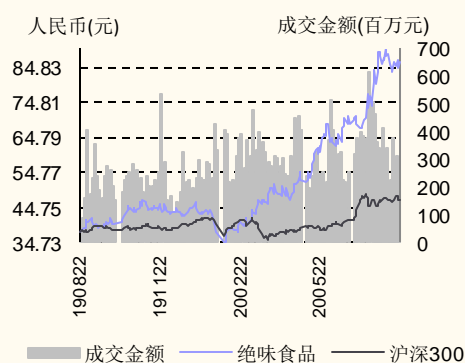


市场价格 (人民币): 85.99 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.09
已上市流通 A 股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	523.36
年内股价最高最低(元)	90.15/80.17
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381



相关报告

- 1.《主业稳健, 加速建设美食生态圈-绝味食品点评报告》, 2020.4.22
- 2.《业绩稳健增长, 加速建设美食生态圈-绝味食品三季报点评》, 2019.10.26
- 3.《收入持续高增长, 费用投放效率不断优化-绝味食品中报点评》, 2019.8.29

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

门店扩张再加速, 供应链优势内外共享

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,368	5,172	5,854	6,646	7,596
营业收入增长率	13.45%	18.41%	13.18%	13.54%	14.29%
归母净利润(百万元)	641	801	914	1,054	1,268
归母净利润增长率	27.69%	25.06%	14.05%	15.39%	20.29%
摊薄每股收益(元)	1.563	1.316	1.501	1.732	2.084
每股经营性现金流净额	1.18	1.69	1.52	1.83	2.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.18%	17.54%	17.86%	18.34%	19.49%
P/E	21.19	35.29	57.27	49.64	41.26
P/B	4.49	6.19	10.23	9.10	8.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 行业依旧处于门店驱动阶段, 绝味已率先完成跑马圈地: 卤制品消费习惯基础扎实, 消费场景多元化, 行业空间广, 高增长态势不变。2019 年卤制品行业市场规模达 1100 亿元, 同比增长 20%。预计 2020 年市场规模将达到 1235 亿元。单店的销售半径有限, 门店扩张持续驱动收入增长。行业处于跑马圈地的阶段, 优势点位的布局和抢占有利于规模和品牌力的提升。绝味全国化布局完善, 拥有 1.2 万家门店, 已初步完成跑马圈地。
- 优秀的加盟管理模式+供应链响应能力成为门店扩张的正循环: 卤味门店是少有的高坪效高周转的经营业态, 低门槛+高利润是吸引经销商的主要原因。根据测算, 绝味门店 3-6 个月即可收支平衡, 投资回收期在 1-1.5 年左右, 毛利水平约有 40%。绝味领先的门店数量和扩张速度与其门店模式和供应链能力相关, 公司门店经营方式以加盟为主, 直营为辅, 门店拓店上量速度较快。出色的供应链日配能力是门店快速扩张的重要支撑。
- 供应链优势在扩张后期有望得到逐步体现: 门店扩张可达到的规模高度取决于供应链优势, 门店数量提升后规模效应可体现在成本与配送费。绝味食品的成本中原材料占比较高, 采购价影响毛利率水平, 但规模采购带来议价能力。周黑鸭的直营模式下产品毛利率水平较高, 绝味和煌上煌加盟模式下毛利率相较接近, 在 35%左右, 而双方净利率水平的差距体现在供应链能力上。进入后万店时代, 2020 年公司落实科学合理布局, 重新深化商圈布局, 同时构建美食生态圈, 将供应链的能力、信息化技术、培训系统、加盟及门店拓展系统、线上推广系统等优势对外开放服务。

盈利预测与估值

- 今年受疫情影响, 公司线下门店一季度销量受损, 同时给予经销商扶持政策, 二季度加速新增门店开业, 因此调整盈利预测, 我们预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 13%/14%/14%, 较此前预测分别下调 0.3%/3.4%/3.9%, 归母净利润增速为 14%/15%/20%, 较此前预测下调 3.6%/9.6%/9.1%, 对应 EPS 为 1.50/1.73/2.08 元/股, 对应当前股价 PE 倍数为 57/50/41 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险、区域市场竞争风险、原材料价格变动风险。

内容目录

一、行业依旧处于门店驱动阶段，绝味已率先完成跑马圈地	4
1.1 卤制品行业空间广，高增长态势不变	4
1.2 门店扩张持续驱动收入增长	5
1.3 绝味全国化布局完善，已初步完成跑马圈地	7
二、优秀的加盟管理模式+供应链响应能力成为门店扩张的正循环	9
2.1 绝味领先的门店数量和扩张速度与其门店模式和供应链能力相关	9
2.2 卤味门店是少有的高坪效高周转的经营业态	11
2.3 加盟商利润空间广，投资回收期合理	12
三、供应链优势在扩张后期有望得到逐步体现	13
3.1 门店扩张取决于供应链响应能力，配送效率提升	13
3.2 原材料采购成本具有优势	14
3.3 供应链优势凸显报表盈利能力	15
3.4 后万店时代的竞争战略：提升高势能店占比，加强渠道深耕	17
3.5 美食生态稳步推进	17
四、盈利预测与估值	18
五、风险提示	19

图表目录

图表 1：2020 年我国休闲食品行业空间将达到 12984 亿元	4
图表 2：2020 年我国休闲卤制品行业空间将达到 1235 亿元	4
图表 3：休闲卤制品 2015~2020 年 CAGR 达 19%（亿元，%）	4
图表 4：家禽类是休闲卤制品中零售价值最高产品（亿元，%）	4
图表 5：我国休闲卤制品行业主要是三种形式	5
图表 6：2018 年卤制品主要品牌市场份额	5
图表 7：绝味收入中单店营收贡献和门店增量贡献	6
图表 8：周黑鸭收入中单店营收贡献和门店增量贡献	6
图表 9：行业竞品鸭脖价格/100g	6
图表 10：2020 年各渠道市场规模（亿元）	7
图表 11：2020 年线下开店仍是主要渠道（亿元，%）	7
图表 12：绝味门店数量远超煌上煌与周黑鸭	7
图表 13：绝味门店数量稳步提升	7
图表 14：我国休闲卤制品行业主要是三种形式	8
图表 15：绝味区域收入占比	8
图表 16：煌上煌区域收入占比	8
图表 17：周黑鸭区域收入占比	8
图表 18：2019 年公司加盟门店超过 10000 家	9
图表 19：公司 19 年加盟渠道收入约 47 亿元，占比 94%（亿元，%）	9

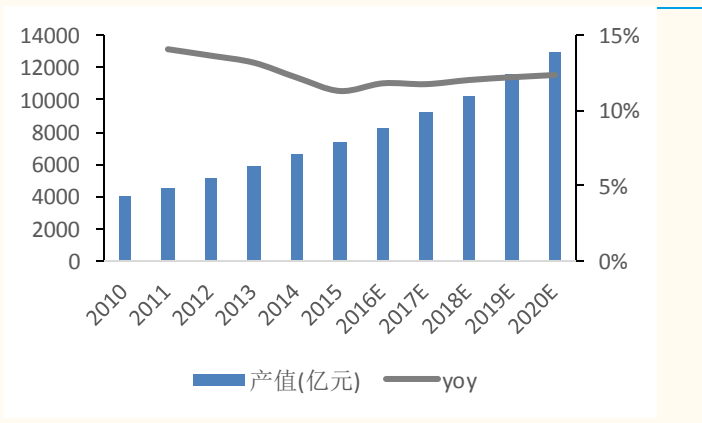
图表 20: 加盟模式下绝味和煌上煌拓店速度较快.....	10
图表 21: 绝味门店集中在市区, 郊区乡镇呈点状集中分布 (图为广州市绝味门店情况)	10
图表 22: 绝味食品全国化产能布局.....	10
图表 23: 绝味供应链发展大事记.....	11
图表 24: 绝味食品单店收入和经营利润 (万元)	12
图表 25: 星巴克亚太地区单店营业收入和经营利润 (万美元)	12
图表 26: 卤味门店投资金额低.....	12
图表 27: 三线以下城市的绝味门店投资回报率测算模型 (元)	13
图表 28: 绝味食品信息化全流程管理.....	14
图表 29: 绝味食品的原材料占比.....	14
图表 30: 绝味食品鸭副产品的采购价 (元/公斤)	15
图表 31: 毛鸭主产区平均价 (元/公斤)	15
图表 32: 绝味食品吨成本 (元/kg)	15
图表 33: 绝味食品吨价 (元/kg)	15
图表 34: 行业毛利率水平.....	16
图表 35: 行业净利率水平.....	16
图表 36: 绝味食品与煌上煌的广宣费占销售费用比重.....	16
图表 37: 绝味食品与煌上煌物流配送费占收入比重.....	16
图表 38: 绝味/煌上煌/周黑鸭存货周转率.....	17
图表 39: 绝味投资布局.....	18
图表 40: 休闲卤制品盈利预测.....	19

一、行业依旧处于门店驱动阶段，绝味已率先完成跑马圈地

1.1 卤制品行业空间广，高增长态势不变

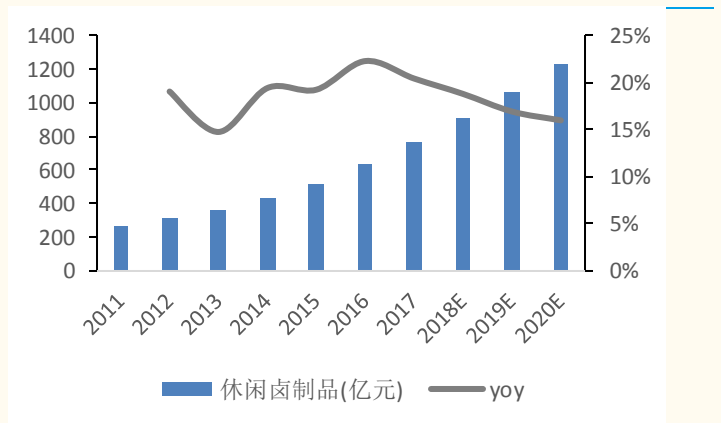
- **消费习惯基础扎实。**卤味食品的口感具有粘性，具有成瘾性消费特征。休闲食品上瘾的元素有“辣、肉、甜、嚼”，其中“辣”味提供了短暂的精神刺激、“肉”能产生内啡肽带来愉悦感、“甜”是一种重要的减压食品、咀嚼动作则增强了食用体验。民间卤味消费基础成熟，从佐酒下饭菜到休闲小吃均体现其群众基础广泛。
- **消费场景多元化。**卤味食品契合场景较多，餐桌补充、居家休闲零食、包括旅途中均可成为消费场景。多元化的即食消费场景导致门店布局范围较广，菜场社区、高铁地铁等交通枢纽、商业综合体等场所均可布局卤味零售店。同时亦有锁鲜装、包装化产品满足非即食性囤货需求。
- **从增长动力来看，卤味市场空间广阔且增速较快。**据统计，2019年中国卤制品行业市场零售规模达1100亿元，同比增长20%。预计2020年，中国卤制品零售额将达到1235亿元。
- **品牌化集中程度较低。**卤味零售市场达到千亿以上，但市场集中度低。目前按照零售口径计算，CR5市占率为21%，绝味食品市占率约9%，位列第一位，周黑鸭市占率约5%，紫燕和煌上煌市占率约3%，久久丫占比1%，剩下80%的市场竞争较为分散。

图表 1: 2020 年我国休闲食品行业空间将达到 12984 亿元



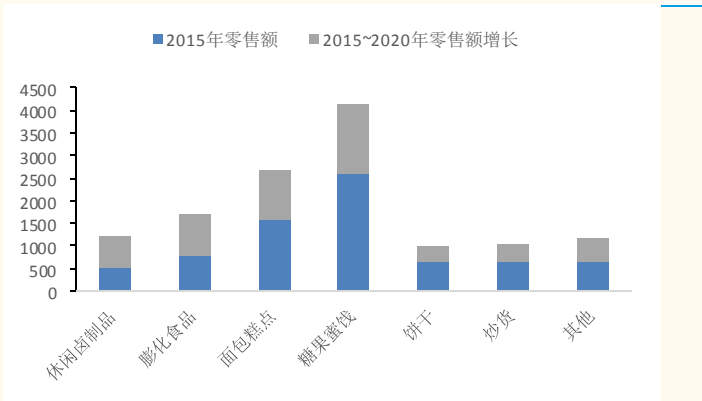
来源：产业信息网，国金证券研究所

图表 2: 2020 年我国休闲卤制品行业空间将达到 1235 亿元

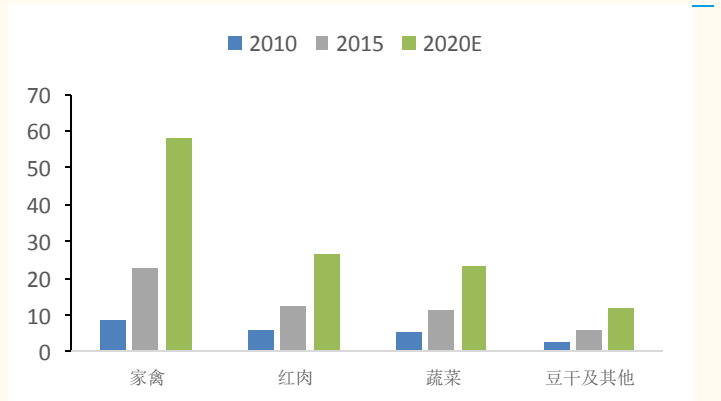


来源：产业信息网，国金证券研究所

图表 3: 休闲卤制品 2015~2020 年 CAGR 达 19% (亿元, %)



图表 4: 家禽类是休闲卤制品中零售价值最高产品 (亿元, %)



来源：wind，国金证券研究所

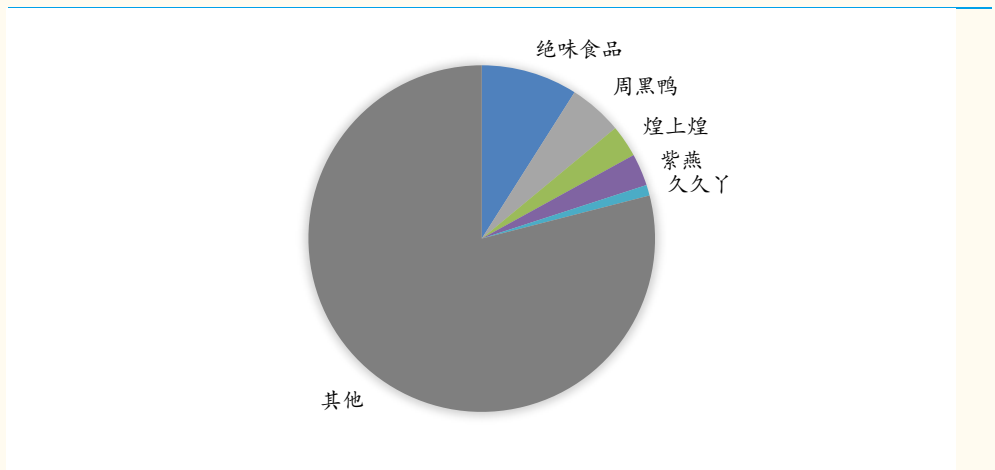
来源：wind，国金证券研究所

图表 5：我国休闲卤制品行业主要是三种形式

经营模式	特点	局限
小作坊经营模式	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，在本行业中仍占有较大比例	食品销售半径有限
区域性连锁品牌经营模式	中等规模，集中加工生产	规模化产能有限
全国性连锁品牌经营模式	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	-

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2018 年卤制品主要品牌市场份额



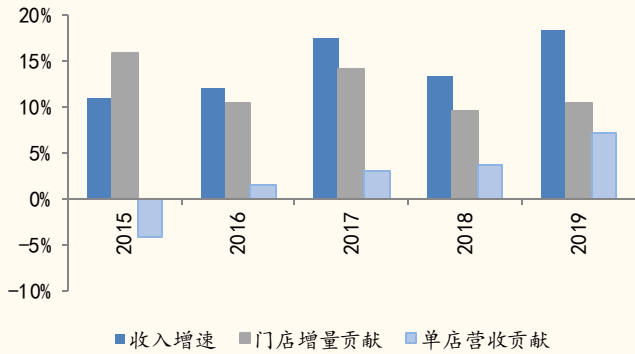
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

1.2 门店扩张持续驱动收入增长

- **卤制品讲究新鲜即时消费，遵循就近购买原则。**卤制品的消费需求包括休闲食品消费、餐饮消费和情景消费，销售渠道包括商超和便利店、社区门店、菜场等多种途径，产品形态包括真空包装和散装。作为餐饮消费需求，卤制品的购买场所主要分布在社区、菜场等居民区附近。作为休闲食品的消费需求，卤制品门店分布在商圈等地，虽然休闲食品消费可接受的产品保质期更长，因此真空 MAP 包装产品保质期可达 3-7 天，但整体来看，卤制品需求以即食为主，遵循就近购买的原则。
- **单店的销售辐射半径有限，区域扩张更多依靠门店驱动。**在就近购买的原则下，卤制品的单店销售辐射半径有限。在产品同质化的情况下，消费者选择卤制品对品牌和口味的差异包容度较高，因此线下门店的扩张有利于销售规模的提升，同时门店的随处可见性有利于品牌力的打造。
- **行业处于跑马圈地的阶段，优势点位的布局和抢占有利于规模和品牌力的提升。**卤制品因生产壁垒较低而呈现行业集中度较低的现象，行业内较多出现小作坊企业，品牌和规模的扩张需要门店驱动，因此行业目前还处于跑马圈地的阶段。在门店扩张层面，不同企业采取不同的模式和策略因此扩张进度有所不同。绝味将门店设置在社区及商圈附近，一二线城市门店

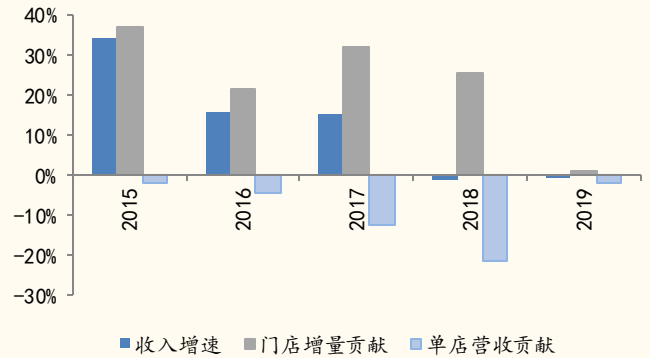
不断加密，三四线城市门店不断下沉，供应链支撑下门店扩张速度较快。周黑鸭保留一点“特产”属性，门店大多设置在交通枢纽等高势能门店，采取直营模式，门店的单店规模和利润水平较高，但是高势能点位有限，因此后期扩张进度不及绝味。2019年下半年，周黑鸭开发特许经营权，将商业模式升级为直营+特许经营，单店特许着力于现有直营区域和市场加密，以扩充体量，而发展式特许是以地级市为单位，拓展未开放直营门店地区的市场空白。

图表 7：绝味收入中单店营收贡献和门店增量贡献



来源：公司公告，国金证券研究所

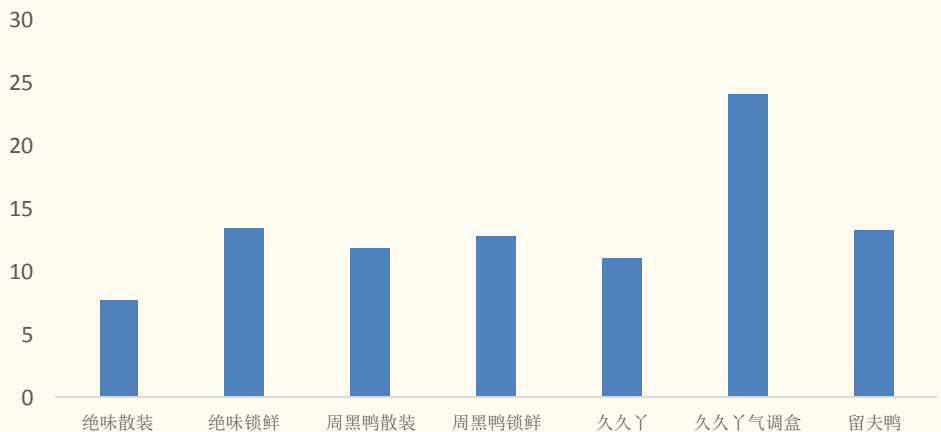
图表 8：周黑鸭收入中单店营收贡献和门店增量贡献



来源：公司公告，国金证券研究所

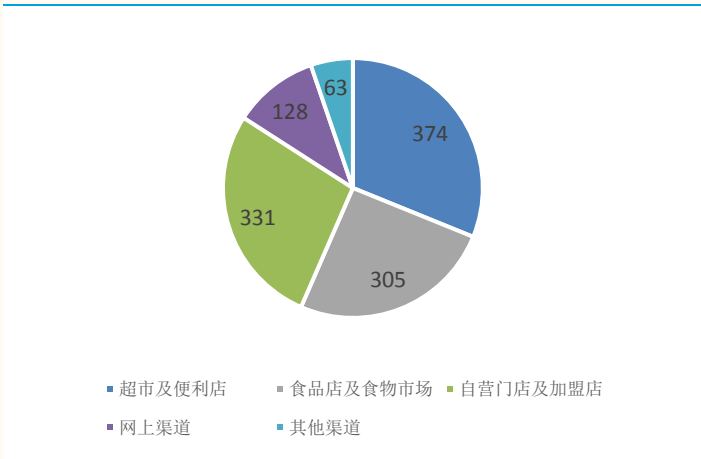
- 休闲卤制品的客单价（更多源于客单量）提升相对较慢，门店增量对业绩贡献更高。休闲卤制品的即时消费单次购买量比较稳定，客单量提升相对较慢，而行业竞争格局分散的情况下，品牌力对产品的溢价能力不明显，因此单次消费的客单价提升空间较小，或通过产品结构调整、小幅提价等方式实现。2015-2019年，绝味的客单价稳定在30元左右，周黑鸭的客单价稳定在60元左右，客单价提升相对缓慢。

图表 9：行业竞品鸭脖价格/100g



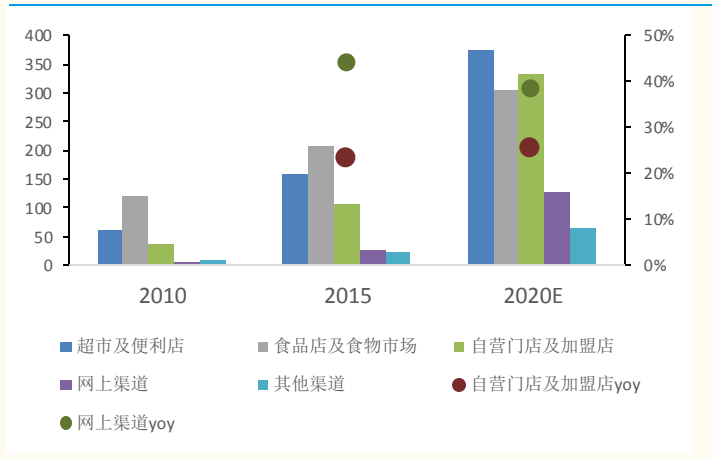
来源：淘宝，国金证券研究所

图表 10: 2020 年各渠道市场规模 (亿元)



来源: 产业信息网, 国金证券研究所

图表 11: 2020 年线下开店仍是主要渠道 (亿元, %)

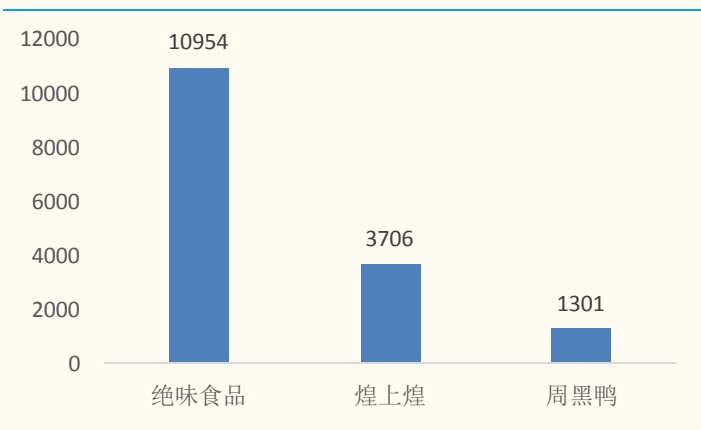


来源: 产业信息网, 国金证券研究所

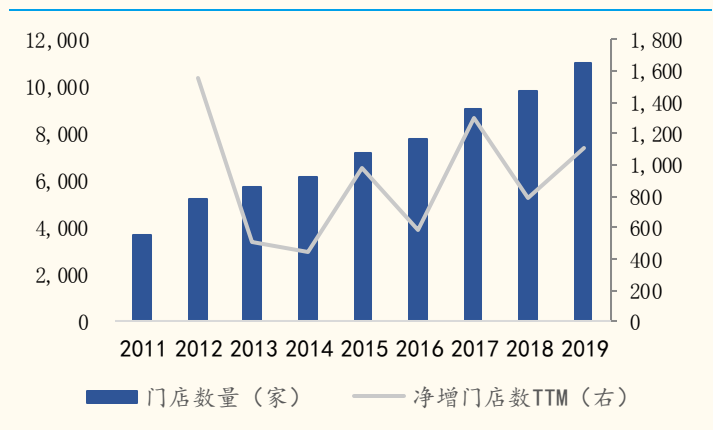
1.3 绝味全国化布局完善, 已初步完成跑马圈地

- **绝味门店数量远超周黑鸭和煌上煌, 收入规模领先。**截至 2019 年末绝味开设了 10954 家门店, 销售网络的覆盖率和门店数量居于市场领先地位, 煌上煌拥有 3706 家门店, 周黑鸭拥有 1301 家门店。
- **绝味全国化布局较为完善。**经过多年的持续开拓, 绝味形成了覆盖全国大陆地区 31 个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络。绝味通过加盟模式实现门店的快速扩张, 每年增加近 1000 家门店, 已经达到万店规模, 一二线城市的密度及三四线城市的触达率远超行业水平, 已初步完成跑马圈地阶段。从地区分布来看, 公司华中、华东、华南地区规模体量较为接近, 西南和华北地区次之, 整体来看各地区分布均衡。而煌上煌主要集中在江西地区, 广东、浙江、福建地区有所拓展但规模体量相较江西较低; 周黑鸭在以武汉为中心的华中地区占据优势, 其它地区尚未达到全面发展。
- **绝味的全国化扩张依赖于全国产能布局 and 全方位的供应链体系。**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, 以最合适的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, 为公司门店的快速扩张提供了坚实的供应保障。生产型子公司为公司每开拓一个新市场区域建立了相应的产品供应和物流配送体系, 支持公司提高效率、降低成本。

图表 12: 绝味门店数量远超煌上煌与周黑鸭



图表 13: 绝味门店数量稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

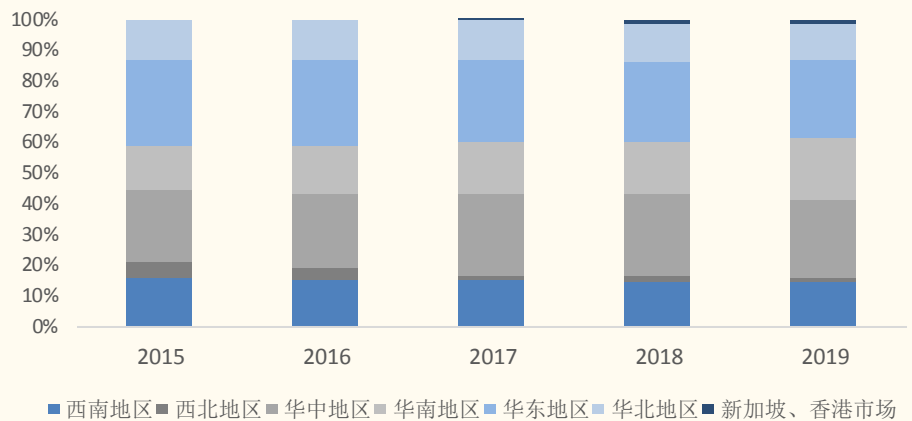
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14：我国休闲卤制品行业主要是三种形式

品牌	扩张模式	终端渠道布局	产品种类
绝味食品	加盟为主	基本完成全国化布局，并在海外有部分扩张	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
煌上煌	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
紫燕	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、夫妻肺片等酱卤肉制品，海带、云丝
周黑鸭	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	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

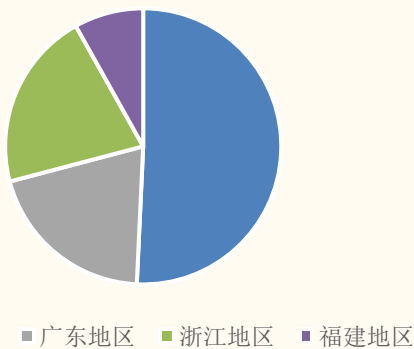
来源：公司招股说明书，公司官网，国金证券研究所

图表 15：绝味区域收入占比

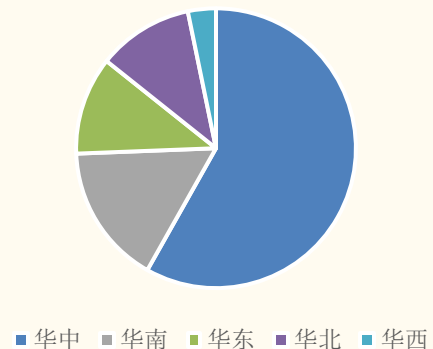


来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：煌上煌区域收入占比



图表 17：周黑鸭区域收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

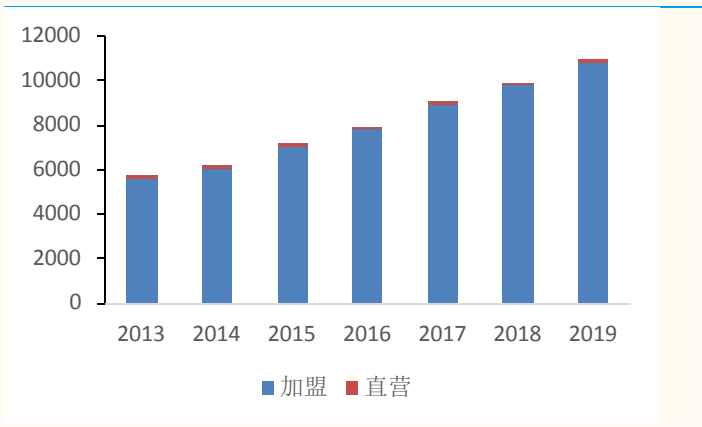
来源：公司公告，国金证券研究所

二、优秀的加盟管理模式+供应链响应能力成为门店扩张的正循环

2.1 绝味领先的门店数量和扩张速度与其门店模式和供应链能力相关

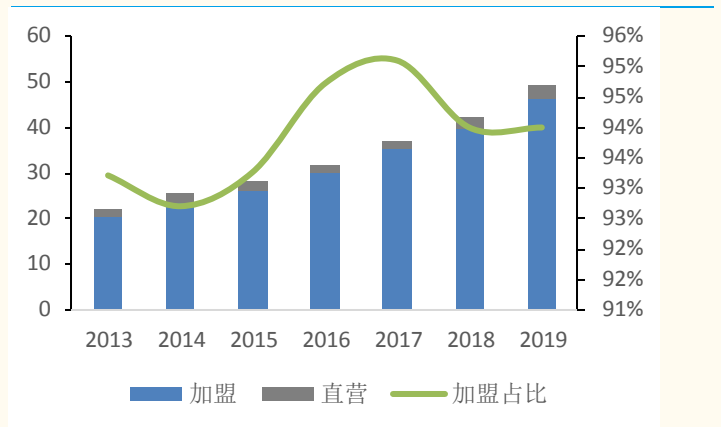
- 公司门店经营方式以加盟为主，直营为辅。公司“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的模式进行门店扩张，近几年来公司门店数量以每年 1000 家左右的速度稳步增长，加盟模式是其主要增长动力。截至 2019 年末，公司在全国范围内共开设了 10954 家门店，其中自营门店仅 120 家，其余皆为加盟门店，加盟门店渠道收入占比达到了 94%。

图表 18：2019 年公司加盟门店超过 10000 家



来源：公司公告，国金证券研究所

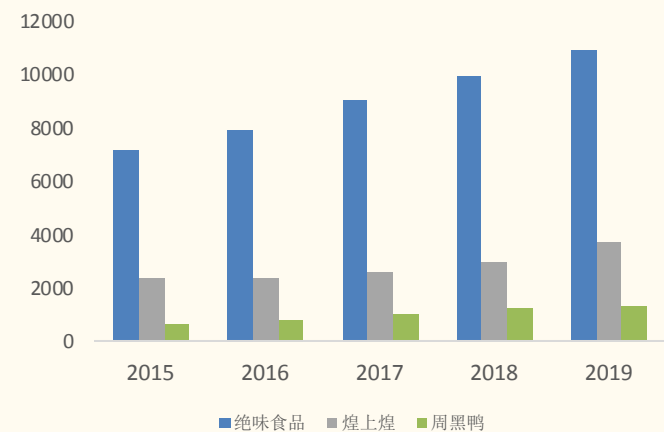
图表 19：公司 19 年加盟渠道收入约 47 亿元，占比 94%



来源：公司公告，国金证券研究所

- 加盟模式下门店拓店较快，上量速度较快。绝味、煌上煌、周黑鸭不同的门店数量和扩张速度与其门店模式和供应链能力相关。绝味以加盟模式为主，拥有 20 多家工厂，形成以 300 公里为销售半径的辐射，可实现全程冷链运输与以销定产、日配到店。绝味产品可实现较高的新鲜度，因此产品以散装为主，少量 MAP 包装。在门店盈利能力较好、投资回报率较高的情况下，加盟模式能够放大门店的扩张速度。公司采用加盟模式以轻资产运营的方式实现全国化扩张，相较直营模式单店利润率较低，但是放量较快。

图表 20: 加盟模式下绝味和煌上煌拓店速度较快



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 21: 绝味门店集中在市区, 郊区乡镇呈点状集中分布 (图为广州市绝味门店情况)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 从门店分布上来看, 绝味有望在一二线城市继续抢占份额, 在三四线城市持续拓宽市场。公司目前 80%左右的门店布局在一二线城市, 门店集中在市区, 郊区乡镇呈点状集中分布, 三四线城市仍有很大的下沉空间。周黑鸭由于其高端定位, 扩张范围只能局限于一二线城市, 但是在一二线城市中, 绝味的门店密度更高, 客单价更低, 约为周黑鸭的一半, 竞争优势更为明显。
- 出色的供应链及日配能力是门店快速扩张的重要支撑。休闲卤味作为即食性食品, 对保鲜度要求较高, 产品保质期较短。门店在全国范围内的快速扩张需要同步的供应链和物流配送体系。绝味已经形成以各地工厂为中心, 300 公里为销售半径的辐射, 可实现全程冷链运输与以销定产、日配到店, 基本实现全国化。绝味产品可实现较高的新鲜度, 因此产品以散装为主, 少量 MAP 包装。相较于绝味, 煌上煌目前的生产基地和数量有限, 全国化正在路中。周黑鸭此前采取直营模式, 单店收入规模较高, 但扩张速度较慢。周黑鸭启动特许经营模式后对供应链进行升级与完善。目前行业内绝味工厂的全国化布局更为完善, 为门店数量的快速增长提供了有力支撑。

图表 22: 绝味食品全国化产能布局



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为绝味形成今日完善的供应链体系，得益于管理层前瞻性的战略眼光。早在 2008 年，绝味就确定了跑马圈地，饱和开店的经营战略，同年开始全面导入冷链系统。此外，公司较早就开始关注信息化建设，2010 年引入了 SAP-ERP 系统，开启了绝味的信息化管理时代，而后又引入 RMS 系统（零售终端管理系统），实现从工厂原材料至门店销售情况的追溯，而周黑鸭于 2018 年才上线 SAP 系统。

图表 23：绝味供应链发展大事记

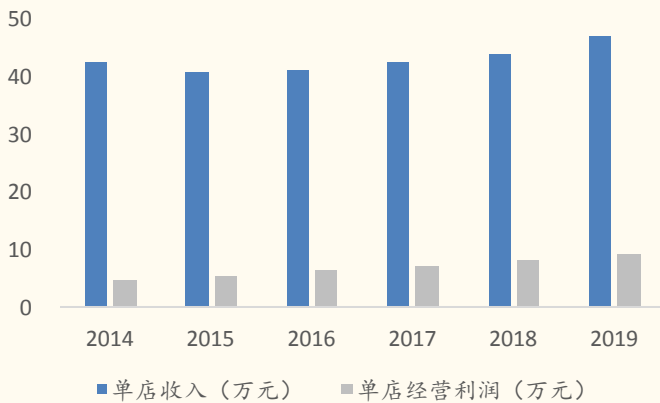
时间	事件
2008 年	绝味携手美国冷链工业巨头——英格索兰，全面导入全程冷链系统，基于全程冷链的绝味第二代门店也应运而生
2009 年	绝味携手德国 SAP 公司，全面导入 SAP-ERP 系统，开启信息化管理时代
2010 年	绝味 SAP-ERP 系统全面上线
2013 年	通过注资内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司，绝味开始介入上游产业链。通过横向整合产品，实施多品牌、多渠道运营战略，纵向整合产业，打造产、供、销一体化产业链。
2016 年	绝味第一个自动化工厂-湖南阿瑞工厂投产，绝味供应链体系开始了新的跨越；与日本船井综研开启战略合作关系，全面梳理和提升绝味供应链体系
2017 年	新加坡海外工厂正式投入生产使用，开启绝味食品海外布局新篇章，为绝味发展海外市场奠定坚实基础；江西、四川、上海多个新工厂投产，新工厂的建设引入了全自动、柔性化的设计理念，为绝味新的战略发展奠定基础
2019 年	CSC 系统正式投入使用并推广至全国，绝味云建设完成并投入使用。

来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 卤味门店是少有的高坪效高周转的经营业态

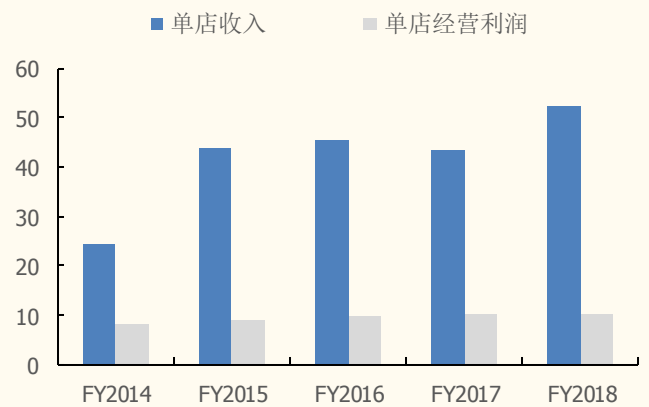
- 卤味门店的高坪效、高周转对加盟商具有较大吸引力。休闲卤制品定位于即食性小吃，不同于餐饮业态的现场烹饪需求及咖啡店的社交需求，因此无需堂食和后厨面积，门店租金压力较小。同时休闲卤制品具有冲动性和成瘾性消费，客流量转化率较高，并且零售门店不存在翻台率的问题，周转率可媲美奶茶店。高坪效高周转的经营业态能较大程度上吸引经销商加盟，门店扩张的必要条件在于加盟门店的盈利空间较大。

图表 24：绝味食品单店收入和经营利润（万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：星巴克亚太地区单店营业收入和经营利润（万美元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：卤味门店投资金额低

投资项目	投资金额和回收期
周黑鸭	新门店资本开支约 12 万，收支平衡期 1-2 月，投资回收期 2-6 月
绝味食品	加盟门店前期开店投资固定成本约 10 万，投资回收期 12-18 月
一点点	加盟门店所需费用约 40-60 万
Coco	品牌单店加盟费全国统一 10 万，前期开店投资预算约 40 万
KFC	加盟费用 20-50 万，投资金额需 200-500 万

来源：wind，国金证券研究所

- 同样高周转和高坪效门店类型下卤味门店的资金投入较少。卤味门店即取即食、食材标准化的零售业态可与咖啡店、奶茶店等经营业态相媲美，但较之同样标准化流程的连锁门店，卤味门店的投资额较少。

2.3 加盟商利润空间广，投资回收期合理

- 低门槛+高利润是吸引经销商的主要原因。加盟绝味门店对于经销商有较大的吸引力，主要在于投资进入门槛低、经营负担轻、投资回报期短、投资回报率较高。
- 绝味门店主要包括两种，根据门店选址的不同可分为高势能门店和社区门店。高势能门店位于交通枢纽等地，客流量较大，因此门店租金较贵、客单价和利润水平较高。社区门店主要分布于生活小区和集贸市场附近，定位于家庭消费市场，便捷居家消费购买，门店租金较为便宜但是客流量较少，单店规模不及高势能门店。
- 从门店投资额来看，绝味缩减了后厨和堂食面积，纯零售+外带性质所需门店面积较小，因此门店租金较少。此外卤制品售卖方式简单，一般驻店员工仅需 1-2 人，工资负担等人力成本低，因此门店整体的成本水平较低。
- 三线及以下城市绝味门店的投资回报率在当地属较好的水平，人工、租金等成本较低。绝味的加盟成本主要包括加盟费、门店租金、装修及设备购买、管理等，其中加盟费 4000-8000 元/年，管理费 4000-8000 元/年，一次性保证金约 3000-5000 元，门店租金 10-12 万/年，装修费用 3-5 万元，设备购买 1-2 万元，员工培训费用由公司负责，因而初期投资成本在 15-20 万元左右。
- 根据测算，绝味门店 3-6 个月即可收支平衡，投资回收期在 1-1.5 年左右，毛利水平约有 40%。

图表 27：三线以下城市的绝味门店投资回报率测算模型（元）

投资成本	第 1 年	第 2 年	第 3 年
加盟费	4000	4000	4000
管理费	4000	4000	4000
保证金	5000	0	0
设备成本	20000	0	0
房租	70000	70000	70000
装修费用	30000	0	0
投资总额	133000	78000	78000
营业收入	600000	630000	660000
毛利	240000	252000	264000
员工支出	72000	72000	72000
水电费等固定费用	12000	12000	12000
税前利润	156000	168000	18000

来源：国金证券研究所

三、供应链优势在扩张后期有望得到逐步体现

3.1 门店扩张取决于供应链响应能力，配送效率提升

- **门店扩张可达到的规模高度取决于供应链优势。**卤制品行业进入壁垒低，作坊式仍为行业内的主要经营模式，但是小作坊门店受限于人力、产能，生产效率低，难以实现门店扩张。连锁品牌的门店扩张受生产设施、供应链物流等驱动，但不同的门店数量对供应链的要求不同。随着门店数量的提升，对供应链的考验提升，未来煌上煌/周黑鸭进一步提升门店数量依旧需要进行供应链投入。
- **门店数量提升后规模效应可体现在成本与配送费。**规模效应下单位配送费和单吨成本得到有效降低。规模采购带来上游议价能力，密集配送实现配送效率。鸭副产品的上游规模养殖力度较强，规模采购下公司成本平滑能力较强。公司参投城配冷链运输公司，避免重资产化。
- **门店密集下配送效率较高。**公司采取每日销售报单、每日集中生产、每日冷链配送的方式。在弹性的每日销售报单模式下，各门店一般根据时令、节假日、近期销售和以往年度的销售情况，预估次日销售情况后再向公司合理报量，做到产品销售量和当天销售报量基本一致，公司的信息系统根据以往销售情况对各门店的报量进行跟踪，避免库存，同时公司以最合适的冷链配送距离作为辐射半径构建全方位的供应链体系。密集的门店有助于公司集中配送提升配送效率。

图表 28：绝味食品信息化全流程管理

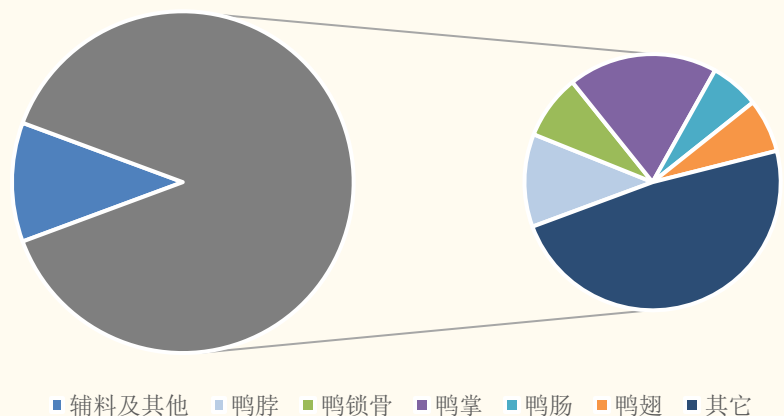


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 原材料采购成本具有优势

- **鸭副产品上游规模化养殖。** 卤制品的原材料成本占比较高，上游养殖是否规模化对产品的供给和价格均有一定程度的影响。毛鸭上游养殖较为规模化，能满足供给端的要求。而因养殖利润影响养殖行业景气度，因此毛鸭价格呈现周期波动。
- **绝味食品的成本中原材料占比较高，采购价影响毛利率水平，但规模采购带来议价能力。** 公司门店以加盟模式为主，售卖新鲜散装卤制品，原材料占比较周黑鸭更高。更高的门店数量下绝味的营收和采购规模远高于周黑鸭和煌上煌，因此具有议价能力，采购成本具有优势。

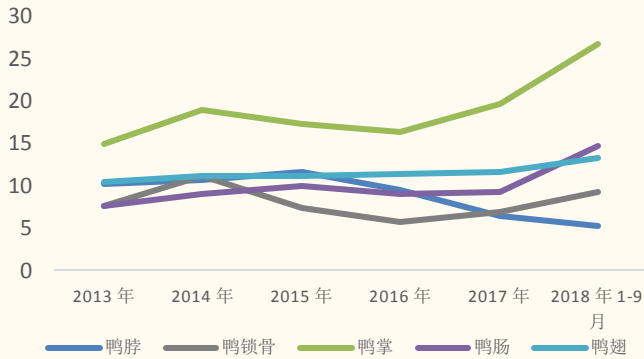
图表 29：绝味食品的原材料占比



来源：wind，国金证券研究所

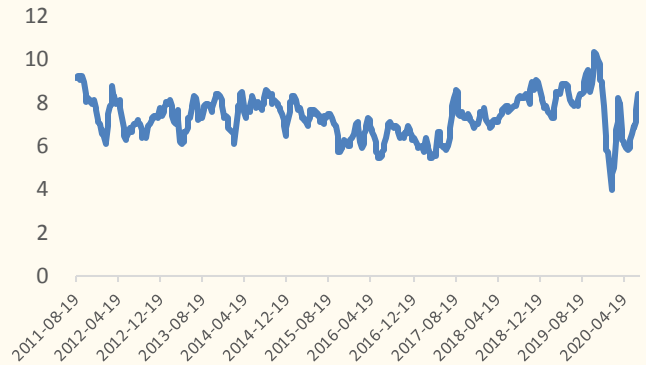
- 2018 年虽然原材料价格涨幅较高，但是公司成本平滑能力较强。2018-2019 年间虽然原材料采购价格提高，但是鸭脖采购价稳中有降，主要原因在于食品监管趋严，小作坊经营模式关停，鸭脖销售渠道逐渐狭窄。其他鸭副价格受行业毛鸭价格和餐饮渠道分流影响，采购价格涨幅较大，但是在公司整体成本中占比较低，终端适度提价可消化上游原材料压力。近两年养殖行业高利润带来高景气度，随着养殖意愿和存栏量的提高，2020 年及以后的小周期内原材料价格预计温和，公司成本压力最大时期已过。2020H1 毛鸭价格稳中有降，利好公司毛利率水平。

图表 30：绝味食品鸭副产品的采购价（元/公斤）



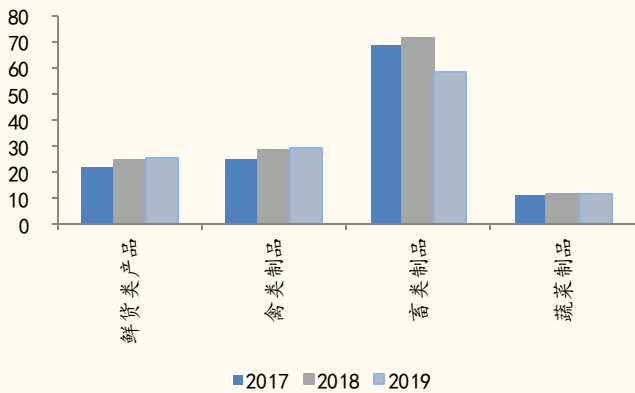
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 31：毛鸭主产区平均价（元/公斤）



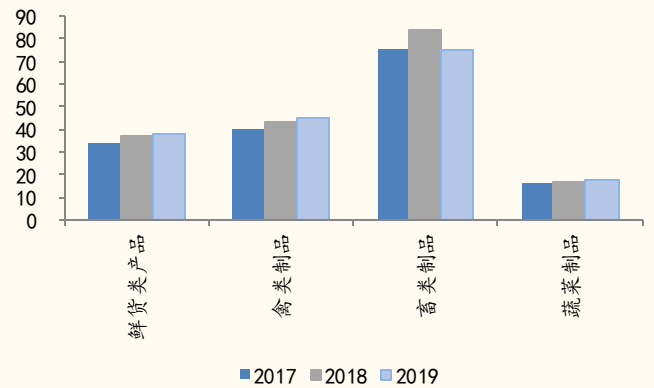
来源：博亚和讯，国金证券研究所

图表 32：绝味食品吨成本（元/kg）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：绝味食品吨价（元/kg）



来源：公司公告，国金证券研究所

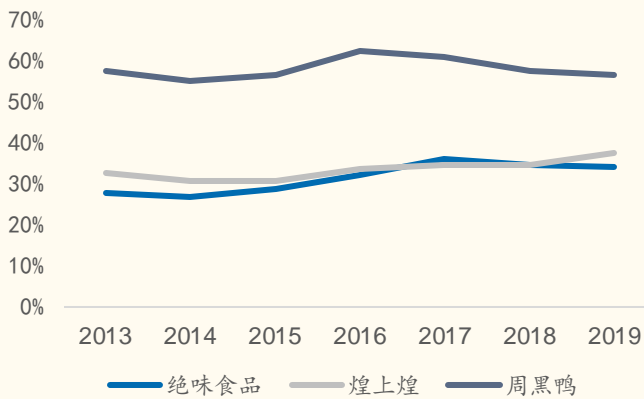
3.3 供应链优势凸显报表盈利能力

- 直营模式与加盟模式并无优劣好坏之分，但经营模式的不同与其自身供应链的匹配能力息息相关。周黑鸭的直营模式下产品毛利率水平较高，绝味和煌上煌加盟模式下毛利率相较接近，在 35%左右，而双方净利率水平的差距体现在供应链能力上。
- 此前周黑鸭的毛利率处于行业领先的地位，MAP 包装产品的销售平均单价较高贡献整体毛利率水平，同时直营模式下利润率水平较高。而绝味的毛利率水平与同样采用加盟模式的煌上煌毛利率水平相接近，且毛利率水平稳固性较强。
- 虽然绝味食品与煌上煌的毛利率水平较为接近，但是净利率水平具有差距。绝味的净利率水平呈现逐年稳步的提升，甚至在 2019 年超越周黑鸭的净

利率水平，期间费用率管控优秀，主要源于高效扩张下单位成本降低以及规模效应凸显。

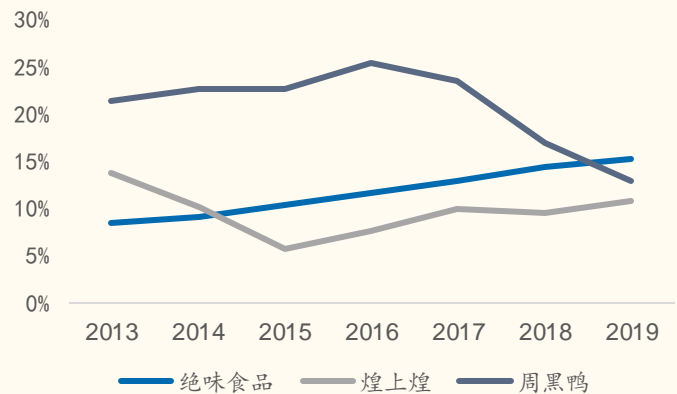
- 从销售费用构成来看，绝味的销售费用中占比较高的为广告宣传费、运输费、职工薪酬和租赁费。2017年因加大营销投入导致广告宣传费用增长较快，因此销售费用率提升。随着门店数量的增长和销售规模的提升，绝味的运输费和广告宣传费在销售收入中的占比稳中有降，说明规模效应下供应链优势凸显，公司的配送效率和品牌知名度在有效提升。与同样采用加盟模式的煌上煌相比，煌上煌的促销宣传费用在销售收入中的占比高于绝味食品，而物流配送费在收入中的占比高于绝味食品。
- 从周转率角度来看，目前绝味的存货周转率在行业内处于较优水平，公司实行弹性的每日销售报单模式，各门店一般根据时令、节假日、近期销售和以往年度的销售情况，预估次日销售情况后再向公司合理报量，做到产品销售量和当天销售报量基本一致，因此绝味的存货周转率水平近几年较为稳定且处于领先地位。同为加盟模式的煌上煌存货周转率水平变化幅度亦不大，但整体水平低于绝味。周黑鸭在此前以直营模式为主，因此存货周转率领先，直营模式下门店扩张速度相较加盟模式慢，此后存货周转率有所下滑。

图表 34：行业毛利率水平



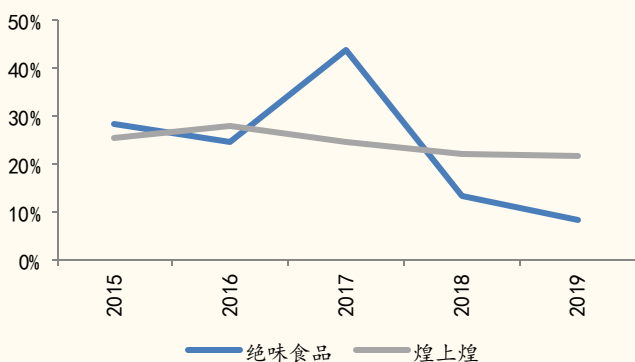
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 35：行业净利率水平



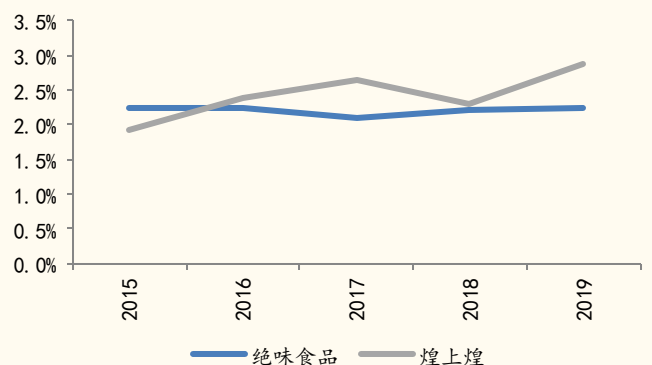
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：绝味食品与煌上煌的广宣费占销售费用比重



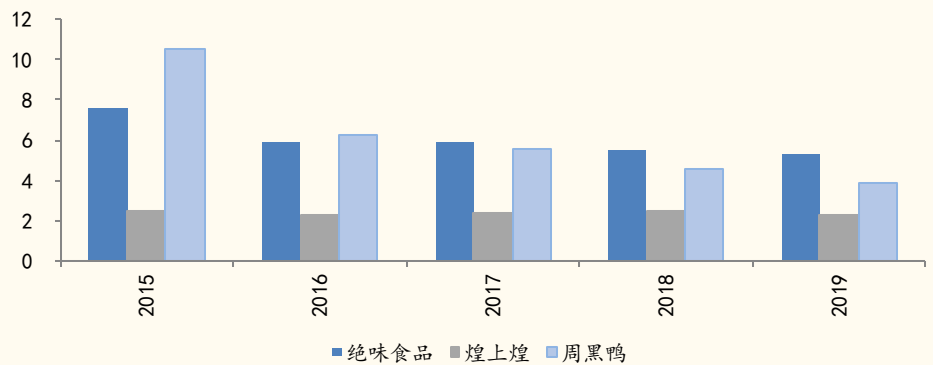
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 37：绝味食品与煌上煌物流配送费占收入比重



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 38：绝味/煌上煌/周黑鸭存货周转率



来源：公司公告，国金证券研究所

3.4 后万店时代的竞争战略：提升高势能店占比，加强渠道深耕

- 2019 年公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”。2020 年公司将落实科学合理布局，步步为营实现复合式饱和开店，重新深化商圈布局，对各区域实现更深层次更高质量的市场覆盖。
- 一二线城市高势能门店具有加密空间。公司当前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。目前门店布局中一二线城市门店较为饱和，但是门店结构具有优化空间。此前一二线城市门店以社区门店为主，高势能门店占比较低。2020 年初疫情影响导致核心商圈的低效门店出清，出现空白店铺，带给公司扩张机遇，因此公司有望重新深化商圈布局。2020 年公司将逆势加强高势能门店的扩张，鼓励加盟商到核心商圈和交通枢纽开店，夯实一二线城市。
- 门店渠道梳理促进商圈布局。为深化商圈布局，公司推动高势能门店装修向年轻化等方向发展。公司根据细化渠道分类，重新构建渠道模型，精准营销策略，打造样板门店，推动营运品控标准化经验。公司将所有渠道分成了 8 大类和 25 类子渠道，对所有门店渠道进行梳理，并针对不同渠道进行策略调整。2020 年为门店扩张和补齐城市空心化的好时机，预计开店速度加快。
- 全要素提升单店营收。公司凭借门店运营能力、新品推出及价格调整等策略实现每年 3%-5% 的单店营收增速，2020 年受疫情的影响公司发力线上营销和社群运营，线上渠道收入占比较高。未来随着门店升级和结构优化，高势能门店数量提高、线上渠道引流和增加卤品 SKU 等措施有望为公司带来持续的单店营收成长动力。同时基于品牌活力提升，公司不断创新营销活动，积极拥抱新业态、新渠道、新媒体，全方位提升品牌势能。

3.5 美食生态稳步推进

- 公司的发展战略为“深耕鸭脖主业，构建美食生态”。公司依托现有的“冷链生鲜，日配到店”的供应链能力，以及开发和管控渠道的能力，通过自身力量和资本市场运作来转变新的发展模式。从内向型的服务，转变为开放型对外的服务，将供应链的能力、信息化技术、培训系统、加盟及门店拓展系统、线上推广系统等优势对外开放服务。
- 通过新项目孵化、投资并购等外延成长方式布局“美食生态圈”，致力成为“特色食品和轻餐饮的加速器”。在保证主营业务发展的前提下，公司整合国内优秀的餐饮和食品连锁企业，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来利润成长储蓄强大的动能，借此加快建立美食生态圈。绝味自主孵化了串串品牌鲜小签（原辣椒有味），并且通过子公司网聚投资参投超过 20 家优质产业链相关公司，投资项目覆盖了卤制品、调味品、轻餐、物流运输

等，逐步实现从内向型服务向开放型服务的转变，对外输出其成熟的加盟连锁管理能力，提供供应链支持。

- 从绝味食品的投资布局来看，公司投资方向主要包括连锁餐饮、卤制品、供应链、调味品等多个细分方向。连锁餐饮层面包括和府捞面、很久以前（烧烤）、浏阳记蒸菜等，投资企业的餐饮模式较易实现标准化，与绝味具有较为相同的商业模式属性；供应链领域主要是为了建设公司日配到店及城配冷链物流体系；调味品领域投资以实现餐饮食材及复合调味料标准化为目的。由此可看出，餐饮业的供应链、调味品、餐饮管理等多方面痛点均为绝味所囊括。

图表 39：绝味投资布局

投资方向	投资企业	投资企业主营业务
餐饮连锁	江苏和府餐饮管理有限公司	面食餐饮品牌-和府捞面
	北京很久以前餐饮管理有限公司	烧烤
	福建淳百味餐饮发展有限公司	升级改造沙县小吃店，餐饮服务企业平台
	浏阳市蒸浏记蒸菜文化有限公司	蒸菜餐饮连锁品牌
	北京龙悦餐饮管理有限公司	醉面-EnjoyNoodle 连锁面馆
	澳煜(上海)餐饮管理有限公司	连锁鲜榨果蔬汁
	杭州慕玛餐饮管理有限公司	Mua Pizza
	龙井市丰茂餐饮发展有限公司	丰茂烤串、串道家
	上海斌亨餐饮管理有限公司	下属“蜀地冒菜”、“蜀地源冒菜”和“蜀源物流”三个子品牌
	上海楠雨餐饮管理有限公司	麻辣美食制作-小蛮椒
调味料	深圳市亚米餐饮管理有限公司	高端火锅、下午茶、黄记煌等连锁餐饮品牌
	徐州市美鑫食品有限公司	火锅底料及酱料
物流供应链	重庆市涪陵辣妹子酱菜有限公司	酱腌菜、榨菜、泡菜
	深圳市餐北斗供应链管理有限公司	餐饮物流供应链
	北京快行线冷链物流有限公司	第三方冷链物流解决方案提供商及运营商

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与估值

- 1) 门店数量：公司在供应链能力的支撑下每年可实现近千家的新开门店，且门店数量在 1.5 万家之前不存在数量提升瓶颈。今年受到疫情影响，公司在 Q2 加速开店，预计 Q2 为全年开店高峰。我们预计公司 2020/2021/2022 年的门店新开数量为 1100/1000/1000 家门店。
- 2) 单店收入增速：虽然卤制品行业的连续直接提价较难，但是通过门店升级等综合运营能力的提升，绝味过往一直维持 3-5% 的单店营收增速，并且 5% 的单店营收增速有望成为常态增长。疫情影响下今年单店营收增速预计弱于往年，门店增量对业绩贡献更大，Q2 新开门店有望在下半年贡献营收。Q2 恢复态势较好，社区门店恢复较快，商业综合体/交通枢纽等高势能门店（占比 3%）客流受限。我们预计公司 2020/2021/2022 年的单店收入增速分别为 3%/5%/6%。

- 3) 毛利率: Q1 由于物流受阻, 鸭副价格下行但出现缺货现象, Q2 物流逐渐恢复, 原材料成本不断走低。鸭副产品价格的下行或导致供给端的收缩, 因此下半年原材料有望上涨, 公司战略性备货享受成本红利, 平滑全年成本波动。

图表 40: 休闲卤制品盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
门店数量 (个)	10954	12054	13054	14054
门店增量 (个)	1039	1100	1000	1000
单店收入 (万元/店)	45	46.29	48.61	51.52
单店营收 yoy	5.8%	3%	5%	6%
成本	3259	3683	4188	4707
毛利率	33.8%	34%	34%	35%
休闲卤制食品收入 (万元)	4923	5580	6345	7241
收入 yoy	16.8%	13.3%	13.7%	14.1%

来源: 国金证券研究所

- 今年受疫情影响, 公司线下门店一季度销量受损, 同时给予经销商扶持政策, 二季度加速新增门店开业, 因此调整盈利预测, 我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 58.54/66.46/75.96 亿元, 增速分别为 13.18%/13.54%/14.29%, 较此前预测 2020-2022 年收入分别下调 0.3%/3.4%/3.9%, 归母净利润为 9.14/10.54/12.68 亿元, 归母净利润增速为 14.05%/15.39%/20.29%, 较此前预测 2020-2022 年归母净利润下调 3.6%/9.6%/9.1%, 对应 EPS 为 1.50/1.73/2.08 元/股, 对应当前股价 PE 倍数为 57/50/41 倍, 维持“买入”评级。

五、风险提示

- **疫情反复风险:** 目前全国疫情已经得到有效控制, 除局面疫情存在反复, 若疫情反复对当地市场门店销售或有不利影响。
- **区域市场竞争风险:** 公司已基本实现全国化布局, 但竞争对手大多在区域市场割据并对外扩张, 存在局部区域市场竞争加剧的风险。
- **原材料价格上涨的风险:** 公司成本中原材料占比较大, 且上游原材料价格受供给需求变动, 存在原材料价格上涨压制公司和行业利润的风险。
- **食品安全风险:** 卤制品保质期较短, 产品新鲜度较高, 对供应链管理和产品管理的要求较高, 存在食品安全风险。

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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,850	4,368	5,172	5,854	6,646	7,596	货币资金	1,066	703	1,602	1,732	1,975	2,360
增长率		13.4%	18.4%	13.2%	13.5%	14.3%	应收账款	35	60	61	58	66	75
主营业务成本	-2,472	-2,870	-3,416	-3,847	-4,368	-4,923	存货	425	609	669	678	770	868
%销售收入	64.2%	65.7%	66.1%	65.7%	65.7%	64.8%	其他流动资产	107	152	139	192	212	232
毛利	1,378	1,498	1,756	2,007	2,278	2,672	流动资产	1,633	1,524	2,471	2,661	3,022	3,535
%销售收入	35.8%	34.3%	33.9%	34.3%	34.3%	35.2%	%总资产	51.2%	39.9%	45.2%	45.0%	45.1%	46.4%
营业税金及附加	-41	-40	-41	-47	-53	-61	长期投资	347	805	1,142	1,242	1,342	1,442
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	894	1,105	1,376	1,574	1,756	1,921
营业费用	-426	-359	-422	-480	-538	-608	%总资产	28.0%	28.9%	25.2%	26.6%	26.2%	25.2%
%销售收入	11.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.1%	8.0%	无形资产	190	218	273	332	387	438
管理费用	-265	-261	-294	-334	-372	-418	非流动资产	1,556	2,297	2,992	3,246	3,675	4,080
%销售收入	6.9%	6.0%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%	%总资产	48.8%	60.1%	54.8%	55.0%	54.9%	53.6%
研发费用	0	-10	-16	-12	-13	-15	资产总计	3,189	3,821	5,463	5,906	6,697	7,614
%销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	短期借款	0	210	180	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	646	828	983	1,135	1,301	1,571	应付款项	402	345	438	435	494	557
%销售收入	16.8%	19.0%	19.0%	19.4%	19.6%	20.7%	其他流动负债	194	225	263	271	308	356
财务费用	2	0	-26	6	7	8	流动负债	595	780	881	706	802	913
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-3	-1	-7	-1	-1	其他长期负债	19	14	17	86	149	195
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	614	794	897	793	951	1,107
投资收益	3	-1	49	40	50	60	普通股股东权益	2,572	3,025	4,567	5,115	5,748	6,509
%税前利润	0.4%	n.a	4.7%	3.3%	3.6%	3.6%	其中：股本	410	410	609	609	609	609
营业利润	650	831	1,006	1,174	1,357	1,638	未分配利润	1,311	1,709	2,191	2,739	3,372	4,133
营业利润率	16.9%	19.0%	19.4%	20.0%	20.4%	21.6%	少数股东权益	3	3	-2	-2	-2	-2
营业外收支	17	17	44	40	40	40	负债股东权益合计	3,189	3,821	5,463	5,906	6,697	7,614
税前利润	667	848	1,050	1,214	1,397	1,678	比率分析						
利润率	17.3%	19.4%	20.3%	20.7%	21.0%	22.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-169	-217	-259	-300	-342	-409	每股指标						
所得税率	25.4%	25.6%	24.7%	24.7%	24.5%	24.4%	每股收益	1.224	1.563	1.316	1.501	1.732	2.084
净利润	497	631	791	914	1,054	1,268	每股净资产	6.273	7.377	7.504	8.405	9.444	10.695
少数股东损益	-4	-10	-10	0	0	0	每股经营现金净流	1.564	1.182	1.688	1.522	1.826	2.212
归属于母公司的净利润	502	641	801	914	1,054	1,268	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.601	0.693	0.834
净利率	13.0%	14.7%	15.5%	15.6%	15.9%	16.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	19.51%	21.18%	17.54%	17.86%	18.34%	19.49%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	15.73%	16.76%	14.67%	15.47%	15.74%	16.66%
净利润	497	631	791	914	1,054	1,268	投入资本收益率	18.71%	19.02%	15.60%	16.71%	17.09%	18.25%
少数股东损益	-4	-10	-10	0	0	0	增长率						
非现金支出	72	101	130	132	152	176	主营业务收入增长率	17.59%	13.45%	18.41%	13.18%	13.54%	14.29%
非经营收益	0	7	-9	-59	-70	-80	EBIT增长率	18.61%	28.20%	18.72%	15.44%	14.66%	20.78%
营运资金变动	72	-254	115	-61	-24	-18	净利润增长率	31.93%	27.69%	25.06%	14.05%	15.39%	20.29%
经营活动现金净流	641	485	1,027	926	1,112	1,346	总资产增长率	62.55%	19.83%	42.95%	8.12%	13.39%	13.70%
资本开支	-331	-388	-523	-141	-340	-340	资产管理能力						
投资	-198	-454	-256	-100	-100	-100	应收账款周转天数	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
其他	2	-30	-21	40	50	60	存货周转天数	61.5	65.8	68.3	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	-526	-871	-799	-201	-390	-380	应付账款周转天数	34.3	32.9	28.7	28.0	28.0	28.0
股权募资	760	9	6	0	0	0	固定资产周转天数	75.9	85.5	80.7	77.4	72.7	66.7
债权募资	-60	210	942	-196	0	0	偿债能力						
其他	-149	-195	-277	-386	-442	-527	净负债/股东权益	-41.39%	-16.29%	-31.16%	-33.88%	-34.37%	-36.26%
筹资活动现金净流	551	24	671	-582	-442	-527	EBIT利息保障倍数	-307.1	-7,430.4	37.7	-193.8	-195.7	-206.8
现金净流量	666	-363	899	144	280	439	资产负债率	19.26%	20.78%	16.43%	13.42%	14.20%	14.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH