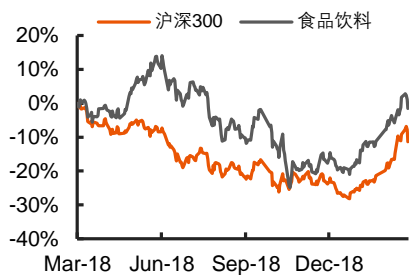


休闲卤制品行业深度报告

好赛道+好格局下的卤制品龙头商业模式解析

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*食品饮料*季报渐行渐近，回归业绩确定性，谨防预期“倒春寒”》 2019-03-10

《行业周报*食品饮料*液奶价格战硝烟渐驱散，行业盈利有望持续改善》 2019-03-03

《行业周报*食品饮料*市场交易热情渐涨，首选业务基础扎实的超跌修复标的》 2019-02-24

《行业周报*食品饮料*板块风险偏好逐步修复，关注绝对龙头和超跌估值修复》 2019-02-17

《行业动态跟踪报告*食品饮料*4Q18业务增速稳定，关注绝对龙头和超跌估值修复》 2019-02-15

证券分析师

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

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

- 渗透率提升驱动双位数增长，成本压力无需过度担忧：**休闲卤制品消费人群以 18-35 岁时尚女性为主，更健康&更美味推动品类成为零食新宠。行业景气度持续高位，过去 4 年增长中枢稳定在 12%-15%，市场份额高度集中，CR2 高达 70%，绝味、周黑鸭奠定龙头地位。展望未来 3 年，渗透率仍有充裕提升空间，门店扩张 10%增速仍可期，经济低迷导致价格敏感度提升，均价贡献或较为微弱，品类叠加或推动单店销量低个位数增长，整体增长驱动力仍强劲。鸭副价格 18 年大幅上涨，但成本压力仍无需过度担忧，龙头强议价能力、库存周期、产品调整，有望化解短期压力，非洲猪瘟有望推动鸭价上涨，肉鸭产能逐步恢复利于鸭副价格保持稳定。
- 绝味 VS 周黑鸭，两条差异化发展路径：**绝味、周黑鸭分别聚焦大众、中高端两类消费人群，定价、店址和包装均有明显不同，核心竞争力分别在于品牌溢价和规模效应。定位不同导致两者商业模式存在明显差异，周黑鸭品牌驱动发展，为提升消费者体验感，采用更有利于培育品牌的直营模式，绝味渠道驱动发展，为获得更强的规模效应，采取加盟模式，借助经营杠杆快速跑马圈地无疑是最优选择。两种模式均具较强盈利性，直营理论上因价值链更长而业绩波动性较小。从扩张潜力看，大众渠道容量为高势能渠道 4 倍，且高性价比产品定位&加盟模式利于渠道下沉，绝味潜在成长空间更广阔。
- 周黑鸭遭遇成长烦恼，绝味内生外延齐发力：**周黑鸭保持高强度开店步伐，快速布局全国市场，因高势能渠道超额红利吸引大量竞争者进入，单店收入承受下滑压力。长期看，周黑鸭并无定位中高端的强劲竞争者威胁，且正搭建会员体系提升核心客户的粘性，高势能渠道红利边际递减或使竞争对手进入逐渐无利可图，周黑鸭有望在阵痛结束后重新恢复增长。绝味优秀管理能力得到验证，原有渠道加密及乡镇下沉、海外开拓，未来 10 年内仍难遭遇扩张瓶颈，且在规模和盈利上与社区店竞争对手拉开足够差距，跟随者难有动力挑战，业务成长性无需担忧，加之构建美食生态圈以输出优秀供应链能力及渠道管控能力，有望分享食品&餐饮消费升级红利。
- 投资建议：**卤制品行业有望延续双位数增长，成本波动对盈利影响仍然可控，竞争格局固化下龙头有望最大化占有成长红利。绝味、周黑鸭两龙头商业模式存在明显差异，考虑所处细分市场容量、扩张难度及竞争态势，绝味相对成长优势更明显，周黑鸭也有望在阵痛结束后重新恢复增长，推荐潜在成长空间更广阔、规模效应明显、管理能力突出的社区店霸主绝味食品。
- 风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对品牌信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间；3、原料价格上涨风险：产品主要原料鸭副的价格波动性较大，价格大幅上涨或导致业绩不及预期。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E				评级
		2019-3-8	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
绝味食品	603517	43.00	1.22	1.52	1.70	2.00	35.1	28.3	25.2	21.5	推荐

正文目录

一、	渗透率提升驱动双位数增长，成本压力无需过度担忧	6
1.1	休闲卤制品方兴未艾，寡头格局初步奠定	6
1.2	未来增长驱动力保持强劲，门店扩张仍是主引擎	7
1.3	鸭副价格有望保持稳定，成本压力无需过度担忧	11
二、	绝味 VS 周黑鸭，两条差异化发展路径	13
2.1	专注大众 VS 聚焦高端	13
2.2	规模效应 VS 品牌溢价	13
2.3	定位不同导致商业模式差异，寻找各自的最优解	14
2.4	两种模式均具较强盈利性，直营理论上业绩波动性较小	15
2.5	大众渠道市场天花板更高，加盟模式利于渠道下沉	17
三、	周黑鸭遭遇成长烦恼，绝味内生外延齐发力	18
3.1	周黑鸭：竞争加剧冲击短期业绩，期待逐渐走出阵痛期	18
3.2	绝味：管理+规模铸就壁垒，美食生态圈拓展边界	20
四、	投资建议	22
五、	风险提示	22

图表目录

图表 1	休闲卤制品过去 7 年复合增速达 18.6%.....	6
图表 2	龙头企业增速长期保持双位数水平	6
图表 3	绝味、周黑鸭奠定龙头地位	7
图表 4	仅有 3 家企业门店数超过 2000 家(2018.6).....	7
图表 5	过去 4 年，行业增长主要驱动力来自门店数扩张及均价提升	7
图表 6	卤制品企业大陆收入贡献主要来自华中、华东市场	8
图表 7	卤制品龙头绝味在诸多区域门店密度仍有较大提升空间	8
图表 8	乡镇市场具备较大开拓潜力	9
图表 9	先驱者周黑鸭交通枢纽渗透率仍然偏低	9
图表 10	宏观经济 2018 年进入下行通道	10
图表 11	绝味历年单店销量和均价变化	10
图表 12	休闲卤制品零售额产品分类	10
图表 13	卤制品龙头收入贡献主要来源于禽肉	10
图表 14	绝味五大品类占比逐年下降	11
图表 15	2018 年鸭副价格处于历史高位	11
图表 16	绝味部分主力品类采购价同比变化	11
图表 17	历年白羽肉鸭出栏量变化	12
图表 18	2017 年中国肉类产量构成	12
图表 19	非洲猪瘟后猪鸡鸭价格联动向上	12
图表 20	2H18 鸭苗价格继续上涨	12
图表 21	估算绝味采购量占全国供给比重(2017).....	12
图表 22	绝味原材料库存量可满足生产的月数	12
图表 23	周黑鸭单店收入约是绝味 4 倍(2017)	13
图表 24	周黑鸭以 MAP 包装为主，绝味以散装为主	13
图表 25	周黑鸭终端吨价远高于绝味	13
图表 26	绝味&煌上煌同售价约是周黑鸭 60%-80%.....	13
图表 27	绝味吨成本相当于周黑鸭的 70%-80%.....	14
图表 28	绝味单吨运输费用低于周黑鸭(2015)	14
图表 29	周黑鸭单店收入约是绝味直营店 1.8 倍.....	14
图表 30	百度搜索指数显示周黑鸭关注度最高	14
图表 31	直营模式和加盟模式的区别	15
图表 32	珠宝企业高端偏直营，低端偏加盟(2017).....	15
图表 33	珠宝企业定位不同导致商业模式不同.....	15

图表 34	绝味全产业链毛利率与周黑鸭相当	16
图表 35	绝味全产业链净利率略低于周黑鸭(2017)	16
图表 36	社会人工成本保持低位增长	16
图表 37	绝味直接材料占收入比重远高于周黑鸭	16
图表 38	包装休闲卤制品份额逐步提升	17
图表 39	周黑鸭各区域单店收入差异大	17
图表 40	绝味各区域单店收入较均衡	17
图表 41	周黑鸭营收规模快速提升	18
图表 42	周黑鸭保持快速展店速度	18
图表 43	1H18 所有区域收入增长均大幅放缓	18
图表 44	华北、华东门店增速持续高位	18
图表 45	估算周黑鸭门店坪效远高于其他休闲食品门店	19
图表 46	1H18 周黑鸭收入增速低于客单价增速	19
图表 47	周黑鸭同店销售增速持续滑坡	19
图表 48	周黑鸭会员体系得到精准客户画像，借此展开精准营销	20
图表 49	绝味门店数在特许加盟行业中排名第三	20
图表 50	绝味销量远超社区店竞争对手	21
图表 51	绝味盈利能力强于社区店竞争对手	21
图表 52	绝味重大股权投资(2017)	21

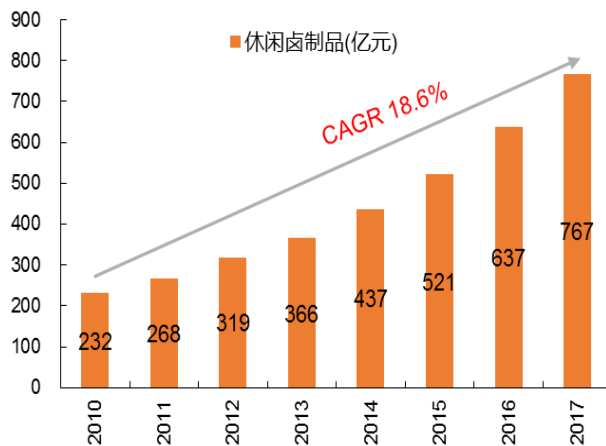
一、渗透率提升驱动双位数增长，成本压力无需过度担忧

1.1 休闲卤制品方兴未艾，寡头格局初步奠定

消费人群以 18-35 岁时尚女性为主，更健康&更美味推动品类成为零食新宠。卤制在中国烹饪传统中拥有超过二千年的历史，过往作为佐餐食品仅限正餐食用，消费者也多为中老年人。目前，卤制品正向休闲食品进化，消费群体切换为 18 到 35 岁之间的爱吃零食的年轻时尚女性。与其他零食品类相比，休闲卤制品散装保质期多数为 3 天，MAP 包装可延长至 5-7 天，较短的保质期使得产品口感更好且更营养，完美契合新时代消费者渴望新鲜、健康的休闲零食的需求，而辣味和嚼劲带来更强快感，上瘾性提升消费粘性，因此卤制品类似现制茶饮、烘焙、坚果等新兴品类，受益零食健康化、高端化升级的趋势，具备广阔的成长空间。

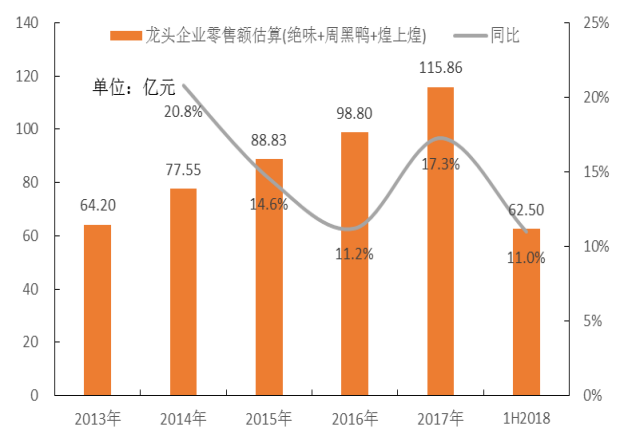
景气度持续高位，行业增长中枢稳定在 12%-15%。得益于主力消费人群消费升级的持续推动，休闲卤制品行业正处于黄金发展期。根据 Frost & Sullivan 的数据，休闲卤制品在过去 7 年的复合增长率高达 18.6%。龙头企业数据可得性强，成长路径基本反映行业的发展阶段，从绝味、周黑鸭、煌上煌 3 家领先企业的零售额来看，过去 4 年整体复合增速 15.9%。综合两个数据来看，我们认为行业的成长中枢可能在 12%-15%，历年增速相对较为平稳。

图表1 休闲卤制品过去 7 年复合增速达 18.6%



资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

图表2 龙头企业增速长期保持双位数水平

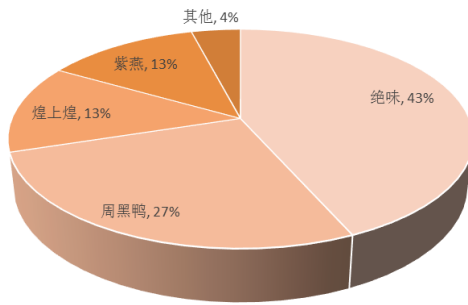


注：煌上煌剔除米制品业务，假设绝味渠道毛利率 40%，煌上煌渠道毛利率 37%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

行业份额高度集中，绝味、周黑鸭奠定龙头地位。根据 Frost & Sullivan 的数据，绝味、周黑鸭、煌上煌、紫燕零售额市场份额分别为 8.9%、5.5%、2.7%、2.6%，若根据经营模式换算至仅占整体零售额 20.5% 的自营门店及加盟店渠道中，绝味、周黑鸭、煌上煌、紫燕市场份额分别高达 43%、27%、13%、13%，CR3 已经高达 83%，绝味、周黑鸭奠定龙头地位。我们认为门店市场份额高度集中或是行业真实情况，除布局高势能渠道的周黑鸭外，社区店为主的绝味、煌上煌、紫燕门店数均在 2,000 家以上，门店数 1,000~2,000 家区间再无其他企业。

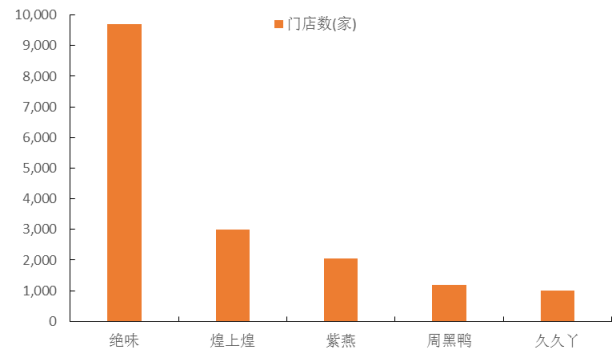
图表3 绝味、周黑鸭奠定龙头地位



注：企业零售额市场份额/自营门店及加盟店渠道份额

资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

图表4 仅有3家企业门店数超过2000家(2018.6)

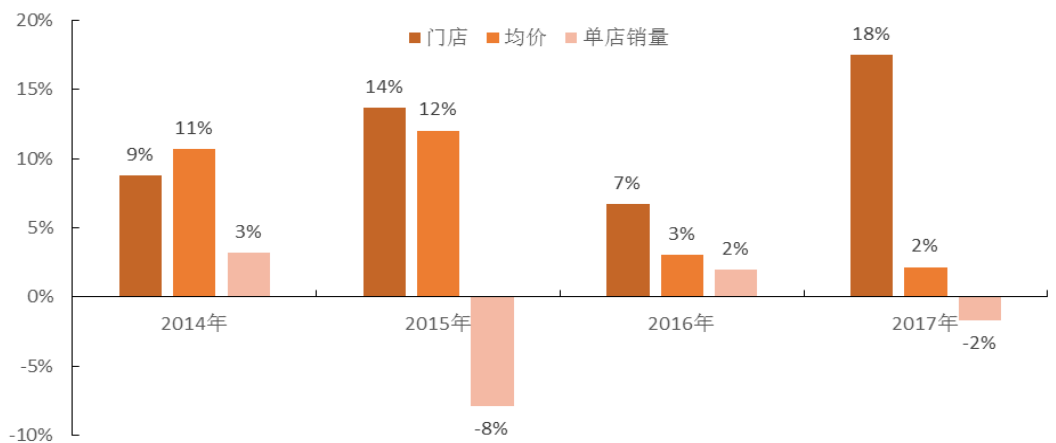


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 未来增长驱动力保持强劲，门店扩张仍是主引擎

过去4年，渗透率提升为行业主要增长来源，提价贡献逐渐减弱。我们从门店扩张、单店销量及产品均价三个维度分析行业历史增长(绝味、周黑鸭、煌上煌)的驱动力，门店扩张持续快速推进，14-17年门店数分别增9%、14%、7%、18%，贡献度远高于均价提升及单店销量提升，说明渗透率提升为行业增长主引擎；产品均价对行业的贡献度正持续收窄，14-17年年均价分别增11%、12%、3%、2%，这或是因前期提价过快需要时间消化及渠道下沉导致价格敏感性提升；单店销量基本保持稳定，14-17年分别同比+3%、-8%、+2%、-2%，或因门店辐射范围有限及价格敏感性提升限制单店销量持续增长。

图表5 过去4年，行业增长主要驱动力来自门店数扩张及均价提升



注：数据取自绝味、周黑鸭、煌上煌，假设绝味渠道毛利率40%，煌上煌渠道毛利率37%，煌上煌剔除米制品业务

资料来源：公司公告，平安证券研究所

行业未来3年增长动力展望：

1) 门店：仍处跑马圈地时代，10%展店增速仍可期待

从华中走向全国，异地扩张仍有空间。湖南、湖北、江西辣味三省分别诞生绝味、周黑鸭、煌上煌3家行业领跑者，龙头的锐意开拓推动休闲卤制品逐渐走向全国。目前，龙头均以华中、华东为主

要市场，逐步拓展其他区域，其中绝味已经形成覆盖全国的门店网络。我们认为卤制品不仅仅是地方特产，口味接受度高、体积小、直接食用等休闲属性使得品类具备全国化基础，而绝味在西南、西北、华南、华北等地能获得较好单店收入说明当地消费者对卤制品的接受度较高，随着消费者逐渐得到培育，门店异地展店或可加速推进。

我们用 GDP/门店数、城镇人口/门店数两个指标分析，认为 GDP/门店数在 50-60 亿以内、城镇人口/门店数在 5 万人以内保守认定为成熟水平，虽然绝味是渠道覆盖面最广的卤制品龙头，但 16 年也仅有江西、上海、重庆、陕西、天津符合标准，河南、湖南、辽宁、广西、内蒙古、云南、贵州、福建接近成熟，其他覆盖省市均有 0.5-3 倍提升空间，另外仍有 10 个省尚未有门店布局，即使保守估算下潜在门店总量也高达 1.5-1.6 万家。作为行业龙头的绝味仍有较大扩张潜力，这说明休闲卤制品全国范围内仍有广阔市场可以培育。

图表6 卤制品企业大陆收入贡献主要来自华中、华东市场

	绝味	周黑鸭	煌上煌
华东	26.69%	13.0%	26%
华中	27.05%	61.9%	51%
西南	15.11%	1.8%	-
华南	16.85%	13.5%	20%
华北	13.25%	9.7%	3%
西北	1.04%	-	1%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 卤制品龙头绝味在诸多区域门店密度仍有较大提升空间

区域	绝味门店数(家)	GDP(亿元)	城镇人口(万人)	GDP/门店数	城镇人口/门店数
广东	797	80,855	7,611	101.45	9.55
河南	553	40,472	4,623	73.19	8.36
江西	531	18,499	2,438	34.84	4.59
上海	489	28,179	2,127	57.63	4.35
湖南	481	31,551	3,599	65.60	7.48
江苏	453	77,388	5,417	170.84	11.96
重庆	433	17,741	1,908	40.97	4.41
辽宁	424	22,247	2,949	52.47	6.96
陕西	418	19,400	2,110	46.41	5.05
山东	415	68,024	5,871	163.91	14.15
福建	341	28,811	2,464	84.49	7.23
天津	323	17,885	1,295	55.37	4.01
四川	306	32,935	4,066	107.63	13.29
浙江	296	47,251	3,745	159.63	12.65
广西	249	18,318	2,326	73.56	9.34
内蒙古	247	18,128	1,542	73.39	6.24
云南	225	14,788	2,148	65.73	9.55
贵州	224	11,777	1,570	52.57	7.01
安徽	215	24,408	3,221	113.52	14.98
北京	193	25,669	1,880	133.00	9.74
湖北	145	32,665	3,419	225.28	23.58
河北	-	32,070	3,983	-	-

区域	绝味门店数(家)	GDP(亿元)	城镇人口(万人)	GDP/门店数	城镇人口/门店数
山西	-	13,050	2,070	-	-
吉林	-	14,777	1,530	-	-
黑龙江	-	15,386	2,249	-	-
海南	-	4,053	521	-	-
西藏	-	1,151	98	-	-
甘肃	-	7,200	1,166	-	-
青海	-	2,572	306	-	-
宁夏	-	3,169	380	-	-
新疆	-	9,650	1,159	-	-

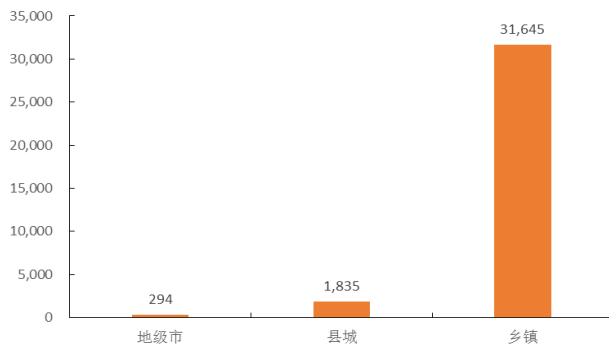
注：门店数据截至日期为2016年9月底，GDP、城镇人口均为2016年数据

资料来源：公司公告，平安证券研究所

消费升级或推动渠道缓慢下沉乡镇，交通枢纽仍具渠道扩张潜力。休闲卤制品作为高端化的零食品类，消费人群多集中在一、二、三线城市，但随着消费升级，四、五线城市及乡镇区域正呈现爆发增长。目前，休闲卤制品企业渠道下沉逐渐至县一级，但覆盖面仍然偏低，而乡镇基本是空白市场，中国1800多个县城及3万多乡镇，或足以支撑行业一倍以上的扩容空间。

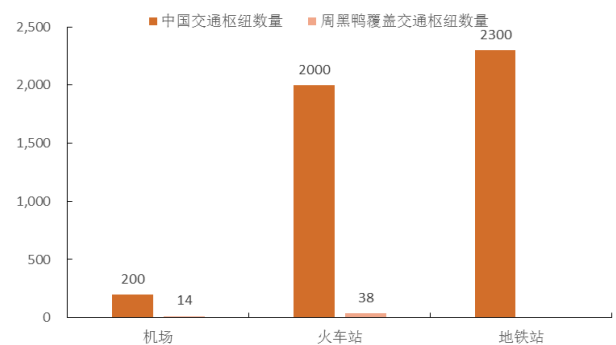
交通枢纽门店人流量大但租金高昂，早期并无卤制品企业进入。周黑鸭是国内最早开拓交通枢纽网点的卤制品企业，不断试错下发现了这具备成长潜力的新蓝海市场，此后绝味、煌上煌等竞争者逐步跟进。周黑鸭作为开拓交通枢纽店的先驱者，在全国200多个机场中仅进入14个，在全国2000多个火车站中仅布点38个火车站，地铁站网点较全国广阔地铁城市覆盖面也明显偏少，或说明行业对交通枢纽网点的渗透率仍然明显偏低。得到验证的市场空间和远远偏低的渗透率，说明交通枢纽有望成为行业的重要发展驱动力。

图表8 乡镇市场具备较大开拓潜力



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表9 先驱者周黑鸭交通枢纽渗透率仍然偏低



注：周黑鸭地铁站门店数据缺失

资料来源：百度，公司公告，平安证券研究所

综合来看，行业渗透率提升空间依然广阔，原有渠道社区店扩张仍有0.5倍以上潜在空间，乡镇渠道下沉持续释放万店新增量，而高势能渠道也有千店以上的展店空间。从龙头企业的经营计划看，未来开店意愿依然强烈，绝味计划每年新增600-1200家门店，煌上煌计划每年门店新增300家左右，周黑鸭继续保持新增200家以上门店的展店速度，行业10%的门店数增速有望延续。

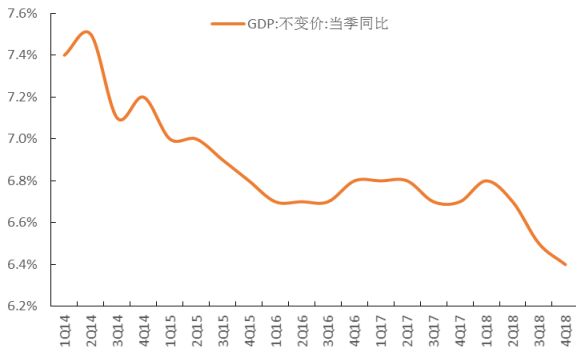
2) 均价：经济低迷导致价格敏感度提升，量价权衡矛盾渐凸显

卤制品作为休闲食品，与必需食品相比具有单价高、频次低的特点，具备一定可选消费属性。分析过去4年绝味单店销量及产品均价变化，15年国内经济较低迷，绝味提升产品均价6%，造成单店销量7%的下滑；17年经济环境有所好转，绝味门店实现量价齐升，单店销量、产品均价分别提升

2%、4%；18年宏观经济景气度回落，1-3Q18我们估算绝味产品均价同比提升10%(1-3Q18产品均价较17年全年提升7.2%，草根调研绝味17年10月提价10%，考虑提价时点影响对报表均价的影响，估计公司整体提价幅度为10%)，单店销量同比-8%，这或说明卤制品提价难度与消费大环境关联度高，消费低迷时消费者价格敏感性提升，提价会对销量造成较大负面影响。

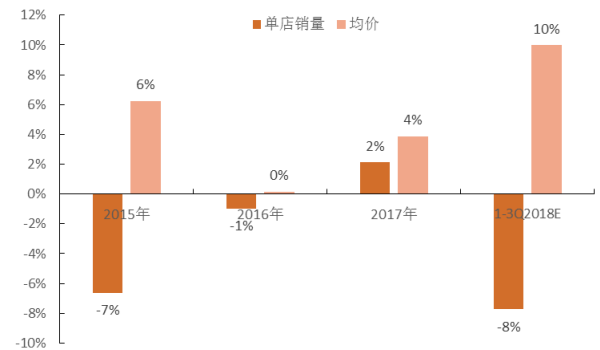
展望未来，政府工作报告披露19年中国GDP增速目标为6.0%-6.5%，较18年6.6%的增速有所回落，或说明未来1-2年消费环境或跟随宏观经济处于较低迷的状态，均价提升带来的收入贡献或较为微弱。

图表10 宏观经济2018年进入下行通道



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 绝味历年单店销量和均价变化

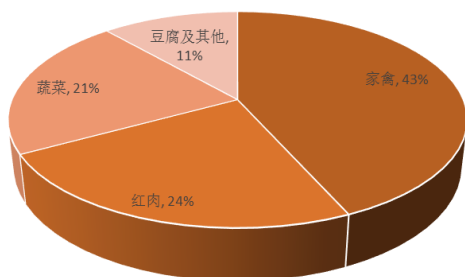


资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

3) 单店销量: 品类叠加具广阔潜力, 低个位数增长可期待

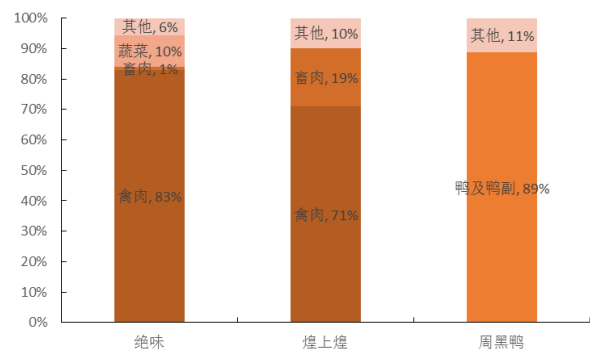
挖掘网点网络价值, 品类多元化提升店效。当前看, 卤制品龙头的产品结构仍集中于禽类, 绝味、周黑鸭、煌上煌禽类产品占比均在70%以上, 远高于行业禽类43%的比重, 畜肉、蔬菜、豆制品等其他品类占比则仍然偏低, 产品结构存在较大优化空间。此外, 休闲卤制品深入社区的门店所织起的密网极具商业价值, 相较于便利店、无人值守货架、连锁餐饮, 其更具有规模效应和家庭餐桌的针对性, 具有成为社区鲜货平台的潜力, 未来或将会有越来越多的品类, 如酱牛肉、小龙虾、海产、凉菜等通过这张密网实现“进厨房、上餐桌”。从龙头绝味的产品结构来看, 5大鸭副品类的销售额占比从15年66.1%逐年下降至18年1-9月的59.1%, 说明品类多元化正持续推进。考虑现有产品结构优化空间及跨界多元化潜力, 单店销量仍有较大的提升潜力, 未来3年在产品均价基本稳定情况下, 预计每年实现低个位数增长。

图表12 休闲卤制品零售额产品分类



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

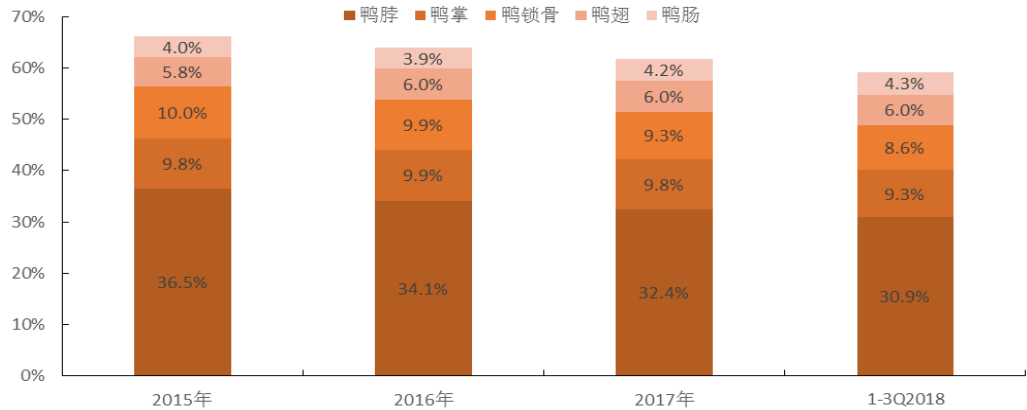
图表13 卤制品龙头收入贡献主要来源于禽肉



注: 周黑鸭采自2016年数据, 煌上煌剔除米制品业务

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表14 绝味五大品类占比逐年下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 鸭副价格有望保持稳定，成本压力无需过度担忧

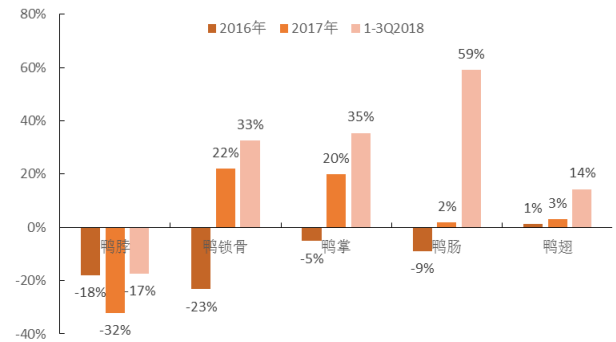
受行业低迷、环保趋严影响，肉鸭产能去化明显，鸭副价格18年出现大幅上涨。现阶段，卤制品主要原材料为鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠等鸭副产品，受前期养殖行业亏损严重及环保督查影响，肉鸭产能去化明显，根据我国白羽肉鸭协会统计，2018年白羽肉鸭出栏量预计降至20-25亿羽，较17年29亿羽出栏量明显减少。肉鸭出栏减少导致鸭副供给量相应降低，鸭副价格18年继续呈现上涨态势，价格回到过去9年的最高位水平。绝味作为国内最大鸭副采购商，多数主力品类1-3Q18库存采购价同比有明显上涨，如鸭肠、鸭掌、鸭锁骨、鸭翅分别涨59%、35%、33%、14%，仅鸭脖受渠道竞争减小影响而下跌17%。

图表15 2018年鸭副价格处于历史高位



资料来源：水禽，平安证券研究所

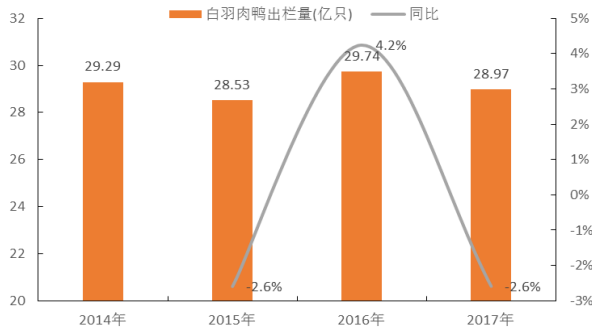
图表16 绝味部分主力品类采购价同比变化



资料来源：公司公告，平安证券研究所

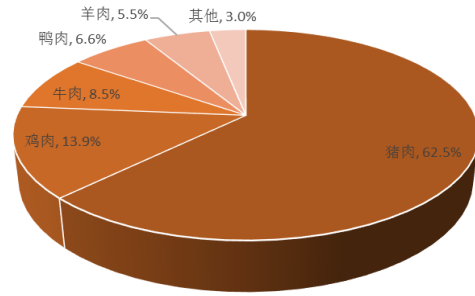
肉鸭供给或逐步恢复，中期鸭副价格有望保持稳定。鸭副是肉鸭屠宰过程附带生产非主要产品，需求主要来源于卤制品行业，日常餐饮消费需求较少，而鸭副供给主要取决于肉鸭出栏量。鸭肉是中国第四大肉类来源，占17年肉类总产量的7%，消费人群与鸡肉基本相同。随着非洲猪瘟对国内生猪供给造成巨大的负面影响，未来消费者为满足动物蛋白摄入量有可能将猪肉消费部分转移至具有可替代性强的鸡肉和鸭肉，鸭肉价格上涨有望带动养殖户扩栏，2H18鸭苗价格大涨或说明行业扩产意愿提升，未来更充裕的鸭副供给或满足卤制品持续增长的需求，鸭副价格有望保持稳定或稳中有降。

图表17 历年白羽肉鸭出栏量变化



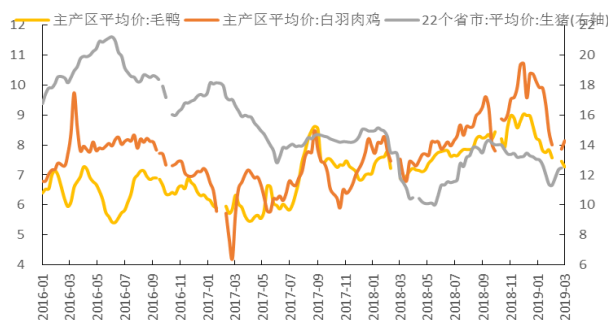
资料来源：中国畜牧业协会，平安证券研究所

图表18 2017年中国肉类产量构成



资料来源：国家统计局，中国畜牧业协会，平安证券研究所

图表19 非洲猪瘟后猪鸡鸭价格联动向上



资料来源：Wind，平安证券研究所

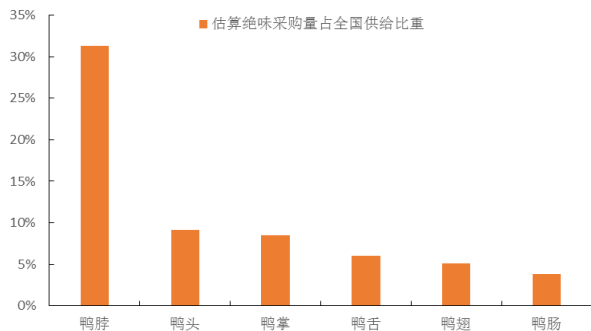
图表20 2H18 鸭苗价格继续上涨



资料来源：Wind，平安证券研究所

强议价能力、库存周期、产品调整，有望化解短期部分成本压力。因用途较为有限，鸭副需求方高度集中，如保守估算绝味收购量占全国鸭脖供给的30%以上，下游龙头具有相对更强的议价能力或使得短期价格波动或更为平稳。同时，卤制品企业为预防供给和价格剧烈波动，均有库存储备，绝味、煌上煌、周黑鸭等龙头企业库存周期均在3-6个月左右，这有利于企业选择短期价格波动中的合适时点进行采购，降低整体采购费用。此外，原材料价格涨幅多有差异，如18年鸭脖价格在整体上涨氛围中逆势下跌，企业相应进行产品结构调整，力推原材料涨幅较低的品类销售也有望化解部分成本压力。

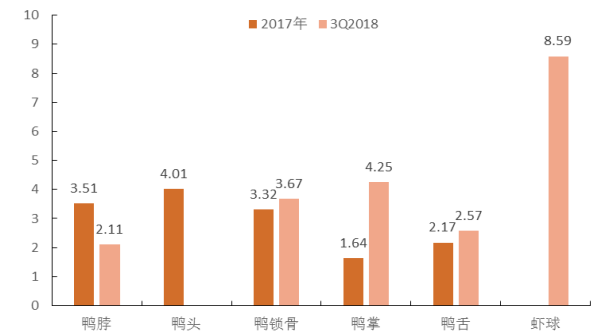
图表21 估算绝味采购量占全国供给比重(2017)



注：假设肉鸭最终全部分割成各类产品的情形下

资料来源：平安证券研究所

图表22 绝味原材料库存量可满足生产的月数



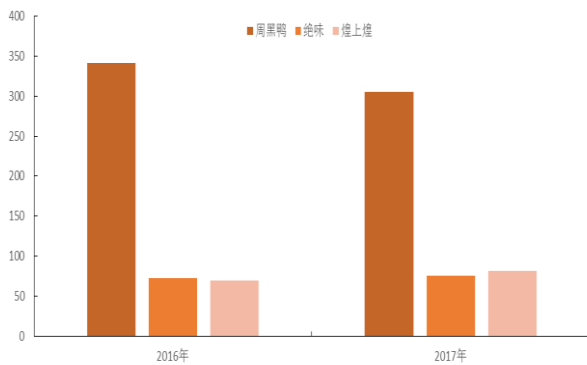
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 绝味 VS 周黑鸭， 两条差异化发展路径

2.1 专注大众 VS 聚焦高端

绝味、周黑鸭等卤制品企业均是以 18-35 岁的年轻女性作为目标人群，但细分下二者也有明显差异。绝味更倾向满足大众群体的需求，而周黑鸭则偏向中高端消费群体。因客户人群差异，两者在店面选址及终端售价上存在较大差异。绝味深耕社区，贴近消费群体，门店以学校和社区街边店为主，产品以散装为主；周黑鸭聚焦高势能渠道，门店多是集中在核心商圈、交通枢纽等人流量大的地段，MAP 产品完全取代散装，因此周黑鸭单店产出约是绝味 4 倍。在终端价格上，周黑鸭平均售价约为 8.3 万元/吨，远高于绝味 6 万元/吨的水平，同等品类绝味售价约是周黑鸭 60%-80%。

图表23 周黑鸭单店收入约是绝味 4 倍(2017)



注：假设绝味渠道毛利率 40%，煌上煌渠道毛利率 37%，煌上煌剔除米制品业务

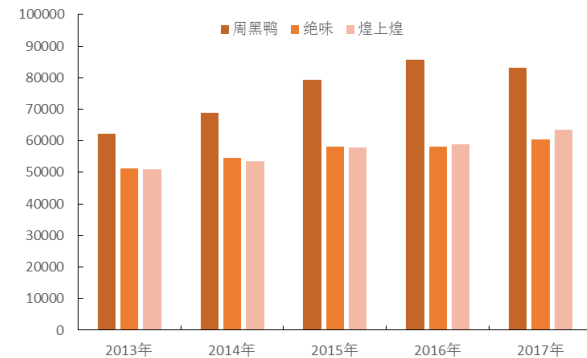
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 周黑鸭以 MAP 包装为主，绝味以散装为主



资料来源：互联网，平安证券研究所

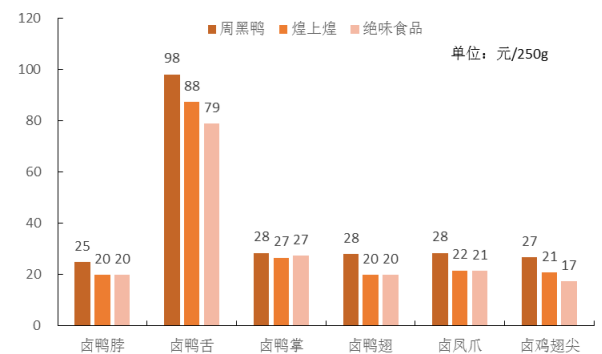
图表25 周黑鸭终端吨价远高于绝味



注：假设绝味渠道毛利率 40%，煌上煌渠道毛利率 37%，煌上煌剔除米制品业务

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 绝味&煌上煌同售价约是周黑鸭 60%-80%



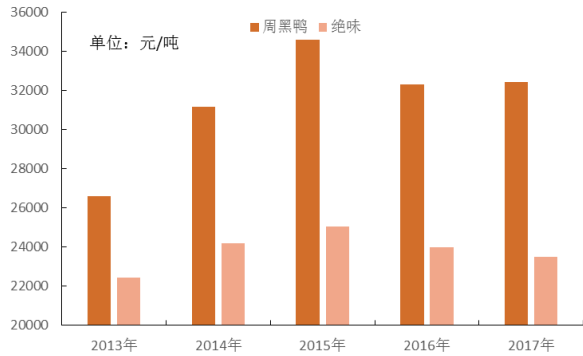
资料来源：草根调研，平安证券研究所

2.2 规模效应 VS 品牌溢价

绝味赚规模的钱。绝味专注大众消费，产品低价亲民，赚取的利润更多来自走量的规模效应。绝味年规模原材料采购规模在 20 亿元以上，是鸭副产物全球最大采购商，凭借强大的议价能力，绝味鸭副采购成本远低于竞争对手。从产品吨成本来看，近年绝味吨成本一直在周黑鸭 70%-80%之间，若

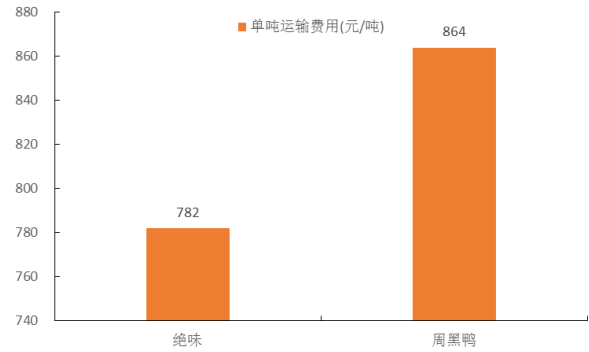
尽量排除产品结构造成的差异，采取绝味禽类吨成本与周黑鸭鸭类吨成本对比，绝味禽类吨成本约是周黑鸭 82%，巨大价差虽难排除可能存在的产品工艺、原料品质的影响，但也侧面说明绝味具有更强的采购规模效应。此外，绝味供应链效率也因更庞大的销量、更密集的门店网络而高于同业，以单吨运输费用为例，15 年绝味吨运输费用为 782 元/吨，而周黑鸭则高达 864 元/吨。

图表27 绝味吨成本相当于周黑鸭的 70%-80%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

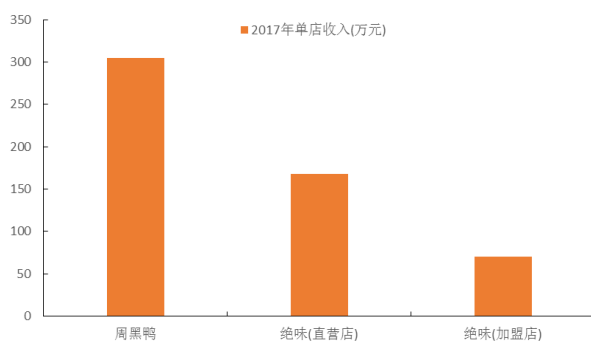
图表28 绝味单吨运输费用低于周黑鸭(2015)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

周黑鸭赚品牌的钱。周黑鸭的口号是“会娱乐，更快乐”，投入大量资源塑造品牌形象，如与年轻人聚集的时尚品牌合作、与娱乐明星频繁互动、推出微电影及冠名演唱会等，使得品牌变得更年轻时尚，迎合年轻消费群体的喜好。百度指数显示，周黑鸭具有行业最高的品牌关注度，近 90 天绝味关注度约是周黑鸭 71%，煌上煌关注度约是周黑鸭 74%。考虑绝味约 40%直营门店为机场、高铁店，其他直营门店也多位于具有广告效应的核心商圈、火车站、地铁等人流量密集区域，而绝味直营店分布结构和周黑鸭相似度高，故具有较强对比意义；2017 年周黑鸭单店收入约是绝味直营门店的 1.8 倍，说明周黑鸭门店高收入很大部分来自品牌力加持。

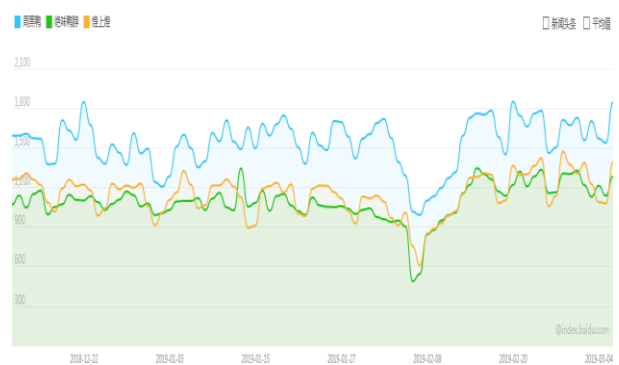
图表29 周黑鸭单店收入约是绝味直营店 1.8 倍



注：假设绝味加盟店毛利率 40%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表30 百度搜索指数显示周黑鸭关注度最高



资料来源：百度，平安证券研究所

2.3 定位不同导致商业模式差异，寻找各自的最优解

行业内加盟、直营两种模式并存，直营模式下门店所有权和经营权集中统一于总部，各直营连锁店实行标准化经营管理，加盟模式下门店由加盟商投资，加盟商具备较大自主权。周黑鸭聚焦高端，品牌驱动发展，为维护时尚化品牌形象，严格掌控产品质量，提升消费者整体体验感，须采取更有利于培育品牌的直营模式发展。绝味专注大众消费市场，渠道驱动发展，为获得更强的规模效应，

采取加盟模式，仅保留可低成本快速复制的核心环节，借助经营杠杆快速跑马圈地无疑是最优选择。

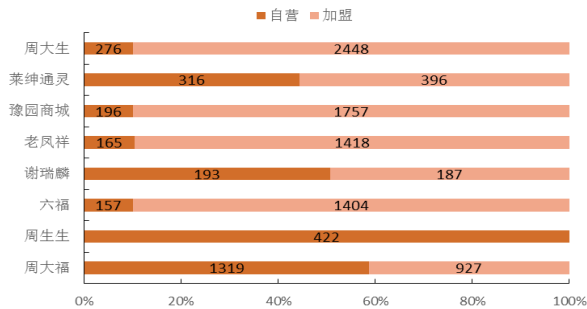
我们认为休闲卤制品行业和黄金珠宝行业有相似之处，两个行业产品标准化程度均较高，且产品属性强于服务属性，黄金珠宝企业对商业模式的选择对卤制品行业具有借鉴意义。欧美奢侈珠宝品牌基本实现全直营，周大福、周生生、谢瑞麟等中高端珠宝品牌采取直营为主的模式，六福、老凤祥、豫园商城等中低端珠宝品牌以加盟为主。产品定位差异导致模式差异，高端偏重直营，低端偏重加盟，两种模式并无高下优劣之分，各自在更适合的细分市场获得成功。

图表31 直营模式和加盟模式的区别

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：公司公告，平安证券研究所

图表32 珠宝企业高端偏直营，低端偏加盟(2017)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表33 珠宝企业定位不同导致商业模式不同

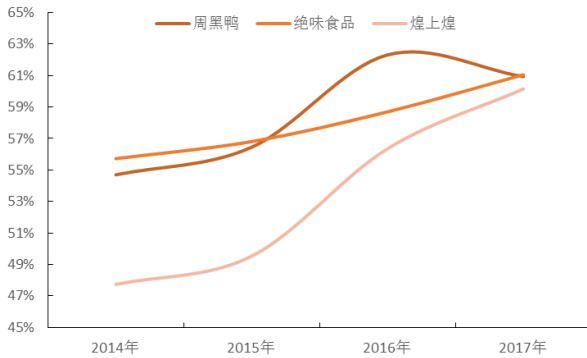


资料来源：平安证券研究所

2.4 两种模式均具较强盈利性，直营理论上业绩波动性较小

绝味、周黑鸭全渠道利润率基本相当，两种模式均具较强盈利性。市场认为走高端路线的周黑鸭会较走中低端路线的绝味具有更高的全产业链利润空间，但我们发现，若将绝味加盟店毛利、净利算入全产业链中，两者盈利能力相差无几，说明两种模式均具备较强的盈利能力，绝味仅是在加工和零售环节合理分配了利润。从毛利率来看，17年周黑鸭毛利率为61%，绝味毛利率35%，若将绝味加盟店40%的毛利空间算入，绝味全产业链毛利率61%，与周黑鸭基本相当。从净利率来看，17年周黑鸭净利率23.4%，绝味净利率12.9%，假设绝味加盟店具备15%的净利率，折合绝味全产业链净利率22.7%，仅略低于周黑鸭水平。

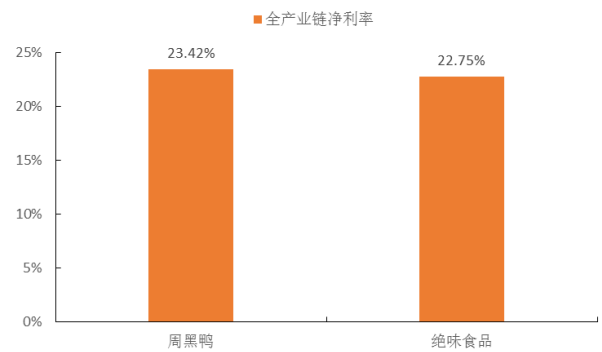
图表34 绝味全产业链毛利率与周黑鸭相当



注：假设绝味加盟店毛利率40%，煌上煌加盟店毛利率37%，煌上煌剔除米制品业务

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 绝味全产业链净利率略低于周黑鸭(2017)



注：假设绝味加盟店净利率15%

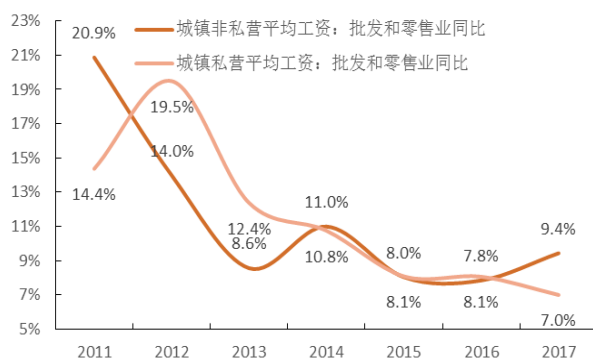
资料来源：公司公告，平安证券研究所

理论上直营业绩稳定性更强，加盟业绩波动性更明显。直营模式下，企业负责生产加工和门店销售两个环节，而加盟模式下企业仅主要负责生产加工环节，加盟企业为维持渠道体系稳定性，无论外部环境如何变化，均必须分享足够的利润空间给与加盟店。因此，直营模式有门店环节利润贡献，价值链条相对较长，业绩波动性较小，而加盟模式若遭遇原材料价格上涨或门店租金、人工成本上涨，企业均要对加盟店做出一定妥协，如承担大部分原材料成本压力或让利渠道，理论上业绩波动性相对更明显。

1) 加盟模式对原材料价格变化更敏感。周黑鸭、绝味招股说明书披露，15年绝味、周黑鸭直接材料占收入比重分别为59%、38%。从成本角度分析，加盟模式对原材料价格的敏感性会明显强于直营模式，若鸭副价格持续上涨，直营模式的公司业绩稳定性或更强。

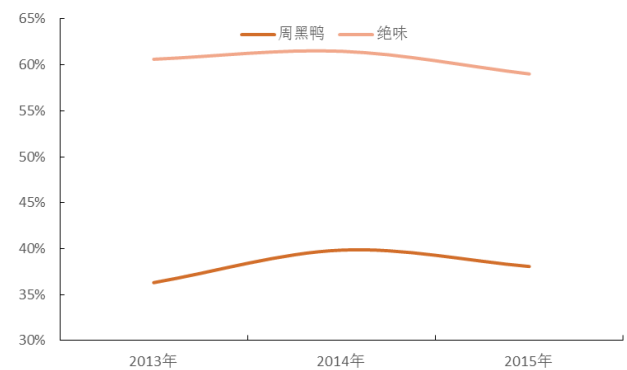
2) 加盟模式需持续关注渠道盈利。从单店看，门店收入来自产品的销售情况，支出主要在于租金、人工、水电等刚性费用，门店盈利取决于单店收入增长和费用的变化。企业为保证整个加盟体系的稳定性，必须时刻关注渠道盈利能力水平，若单店收入增长放缓或租金、人工等费用过快上涨，企业往往需要向渠道让渡更多利益，从而让自身业绩面临更大的波动。

图表36 社会人工成本保持低位增长



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 绝味直接材料占收入比重远高于周黑鸭

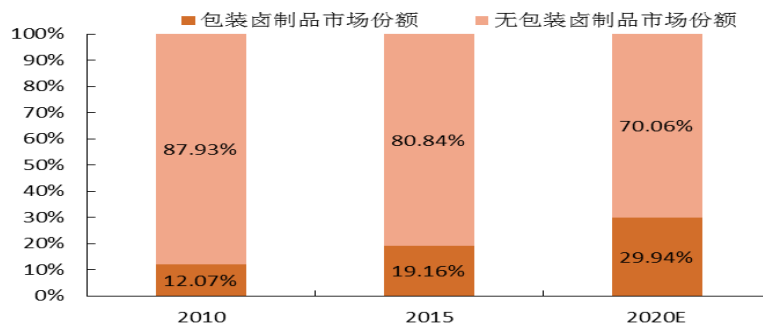


资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.5 大众渠道市场天花板更高，加盟模式利于渠道下沉

大众渠道容量约为高势能渠道 4 倍，绝味潜在市场更广阔。我们认为可以用包装卤制品和无包装卤制品分别代表高势能渠道和大众渠道市场，高势能门店处于人流密集区，对店面形象和产品包装要求高，基本采用 MAP 包装，大众渠道要求更灵活的称量方式及性价比高的价格，绝大多数采用散装销售。以 Frost & Sullivan 的数据来看，2015 年包装卤制品市场份额仅占 19.2%，无包装卤制品市场份额 81%，或说明大众渠道容量在高势能渠道容量 4 倍以上，虽然高势能渠道单店收入高，但可选择的店址较局限，周黑鸭发展天花板或较绝味相对偏低。

图表38 包装休闲卤制品份额逐步提升

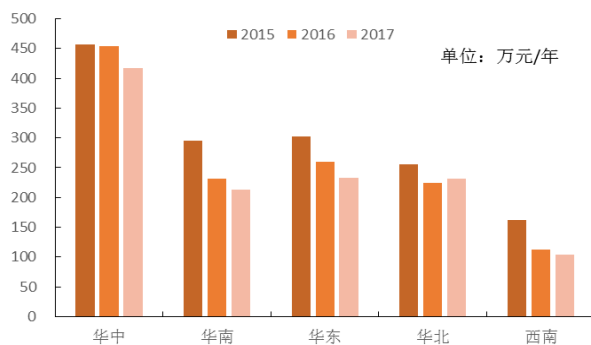


资料来源：Frost & Sullivan，平安证券研究所

加盟模式降低扩张难度，高性价比产品定位更利于渠道下沉。周黑鸭靠直营/品牌驱动发展，企业已经形成一套成熟、完整的标准化管理体系，随着渠道逐步向新区域扩张或下沉三四线城市，直营模式在开店效率、人才培养、产品结构、定价和管理模式的灵活性和推动力不如加盟模式，且新市场品牌壁垒的形成是一个漫长的过程，品牌下沉需要更久的时间，因此周黑鸭经营优势随区域扩张而有所弱化。绝味为代表的加盟模式正好相反，进入门槛较低且可充分借助加盟商当地资源进行渠道拓展，大众定位的产品具有更广阔市场，门店选址的难度也有所下降，经营具备较好灵活性，适合跑马圈地。

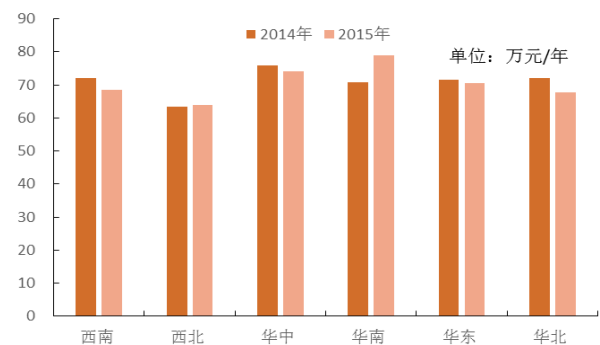
从周黑鸭、绝味各区域单店收入来看，周黑鸭在华中传统区域一枝独秀，华南、华东、华北及西南等区域单店收入均未达到华中 60%的水平，说明周黑鸭品牌力尚未实现全国化，异地门店需要更久的培育期；绝味在全国各区域单店收入较为均衡，说明以产品性价比为核心的加盟模式渠道扩张遇到的阻力更小。

图表39 周黑鸭各区域单店收入差异大



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表40 绝味各区域单店收入较均衡



注：假设绝味加盟店毛利率假设为 40%

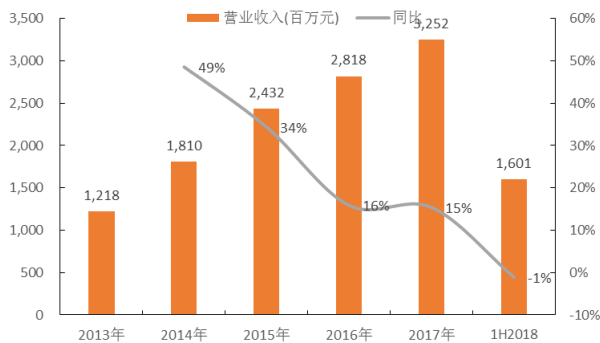
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、周黑鸭遭遇成长烦恼，绝味内生外延齐发力

3.1 周黑鸭：竞争加剧冲击短期业绩，期待逐渐走出阵痛期

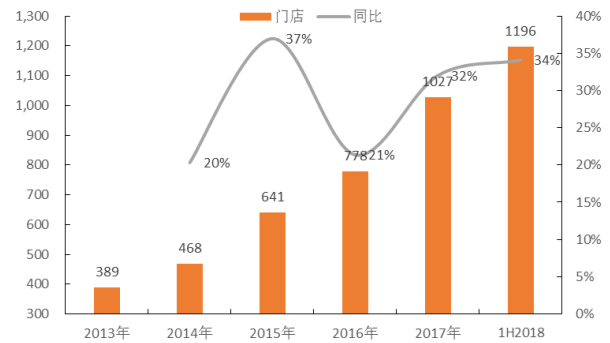
保持高强度开店步伐，快速布局全国市场。近4年，周黑鸭持续快速展店，门店总数从13年389家迅速提升至2018年6月1196家，预计19年周黑鸭仍会延续快速展店步伐，全年净开门店或200家以上。在门店数增长的推动下，周黑鸭营收规模从13年12.18亿元提升至17年32.52亿元，复合增速28%。从拓展区域来看，公司加速布局空白市场，华东、华北成为重要拓展方向。

图表41 周黑鸭营收规模快速提升



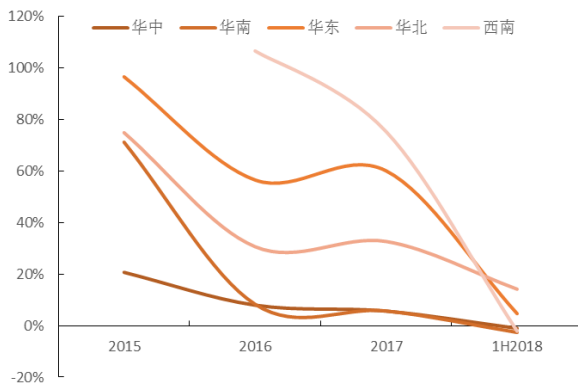
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 周黑鸭保持快速展店速度



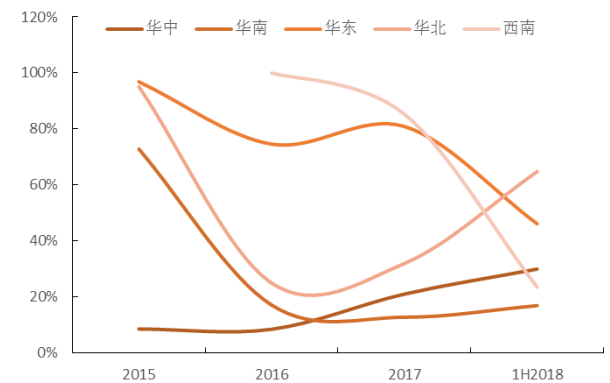
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表43 1H18 所有区域收入增长均大幅放缓



资料来源：公司公告，平安证券研究所

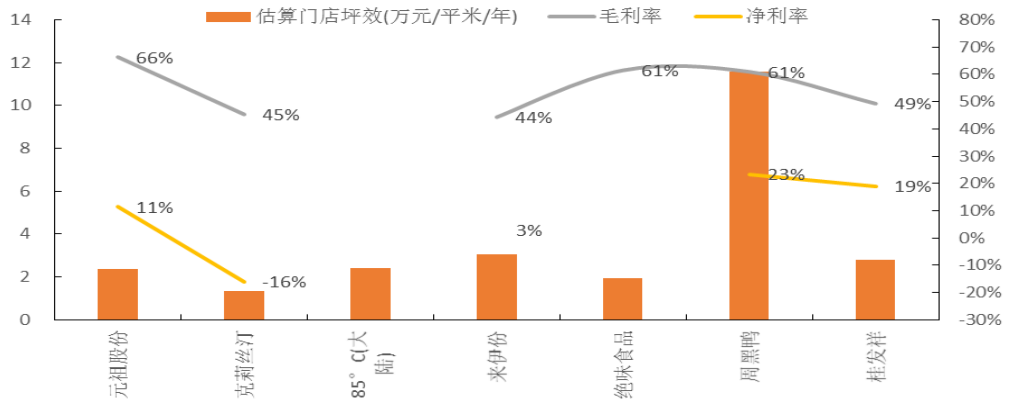
图表44 华北、华东门店增速持续高位



资料来源：公司公告，平安证券研究所

高势能门店竞争日趋激烈，同店收入承受下滑压力。周黑鸭是行业开拓高势能门店的先行者，并在相当长的时间内独享蓝海市场红利。周黑鸭门店坪效是元祖、来伊份、克莉丝汀等其他休闲食品门店的3-9倍，在较刚性租金、人工、水电费用的背景下，周黑鸭获得了远高于其他直营连锁店的净利率水平。随着周黑鸭持续快速展店，高定价策略下门店选址难度提升，更为重要的是竞争对手逐渐察觉到高势能渠道的潜力，绝味、煌上煌均加大力度布局高势能渠道，使得高势能渠道竞争正加剧。竞争对手大规模进入分享高势能渠道的客流，导致周黑鸭同店增速已呈下滑趋势，14-16年分别为25.5%、11.8%、0.7%，17-18年或均为负增长。分析客流来看，1H18客单价提升6%，而收入下滑1%，或说明忠诚度较低的消费者已转向竞争对手，客户结构向忠诚度较高的高客单价人群集中。

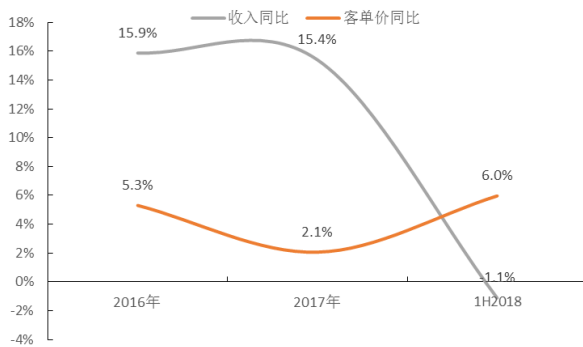
图表45 估算周黑鸭门店坪效远高于其他休闲食品门店



注：绝味加盟店毛利率假设为40%，换算出从生产到门店整体毛利率61%

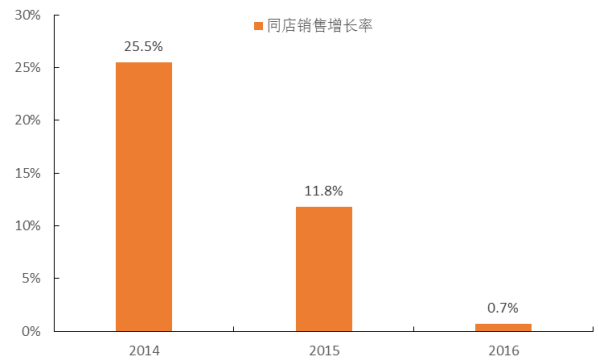
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表46 1H18 周黑鸭收入增速低于客单价增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表47 周黑鸭同店销售增速持续滑坡



资料来源：公司公告，平安证券研究所

品牌粘性铸就护城河，经历阵痛后有望再次前行。虽然高势能渠道竞争有所加剧，但周黑鸭并无定位中高端的强劲竞争对手威胁，细分渠道龙头地位仍然稳固。通过草根调研高铁站发现，或因站内消费者价格敏感性较低，各品牌店相同品类售价大致相同。从高势能门店角度分析，在大致同等价格水平下，周黑鸭单店收入远高于其他竞争对手，而单店承担的租金、水电、人工成本理论上相近，竞争加剧或使得区域内所有门店的平均收入均有下滑，但单店收入更低的竞争对手会承受更大的财务压力。

此外，周黑鸭正努力搭建会员体系，所有活动均针对会员，力图借助信息化、大数据得出消费者行为习惯，让会员的及时性消费需求得到满足，且会员投入从打折让利逐步调整为深度体验的方式，如建立社群、会员抽奖、参观工厂、海岛旅游等，以此传播周黑鸭生活理念，提升核心客户的粘性。截止17年底，周黑鸭会员数接近1000万人，销售占比30%。综上，高势能渠道市场红利边际递减或使竞争对手进入后逐渐无利可图，周黑鸭会员体系建设使得客户粘性逐渐强化，周黑鸭有望在阵痛结束后重新恢复增长。

图表48 周黑鸭会员体系得到精准客户画像，借此展开精准营销



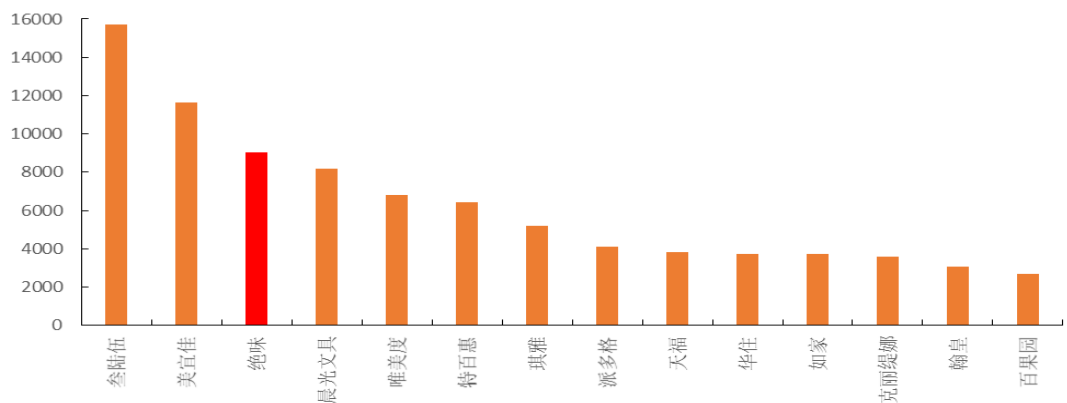
资料来源：公司公告，平安证券研究所

3.2 绝味：管理+规模铸就壁垒，美食生态圈拓展边界

加盟模式管理难度大，绝味优秀管理能力得到验证。加盟连锁的商业模式最大的弊端就是管控风险极大，加盟商大多更看重短期利益，加之加盟的门槛设置过低，加盟商群体很容易呈现鱼龙混杂的状态，最终导致无序竞争。因此，协调好加盟商与企业之间、加盟商之间的利益关系是加盟企业核心竞争力所在。绝味作为行业的后进者，05年才进入休闲卤制品行业，但最终实现对久久丫、煌上煌等前辈的弯道超车，依靠的就是管理层对加盟模式的深刻认识和强大把控能力，如行业内率先耗巨资引入SAP-ERP系统、率先采用冷链运输和冷柜保鲜、更开放的职业经理人系统、建立人才培养体系(绝味管理学院)、成立加盟商委员会强化沟通等。

从结果看，绝味近万家门店网络远远超过行业第二煌上煌近3000家的水平，且门店规模在整个特许加盟行业也是遥遥领先，仅次于便利店叁陆伍、美宜佳。绝味作为管理难度更高的鲜货平台，门店管理规模能接近便利店龙头，这说明绝味大规模门店管理能力得到充分验证，加盟店系统化管理水平已处于整个特许加盟行业顶尖水平，优秀的管理能力打造坚实护城河，足以支撑门店数量持续稳定增长。

图表49 绝味门店数在特许加盟行业中排名第三

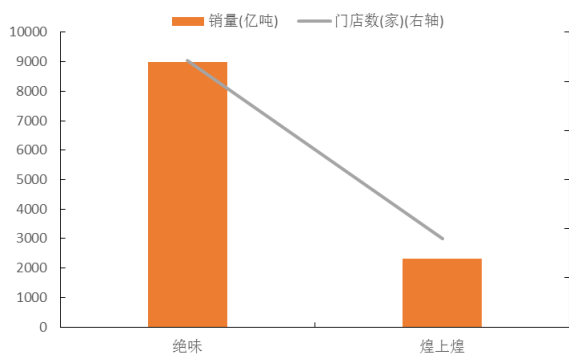


资料来源：公司公告，平安证券研究所

门店天花板仍高，优势格局利于盈利稳定。往未来看，公司原有渠道扩张保守估计仍有 6,000 家以上的空间，乡镇消费升级或使得卤制品在乡镇的需求逐步打开，假设 1/3 乡镇可养活 1 家门店，可提升 10,000 万上限，叠加 17 年开始逐步探索海外市场，或有 5,000 家开店潜力。综合看，我们认为绝味开店天花板仍然很高，原有渠道加密及乡镇下沉、海外开拓，未来 10 年内仍难遭遇扩张瓶颈。

在社区店渠道，绝味销量接近煌上煌 4 倍，且在全国范围内除煌上煌、久久丫、紫燕外再无上规模的竞争对手，已经奠定绝对龙头地位。在巨大的体量差距下，绝味凭借更强的采购议价能力、更高的运输效率、更有效的资产利用获得较竞争对手更大的利润空间，如 2017 年绝味净利率较煌上煌高 3 pcts，ROE 较煌上煌高 16 pcts。我们认为社区店渠道马太效应明显，绝味拥有遥遥领先的规模和远高于同业的盈利能力，竞争对手和业外资本难有动力挑战固化的竞争格局，绝味盈利能力有望长期维持较好水平。

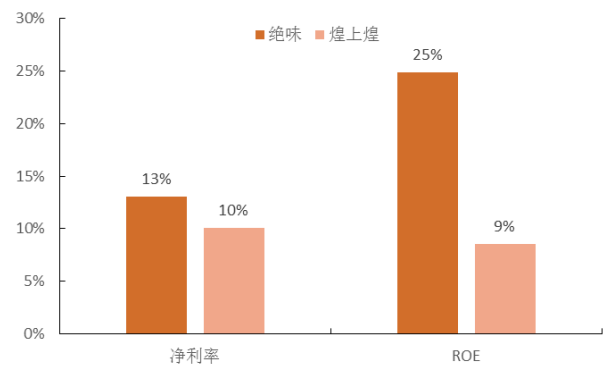
图表50 绝味销量远超社区店竞争对手



注：煌上煌销量剔除米制品业务

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表51 绝味盈利能力强于社区店竞争对手



资料来源：公司公告，平安证券研究所

“美食生态圈”储备新动能，释放优秀供应链价值。绝味秉承“致力打造一流的美食平台”的企业愿景，通过新项目孵化、投资并购等外延成长方式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。17 年公司全资子公司深圳网聚注册资本增至 8 亿元，并参与设立多个投资基金投向商业模式成型/品牌初步建立、具备快速复制条件、能够通过投资募资快速扩张的食品连锁及餐饮企业。我们认为公司具备“冷链生鲜，日配到店”的优秀供应链能力，及开发和管控渠道的能力，通过将自身优势嫁接投资企业，有望释放公司优秀供应链价值。

图表52 绝味重大股权投资(2017)

投资主体	被投资企业	投资金额(万元)	投资比例
绝味食品	内蒙古塞飞亚农业科技发展有限公司	16,800	28%
深圳网聚	武汉零点绿色食品股份有限公司	848	17%
深圳网聚	徐州市美鑫食品有限公司	600	12%
深圳网聚	江西阿南物流有限公司	900	20%
深圳网聚	武汉食和岛网络科技有限公司	100	4%
深圳网聚	深圳市幸福商城科技股份有限公司	1,500	4%
深圳网聚	江苏和府餐饮管理有限公司	4,200	18%
深圳网聚	北京靠谱筹信息技术有限公司	1,000	10%
深圳网聚	宁波番茄叁号股权投资合伙企业(有限合伙)	9,900	99%
深圳网聚	广州绝了股权投资基金合伙企业(有限合伙)	10,000	49%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、投资建议

休闲卤制品行业顺应零食升级浪潮，未来 3 年有望延续双位数增长势头，从门店扩张、单店销量及产品均价三维度具体分析，渗透率提升空间依然广阔&龙头扩张意愿强烈，10%展店增速仍可期待；经济低迷导致价格敏感度提升，提价难度逐渐凸显；品类叠加仍具广阔潜力，单店销量低个位数增长可期待。鸭副价格 18 年大幅上涨，但成本压力仍无需过度担忧，龙头强议价能力、库存周期、产品调整，有望化解短期部分成本压力，非洲猪瘟有望推动鸭价上涨，肉鸭供给或逐步恢复，更充裕的鸭副供给利于推动价格保持稳定。

行业份额高度集中，绝味、周黑鸭份额分别高达 43%、27%，均奠定龙头地位。绝味、周黑鸭商业模式存在明显差异，分别聚焦大众、中高端两类消费人群，分别选择发挥规模效应的加盟模式和提升品牌溢价的直营模式，在各自细分领域建立领先地位。两种模式均具较强盈利性，直营理论上因价值链条更长而业绩波动性较小。从扩张潜力看，大众渠道容量为高势能渠道 4 倍，且高性价比产品定位&加盟模式利于渠道下沉，绝味潜在成长空间更广阔。往后看，周黑鸭因高势能渠道超额红利吸引大量竞争者进入，短期同店增速持续下行，业绩承受压力，但品牌粘性铸就护城河，经历阵痛后有望再次前行；绝味优秀管理能力得到验证，开店天花板仍然很高，且在规模和盈利上与竞争对手拉开足够差距，长期成长性无需担忧，构建美食生态圈也有望塑造新利润增长点。

综上，卤制品行业景气度持续高位，竞争格局逐渐固化，寡头最大化占有行业成长红利，推荐潜在成长空间更广阔、规模效应明显、管理能力突出的社区店霸主绝味食品。

五、风险提示

1、宏观经济疲软的风险：

全国经济增速下滑，城乡居民收入增长或不及预期，导致消费端增速放缓。

2、重大食品安全事件的风险：

近年来，我国接连发生了诸如石蜡大米、甲醛啤酒、三聚氰胺超标奶粉、地沟油、苏丹红咸鸭蛋、瘦肉精猪肉等食品安全事故。消费者对食品安全问题尤为敏感，行业若发生重大食品安全事故，短期内消费者对品类信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间。

3、原料价格上涨风险：

鸭、鸡等禽畜类农产品是卤制品生产所需的主要原材料，近年来，由于受动物疫情或其他自然灾害、养殖成本、通货膨胀等因素的影响，原材料的价格出现了一定的波动。若原材料价格大幅上涨，或对行业整体经营业绩带来不利影响。

平安证券研究所投资评级:

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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他人。

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 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

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