸显。近几年，公司销售+管理费用率稳定在14%左右，而竞争对手周黑鸭、煌上煌呈现上升趋势。2016年，公司销售费用率仅8.11%，管理费用率6.11%，低于同业水平。我们认为公司较低的费用率水平一方面源于加盟模式的属性，但也不能忽略管理层高超的管理手段，致使费用率水平优于同业。

图表21 公司销售费用率低于同业水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

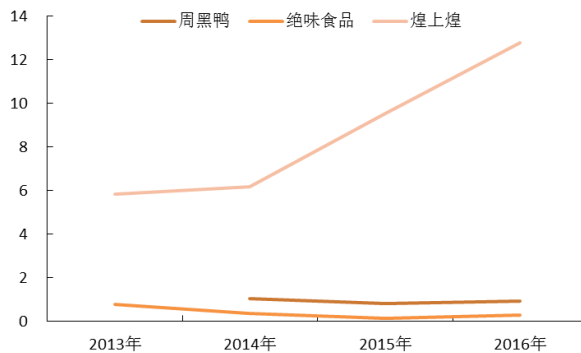
图表22 公司管理费用率长期处于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

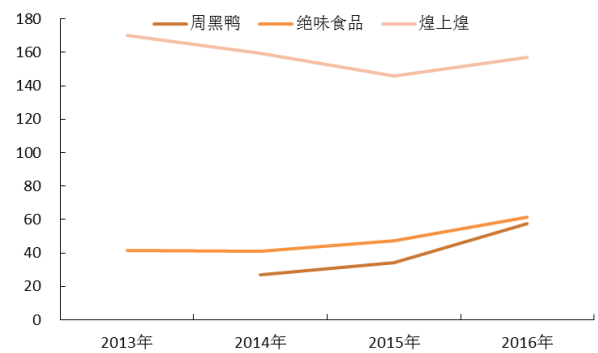
运营指标优良, 经营效率保持较好水平。由于周黑鸭以直营为主、煌上煌布局养殖和屠宰等上游行业, 三者运营指标存在一定差异。粗略来看, 公司 16 年应收账款周转天数仅为 0.28 天, 体现较好的厂商—加盟商关系; 公司 16 年存货周转天数为 61 天, 较 15 年 47 天明显拉长, 但对比竞争对手情况, 我们认为存货周转放慢或源于公司利用鸭副价格低迷囤货导致。综合来看, 公司各项运营指标仍然优良, 经营效率保持较好水平。

图表23 公司应收账款周转天数保持较好水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表24 公司存货周转天数高于周黑鸭



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 成熟连锁模式助力扩张, 全国化产销布局释放市场潜力

公司作为卤制品行业的后来者, 能弯道超车的核心因素在于成熟的加盟管理模式。对比 90 年代就进入行业的众多竞争者, 公司 05 年才进入行业, 12 年间拓展至 8000 多家门店, 而其他竞争者门店增速一直较慢, 超过 2000 家的仅有煌上煌。我们认为卤制品专卖店规模到达一定程度后会面临瓶颈, 公司突破瓶颈的核心原因是意识到管理体系落后于不断增长的加盟店数量, 通过信息化系统(SAP)、人才培养体系(绝味管理学院)及强化服务加盟商能力, 形成成熟的加盟管理模式, 从而实现管理提效。

定位社区, 模式具备可复制性。在门店选址上, 公司深耕社区, 贴近消费群体, 门店以学校和社区街边店为主, 并考虑门店规划实现新店和现有店合理布局, 具有较好的可达性和便利性。据我们估算, 在各地区主要城市, 绝味门店密度约在 5-10 万人, 密集的门店网点极大程度地贴近消费者, 形成规模效应和品牌效应。在管理上, 公司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, 以此提升加盟店服务水平。

图表25 部分主要城市门店分布密度测算

| 地区 | 主要城市 | 门店数(估算) | 常住人口数(万人) | 门店密度(万人) |
|----|------|---------|-----------|----------|
| 华北 | 北京 | 180 | 2172.9 | 12.1 |
| | 天津 | 195 | 1547.0 | 7.9 |
| 华东 | 上海 | 315 | 2419.7 | 7.7 |
| | 南京 | 180 | 823.6 | 4.6 |
| 华中 | 郑州 | 160 | 956.9 | 6.0 |
| | 长沙 | 240 | 743.2 | 3.1 |
| 华南 | 广州 | 165 | 1350.1 | 8.2 |
| | 深圳 | 255 | 1137.9 | 4.5 |
| 西南 | 成都 | 195 | 1465.8 | 7.5 |
| | 重庆 | 375 | 3016.6 | 8.0 |
| 东北 | 哈尔滨 | 70 | 995.2 | 14.2 |

资料来源: 大众点评网, 平安证券研究所

得益于成熟的加盟连锁经营模式, 新开店培育良好, 规模得以迅速扩大。近年来, 公司加快门店扩张步伐, 同时侧重于开拓内蒙、上海、广东、河南等非传统市场。14-15年, 公司在加盟店门店总数分别增长 7.66%、16.84%的情况下, 公司对加盟店的单店销售收入分别实现 39 万、37 万, 对加盟店销售的毛利率分别为 23.04%、24.79%, 公司加盟店年退出比例保持低位(15 年仅 6.7%), 新店达到收支平衡一般仅需 3~6 个月。在门店扩张期&异地开拓期, 加盟店单店经营水平整体保持稳定, 彰显公司加盟模式的成熟性和可复制性。

图表26 公司单店收入、成本、毛利在门店扩张期保持稳定

| 年份 | 2013 年 | | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年 1-9 月 | |
|-----------|----------|--------|----------|--------|----------|--------|--------------|--------|
| | 加盟 | 自营 | 加盟 | 自营 | 加盟 | 自营 | 加盟 | 自营 |
| 渠道 | | | | | | | | |
| 门店数(家) | 5600 | 146 | 6029 | 158 | 7044 | 128 | 7643 | 115 |
| 收入(百万元) | 2,045.07 | 148.62 | 2,360.27 | 185.70 | 2,629.17 | 189.83 | 2,218.64 | 125.81 |
| 单店收入(百万元) | 0.37 | 1.02 | 0.39 | 1.18 | 0.37 | 1.48 | 0.29 | 1.09 |
| 成本(百万元) | 1,535.79 | 71.47 | 1,816.37 | 73.40 | 1,977.41 | 65.68 | 1,599.83 | 39.47 |
| 单店成本(百万元) | 0.27 | 0.49 | 0.30 | 0.46 | 0.28 | 0.51 | 0.21 | 0.34 |
| 毛利(百万元) | 509.28 | 77.15 | 543.90 | 112.30 | 651.76 | 124.16 | 618.81 | 86.34 |
| 单店毛利(百万元) | 0.09 | 0.53 | 0.09 | 0.71 | 0.09 | 0.97 | 0.08 | 0.75 |
| 毛利率 | 24.90% | 51.91% | 23.04% | 60.47% | 24.79% | 65.40% | 27.89% | 68.63% |

资料来源: 公司招股说明书, 平安证券研究所

图表27 公司加盟店更迭属于正常水平

| | | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
|----|----|--------|--------|--------|--------|
| | | 周黑鸭 | 门店 | 389 | 468 |
| | 新设 | 97 | 117 | 222 | 190 |
| | 关闭 | 57 | 38 | 49 | 53 |
| 绝味 | 门店 | 5600 | 6029 | 7044 | |
| | 新设 | 759 | 928 | 1466 | |
| | 关闭 | 260 | 484 | 471 | |

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所 注: 绝味数据为加盟店数据

市场份额行业领先，全国化产销布局奠定先发优势。凭借完善的销售网络，公司市占率处于行业领先水平，若以周黑鸭 5.5%的零售总值市占率为参照，公司 16 年零售总值约 55 亿元(加盟商毛利率 40%+)，市占率约 10.6%，是国内卤制品行业领跑者。卤制品具有区域性特点，跨区扩张面临较高门槛。与主要竞争者相比，公司已经形成了覆盖全国 29 个省的连锁销售网络和生产供应体系，收入来源也较为均衡，奠定先发优势。而周黑鸭虽然业务覆盖 12 个省，但收入主要来源华中市场 (70.1%)，煌上煌则以江西、广东、福建市场为主。

门店加密&区域开拓，释放成长潜力。分区域来看，综合考虑当地收入水平及门店分布，我们认为公司华北、华东、华南等区域单店收入偏低，主因或由于前期开店较多、区域品牌影响力不足。但长期来看，随着公司逐步加大区域投入，区域生产能力、产品配送能力和销售能力将进一步提升，成长潜力有望逐步释放。

图表28 行业内主要公司的销售网络及产品情况(2015年)

| 比较项 | 参考项 | 绝味 | 周黑鸭 | 煌上煌 |
|------|----------|--|--|---|
| | 直营店数 | 128 | 641 | 113 |
| | 加盟店数 | 7044 | 26 | 2387 |
| 销售网络 | 主要销售区域 | 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 | 北京、江西、湖北、 湖南、广东、河南、 上海等 | 江西、广东、福建、辽宁、 安徽、河南、天津和江苏 等 |
| | 区域营业收入占比 | 华东 27.6% 华中 23.8% 西南 15.4% 华南 14.3% 华北 13.5% 西北 5.3% | 6.7% 70.1% 0.6% 15.3% 7.3% 0.0% | 23.3% 59.3% 0.0% 13.8% 3.1% 0.5% |
| 产品 | 包装形态 | 散装、MAP 装、真空装 | MAP 装、真空装 | 散装、MAP 装、真空装 |
| | 营业收入(亿元) | 29.21 | 24.32 | 11.51 |
| | 销量(吨) | 83,879 | 30,620 | 50,153 |

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表29 公司各区域门店及单店收入估算

| 地区 | 项目 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年前9月 |
|----|----------|-------|-------|-------|----------|
| 华北 | 门店数(家) | 803 | 855 | 1048 | 1187 |
| | 单店收入(万元) | 37.92 | 41.99 | 36.89 | 26.84 |
| 华东 | 门店数(家) | 1549 | 1687 | 2050 | 2209 |
| | 单店收入(万元) | 37.46 | 41.14 | 38.53 | 30.00 |
| 华南 | 门店数(家) | 717 | 793 | 929 | 1046 |
| | 单店收入(万元) | 33.90 | 40.39 | 43.92 | 34.46 |
| 华中 | 门店数(家) | 1308 | 1461 | 1594 | 1710 |
| | 单店收入(万元) | 42.45 | 43.12 | 42.68 | 32.57 |
| 西北 | 门店数(家) | 390 | 392 | 406 | 418 |


| | | | | | |
|----|----------|-------|-------|-------|-------|
| | 单店收入(万元) | 36.18 | 37.95 | 37.64 | 29.25 |
| 西南 | 门店数(家) | 979 | 999 | 1145 | 1188 |
| | 单店收入(万元) | 41.25 | 42.86 | 38.55 | 29.80 |
| 合计 | 门店数(家) | 5,746 | 6,187 | 7,172 | 7758 |
| | 单店收入(万元) | 38.77 | 41.70 | 39.86 | 30.61 |

注：根据行政区划分省份门店，辽宁划入华北地区

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

图表30 绝味产品生产网络布局



“”为已建立的产品生产基地。

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

2.4 “全品种+多口味”迎合消费者偏好，长期提价空间巨大

公司生产的休闲卤制食品涵盖了禽畜副产品、素食、海鲜等产品中的大多数品类，形成了“以卤制鸭副产品等卤制肉食为主，卤制素食、真空包装产品、包装礼品产品等为辅”的近 200 个品种。分产品来看，公司形成了鲜货产品和包装产品两大产品群，鲜货产品可细分为“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“盐焗风味”，迎合不同地区、不同饮食习惯的消费者的需要。包装产品根据消费场景的需要，分为“简装系列”、“精装系列”、“礼品系列”等系列。

完善产品结构提升竞争力，深具品类扩张潜力。不断优化和丰富的“全品种+多口味”的产品结构，满足了不同消费人群、消费场景的需要，为公司销售收入的持续增长提供了保障。近年来，公司产品类扩张效果较好，鸭及鸭副产品收入占比呈下降趋势，16 年前三季度占比 64.23%，对比主要竞争

对手周黑鸭 16 年则高达 88.65%。目前，公司与湖南农业大学、江苏大学等院校建立长期合作关系，通过产学研结合持续提升公司产品研发能力。展望未来，公司产品或将向熟食类、特色食品、轻餐饮拓展，借助原有生产&渠道资源，拓展新增长空间。

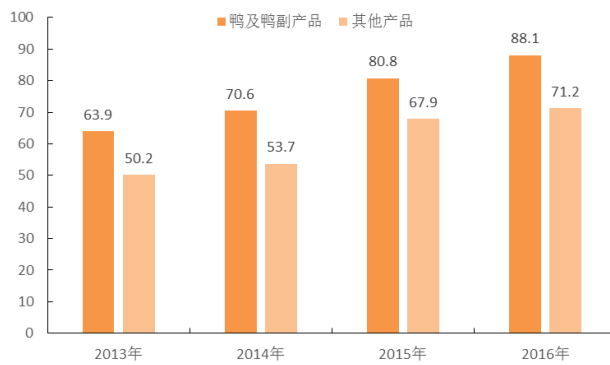
图表31 公司产品迎合不同地区、不同饮食习惯的消费者的需要



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

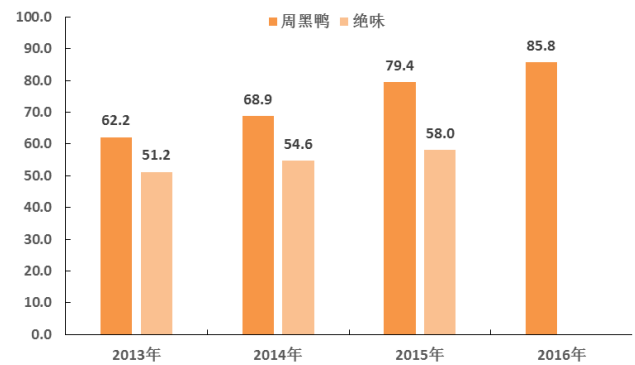
产品价格敏感性低，长期提价空间巨大。得益于休闲食品属性，卤制品价格弹性较小，随着消费升级趋势，长期将维持稳定上涨趋势。参考周黑鸭产品均价走势，鸭及鸭副产品价格逐年提升，年均涨幅在 10%以上。公司在过去几年更注重渠道扩张，导致均价提升较慢，我们估算 14-15 年产品均价分别 54.6、58 元/千克，年涨幅仅 6.7%、6.3%。未来，公司有望通过聚焦核心品类、产品升级、直接提价加速提升价格，进一步拉动销售额提升。

图表32 周黑鸭产品呈逐年提升态势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表33 绝味产品估算均价与周黑鸭对比



注：绝味加盟商环节以40%毛利率推算

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.5 品牌深入人心，玩转社会化营销，线上引流效果显著

随着休闲卤制食品行业步入品牌竞争时代，品牌优势突出的企业将在行业竞争中占据更为有利的地位。休闲卤制品客群主要为90后、95后，以女性消费者为主。公司在品牌营销上经验丰富，通过多种方式赋予品牌独特的个性，使之人格化、人性化，与消费者建立精神“共鸣”，具有较强的品牌吸引力和竞争力。

时尚化门店深化品牌形象。公司积极在人流密集的在黄金商圈与高铁、机场、地铁站等交通枢纽开设直营店，门店采取统一的装修设计，卡通LOGO遍布产品包装，全面准确地诠释公司的品牌文化，在为消费者提供即食食品解馋的同时提升品牌曝光度。以北京南站店为例，门店以红色为底色，而绝味两个大字在红色背景下增强视觉冲击力，给与消费者深刻的印象。门店抬头的产品图片、高端+可爱的产品包装突出绝味好吃好玩又健康的品牌形象，与休闲娱乐与快节奏的青年客群形成强烈共鸣。

图表34 绝味鸭脖直营店（北京南站店）



资料来源：大众点评网，平安证券研究所

大众媒介塑造品牌形象。公司聚焦年轻客群，硬广仍然是覆盖面最广、效果最好的品牌传播方式之一。近年来，公司加大硬广投入，在全国范围内通过电视、楼宇、地铁和互联网等广告渠道密集投放广告以增加公众印象。2016年6月，绝味借势欧洲杯，将北京地铁1号线化身欧洲杯“绝味鸭脖专列”，整个车厢涂装成大气的战斗红，类似B站的弹幕的大胆创新也结合了时下流行的吐槽文化，受到年轻群体的欢迎。随后绝味鸭脖的标志和主视觉陆续登陆重庆、深圳、上海等城市地铁。

图表35 北京首发“绝味号”开往欧洲杯地铁

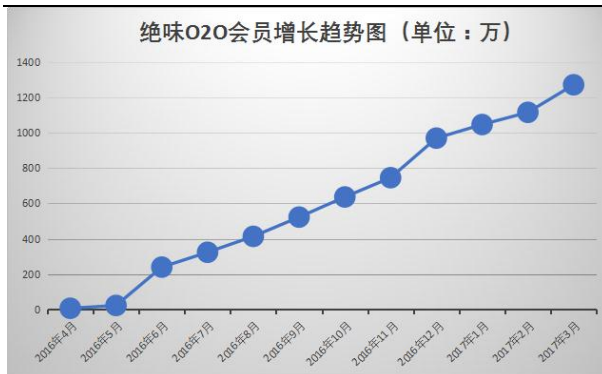


资料来源：公司官网，平安证券研究所

启动数字化营销战略，借势热点玩转话题。自2015年起，绝味全面启动数字化营销战略，以北京为战略高地，建立JWD绝味数字营销中心，以有趣好玩有价值的内容赢得市场。2016年圣诞和新年期间，公司举办“2016绝味跨年趴”，活动中的9款话题礼物成了一大亮点：名为“爸爸”的奖品，实物其实是马头套和云朵抱枕，玩的就是年轻人称马云为“爸爸”的梗；名为“女朋友”的奖品实质是印有“飞机”的杯子，打了个擦边球；而奖品“男朋友”，其实是能让你多喝热水的55度降温杯。这次活动凭借独特的创意和新奇的玩法，换来了百万之巨的新粉和数百万粉丝的口碑传播。凭借公司在粉丝互动、社区互动的丰富经验及社会化营销的创新，公司O2O会员数在16年4月至17年3月底的短短10个月内突破1200万。

线上引流效果显著，拉动门店坪效提升。16年5月，公司开始发力线上，通过第三方平台和公司微信公众帐号售卖产品，线上产品与线下同步，周边门店通过抢单模式分配订单，第三方配送。凭借积累的庞大会员数和营销推广活动，公司线上引流效果显著，16年促成交易额5.5亿元，1Q17超过3亿元。往后看，随着物理网点加密、线上会员数持续激增，线上引流拉动门店坪效提升，全年促成交易额预计超过10亿元。

图表36 数字化营销推动会员数暴增



资料来源：公司官网，平安证券研究所

图表37 公司营销活动渗透率高，粉丝参与范围广



资料来源：公司官网，平安证券研究所

2.6 借资本之翼乘风而起，募投资项目突破发展瓶颈

17年，公司成功登陆A股市场，发行5000万新股，募投资金净额7.4亿元，用于投资“湖南阿瑞食品有限公司年产16500吨酱卤食品加工建设项目”等8家子公司共计94500吨酱卤食品的产能，以及“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”、“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”。目前，部分募投资项目已先行建设投入，借助资本之翼，公司进一步夯实产能、渠道优势，扩张步伐有望进一步提速。

图表38 绝味拟募集7.4亿投入产能扩建、营销网络等项目建设

| 项目名称 | 产能 (吨) | 投资总额 (万元) | 募集资金投 资额(万元) | 建设期 (年) | 工程进 度 (2016) |
|-------------------------------|-----------|--------------|-----------------|------------|--------------------|
| 湖南阿瑞食品有限公司年产16,500吨酱卤食品加工建设项目 | 16500 | 13114 | 13114 | 2年 | 100% |
| 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 | 14000 | 11212 | 11212 | 2年 | 43.02% |
| 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 | 8000 | 7091 | 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 | 10000 | 7193 | 7193 | 2年 | 94.56% |
| 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 | 5000 | 3675 | 3675 | 2年 | 32.30% |
| 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 | 12000 | 8367 | 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 | 17000 | 12731 | 12731 | 2年 | 31.19% |
| 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 | 12000 | 9698 | 698 | 2年 | 8.44% |
| 绝味食品公司营销网络建设和培训中心及终端信息化升级项目 | | 17808 | 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 | 4002 | 1年 | |
| 合计 | 94500 | 94891 | 74059 | | |

资料来源：公司公告，平安证券研究所

产能制约销售，新建项目抢占潜力市场

公司拥有成熟的营销网络体系，较强的市场开拓能力，产能利用率一直保持较高水平，2016年前9月产能利用率已高达85.09%，随着其在全国市场快速发展，产能不足的问题正逐渐显现，限制公司持续成长能力。通过本次募集资金投资项目，增加8家子公司合计94500吨产能，相应的原租赁厂房将逐步停止使用，净增产能约48500吨，年内部分在建工厂将陆续竣工，将进一步扩大生产规模，优化产品结构。

图表39 2013-2016年9月绝味休闲卤制品产销情况

| 项目 | 实际产能(吨) | 产量(吨) | 产能利用率 | 销量(吨) | 产销率 |
|-----------|------------|-----------|--------|-----------|---------|
| 2016年1-9月 | 82,500.00 | 70,202.34 | 85.09% | 70,286.22 | 100.12% |
| 2015年度 | 105,000.00 | 83,557.47 | 79.58% | 83,879.31 | 100.39% |
| 2014年度 | 101,000.00 | 80,085.92 | 79.29% | 80,231.89 | 100.18% |
| 2013年度 | 99,000.00 | 73,655.57 | 74.40% | 73,865.31 | 100.28% |

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

调整区域产能分布，开拓区域潜在市场。公司通过8家子公司加工建设项目，均衡全国产能布局，湖南阿瑞、江西阿南项目面向湖南、湖北、江西三省需求，上海阿康项目加码华东市场，黑龙江阿滨项目开拓东北地区，河南阿杰项目深耕华北市场，贵州阿乐、四川阿宁供给川渝及贵州地区，西

安阿顺满足西安地区需求。目前，领先卤制品企业多集中在湖北、湖南、江西等传统区域，其他地区仍未形成具有较强影响力的卤制品品牌。通过新建产能项目，公司巩固湖南、湖北、江西传统区域优势，深耕华东、华北及西南地区，并开拓东北、西北等潜在市场，有望进一步提升市场占有率。

图表40 公司新建建设项目产能及销售区域

| 项目 | 产品 | 产能(吨) | 销售区域 | 市场空间 |
|-------|----|-------|------------|-----------------------|
| 湖南阿瑞 | 鲜货 | 13000 | 湖南省 | 湖南、湖北、江西三省 236.44 亿元 |
| | 包装 | 3500 | 华南、西南地区 | |
| 江西阿南 | 鲜货 | 12500 | 湖南、湖北、江西三省 | |
| | 鸭胚 | 1500 | | |
| 黑龙江阿滨 | 鲜货 | 6000 | 东北地区 | 黑龙江、吉林、辽宁三省 178.46 亿元 |
| | 包装 | 2000 | | |
| 上海阿康 | 鲜货 | 10000 | 上海地区 | 浙江、江苏、上海三省市 405.66 亿元 |
| 贵州阿乐 | 鲜货 | 5000 | 贵州地区 | |
| 河南阿杰 | 鲜货 | 12000 | 河南、河北、山西 | |
| 四川阿宁 | 鲜货 | 15000 | 川渝地区 | |
| | 包装 | 2000 | 西南等省份 | |
| 西安阿顺 | 鲜货 | 10000 | 西安地区及周边 | |
| | 包装 | 2000 | 西北地区 | |

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

苦练内功提升研发能力，加码直营拓展营销渠道

公司投资 2.18 亿元用于营销网络建设和培训中心及终端信息化升级项目和建设研发检验中心及信息化升级建设项目。其中，1.06 亿元投资直营旗舰店，0.5 亿元投资营销网络培训中心，0.2 亿元投资终端信息化升级系统，0.4 亿元投资建设研发检验中心及信息化升级建设项目。

苦练内功，提升产品研发和食品安全控制能力。公司投资 0.4 亿元用于建设研发检验综合楼，以此提升加工企业产品质量安全检验水平和产品研发创新能力，通过不断推出满足市场的变化及安全健康的产品，进一步提升公司核心竞争力。

加码直营&营销优化，加快市场拓展步伐。公司计划投资 1.06 亿元，在 24 个重点大中城市的交通枢纽包括高铁、机场和核心商圈包括地铁商圈、传统核心商圈设立 180 家直营旗舰店，项目有助于提高公司市场认知度和品牌竞争力，拓宽销售渠道，提升销售收入和市场占有率。此外，鲜食产品保质期短，考验供应链效率，公司投资 0.2 亿元逐步建立包含供应商和加盟商在内的供应链信息化管理体系，并投资 0.5 亿元用于营销网络培训中心，通过提升加盟商经营能力及产业链信息化程度，改善供应链运行效率。

图表41 绝味未来三年拟在重点大中城市设立 180 家直营旗舰店

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

资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

三、投资建议:

我们预计公司 17-19 年营收 39、46、51 亿元，同比增 19.3%、18.7%、11.0%，归母净利润 4.8、5.7、6.6 亿元，同比增 26.0%、19.6%、14.6%，EPS 分别 1.17、1.40、1.60 元，对应 PE 分别为 32.6X、27.3X、23.8X。卤制品市场成长空间大，行业集中度低，在食品安全控制标准日趋严格以及消费者习惯改变的背景下，中小卤制品生产销售企业或大批退出市场，市场份额将向领先企业集中。公司凭借成熟加盟管理模式、全国化的产销布局、深入人心的品牌形象和卓有成效的营销手段，有望在竞争中取得领先优势。公司过往业绩持续靓丽，长期成长性凸显，随着募投项目建设落地，公司突破发展瓶颈，品牌&规模优势将逐步凸显，营收、净利有望长期保持高速增长态势。首次覆盖给与“推荐”评级！

图表42 公司主营业务分项目预测(单位:百万元)

| 业务 | 项目 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 加盟店销售 | 门店数 | 7044 | 7843 | 9026 | 10094 | 10912 |
| | 销售收入 | 2629.17 | 2985.94 | 3539.42 | 4076.97 | 4539.58 |
| | 销售成本 | 1977.41 | 2133.46 | 2534.22 | 2976.19 | 3282.12 |
| | 毛利率 | 24.79% | 28.55% | 28.40% | 27.00% | 27.70% |
| 直营店销售 | 门店数 | 128 | 115 | 228 | 279 | 295 |
| | 销售收入 | 189.83 | 179.08 | 248.53 | 431.86 | 470.32 |
| | 销售成本 | 65.68 | 56.47 | 89.56 | 160.01 | 172.57 |
| | 毛利率 | 65.40% | 68.47% | 63.96% | 62.95% | 63.31% |
| 加盟商管理 | 销售收入 | 37.98 | 43.25 | 49.01 | 55.55 | 61.03 |
| | 销售成本 | 6.22 | 6.83 | 7.52 | 8.11 | 8.62 |
| | 毛利率 | 83.62% | 84.21% | 84.67% | 85.40% | 85.88% |

资料来源:公司招股说明书,平安证券研究所

图表43 行业可比公司估值情况

| | 市值(亿元) | PE | | | PS | | |
|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2016A | 2017E | 2018E | 2016A | 2017E | 2018E |
| 来伊份 | 85.80 | 64.03 | 51.07 | 42.48 | 2.65 | 2.32 | 2.01 |
| 周黑鸭 | 202.09 | 28.22 | 23.15 | 19.23 | 7.17 | 5.71 | 4.66 |
| 煌上煌 | 88.79 | 100.90 | 68.83 | 46.49 | 7.29 | 6.57 | 5.83 |
| 洽洽食品 | 71.03 | 20.07 | 17.89 | 15.68 | 2.02 | 1.84 | 1.65 |
| 盐津铺子 | 66.77 | 77.64 | 61.26 | 49.10 | 9.78 | 8.44 | 7.11 |

注:数据取自5月18日

资料来源:Wind,平安证券研究所

四、风险提示:

食品安全风险;加盟模式的管理风险;原材料价格波动风险;市场扩张不及预期风险。

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 886 | 1616 | 1723 | 2372 |
| 现金 | 400 | 966 | 924 | 1503 |
| 应收账款 | 4 | 6 | 6 | 5 |
| 其他应收款 | 19 | 40 | 37 | 47 |
| 预付账款 | 44 | 51 | 57 | 63 |
| 存货 | 408 | 492 | 589 | 652 |
| 其他流动资产 | 12 | 61 | 109 | 101 |
| 非流动资产 | 1076 | 1586 | 2011 | 1911 |
| 长期投资 | 131 | 131 | 131 | 131 |
| 固定资产 | 721 | 1169 | 1552 | 1524 |
| 无形资产 | 133 | 122 | 111 | 102 |
| 其他非流动资产 | 91 | 164 | 217 | 154 |
| 资产总计 | 1962 | 3202 | 3734 | 4282 |
| 流动负债 | 452 | 646 | 778 | 866 |
| 短期借款 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 175 | 208 | 255 | 280 |
| 其他流动负债 | 248 | 438 | 523 | 586 |
| 非流动负债 | 44 | 14 | 14 | 14 |
| 长期借款 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 负债合计 | 497 | 660 | 792 | 881 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 360 | 410 | 410 | 410 |
| 资本公积 | 73 | 763 | 763 | 763 |
| 留存收益 | 1033 | 1368 | 1769 | 2229 |
| 归属母公司股东权益 | 1465 | 2541 | 2942 | 3402 |
| 负债和股东权益 | 1962 | 3202 | 3734 | 4282 |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 494 | 467 | 664 | 840 |
| 净利润 | 380 | 479 | 573 | 656 |
| 折旧摊销 | 73 | 82 | 157 | 0 |
| 财务费用 | 3 | -11 | -20 | -27 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 7 | -115 | -83 | 0 |
| 其他经营现金流 | 30 | 32 | 36 | 210 |
| 投资活动现金流 | -232 | -592 | -582 | -116 |
| 资本支出 | -31 | -592 | -582 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -201 | 0 | 0 | -116 |
| 筹资活动现金流 | -93 | 692 | -124 | -145 |
| 短期借款 | -23 | -30 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 30 | -30 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 50 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 691 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -100 | 11 | -124 | -145 |
| 现金净增加额 | 168 | 567 | -42 | 579 |

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 3274 | 3907 | 4638 | 5148 |
| 营业成本 | 2232 | 2671 | 3185 | 3505 |
| 营业税金及附加 | 32 | 39 | 46 | 51 |
| 营业费用 | 265 | 341 | 414 | 461 |
| 管理费用 | 200 | 223 | 246 | 278 |
| 财务费用 | 3 | -11 | -20 | -27 |
| 资产减值损失 | 11 | 5 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 508 | 639 | 765 | 878 |
| 营业外收入 | 19 | 20 | 21 | 21 |
| 营业外支出 | 11 | 11 | 11 | 12 |
| 利润总额 | 517 | 647 | 774 | 887 |
| 所得税 | 137 | 168 | 201 | 231 |
| 净利润 | 380 | 479 | 573 | 656 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 380 | 479 | 573 | 656 |
| EBITDA | 24 | 22 | 17 | 15 |
| EPS (元) | 0.93 | 1.17 | 1.40 | 1.60 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 12.1 | 19.3 | 18.7 | 11.0 |
| 营业利润(%) | 31.4 | 25.6 | 19.8 | 14.7 |
| 归属于母公司净利润(%) | 26.4 | 26.0 | 19.6 | 14.6 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 31.8 | 31.6 | 31.3 | 31.9 |
| 净利率(%) | 11.6 | 12.3 | 12.4 | 12.8 |
| ROE(%) | 28.7 | 23.9 | 20.9 | 20.7 |
| ROIC(%) | 30.7 | 28.7 | 25.2 | 26.2 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 25.3 | 20.6 | 21.2 | 20.6 |
| 净负债比率(%) | -22.2 | -37.5 | -30.9 | -43.8 |
| 流动比率 | 1.96 | 2.50 | 2.22 | 2.74 |
| 速动比率 | 1.06 | 1.74 | 1.46 | 1.98 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.83 | 1.51 | 1.34 | 1.28 |
| 应收账款周转率 | 1282.3 | 832.0 | 783.5 | 925.2 |
| 应付账款周转率 | 13.6 | 13.9 | 13.8 | 13.1 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.93 | 1.17 | 1.40 | 1.60 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.20 | 1.14 | 1.62 | 2.05 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.57 | 6.20 | 7.18 | 8.30 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 41.1 | 32.6 | 27.3 | 23.8 |
| P/B | 10.7 | 6.1 | 5.3 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 23.6 | 22.0 | 17.3 | 14.7 |

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033