

绝味中国，鸭脖全国化的扩张之路

——绝味食品（603517）深度报告

2018年04月10日

强烈推荐/首次

绝味食品 深度报告

报告摘要：

无惧减持之后扰动，扩张之路愈发坚定。绝味食品凭借其成熟的加盟模式、不断优化和丰富的产品结构把握住休闲食品的发展机遇、积极拥抱消费升级红利，在稳健经营中逐步领跑卤制品行业。

◆当前九鼎对于资金的需求大幅攀升，此番坚持绝味并不会对公司的经营造成任何影响，同时还会增加二级市场的股票流动性、优化资本结构。

消费升级扩大休闲健康食品消费场景。人均消费水平提升扩大休闲健康食品行业体量，“消费碎片化”带来“品类多样化”；2010年-2015年休闲卤制品行业复合增速为18%，在休闲食品细分品类中增速最快；休闲卤制品享受消费升级红利，碎片化需求丰富品类，健康化需求加速小企业退出。

绝味中国，清晰战略构筑门店壁垒。资源分享彰显管理团队远大格局，不同层级势能门店同发力，绝味中国日渐清晰。

◆和周黑鸭对比，产品结构相似，口味各有差异，受众不完全重叠；门店数量绝对优势，跑马圈地抢时间窗口；价格对比上直营店无差，加盟店蕴藏涨价空间；盈利方式有差异，模式的不同注定带来估值的不同。

产品结构提升，扩张速度不减。新品迭出，价格提升有保证，改革包装，实现量利齐升；渠道向下抢占二三线城市进一步渗透，向上布局枢纽站提升品牌拉力；成本波动不明显，费用控制有空间。

公司盈利预测及投资评级。公司是国内卤制休闲食品类企业中规模最大、门店数量最多、全国化程度最高的企业，是休闲卤制食品的龙头。

◆我们预计公司2018年-2020年营业收入分别为45.73亿元、53.73亿元、62.83亿元，EPS分别为1.6元、1.95元、2.31元，对应的PE分别为21倍、17倍、14倍，给予公司6个月目标价50元，较目前股价尚有40%的空间，我们首次给予“强烈推荐”评级。

风险提示：业绩不达预期风险；食品安全风险；减持风险。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,921.30	3,274.14	3,862.77	4,615.19	5,472.09
增长率(%)	11.09%	12.08%	17.98%	19.48%	18.57%
净利润(百万元)	300.82	380.30	520.51	654.94	799.60
增长率(%)	27.28%	26.42%	36.87%	25.83%	22.09%
净资产收益率(%)	25.45%	25.95%	18.70%	20.00%	20.64%
每股收益(元)	0.84	1.06	1.27	1.60	1.95
PE	42.13	33.39	27.88	22.15	18.15
PB	10.78	8.69	5.21	4.43	3.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

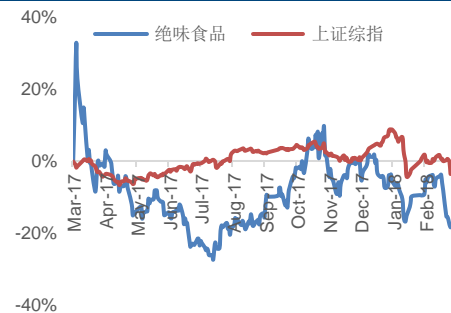
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52周股价区间(元)	39.09-23.17
总市值(亿元)	160.27
流通市值(亿元)	19.55
总股本/流通A股(万股)	41000/5000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.53

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 无惧减持之后扰动，扩张之路愈发坚定	5
1.1 十年磨一剑，稳步前进成龙头	5
1.1 风投股东减持不改绝味扩张战略	6
2. 消费升级扩大休闲健康食品消费场景，未来三年是优势企业争夺龙头的窗口期	7
2.1 人均消费水平提升扩大休闲健康食品行业体量，“消费碎片化”带来“品类多样化”	7
2.1.1 “健康化需求”带来休闲健康食品的高端化趋势	7
2.1.2 品类的扩充迎合多样消费场景及人群	8
2.1.3 新零售助力，供需良好互动加速行业增长	9
2.2 卤制品行业增速领跑各子行业增速水平	10
2.3 休闲卤制品享受消费升级红利，碎片化需求丰富品类，健康化需求加速小企业退出	11
2.3.1 把握品牌化、包装化机遇是新一轮升级的核心	11
2.3.2 销售渠道快速打通，经营模式渐趋成熟	12
2.3.3 卤制品行业市场千亿元空间，双雄格局显现	13
3. 绝味中国，清晰战略构筑门店壁垒	14
3.1 资源分享彰显管理团队远大格局	14
3.1.1 医药出身严控质量安全，恒产定恒心稳定各方资源	14
3.1.2 加盟模式迅速确立行业地位	14
3.2 不同层级势能门店同发力，绝味中国日渐清晰	17
3.2.1 加盟性价比高，高势能门店占比提升	17
3.2.2 门店持续升级，加盟商精细化管理，海外扩张利润高空间大	18
3.3 不变的话题，绝味 VS 周黑鸭，不一样的模式，挣不一样的钱	20
3.3.1 产品结构相似，口味各有差异，受众不完全重叠	20
3.3.2 门店数量绝对优势，跑马圈地抢时间窗口	21
3.3.3 价格对比上直营店无差，加盟店蕴藏涨价空间	23
3.3.4 盈利方式有差异，模式的不同注定带来估值的不同	23
4. 产品结构提升，扩张速度不减，鸭脖走出“卤味界星巴克”	26
4.1 新品迭出，价格提升有保证	26
4.1.1 改革包装，实现量利齐升	27
4.2 渠道向下抢占二三线城市进一步渗透，向上布局枢纽站提升品牌拉力	29
4.3 成本波动不明显，费用控制有空间	30
4.3.1 优质项目孵化，打造连锁美食平台	32
5. 盈利预测估值及投资评级	32
6. 风险提示	34

表格目录

表 1：休闲卤制品增速最快（单位：十亿元）	10
表 2：休闲卤制品三种经营模式	12
表 3：休闲卤制品各渠道零售额及增长率	12

表 4: 排名前三休闲卤制品企业对比.....	14
表 5: 绝味向加盟商销售金额.....	16
表 6: 门店数量与人口比例（截至 2016 年 9 月）.....	16
表 7: 绝味募投新开直营店分布.....	18
表 8: 新加坡与国内价格对比.....	20
表 9: 绝味和周黑鸭客单价区间占比.....	23
表 10: 绝味和周黑鸭主要数据比较.....	24
表 11: 加盟、直营管理模式优缺点.....	26
表 12: 周黑鸭门店不同包装价格比较.....	28
表 13: 加盟、直营管理模式优缺点.....	28
表 14: 毛利率敏感性分析.....	31
表 15: 毛利率敏感性分析.....	32
表 16: 公司收入预测表.....	33
表 17: 同类型大众休闲食品上市公司市盈率比较表.....	33
表 18: 公司盈利预测表.....	35

插图目录

图 1: 产品生产基地分步.....	5
图 2: 公司收入、净利润.....	6
图 3: 绝味食品上市之初股权结构（2017 年 3 月）.....	6
图 4: 休闲食品特点.....	7
图 5: 15-35 岁消费者的未来消费能力增长率分析（万亿美元，%）.....	8
图 6: 我国消费者品牌忠诚度.....	9
图 7: 我国部分食品消费人群占比.....	9
图 8: 阿里巴巴年度整体活跃买家数量同比增速.....	9
图 9: 我国休闲食品行业的零售价值及预测.....	10
图 10: 我国休闲食品的细分行业复合增速及预测.....	11
图 11: 包装休闲卤制品 5 年 CAGR28.8%(十亿).....	11
图 12: 品牌休闲卤制品 5 年 CAGR32.6%(十亿).....	11
图 13: 休闲卤制品行业零售价值及预测.....	13
图 14: 主要休闲卤制品企业市场份额.....	13
图 15: 休闲卤制品企业市场份额.....	13

图 16: 加盟店筛选管理流程.....	15
图 17: 加盟店、直营店数量 (个)	17
图 18: 加盟店、直营店每店销售额.....	17
图 19: 绝味第四代门店形象展示.....	18
图 20: 绝味新加坡第一家门店——劳明达门店.....	19
图 21: 绝味产品结构.....	20
图 22: 周黑鸭产品结构.....	20
图 23: 绝味门店数量.....	21
图 24: 周黑鸭门店数量.....	21
图 25: 2016Q3 绝味各区域门店占比 (周黑鸭口径)	22
图 26: 2017H 周黑鸭各区域门店占比.....	22
图 27: 绝味和周黑鸭收入及增速对比.....	24
图 28: 绝味和周黑鸭净利润对比.....	24
图 29: 绝味和周黑鸭毛利率对比.....	25
图 30: 绝味和周黑鸭净利率对比.....	25
图 31: 周黑鸭销售费用率解析.....	25
图 32: 绝味销售费用率解析.....	25
图 33: 周黑鸭销售费用率明显很高.....	26
图 34: 门店周黑鸭锁鲜价格高于绝味 散装 (元)	27
图 35: 电商 MAP 产品价格绝味不低于周黑鸭 (元)	27
图 36: 已建立的生产基地.....	30
图 37: 公司加盟渠道各产品毛利率.....	31
图 38: 公司直营渠道各产品毛利率.....	31
图 39: 鸭副采购价格 (元/公斤)	31
图 40: 鸭副采购价格波动.....	31

1. 无惧减持之后扰动，扩张之路愈发坚定

1.1 十年磨一剑，稳步前进成龙头

绝味食品成立于 2008 年，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，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。截至 2017 年中期，公司下辖覆盖全国的 25 家全资子公司，门店 8920 家，覆盖全国 29 个省市和香港地区，同时海外设店。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 22 个大型食品加工生产基地，员工近四千人。

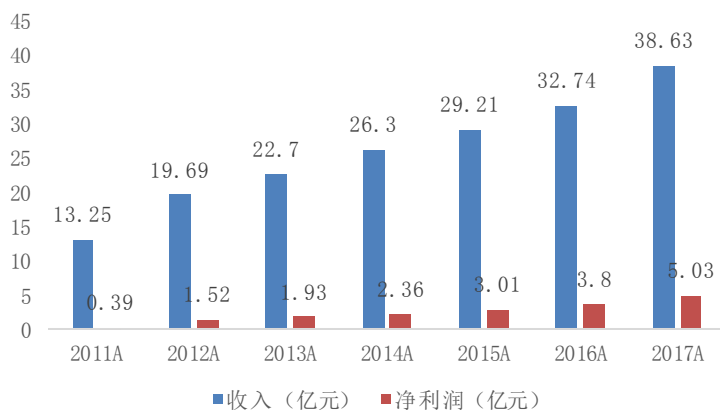
图 1：产品生产基地分步



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

经过十几年的发展，绝味食品凭借其成熟的加盟模式、不断优化和丰富的产品结构把握住休闲食品的发展机遇、积极拥抱消费升级红利，在稳健经营中逐步领跑卤制品行业。公司业绩稳定、收入快速增长，5 年 CAGR 超 10%，净利率也稳步提升。2017 年度业绩快报显示公司实现营业收入 38.62 亿元，同比+17.98%，录得净利润 5.03 亿元，净利率同比+32.38%，基本每股收益 1.27 元，同比+19.81%。公司市场占有率为 7.4%，位居行业第一。可以肯定的是，经过十年的摸索，加盟模式在绝味食品的运作下已经日渐成熟，放眼国内市场也没有能完全与之匹敌的食品饮料行业线下开店的公司，国际市场最好的对标就是星巴克，恰恰星巴克也是加盟模式。

图 2：公司收入、净利润

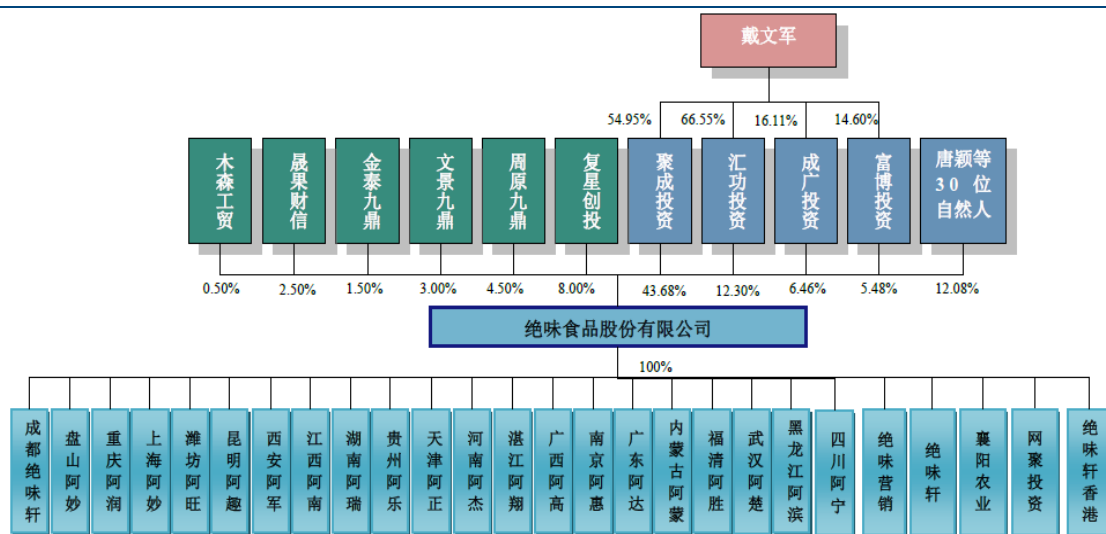


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.1 风投股东减持不改绝味扩张战略

绝味食品于 2017 年 3 月挂牌 A 股市场，公司实际控制人为董事长戴文军先生，通过聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资间接持有公司共 34.03% 的股份，合计控制公司 67.92% 的股份（成广投资和富博投资合计持有 60% 以上股权其他股东与戴文军签署了一致行动协议）。

图 3：绝味食品上市之初股权结构（2017 年 3 月）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3 月 19 日，绝味食品发布公告，九鼎投资旗下的三个投资机构（苏州九鼎、文景九鼎、金泰九鼎）以及深圳汇贤拟减持绝味食品股份，拟减持共计不超过绝味食品 3456 万股股份，即不超过绝味食品总股本的 8.43%，而 8.43% 也是上述四个投资机构的持股比例总和。据了解，周原九鼎等 4 家机构股东拟通过包括但不限于集中竞价、大宗交易、协议转让等方式减持，减持价格根据市场价格确定。

九鼎系旗下的私募股权投资机构于 2011 年进入绝味食品，此次减持是九鼎投资原始股东禁售期刚过的清仓减持计划。从 2011 年 3 月开始，这三家机构花费约 1.17 亿入股绝味食品，占总股本的 9%。后经几次资本公积金转增后，九鼎系的持股数量达到 3456 万股，以绝味食品减持公告日（3 月 19 日）的收盘价计算，九鼎系持股市值达 11.89 亿，浮盈超过 10 亿元。如果计算历年所获分红，当前浮盈可能超过 11 亿元，九鼎对绝味食品的投资可以说是大获全胜。

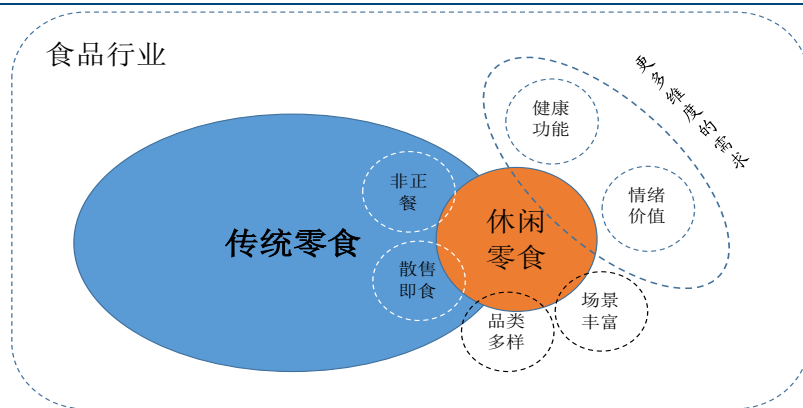
绝味食品减持公告称九鼎减持的原因是基金自身资金的需要，这两天频频现身上市公司减持公告里的九鼎投资拟清仓式减持博士眼镜、诚意药业等股份的做法也验证了这一说法。当前九鼎对于资金的需求大幅攀升，此番坚持绝味并不会对公司的经营造成任何影响，同时还会增加二级市场的股票流动性、优化资本结构。

2. 消费升级扩大休闲健康食品消费场景，未来三年是优势企业 争夺龙头的窗口期

2.1 人均消费水平提升扩大休闲健康食品行业体量，“消费碎片化”带来“品类多样化”

休闲健康食品属于快速消费品的一类，是人们闲暇、休息时所吃的非主食类食品。按照保质期长短和是否具有标准化包装归纳来看主要是三大类：（1）标准化长保零食（膨化类、坚果类、肉铺类、糖果类）；（2）短保类卤制品；（3）（非）标准化烘焙类。标准化长保零食过去统治着休闲健康食品界，如今依然占据着半壁江山，但短保类卤制品和烘焙类近几年的发展势如破竹，迅速占领了大片的休闲健康食品市场。

图 4：休闲食品特点



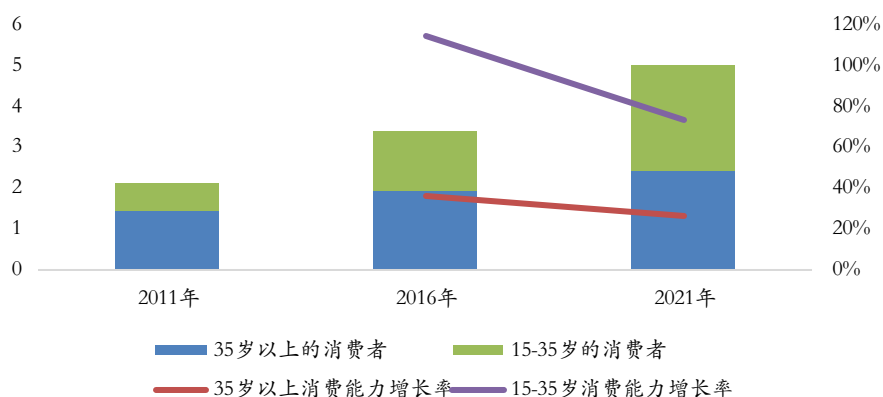
资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

2.1.1 “健康化需求”带来休闲健康食品的高端化趋势

过去的休闲食品主要指人们在正餐、主食之外为了愉悦消遣而消费的零小食品，包装简单，不以补充营养、追求保健和获取热量为目的。近年来，随着人均收入水平的提

高以及闲暇时间的增多，人们对休闲食品的消费提出了更高的要求，尤其是人口结构转变带来的 80 后、90 后消费主力对“颜值”、“品味”“营养”的追求推动休闲食品向健康化、高端化、品牌化以及高附加值的方向发展。

图 5: 15-35 岁消费者的未来消费能力增长率分析（万亿美元，%）



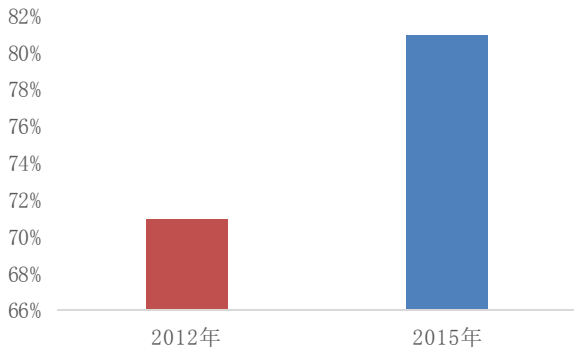
资料来源：BCG，东兴证券研究所

例如，新兴的一些高端坚果（例如碧根果、巴旦木、夏威夷果等）相对于其他休闲食品更加营养健康，高端坚果富含多种营养物质，其中蛋白质、脂肪、矿物质含量位居前列，受到广大消费者的追捧，其在休闲食品销售总额中的比重也呈现逐年增长的趋势。与此相反的是膨化食品的比重自 2016 年起将以更温和的速度增长，在整个休闲食品销售总额中所占的比重也有所下降。

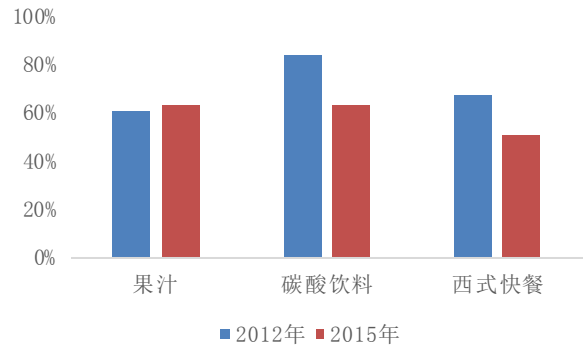
大众对休闲卤制品的偏爱在逐步的提升，休闲卤制品由于发展起步较晚导致规模最小，但是从 Frost & Sullivan 对我国休闲食品细分行业的增速预测来看，2015 年-2020 年细分行业中休闲卤制品的复合增速保持较高的水平，年复合增速在 18.8%，细分行业中复合增速处于上升趋势的仅有休闲卤制品、炒货和其他分类。

2.1.2 品类的扩充迎合多样消费场景及人群

受需求升级驱动，各主流企业也抓住机会在细分领域内不断推出新型产品，以在细分品类中争取最有利的地位，这一趋势从侧面促进休闲健康食品品类的不断多样化，休闲食品供给侧新品迭出、旧品升级的同时包装也愈发精美。休闲健康食品与正餐、主食的边界不再泾渭分明。愉悦消遣之外，代餐功能的休闲健康食品逐渐发展起来，休闲食品在满足消费者娱乐和休闲需要的同时，正在成为“一日三餐”中的第四餐甚至有成为某一餐的可能。

图 6:我国消费者品牌忠诚度


资料来源：尼尔森，网络公开资料，东兴证券研究所

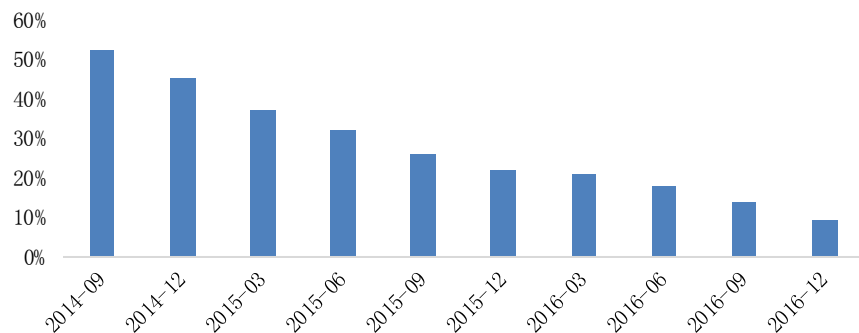
图 7: 我国部分食品消费人群占比


资料来源：尼尔森，网络公开资料，东兴证券研究所

同时健康化、高端化的多品类休闲食品更加适用高铁、旅游、会议间茶歇、节日等多种消费场景，许多添加了“养生”、“保健”标签的休闲健康食品也正在俘获注重养生保健的中老年群体、年轻时尚的少年群体以及高收入的青年白领等新的消费群体，休闲健康食品的发展打开了新的大门。

2.1.3 新零售助力，供需良好互动加速行业增长

新零售是一种新型的销售模式，其核心在于推动线上和线下的融合，使线上的互联网力量和线下的实体店终端形成真正意义上的合力，从而完善电商零售平台和实体零售店面在商业维度上的优化升级。“新零售”促进休闲健康食品的不同销售场景相互融合，进一步开发门店价值，不同品类实现跨界融合，为垄断式龙头企业的崛起提供了机会。

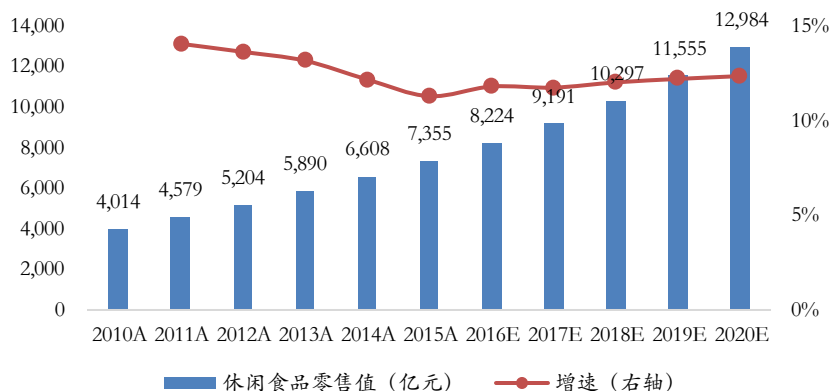
图 8:阿里巴巴年度整体活跃买家数量同比增速


资料来源：阿里年报，东兴证券研究所

在消费需求的转型升级、新零售提供助力的形势下，据 Frost & Sullivan 的数据来看，中国休闲食品行业的规模将从 2010 年的 4000 亿元增长至 2020 年的近 1.3 万亿元，增长 3 倍以上的规模，其中在 2018 年将突破万亿的市场规模，由此数据可以看到中国的休闲食品市场规模巨大，且未来仍将保持较为快速的增长。在人均消费量方面，目前，国内休闲食品人均消费量约为 30 克，只相当于发达国家人均消费量的 9.3%。

中国的休闲食品人均消费量和消费额与其他国家相比仍处于较低水平，休闲食品行业天花板远未达到，行业空间天花板高意味着目前的领先企业有广阔的市场前景，渠道结构丰富并且线上线下可以融合的企业将会构筑坚实的壁垒。

图 9：我国休闲食品行业的零售价值及预测



资料来源：周黑鸭招股说明书，Frost & Sullivan，东兴证券研究所

2.2 卤制品行业增速领跑各子行业增速水平

从 Frost & Sullivan 对休闲食品的分类来看，目前年休闲食品细分行业市场规模前三名分别是糖果以及蜜饯、面包蛋糕和膨化食品。我国休闲食品中糖果蜜饯的规模仍然居首位，而休闲卤制品由于发展起步较晚导致规模最小。

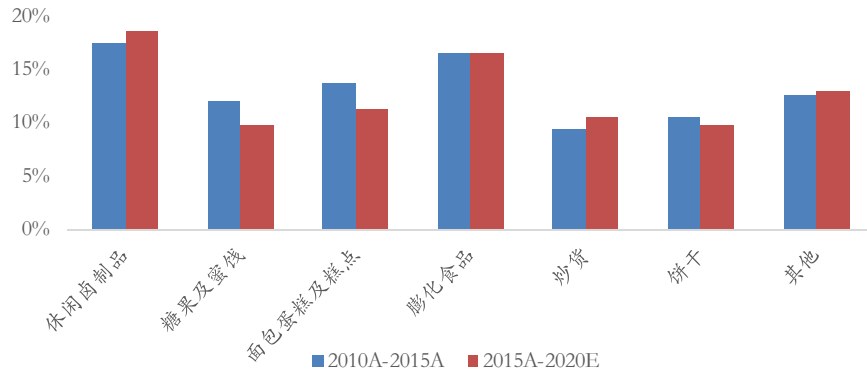
表 1：休闲卤制品增速最快（单位：十亿元）

	市场规模（零售价值）			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	63.7	117.9	13%	13%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

但是从 Frost & Sullivan 对我国休闲食品细分行业的增速预测来看，2010 年-2015 年休闲卤制品行业复合增速为 18%，在休闲食品细分品类中增速最快，细分行业中复合增速处于上升趋势的仅有休闲卤制品、炒货和其他分类。预计 2015 年-2020 年休闲卤制品行业复合增速接近 20%。2020 年行业规模可达 1,235 亿元，休闲卤制品行业未来增长潜力可观。

图 10: 我国休闲食品的细分行业复合增速及预测



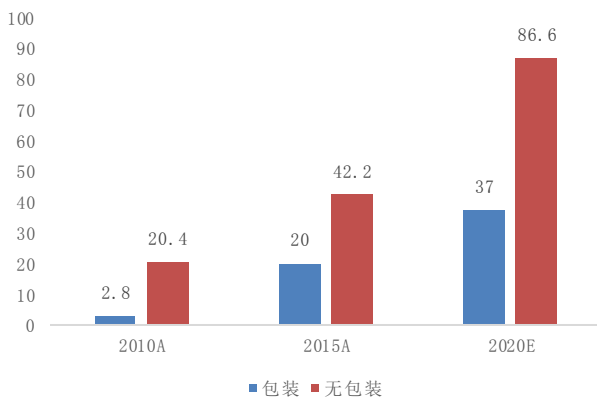
资料来源: 周黑鸭招股说明书, Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

2.3 休闲卤制品享受消费升级红利, 碎片化需求丰富品类, 健康化需求加速小企业退出

2.3.1 把握品牌化、包装化机遇是新一轮升级的核心

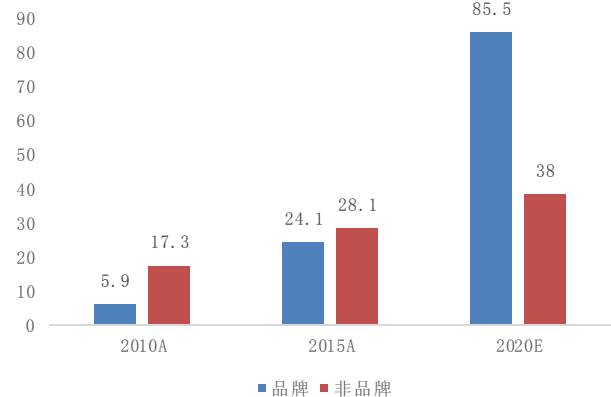
休闲卤制品是休闲食品市场上的后起之秀, 是从正餐餐桌上走下来的一条零食分支, 依靠独特的配方和口味快速俘获了一批忠实的消费群体, 在休闲健康食品市场上占据一席之地。受益于休闲食品行业的消费升级红利, 多样的消费场景、健康化的消费趋势使得休闲卤制品零食近年来的发展势如破竹。

图 11: 包装休闲卤制品 5 年 CAGR28.8%(十亿)



资料来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 东兴证券研究所

图 12: 品牌休闲卤制品 5 年 CAGR32.6%(十亿)



资料来源: Frost&Sullivan, 周黑鸭招股说明书, 东兴证券研究所

随着城市化进程推进以及人均收入的提高, 消费者对于食品安全敏感性和认识度提高, 一般情况下, 品牌企业的产品更易获得消费者信任。品牌卤制品在 2010 年市场份额为 59 亿元, 占非品牌卤制品 34.1%, 2015 年品牌卤制品市场份额为 241 亿元, 达到了非品牌卤制品的 85.77%, 复合年均增长率超过非品牌产品的三倍, 预计 2020 年品牌卤制品市场份额将达 85 亿元, 为非品牌产品的 2.23 倍。

多样化的消费场景、不断延伸的消费群体推动短保卤制品包装化发展。包装卤制品目前在行业中处于发展初期的阶段，2012年周黑鸭率先采用MAP锁鲜包装，并于2014年在线下店铺所有产品上开始使用。包装卤制品在2015年市场份额为100亿元，仅占非包装卤制品的23.7%，但复合年均增长率较高，2010~2015为28.80%。预计2020年包装卤制品市场份额将达到86.6亿元，全面超过非包装产品。

2.3.2 销售渠道快速打通，经营模式渐趋成熟

在过去十余年中，卤制品行业已经经历了从传统手工制作向自动化、标准化的机器加工的转型，作坊式向连锁经营过渡。我国休闲卤制品行业有三类经营模式：小作坊、区域性连锁品牌经营、全国性连锁品牌经营。80%以上的企业还处于小规模、作坊式、手工或半机械化加工的落后状态。2000年以来，部分品牌企业的生产模式逐步由传统手工向流水线升级，连锁经营成为主流扩张模式，逐步挤压小作坊式经营模式。

表 2：休闲卤制品三种经营模式

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、工艺水平现金、食品安全管理体系较完善、产品品种丰富	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

传统餐桌上的卤制品主要通过路边摊及农贸市场出售，但现代休闲卤制品主要通过食品店、超市、便利店、电商渠道出售。随着消费者生活水平的提高和互联网技术的发展，传统的实体店的地位逐渐被削弱。目前我国休闲卤制品行业的几大主要销售渠道中，网络渠道增长最快，2010~2015年复合年均增长率为44.10%，但是尚未形成规模，2015年市场规模仅为26亿元，预计2020年将达到135亿元，未来网络渠道将会是休闲卤制品增长最快的销量贡献来源。

表 3：休闲卤制品各渠道零售额及增长率

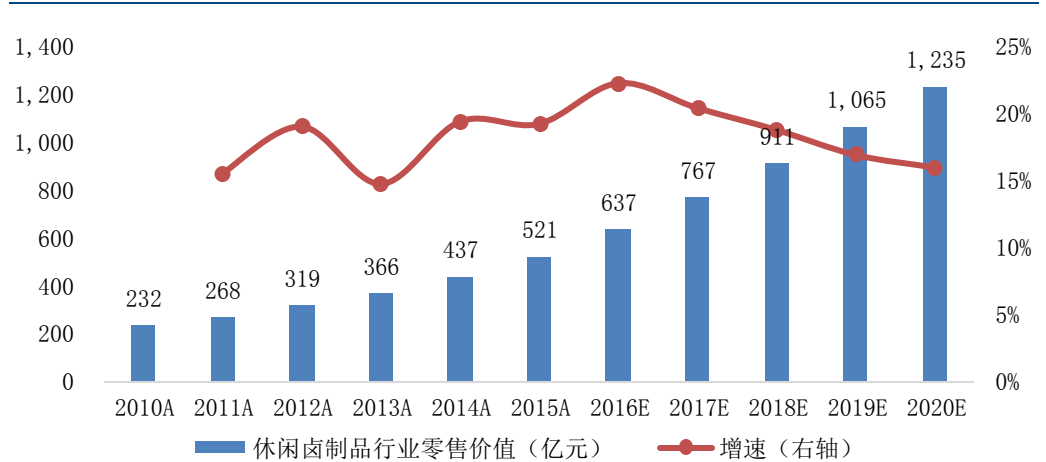
人民币十亿	零售值			复合年增长率	
	2010	2015	2020E	2010-15	2015-20
渠道					
超市及便利店	6.1	16.0	38.4	21.1%	19.2%
食品店及食品市场	12.0	20.7	31.3	11.5%	8.6%
自营门店及加盟店	3.8	10.7	34.1	22.9%	26.1%
网上渠道	0.4	2.6	13.5	44.1%	39.5%
其他渠道	0.8	2.1	6.2	20.9%	23.7%

资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

2.3.3 卤制品行业市场千亿空间, 双雄格局显现

根据 Frost & Sullivan 数据, 在休闲卤制品的规模上, 从直观的数据来看, 在 2010 年我国休闲卤制品的规模为 232 亿元, 到 2015 年实现了规模较 2010 年的翻倍, Frost & Sullivan 预计, 在 2019 年我国休闲卤制品的规模将达到千亿元的规模, 再次实现翻倍的增长。从以上数据来看, 我们认为休闲卤制品未来几年的成长性仍然较高, 未来的成长空间巨大。

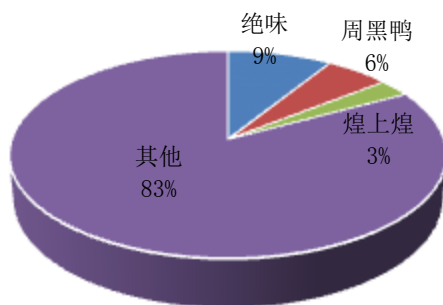
图 13: 休闲卤制品行业零售价值及预测



资料来源: 周黑鸭招股说明书, Frost & Sullivan, 东兴证券研究所

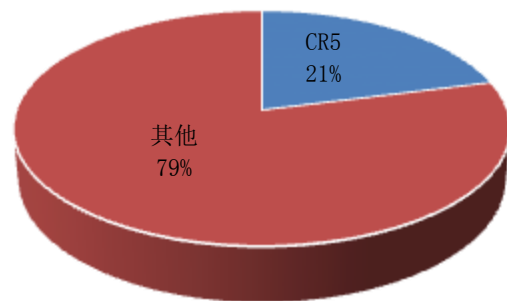
在行业集中度方面, 虽然我国休闲卤制品的历史较为悠久, 但是行业在上世纪 90 年代开始大规模的发展, 之前处于小作坊、家庭式、无品牌的运行, 现代机械化、品牌化的休闲卤制品发展时间较短, 品牌化程度不高, 导致行业集中度偏低, 据 Frost & Sullivan 统计, 截至 2016 年中期, 我国休闲卤制品行业 CR5 为 21%, 前三分别为绝味、周黑鸭、煌上煌, 市占率分别为 9%、6%、3% 仅有排名前两位的绝味和周黑鸭的市场份额超过 5%, 未来随着行业集中度提升, 龙头企业的规模效应将逐步体现。

图 14: 主要休闲卤制品企业市场份额



资料来源: Frost&Sullivan, 东兴证券研究所

图 15: 休闲卤制品企业市场份额



资料来源: Frost&Sullivan, 东兴证券研究所

表 4：排名前三休闲卤制品企业对比

企业	上市时间	门店数	营销模式	市场占有率（零售）	主要销售区域	主要销售产品
周黑鸭	2016年11月（H股）	778	直营	6%	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
绝味	2017年3月（A股）	7,758	加盟	9%	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
煌上煌	2012年9月（A股）	2,300	加盟	3%	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、素食凉菜等凉菜

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 绝味中国，清晰战略构筑门店壁垒

3.1 资源分享彰显管理团队远大格局

3.1.1 医药出身严控质量安全，恒产定恒心稳定各方资源

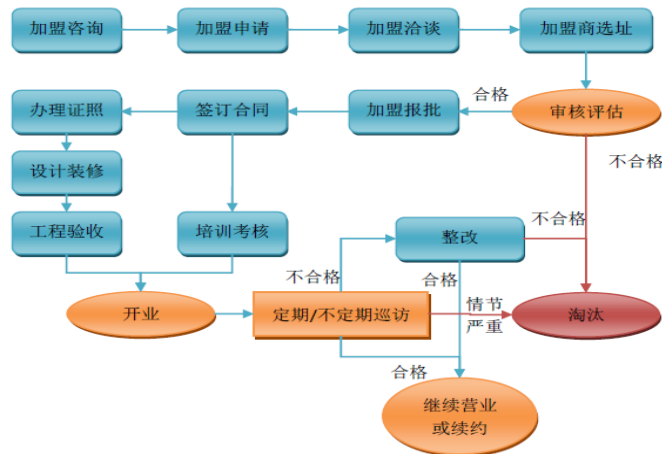
公司多名高管拥有医药行业从业经验，其中董事长戴文军 2000 年至 2005 年任株洲千金药业股份有限公司市场部经理，副总经理彭刚毅同样具有多年医药行业从业经验。对于经营食品行业的企业而言食品安全是重中之重，众高管医药行业多年的从业经验从创业之初就给绝味食品注入了领先其他竞争对手的基因。在公司的股权构成中，戴文军先生共成立四家员工持股平台，聚成投资为公司原发起人持股，汇功投资、成广投资和富博投资主要为公司管理层、员工，以及部分加盟商和原料供应商等持股，公司通过管理层、员工、加盟商、供应商等共同持股，有机会参与分享公司上市红利。更有利于公司经营团队和供销方的稳定的发展。

3.1.2 加盟模式迅速确立行业地位

公司董事长戴文军先生以远大的格局、分享的心态，通过特许加盟连锁经营模式的成功嫁接和运作，将志同道合的加盟商聚集在一起，在每个经营区域指定生产商，采用当天生产，当天配送到终端连锁店销售的经营模式。“统一的店面形象、统一的管理制度、统一的送货体系、统一的品牌推广”，这四个统一是绝味通过多年连锁经营总结归纳的四个必胜法宝，也是引领中国食品连锁业发展的行为准则，成就了以较低的资本投入和风险，实现高速度地战略扩张、短期内大幅提升市场份额的商业传奇。

“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”，公司在加盟连锁模式下，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 4000-8000 元/年，管理费收取标准为 4000-8000 元/年，加盟商保证金收取标准为 3000-5000 元/家，在无违约的情况下，保证将将全额退还给加盟商。

图 16: 加盟店筛选管理流程



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2015 年公司开始对加盟商进行精细化管理，淘汰管理差、单店低的门店，多重举措保证加盟商队伍的稳定和有效运作：

- 1) 加盟商分级管理：公司将加盟商分为四级进行管理，根据门店的定期检核评分，结合加盟商的销售业绩进行评定，根据评定结果进行不同层次的奖励政策，以鼓励加盟商规范运作、做大做强，从而保持、提高公司产品的市场占有率；
- 2) 建立全国加盟商委员会：定期举办加盟商论坛，旨在加强加盟商之间的经验交流、资源共享以及加盟商与公司的沟通；
- 3) 成立样本门店：2017 年公司在每个区域成立样本门店，用来做门店摆货、人员培训；
- 4) 扶持原有加盟商开新店：公司承诺不在加盟商开设的门店周边一定范围内开设直营店或允许第三方开设其他绝味连锁加盟店，这一安全距离一般为 1 公里，在同一区域开新店一般都是同一个加盟商，一般来说 1 个镇 1 个加盟商。

与此同时，从统一的视角清晰了解不同加盟商处于经营中的哪个阶段，针对不同级别的加盟商输出不同的管理和特殊资源，有了更透明、平等的持续合作基础，以电视广告为辅，网络营销为主，独具战略前瞻眼光，提前布局网络营销，做精做细网络营销渠道，有效地壮大了加盟商实力以推动绝味发展。

表 5：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

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

截至 2017 年三季度，公司门店数量达到 8920 家，除 100 家左右直营门店以外，其余均是加盟门店。2015 年公司加盟门店单店收入 37 万元，自营门店单店收入在 140 万元，公司加盟门店、自营门店单店收入呈现逐年上涨态势。2018 年公司门店数目有望突破 1 万家，门店增长将带来 12%+收入增长。

表 6：门店数量与人口比例（截至 2016 年 9 月）

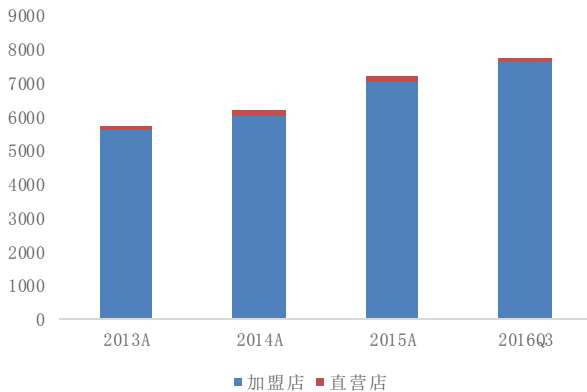
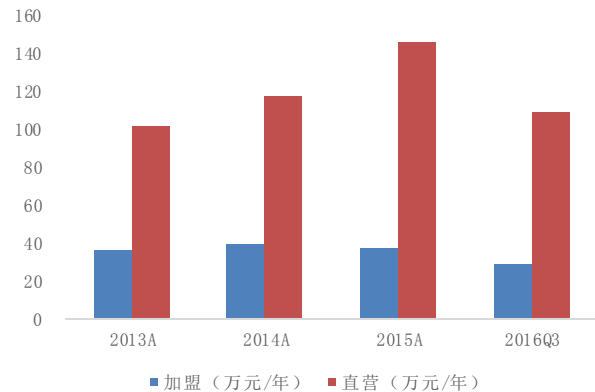
省份	门店数量	总人口（万人）	比例
天津	323	1,562	4.8
上海	489	2,420	4.9
重庆	433	3,048	7.0
江西	531	4,592	8.6
陕西	418	3,813	9.1
内蒙	247	2,520	10.2
辽宁	424	4,378	10.3
北京	193	2,173	11.3
福建	341	3,874	11.4
广东	797	10,999	13.8
湖南	481	6,822	14.2
贵州	224	3,555	15.9
河南	553	9,532	17.2
江苏	453	7,999	17.7
浙江	296	5,590	18.9
广西	249	4,838	19.4
云南	225	4,771	21.2
山东	415	9,947	24.0
四川	306	8,262	27.0
安徽	215	6,196	28.8
湖北	145	5,885	40.6

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.2 不同层级势能门店同发力，绝味中国日渐清晰

3.2.1 加盟性价比高，高势能门店占比提升

加盟商利润丰厚，成本上涨承压能力强。以商圈门店为例，我们估算一家成熟的加盟门店的净利润率在 15% 左右，加上绝味工厂端的利润，两家公司净利润率水平相差不大。单对加盟商而言，15% 的净利润率已经相当丰厚，一家年销售额 50 万元的门店（25 万-50 万销售额门店的收入占比最高）一年净利润达到 75000 元，2 家门店净利润就达到 15 万元。对于加盟门店而言，房租上涨的压力较大，但丰厚的利润回报，加上大多数加盟商均为有一定实力的经营者，所以加盟商的承压能力非常强，开店意愿也具有持续性。

图 17: 加盟店、直营店数量 (个)

图 18: 加盟店、直营店每店销售额


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

对于公司饱和门店数量的判断，我们根据开店数量和当地覆盖人口数量的比值可以做一个粗略的估算，如果以饱和程度最高的天津为标准，去除西藏、新疆等暂时未覆盖的地区，公司开店数量的天花板应该是在 2.8 万家左右，公司根据店址选择与规划的角度预计开店数量应该在 2.2 万家以上，其中每年新增门店 800-1200 家，可支撑十年以上开发，折算至全国为不到 0.5 家店/县/年，从这个角度考虑，公司开店数量还有不止一倍的空间。

区域分布比较均匀。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%。除了传统优势华中地区能够通过较少门店数量实现较大收入贡献之外，公司其他地区收入贡献占比基本上与门店数量占比吻合。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。

高势能门店比重上升。公司计划今年使用募集资金建设 180 家直营旗舰店，包括交通枢纽店和核心商圈店两大类，交通枢纽店又分为高铁店和机场店，核心商圈店又分为地铁店和传统核心商圈店。直营门店的单店收入更高，一般为加盟门店单店收入的四倍左右。高势能门店（主要包括交通枢纽店、核心商圈店、旅游景点店）是公司具

有核心竞争优势的门店，开拓空间更大，未来占比将持续提升。截至 17 年一季度末，公司包括机场、高铁及城市综合体门店共计 574 家，占比约为 7%，未来仍将以每年新增 100-200 家店的速度扩张。

表 7：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	

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

3.2.2 门店持续升级，加盟商精细化管理，海外扩张利润高空间大

门店形象升级主要分为两部分：1) 全面提速四代店建设。四代店在门店形象、终端设备等方面进行了全面升级，升级后单店收入普遍得到提升，部分门店单店收入同比增长高达 30%，年内四代店升级范围将超过五成；2) 高势能门店形象升级。机场、高铁等门店客流量大、客流群体覆盖面广，高端、崭新的门店形象起到极大的形象展示作用。18 年将全面完成店面改造，统一整体店面形象，提升品牌力，能够最大程度地发掘潜在消费群体。

图 19：绝味第四代门店形象展示



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

海外开店空间广阔，线上引流效果显著。公司加快推进全球化布局的步伐，进一步提高线下门店的体量和覆盖范围，绝味自 2017 年首次出海在新加坡开设门店，带领公

司的产品走出国门。据公开媒体报道，从 2017 年的 6 月份至 8 月份，公司共计在新加坡开设 6 家直营门店和 1 家加盟门店，门店单日收入超过万元，毛利率亦高于国内门店。新开设的新加坡门店，能够做到 10 多种香料药材本地选取、本地加工，制作食品安全卫生有保证，这全赖于公司强大的供应链管理能力和跨境经营能力，即使跨国经营，也能通过已经搭建的供应链体系实现美味与卫生安全的双重目标。卤味行业的跑马圈地已经向海外进军。

图 20：绝味新加坡第一家门店——劳明达门店



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

未来海外开店将集中在国内境外游的主要目的地，在目前直营的基础上也会逐步引入加盟商门店。计划 18 年新加坡开 40-50 家（自建产能），香港开 60 家（深圳产能供应），加拿大开始布局（收购当地品牌，增加产能）。18 年海外规模化开店贡献增量，目标贡献 3 亿收入，带来收入 6% 增量。未来计划在华人聚集区以及境外主要旅游区域开店，比如东南亚和北美等，同时非华人消费者对鱿鱼等海鲜制品消费积极性较高，未来通过调整 SKU 也可挖掘外国人的需求。

公司在海外的门店布局将进一步扩大公司及产品的知名度、影响力，对于提升公司品牌想象和传播公司文化有较大的促进作用，公司产品高端化的品牌形象进一步的树立。

单店营收规模显著优于国内。目前已开门店中，香港和新加坡门店表现较好：直营、MAP 气调包装、终端定价与国内一致，开店 2 个月稳定下来客单价 20-30 新币（100-150 元，平均 4-6 盒），门店日均收入超过万元（国内高势能店日均收入 8000 余元），全年单店贡献超 300 万元。未来开店数量增加后会调整为直营+加盟混合模式。且当地消费水平较高，绝味具备明显的价格优势。

表 8：新加坡与国内价格对比

类别	价格（新币）	净重（g）	克单价（元/g）	
			新加坡	中国
麻辣鸭脖	5	220	114	116
麻辣鸭翅	4.5	180	125	115
麻辣鸭掌	4.5	160	141	113
麻辣鸭胗	4.5	120	188	182
麻辣鸭架	4.5	150	150	116

资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

受益于客单价高、原材料便宜，海外店盈利能力更突出。考虑到客单价明显超过国内水平，参考周黑鸭直营模式，预计公司海外门店 6 个月内即可收回成本。并且，海外的鸭副原材料便宜，销量更高，所以单店盈利显著好于国内门店，有利于提振毛利和净利水平。香港产能由广东供给，不带工厂，经营利润比内地高很多。加拿大和新加坡有工厂投入，所以盈利会低于香港。通常来说 15 家门店（1000 万销售额）即可满足一家工厂的运转。

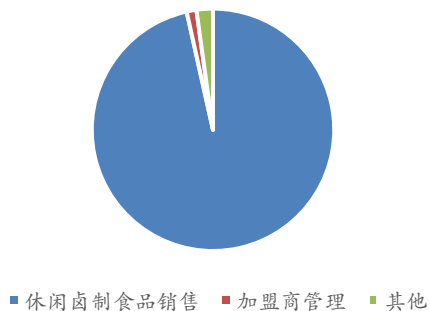
3.3 不变的话题，绝味 VS 周黑鸭，不一样的模式，挣不一样的钱

3.3.1 产品结构相似，口味各有差异，受众不完全重叠

周黑鸭和绝味的产品结构相似，都以鸭制品为主。首先，在产品品类方面，绝味和周黑鸭均以鸭和鸭副产品为主，包括鸭脖、鸭锁骨、鸭掌等，其他卤制产品为辅，包括卤制蔬菜等；

图 21：绝味产品结构

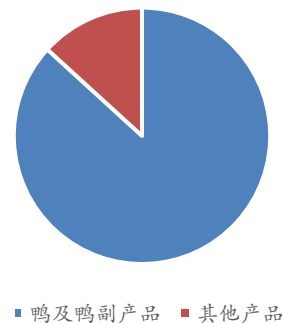
绝味产品结构（2015A）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 22：周黑鸭产品结构

周黑鸭产品结构（2017H）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

其次，在产品口味方面，绝味的产品口味分类较多，而周黑鸭的产品口味上，我们参考周黑鸭官网、其在天猫的旗舰店，以及其公告，周黑鸭的主营产品口味比绝味少，绝味产品口味更加大众化，产品结构丰富一些；

第三，在包装方面，在线下绝味的加盟店销售一般以散装为主，而周黑鸭的自营门店主要以 MAP 包装为主，在此方面周黑鸭的产品保鲜等方面好于绝味，绝味目前也在逐步上新包装，迎合健康化消费需求。在线上，绝味的鲜货产品也以充氮包装为主，保质期较长的产品采取真空包装，周黑鸭的鲜货同线下相同，采取 MAP 包装，保质期较长的产品采取真空包装。在包装方面，绝味和周黑鸭主要区别在于线下鲜货的包装方面。

我们认为随着消费者对食品安全和卫生的关注度越来越高，将倒逼绝味在线下鲜货方面加强产品的管控，有利于公司的更为良性的发展，另外，周黑鸭曾在 2015 年上调其产品价格，尤其是 MAP 包装产品的价格，带动周黑鸭毛利率大幅上升，我们认为公司包装的提升也有望带动公司产品单价的上调。

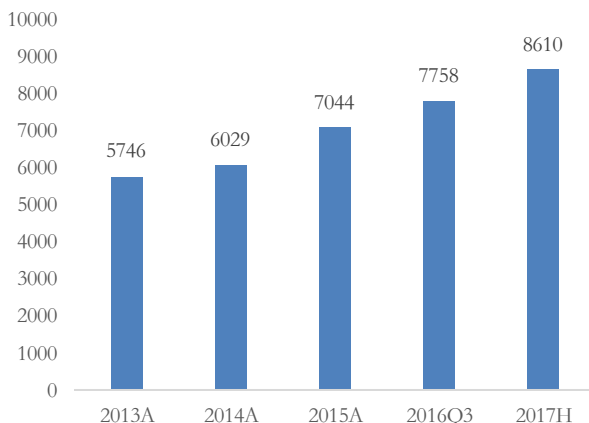
3.3.2 门店数量绝对优势，跑马圈地抢时间窗口

在渠道方面，绝味和周黑鸭均为门店销售为主，线上和其他销售为辅，其中绝味的门店销售主要是加盟的销售模式，周黑鸭的门店销售主要是自营的销售模式。

首先，从门店的数量上来看，截至 2017 年第三季度，绝味的门店数量达 8920 家，我们预计公司 2017 年门店数量超过 9000 家，在 2018 年突破万家规模。周黑鸭的门店数量为 892 家，单从门店的数量上来看，绝味的门店数量是周黑鸭的近 10 倍，从门店增长的绝对量来看，绝味的加盟模式开店速度也远快于周黑鸭的开店速度。

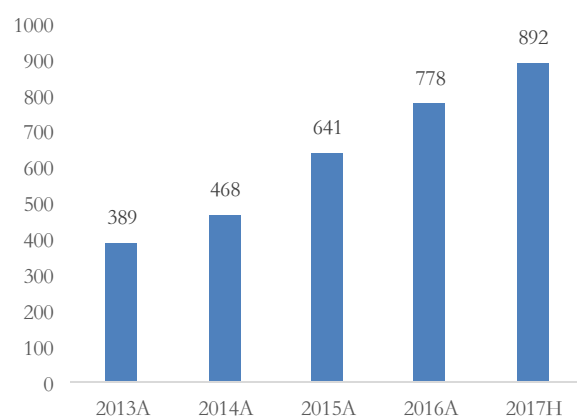
在门店规划和天花板的问题来看，绝味未来开店规划基本为 800-1000 家/年，开店增速在 10% 以上，节奏稳定、有序；从绝味未来门店开设的天花板来看，按照全国所有城市的商圈划分，根据人流、消费总量、消费活跃度等因素，预计公司未来门店的天花板较高，较目前的门店总量尚有一倍以上的空间。

图 23：绝味门店数量



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 24：周黑鸭门店数量



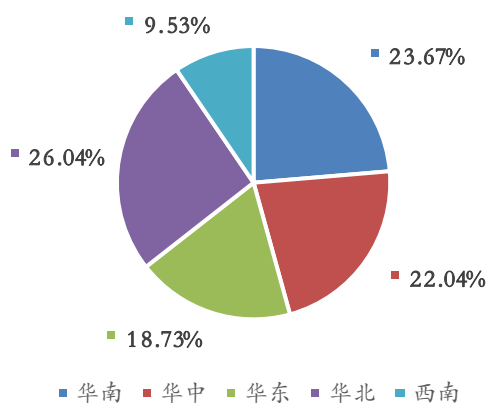
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

单从门店的扩张来看，我们认为绝味的加盟销售模式更易于快速的市场扩张，在绝味成立时间晚于周黑鸭的情况下，加盟的销售模式更容易实现“弯道超车”，通过上百家直营门店的建设，公司将能够更加全面、准确的诠释公司的品牌文化，实现品牌形象和文化的更好传播。在目前休闲卤制食品处于前期发展的阶段，我们认为购买的便

利性、易见性更容易加深消费者的印象，并且能够较好的进行风险转移，而直营销售模式前期投入较大，并且存在选址和经营等风险。

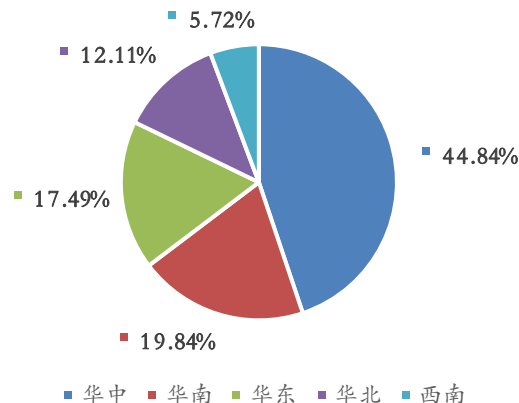
覆盖区域目前侧重不同，未来应该实现“有周黑鸭的地方，就有绝味鸭脖”。截至 2017 年中期，绝味已完成覆盖全国 29 个省份，周黑鸭完成覆盖全国 13 个省份，在门店的布局方面，绝味没有较为明显的局部特点，而周黑鸭门店的布局采取有策略的设于交通枢纽，其中交通枢纽的门店为其带来的收益占比仅 40%；在区域的布局方面，由于周黑鸭的门店布局省份较绝味少，我们采取周黑鸭的省份统计口径，从数据上来看，绝味的门店在区域上的布局较为均匀，而周黑鸭的门店在区域上主要在华中地区，从此特征来看，我们认为绝味的全国化程度更高，更具全国化品牌。

图 25：2016Q3 绝味各区域门店占比（周黑鸭口径）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 26：2017H 周黑鸭各区域门店占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

高势能门店后续发力。公司在渠道建设方面未来将持续以高势能门店为主，通过我们上文与周黑鸭的对比，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，税后总净利为 1,426 万元。税后财务内部收益率为 23%。公司通过营销网络项目的投资，逐步在客流量较大的机场、高铁站、地铁站和传统核心商圈建立自营门店，有利于公司品牌形象的提升，同时还将对区域内的市场起到样板、示范和加盟招商的作用，对公司的长期发展极为有利。

另外，公司在 IPO 募集资金中投资占比较大的为新建产能的建设，随着公司全国范围生产基地战略布局的不断推进，公司通过自营门店的建设将有效的对新增产能的消化，并且将带动加盟门店数量的增加，对公司拓宽销售渠道，提升销售收入和市场占有率具有推动作用。

3.3.3 价格对比上直营店无差, 加盟店蕴藏涨价空间

在定价方面, 在线下, 产品均价低于竞品周黑鸭平均 20%以上。我们参考大众点评的客单价数据, 我们参考了北京、上海、深圳等一线城市, 以及绝味和周黑鸭分别所在地城市长沙和武汉, 从数据上看, 绝味的客单价在各个城市处于 30 元以下的占比较多, 而周黑鸭的客单价多数处于 30-50 元的区间; 在搜索热度方面, 绝味的热度排行最高的店铺客单价基本处于 20-30 元/位的区间, 而周黑鸭的热度排行最高的店铺客单价基本处于 30-40 元/位的区间, 周黑鸭的线下门店定价高于绝味, 我们认为既有周黑鸭的门店多处于交通枢纽导致租金较高的因素, 也有产品定位的因素, 单从客单价来看, 周黑鸭的盈利能力好于绝味, 但是绝味更符合“农村包围城市”的战略路线, 交通枢纽店是一定会攻打的一片区域。因此绝味的客单价还有上升空间。

表 9: 绝味和周黑鸭客单价区间占比

名称	价格 (元)	折扣价 (元)	重量 (g)	原始单价 (元/g)	折扣单价 (元/g)
绝味鸭脖	35.0	23.8	200	0.18	0.12
	42.0	31.9	300	0.14	0.11
	36.9	33.8	320	0.12	0.11
周黑鸭	24.8	23.8	200	0.12	0.12
	46.8	41.9	400	0.12	0.10

资料来源: 大众点评, 东兴证券研究所

在线上, 我们参考两家企业分别在天猫旗舰店的价格, 以鸭脖为例, 在非折扣的情况下, 绝味 0.14-0.18 元/g, 周黑鸭 0.12 元/g, 绝味的定价略高于周黑鸭, 但是在计算完折扣价之后, 绝味和周黑鸭的单价均在 0.11-0.12 元/g, 因此, 在线上的定价方面绝味和周黑鸭基本相同, 也表示两者在线上的竞争较为激烈。2015 年成本增长 3.41%, 售价增长 5.91%, 2016 Q3 成本下降 4.25%, 售价下降了 0.75%, 公司提价幅度远大于成本增长幅度, 说明公司对下游的涨价能力强, 对加盟商提价并不会迅速反映到终端, 引起销量的变化。

3.3.4 盈利方式有差异, 模式的不同注定带来估值的不同

两家公司收入规模上, 绝味的收入高于周黑鸭, 并且近年来保持近 20%左右的收入增速, 但是周黑鸭 2014 年-2015 年的收入增速较快, 在收入规模上拉近与绝味的距离; 在单店收入方面, 绝味的单店收入规模保持在 30-40 万元/店的区间, 而周黑鸭的单店收入基本是绝味 10 倍, 我们认为绝味的单店收入规模远低于周黑鸭的主要原因在于周黑鸭的门店重点布局交通枢纽等人流量较大的地段, 导致周黑鸭单店的购买人数较多, 而绝味的门店虽然较多, 但是却较分散, 并非重点布局人流量较多的地段, 我们认为未来随着休闲卤制行业的发展, 以及绝味品牌力的增强、产品结构的升级等, 绝味单店收入的增长空间巨大。

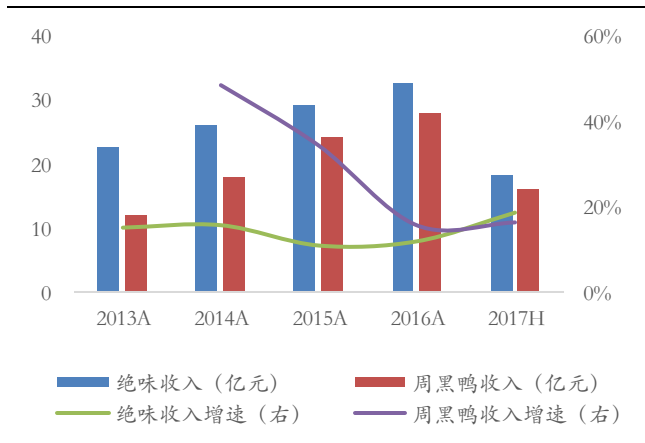
表 10：绝味和周黑鸭主要数据比较

	绝味鸭脖	周黑鸭	备注
单店零售额	100%	100%	门店面积：绝味加盟店铺 20 平方米左右，周黑鸭自营店铺 40 平米
成本	60%	40%	我们估算绝味以六折左右出货，区域不同略有差异
营业利润	40%	60%	绝味的工厂部分有利润
人工费用	11%	7%	周黑鸭单店收入更高
租金水电费	9%	10%	周黑鸭面积更大
前期开店费用折旧	3%	2%	绝味门店需要支付加盟费用
其他费用	1.50%	1.00%	洗桶等日常维护费用
门店的总费用开支	25%	20%	
净利润	15%	30%	绝味在出厂端缴税，周黑鸭在零售终端缴税

资料来源：东兴证券研究所

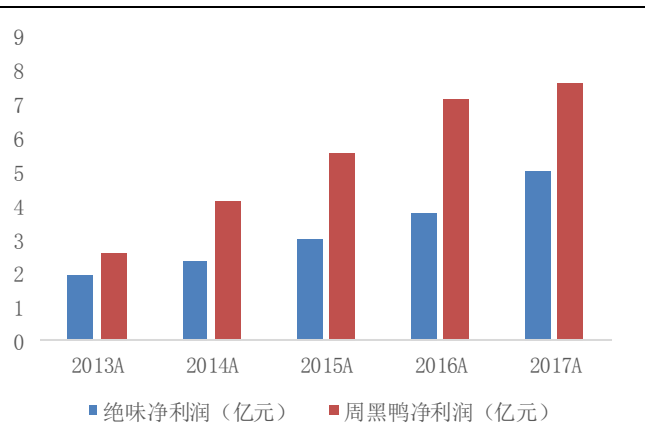
2016 年绝味的综合毛利率不足 30%，远低于周黑鸭 60% 左右的毛利率。但我们将绝味各渠道的毛利率情况拆分来看，绝味的自营门店毛利率基本在 60% 以上，高于周黑鸭的水平，我们认为发展路径决定销售模式，销售模式决定盈利能力，在绝味目前以加盟商为主的销售模式情况下，采取规模换盈利的策略。在跑马圈地之后，单店的想象空间以及线下优势将会是绝味最大的壁垒优势。在乳制品行业强势复苏的提示下，我们一定不要忽视下线城市消费升级趋势，因此“农村包围城市”是可行的，而且将会为交通枢纽攻坚战持续输血。

图 27：绝味和周黑鸭收入及增速对比

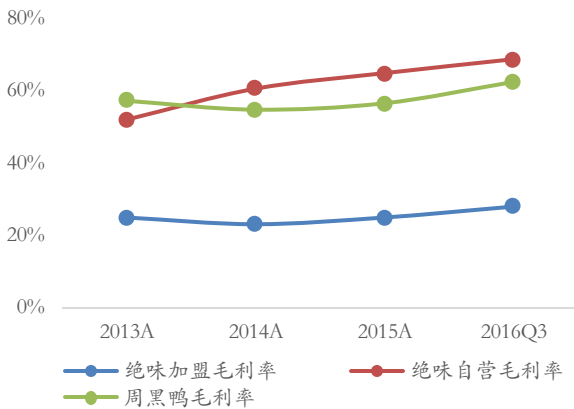


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 28：绝味和周黑鸭净利润对比

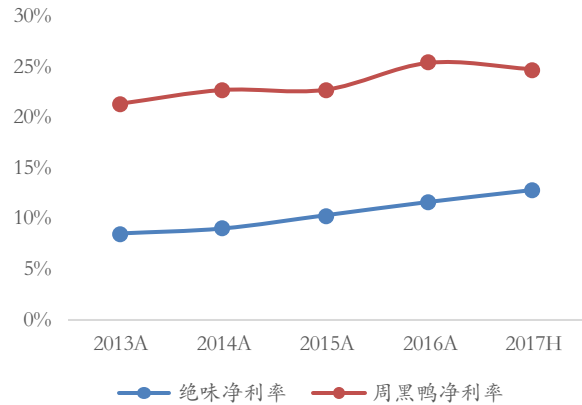


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 29: 绝味和周黑鸭毛利率对比


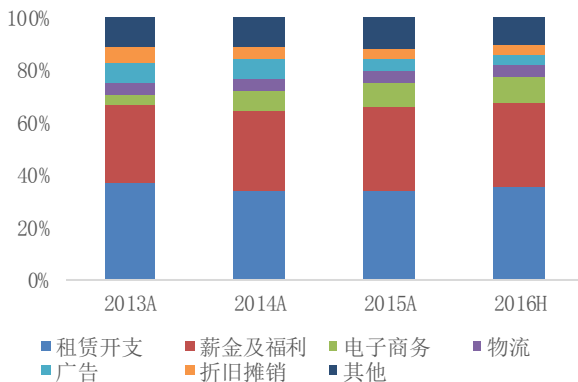
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

注: 周黑鸭 2016Q3 为 2016 年数据

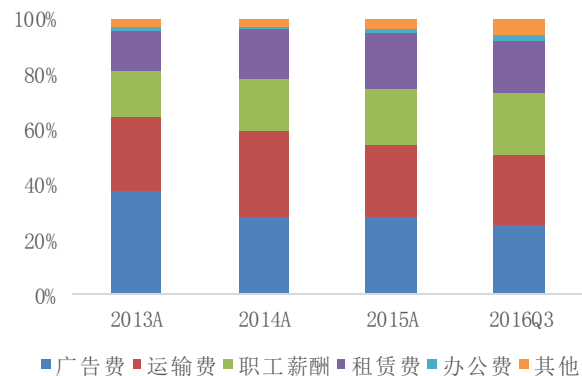
图 30: 绝味和周黑鸭净利率对比


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

直营模式对于渠道的管控力较强, 选址更为谨慎, 但初期扩张速度不及加盟模式, 且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, 销售费用率较高, 当周黑鸭进军较为发达的一、二线城市时, 我们认为高企的租金和员工工资将为其费用端带来一定的压力。

图 31: 周黑鸭销售费用率解析


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 32: 绝味销售费用率解析


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

绝味 2016 年绝味的销售费用率约为 8.4%, 其中占比最大的为广告营销费和物流费用, 费用率分别为 2.1%和 2.2%; 而周黑鸭销售费用率达 24.9%, 其中约 8.4%来自租金, 7.6%来自员工薪金, 且近两年呈上升趋势。

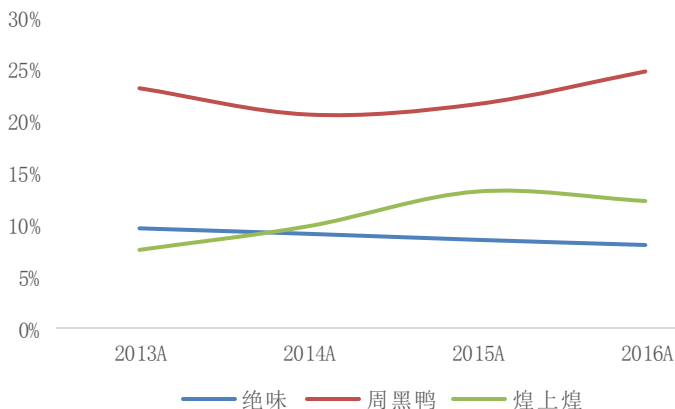
表 11：加盟、直营管理模式优缺点

	加盟	直营
优点	<ul style="list-style-type: none"> ● 启动成本低； ● 发展迅速； ● 本地化经营更了解当地市场 	<ul style="list-style-type: none"> ● 经营管理统一化； ● 员工队伍稳定； ● 服务水平高； ● 信息化程度高、执行力更强
缺点	<ul style="list-style-type: none"> ● 管理相对松散； ● 服务水平不统一； ● 加盟关系不稳定 	<ul style="list-style-type: none"> ● 需要一定规模的资本； ● 发展速度受限； ● 管理系统庞杂

资料来源：东兴证券研究所

在净利率方面，绝味的净利率相比周黑鸭处于偏低的水平，但是从近几年绝味的净利率走势来看，绝味的净利率呈不断上升趋势，从绝味的财务报表来看，导致其净利率上升的原因除了费用率的降低之外，更多的来自绝味毛利率的提升，其毛利率的提升更多来自产品结构的升级。我们认为，随着绝味的加盟店铺扩张到一定阶段，在规模化生产、品牌力提升的情况下，公司的毛利率和净利率将会进一步的提升。

图 33:周黑鸭销售费用率明显很高



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 产品结构提升，扩张速度不减，鸭脖走出“卤味界星巴克”

4.1 新品迭出，价格提升有保证

公司的产品主要分为鲜货产品和包装产品两大类，其中鲜货产品包括“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“盐焗风味”等系列，包装产品包括“简装系列”、“精装系列”、“礼品系列”等系列。其他非鸭脖的鸭副卤制品的收入占比不断的增加，逐步丰富公司鸭副卤制品的品类。

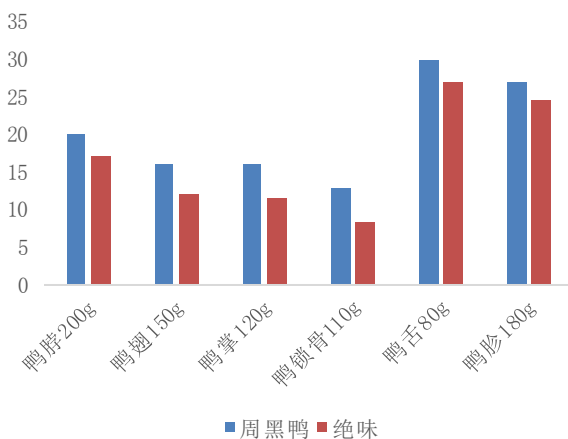
公司目前 SKU 数量在 200 个以上，不同区域 SKU 类别有所不同。公司每年都在研发新品，并有专门的市场部门来负责考核，一年内就会淘汰售货率不好的商品，通过消费端的反馈持续进行产品的优化出新。2018 年绝味将继续改善旗下 SKU，剔除老旧产品，增加品种多样性。得益于公司产业链的优势，产品品类调整更加灵活，通过产品结构优化有助于毛利率改善。公司可定期推出优势新品吸引市场眼球，在部分市场试推广的汽水新品与鸭脖形成良好的互补作用，市场反馈较好。同时优势新品根据市场需求，定价可高于一般同类产品，提升单价及客单价。

4.1.1 改革包装，实现量利齐升

采用 MAP 保鲜装取代散装，有利于提升单价。在门店销售的包装休闲卤制品由于拥有更短的保存期限，给消费者留下更加规范卫生的印象，周黑鸭于 2012 年开始推出 MAP 产品并与 2014 年在所有门店全面取代传统的散装模式，而目前绝味和煌上煌在加盟门店仍使用传统的散装模式销售产品。目前周黑鸭在门店销售的 MAP 产品零售单价均高于绝味的散装产品，而在电商平台上绝味的 MAP 产品价格则略高于的周黑鸭，这说明了价格差异并非品牌间定位差异，更多的是产品的差异。

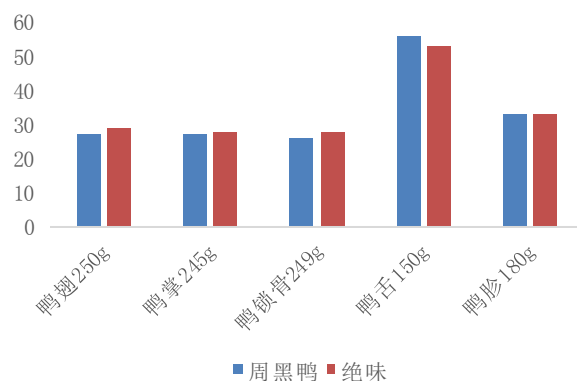
MAP 全称为气调包装技术，是采用具有气体阻隔性能的包装材料包装食品，根据不同产品的实际需求将一定比例氮气混合气体充入包装内，防止食品发变质，从而延长食品货架期，提升食品价值。在使用 MAP 包装后并冷藏保存下，锁鲜产品保质期可以延长至生产日期后五到七天，在保证产品的品质基础上，增加风味稳定性和新鲜性，一定程度上减少了食品安全问题的发生，提高产品在门店销售的产品上较非包装产品有更强的溢价能力。

图 34：门店周黑鸭锁鲜价格高于绝味 散装（元）



资料来源：草根调研，东兴证券研究所

图 35：电商 MAP 产品价格绝味不低于周黑鸭（元）



资料来源：京东、天猫旗舰店，东兴证券研究所

MAP 小包装产品提高客单价。 MAP 包装产品一般分为大小两种规格，参照周黑鸭的 MAP 包装产品，包装价格在 10-30 元之间，以鸭脖产品为例，若想尝试两种以上产品时，则至少选择两款小包装产品，单客消费金额会达到 30 左右甚至更高。全面推广 MAP 产品有助于客单价随着产品品类调整节节攀升。

表 12：周黑鸭门店不同包装价格比较

大盒	净含量	元/盒	小盒	净含量	元/盒
卤鸭脖	320g	32.9	卤鸭脖	200g	19.9
卤鸭翅	250g	26.9	卤鸭翅	150g	15.9
卤鸭掌	245g	26.9	卤鸭掌	120g	15.9
卤鸭锁骨	240g	24.9	卤鸭锁骨	110g	12.9
卤凤爪	210g	24.9	卤凤爪	100g	12.9
卤香干	300g	12.9	卤香干	180g	8.9
卤鸭舌	150g	49.9	卤鸭舌	80g	29.9
卤鱿鱼	260g	36.9	卤鱿鱼	150g	22.9
卤鸭腿	220g	22.9	卤鸭腿	100g	10
卤鸭头	280g	26.9	卤鸭头	135g	15.9
卤鸡翅尖	280g	24.9	卤鸡翅尖	150g	15.9
卤猪蹄	320g	32.9	卤猪蹄	150g	15.9
卤鸭胗	280g	39.9	卤鸭胗	180g	26.9
卤鸭软骨	230g	16.9	卤鸭软骨	150g	11.9
周黑鸭	350g	45.9	辣椒酱、豆豉酱	100g	6.8
酱板鸭	230g	38.9	鸭肉酱	100g	6.8
卤香菇	200g	16.9	牛肉酱	100g	8.8

资料来源：东兴证券研究所

从客单价角度看，周黑鸭 MAP 定量包装，绝味仅约为对方一半。从克单价角度，周黑鸭 MAP 小盒装>周黑鸭 MAP 大盒装≈绝味 MAP 装>绝味散装。因此，我们认为在不影响终端价格优势的前提下，绝味只需将包装由散装升级为 MAP 装，带来量增价升，若换成受益规模效应，MAP 包装成本有望下滑。

表 13：加盟、直营管理模式优缺点

	鸭脖	鸭掌	
散装	单价（元/kg）	71.6	79.6
	10 元可购买（kg）	0.14	0.13
	总开销（元）	20	
MAP 装	单价（元/kg）	116	113
	定量（kg）	0.205	0.25
	售价	23.8	28.3
	总开销（元）	52.03	
MAP/ 散装	量增	47%	99%
	价增	62%	42%
	总开销	160%	

资料来源：东兴证券研究所

4.2 渠道向下抢占二三线城市进一步渗透，向上布局枢纽站提升品牌拉力

在进军二三线城市非交通枢纽地区市场时，绝味并不需要承担门店的租金、人力成本以及日常管理，在迅速扩张的过程中，资金压力和管理压力小于直营模式。同时加盟商对于当地消费的偏好、选址和人脉方面具有丰富的经验，优势较为突出，操作风险降低，凭借加盟商对本地市场经营环境的了解，进行店面的选址、经营、营销，能够更加经济、高效的打开新市场；另一方面，公司应用自身优势进行加盟商培训、管理，开展市场推广，产成品物流运输等，强化品牌价值，并进一步实现地区规模经济。

扩张的同时公司的产品布局也在加快，目前公司共有 23 个生产基地（含筹建中），遍布全国主要城省份和地区，公司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。公司物流外包但拥有绝对管理权，冷链生鲜日配到店能力居全国首位，并且投入 1 个多亿进行信息化管理，保证对生产、订单、物流及库存等环节进行时时管控。

除新疆西藏外均以 300 公里为半径均衡分布，公司部分募投资金用于 8 个产能建设项目，募投项目达产后年新增产能 9.45 万吨，相应的原租赁厂房将逐步停止使用，净增产能约 4.85 万吨，公司合计产能将超过 15 万吨，理论上可以支撑 2 万家以上的门店销售，公司开店计划不再受到产能条件的限制。

此外，公司为提升工厂的经营效率，将于未来淘汰部分低效率工厂，逐渐形成“核心工厂+卫星工厂”的布局，核心工厂的辐射范围将由 350 公里扩大至 600 公里。供应链的持续优化将降低成本投入，提振整体毛利率。

在生产基地覆盖广度方面，公司本次新筹建的四川和黑龙江生产基地，加大对覆盖面偏低和未覆盖地区的覆盖，且在部分已有生产基地的省市增加产能，加大对周边未覆盖地区的覆盖，将缩短公司的冷链运输辐射半径，进一步优化供应链体系，提升公司直接、快捷、低成本的产品配送效果，优化公司的配送管理，例如：新筹建的黑龙江生产基地进一步覆盖东北三省地区，增加对黑龙江和吉林地区等之前尚未覆盖的地区进行覆盖；新增的河南地区产能除了将加强对河南本地，另外覆盖了之前尚未覆盖的河北、山西地区的产品配送。

在生产基地覆盖深度方面，从公司历史的销售区域收入占比情况，以及结合本次新增产能情况来看，公司本次在多个原有销售较强的区域新增产能，例如：新增的湖南地区产能将进一步覆盖湖南本地，以及加强湖南周边省份湖北、江西地区的配送，在其他鸭副卤制企业大本营地区深度挖掘市场；新筹建的四川生产基地，加强对川渝等西南地市的布局。公司未来将进一步的深度挖掘市场，进行渠道下沉，进一步的扩大公司的销售网络。

图 36:已建立的生产基地



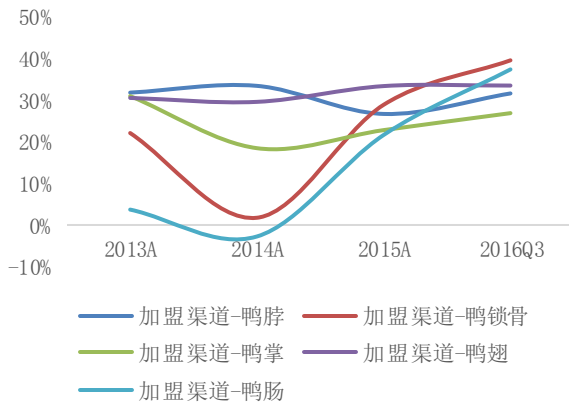
注：“”为已建立的产品生产基地。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

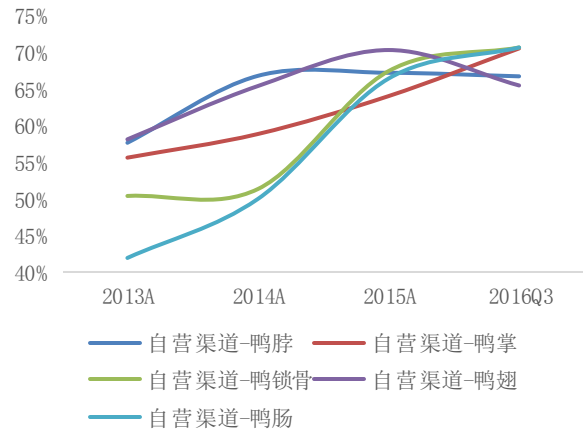
4.3 成本波动不明显，费用控制有空间

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。

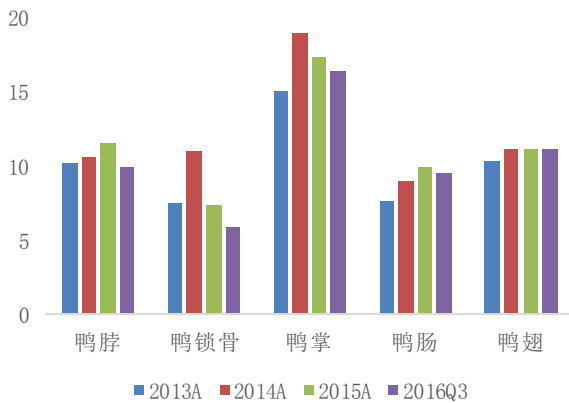
公司近年来受益于规模的日益扩大，对供应商的议价能力和产品销售的定价能力相应增强，毛利率呈现出稳步上升的趋势。若 18 年鸭肉原料价格上行导致行业性提价，公司生产用的是冷冻的鸭附件，有 12 个月的保质期，价格波动要滞后于上游，公司利用库存有效平滑成本。同时公司产品以散装售卖为主，消费者对提价敏感度不高，公司也可通过提高部分产品或全部产品价格转移成本压力，有望贡献业绩弹性，预计 18 年鸭价波动对成本端压力有限，毛利率有望保持稳步上升态势。

图 37: 公司加盟渠道各产品毛利率


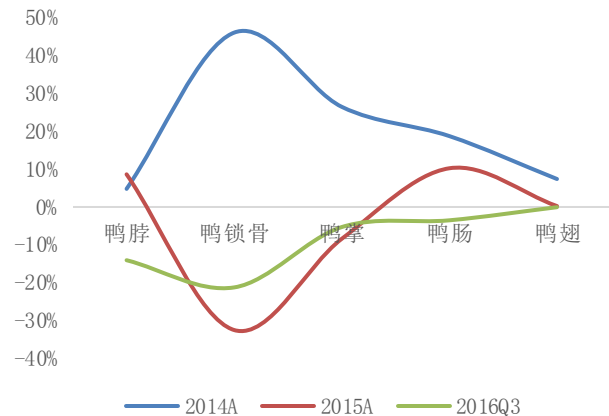
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 38: 公司直营渠道各产品毛利率


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 39: 鸭副采购价格 (元/公斤)


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 40: 鸭副采购价格波动


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 14: 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%

资料来源: 东兴证券研究所

4.3.1 优质项目孵化，打造连锁美食平台

公司先后投资零点食品、和府餐饮、赛飞亚等企业。其中零点食品是一家专注于鸭产品的包装休闲食品生产和销售企业，是“精武”商标（餐饮服务类）持有人；和府餐饮是一家专注于面食生产和销售的连锁门店经营企业，主要产品为和府捞面系列面食、炒饭、果饮、小吃四大品种，公司通过产业投资丰富了产业布局，进一步打造一流特色美食平台。塞飞亚是一家从事种鸭繁育、鸭苗销售、商品鸭养殖、商品鸭屠宰加工等业务的现代化肉鸭全产业链大型企业，公司通过对其进行战略投资，从而进一步向上游产业链延伸。公司看好餐饮业的长期发展，围绕主业向轻餐饮、特色餐饮等方向延伸，不排除未来与当前主业相融合，打造连锁美食平台。

表 15：毛利率敏感性分析

投资主体	被投资企业	投资金额（万元）	占比
绝味食品股份有限公司	内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司	16,800.00	28.00%
深圳网聚投资有限责任公司	武汉零点绿色食品股份有限公司	847.84	20.00%
深圳网聚投资有限责任公司	江苏和府餐饮管理有限公司	1,800.00	16.20%
深圳网聚投资有限责任公司	武汉食和岛网络科技有限公司	100	4.76%

资料来源：东兴证券研究所

5. 盈利预测估值及投资评级

我们预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 46.15 亿元、54.72 亿元、64.59 亿元，增速分别为 19.98%、18.97%、18.38%。

营业收入预测的核心假设为：

- ◆ 随着公司生产基地的建设，公司门店的开店速度略有所增加，我们假设公司 2018 年-2020 年的门店增量分别为 1100 家、1150 家、1200 家；
- ◆ 考虑到公司产品结构升级和品类、口味的不断丰富，以及个别地区有部分提价的因素，假设公司单店的销售额增速 7%；
- ◆ 加盟费以历年平均水平计算。

表 16: 公司收入预测表

(万元)	2017E	2018E	2019E	2020E
卤制品收入	373,755.14	448,447.09	533,537.36	631,587.68
增速	18.97%	19.98%	18.97%	18.38%
加盟费	4,522.00	5,072.00	5,672.00	6,272.00
增速	13.80%	12.16%	11.83%	10.58%
其他业务	8,000.00	8,000.00	8,000.00	8,000.00
合计	386,277.14	461,519.09	547,209.36	645,859.68
增速	18.81%	19.48%	18.57%	18.03%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们预计公司 2018 年-2020 年净利润分别为 6.55 亿元、8 亿元、9.72 亿元, 增速分别为 25.83%、22.09%、21.57%, 以公司最新股本 4.1 亿股计算, 公司 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.6 元、1.95 元、2.37 元, 以 4 月 9 日收盘价计算, 对应的 PE 分别为 22 倍、18 倍、15 倍。

表 17: 同类型大众休闲食品上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2019EPS	2016PE	2017PE	2018PE	2019PE
603866.SH	桃李面包	44.18	0.97	1.14	1.35	1.63	46	39	33	27
002557.SZ	洽洽食品	14.99	0.70	0.63	0.73	0.84	21	24	21	18
002582.SZ	好想你	12.51	0.08	0.22	0.37	0.53	164	57	34	24
002820.SZ	桂发祥	22.28	0.72	0.72	0.83	0.95	31	31	27	23
002847.SZ	盐津铺子	27.85	0.69	0.54	0.68	0.77	40	52	41	36
603777.SH	来伊份	21.76	0.55	0.42	0.59	0.76	40	52	37	28
	平均 PE								32	

资料来源: WIND、东兴证券研究所

我们选取六家大众休闲食品类上市公司与公司比较, 以 2018 年的盈利预测为准, 六家公司的平均 PE 为 32 倍, 高于公司目前的 22 倍, 公司目前估值较其他大众休闲食品类上市公司的估值具有优势。另外, 我们对比在港股上市的周黑鸭的估值, 以 wind 数据显示, 周黑鸭 2018 年的 PE 为 17 倍, 低于公司目前估值, 但是考虑到公司是国内门店数量最多, 且开店模式易于复制, 我们认为公司应当享有更高的估值。

公司是国内卤制休闲食品类企业中规模最大、门店数量最多、全国化程度最高的企业, 是休闲卤制食品的龙头。公司通过“聚焦鸭脖品类、扩大门店优势, 提升门店效能”的经营策略具备竞争优势, 奠定了公司快速发展的强有力基础, 结合上述公司的优势, 以及公司上市以来的估值水平, 我们认为公司 30-35 倍 PE 较为合理, 给予公司 6 个月目标价 50 元, 较目前股价尚有 40% 的空间, 我们首次给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

业绩不达预期风险；

食品安全风险；

减持风险。

特别鸣谢

王瑞乾:中国财政科学研究院会计学硕士在读

表 18: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	687	886	2385	3042	3818	营业收入	2921	3274	3863	4615	5472
货币资金	232	400	1699	2226	2854	营业成本	2086	2232	2623	3096	3640
应收账款	2	4	5	6	7	营业税金及附加	24	32	39	46	55
其他应收款	44	19	22	27	31	营业费用	252	265	328	392	465
预付款项	49	44	57	73	91	管理费用	156	200	193	231	274
存货	351	408	431	509	598	财务费用	-1	3	-9	-19	-25
其他流动资产	10	12	12	12	12	资产减值损失	5.22	10.96	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	926	1076	929	830	730	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	158	131	131	131	131	投资净收益	-12.56	-22.36	0.00	0.00	0.00
固定资产	301.73	431.19	635.02	549.04	463.06	营业利润	387	508	689	869	1063
无形资产	143	133	119	106	93	营业外收入	20.03	19.13	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	38	48	0	0	0	营业外支出	2.60	10.59	10.00	10.00	10.00
资产总计	1613	1962	3314	3872	4549	利润总额	404	517	699	879	1073
流动负债合计	419	452	486	553	631	所得税	103	137	178	224	274
短期借款	53	30	0	0	0	净利润	301	380	521	655	800
应付账款	153	175	216	254	299	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	91	92	115	143	176	归属母公司净利润	301	380	521	655	800
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	555	682	779	949	1138
非流动负债合计	12	44	30	30	30	EPS (元)	0.84	1.06	1.27	1.60	1.95
长期借款	0	30	30	30	30	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	431	497	516	583	660	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	11.09%	12.08%	17.98%	19.48%	18.57%
实收资本 (或股)	360	360	410	410	410	营业利润增长	31.99%	31.42%	35.47%	26.20%	22.34%
资本公积	73	73	950	950	950	归属于母公司净利润	27.28%	26.42%	36.87%	25.83%	22.09%
未分配利润	697	970	1272	1652	2115	获利能力					
归属母公司股东	1182	1465	2783	3275	3874	毛利率 (%)	28.59%	31.84%	32.10%	32.92%	33.48%
负债和所有者权	1613	1962	3300	3858	4535	净利率 (%)	10.30%	11.62%	13.48%	14.19%	14.61%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						ROE (%)					
2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
经营活动现金流	215	494	475	672	803	偿债能力					
净利润	301	380	521	655	800	资产负债率 (%)	27%	25%	16%	15%	
折旧摊销	169.03	171.19	0.00	99.25	99.25	营运能力					
财务费用	-1	3	-9	-19	-25	总资产周转率	1.96	1.83	1.47	1.29	1.30
应付账款的变化	0	0	-2	-1	-1	应收账款周转率	2562	1282	876	795	792
预收账款的变化	0	0	23	28	33	应付账款周转率	18.17	19.99	19.79	19.64	19.77
投资活动现金流	-286	-232	48	0	0	每股指标 (元)					
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.06	1.27	1.60	1.95
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新)	-0.40	0.47	3.17	1.29	1.53
投资收益	-13	-22	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	3.28	4.07	6.79	7.99	9.45
筹资活动现金流	-72	-93	777	-145	-175	估值比率					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	42.13	33.39	27.88	22.15	18.15
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	10.78	8.69	5.21	4.43	3.75
普通股增加	0	0	50	0	0	EV/EBITDA	22.62	18.18	16.48	12.97	10.27
资本公积增加	0	0	878	0	0						
现金净增加额	-142	168	1299	528	628						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

焦凯

经济学硕士，2010年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。