

周黑鸭 (1458.HK)

卤鸭品牌龙头，商业模式领先

分析师： 欧亚菲 S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

核心观点：

● 公司是休闲卤制品行业的领先企业，2016 年 10 月 23 日门店数量 757 间，覆盖 12 省份 40 城市

周黑鸭主要从事休闲卤制品的生产、营销及零售业务。公司主要产品包括卤鸭及鸭副、卤制红肉、卤制蔬菜产品及其他卤制家禽，其中卤鸭及鸭副是其核心产品，过去 3 年约占营收 90% 左右。公司创始人夫妇持股约 58%，投资者中包括知名 PE 天图投资和 IDG。

● 消费升级及文化娱乐行业繁荣，推动休闲卤制品行业快速发展

根据 Frost & Sullivan 预计，中国休闲食品行业的零售额从 2010 年至 2015 年复合年化增长率 12.9%，预计 2020 年零售额达到 12,984 亿元人民币，较 2015 年将实现 12.0% 的年均复合增长。中国的休闲食品人均消费与美日等差距也很大。休闲卤制品是其中增速较快的品种，过去 5 年复合增速 17.6%。休闲卤制品行业搭上消费升级的东风，在最近二十年实现了自动化生产代替作坊式生产，包装产品正在快速从无包装产品中获取份额，渠道上也逐渐从传统市场到网上和连锁店过度，在这个过程中，行业集中度不断提升，品牌知名度成为了行业竞争重要的因素。另一方面，随着人均可支配收入提高和城市化不断推进以及文娱行业的发展，休闲卤制品的潜在市场正在增加。截至 2016 年 6 月 30 日止十二个月，休闲卤制品行业前十大参与者共计仅占 23.4% 的市场份额。周黑鸭收益占中国休闲卤制品行业的 6.8%，是收益第二的公司；同时，周黑鸭也是零售额第二的公司，约占整个行业零售额的 5.5%。作为龙头企业，周黑鸭将受益于行业集中度提升。

● 周黑鸭以强品牌+直营为主+全包装+安全性打造竞争优势，单店盈利能力强，整体市场空间较大

周黑鸭是市场上首家直营为主并全面销售包装产品的品牌领导者。公司在没有采用加盟制扩充门店数量的情况下卤鸭销售额为市场第一。公司的门店几乎全部为直营，1-2 个月收支平衡、2-6 个月收回前期投资，扩张优势极大。另外直营模式使得公司的盈利能力高于竞争对手，并且大幅降低了食品安全风险。公司在网上渠道相比竞争对手，销售额也要高很多。淘汰散装产品使得公司实现了所有产品可溯源并杜绝了终端销售过期产品并降低了产品在运输以及终端储存上的污染风险。目前竞争对手正试图模仿公司的全包装商业模式，但限于加盟模式无法迅速推广。

● 公司与竞争对手相比，单店盈利能力强，整体市场空间较大

公司的直营为主模式无需与加盟方分配利润，因此公司的毛利和净利润远高于竞争对手。在直营模式下，公司的选址和开店效率也更有优势。公司的品牌优势和选址策略的单店优势体现在销量是竞争对手的二到四倍，坪效是竞争对手的 2 倍以上。公司的店面数量远低于竞争对手，且大部分集中在华中地区，目前只进入了 12 个省份 40 个城市，相比竞争对手的渠道覆盖仍有很大的扩张空间。

● 我们预测 16-18 年每股收益为 0.36 元、0.42 元、0.46 元，首次覆盖给予买入评级，目标价 9.53 港币

我们看好公司未来数年在渠道的扩张和单店的表现，2016、2017 和 2018 年的预测 EPS 分别为：0.3585 元、0.4237 元和 0.4625 元。由于周黑鸭 IPO 时未引入基石投资者，因此流动性上具有优势。综合考虑，首次覆盖给予其“买入评级”，目标价 9.53 港币，对应 2017 年预测 EPS20 倍，当前价格对应 2017 年约为 15 倍。

● 风险提示：山寨产品和门店对周黑鸭品牌的侵蚀；食品卫生问题对周黑鸭品牌的侵蚀；

目录索引

一、公司概况：休闲卤制品的领先企业.....	5
（一） 公司的股权较为集中，创始人夫妇占比约 58%	6
（二） 自营为主的渠道模式,并积极拓展线上渠道	7
二、休闲卤制品行业直接受益消费升级、仍将保持快速增长.....	8
（一） 休闲卤制品行业发展趋势和竞争格局.....	9
三、周黑鸭优势：强品牌+直营为主+全包装+安全性+空间大.....	13
（一） 首家全面销售包装休闲卤制品的公司，卤鸭品牌领导者	13
（二） 自营门店为主的渠道模式，并积极拓展线上渠道	13
（三） 食品安全优势-业界独家全包装可溯源	17
（四） 尚有大量地区渠道未开发	20
（五） 与同行相比，周黑鸭的单店表现优势显著	22
四、财务分析.....	25
（一） 销售收入：以鸭及鸭副产品为主	25
（二） 成本和开支：较为稳定.....	25
（三） 同店可比销售与单店销售额：保持增长态势	26
（四） 营运能力：较为稳定	27
（五） 现金流和重要财务比率.....	28
（六） 租售比	29
五、周黑鸭财务预测.....	31
（一） 销售收入	31
（二） 成本与毛利率	32
（三） 营业开支	32
（四） 资本性开支.....	33
（五） 利润表预测.....	34
六、周黑鸭估值与投资建议	36
（一） 可比公司相对估值.....	36
（二） DCF 模型绝对估值.....	37
（三） 投资建议	38
风险提示	39

图表索引

图 1：周黑鸭各类产品销售收入（人民币千元）	5
图 2：周黑鸭股权结构图	6
图 3：2015 年周黑鸭各渠道销售收入占比	7
图 4：周黑鸭网售渠道销售收益与占比（人民币）	7
图 5：中国休闲食品行业零售额（十亿元人民币）	8
图 6：中国与其他国家休闲食品人均消费对比（美元）	9
图 7：周黑鸭制作流程	9
图 8：传统卤制品销售	10
图 9：休闲卤制品销售	10
图 10：包装与非包装产品零售额（十亿元人民币）	10
图 11：品牌与非品牌产品零售额（十亿元人民币）	10
图 12：近年寻求上市或已上市的卤鸭企业	10
图 13：各休闲卤制品品类零售额（十亿元人民币）	11
图 14：各渠道零售额占比	12
图 15：消费者经常购买的鸭脖子品牌（多选）	13
图 16：周黑鸭与绝味门店数及各产品种类收入（人民币千元）	13
图 17：2015 年周黑鸭及主要竞争对手门店情况	14
图 18：周黑鸭门店	14
图 19：周黑鸭自营门店平均收益与资本开支（千元人民币）	15
图 20：绝味直营与加盟店部分单品毛利率比较	15
图 21：周黑鸭与竞争者天猫销售额比较（人民币元）	16
图 22：周黑鸭已覆盖中国各知名电商平台	17
图 23：购买鸭脖时主要考虑因素（多选）	18
图 24：周黑鸭真空包装	18
图 25：周黑鸭 MAP 锁鲜装	18
图 26：加盟散装产品与直营包装产品终端风险比较	19
图 27：周黑鸭门店区域分布	20
图 28：周黑鸭与绝味门店区域分布（2015 年度数据）	21
图 29：周黑鸭与绝味部分鸭及鸭副产品价格（人民币元/斤）	22
图 30：周黑鸭产品价格（人民币元/公斤）与销量（吨）	22
图 31：销售收入（人民币千元）	25
图 32：销售成本组成	26
图 33：经营开支组成	26
图 34：管理开支组成	26
图 35：2013—2014 年同店可比销售（百万元人民币）	27
图 36：2014—2015 年同店可比销售（百万元人民币）	27
图 37：2015H1—2016H1 同店可比销售（百万元人民币）	27
图 38：周黑鸭存货周转天数	28
图 39：贸易应收款及周转天数（人民币）	28

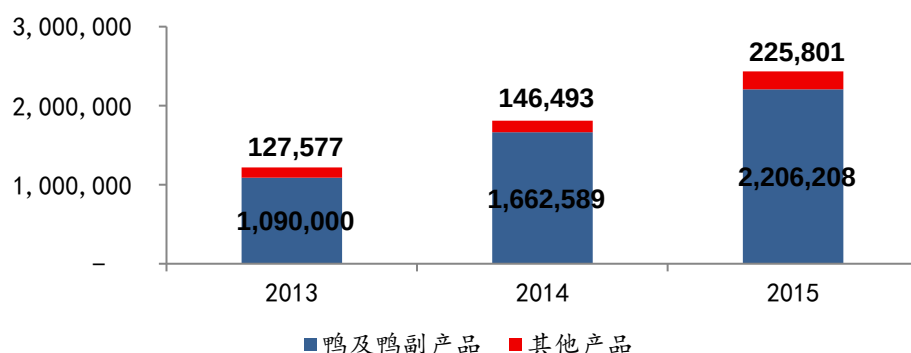
图 40: 贸易应付款及周转天数 (人民币)	28
图 41: 经营现金流及营运资本变动 (人民币千元)	29
图 42: 毛利率与净利率	29
图 43: ROA 与 ROE	29
图 44: 租金开支 (人民币百万元)、自营门店收益 (人民币百万元) 及租售比 ..	30

表 1: 截至 2016 年 6 月 30 止十二个月, 按总收益划分的前五大休闲卤制品企业	5
表 2: 按零售额划分的前五大休闲卤制品企业	6
表 3: 中国休闲食品各子行业市场规模 (十亿元人民币)	8
表 4: 中国休闲食品各渠道零售额 (十亿元人民币)	16
表 5: 散装与包装产品微生物指标	19
表 6: 近年散装休闲卤制品行业食品安全问题	20
表 7: 周黑鸭部分重要城市门店分布密度测算	20
表 8: 周黑鸭各区域销量情况 (人民币千元)	21
表 9: 周黑鸭与竞争者成本及费用对比 (2015 年度数据, 人民币)	22
表 10: 周黑鸭与竞争对手比较 (2015 年度数据, 人民币)	23
表 11: 周黑鸭与绝味单店比较 (2015 年度数据, 人民币)	24
表 12: 销售预测及关键假设 (人民币)	31
表 13: 成本构成及毛利率预测	32
表 14: 营业开支预测	33
表 15: 资本性开支预测 (人民币千元)	33
表 16: 利润表预测	34
表 17: 主要财务比率预测	34
表 18: 世界可比食品制造企业估值 (截至 2016 年 12 月 6 日)	36
表 19: 世界可比食品和药品零售企业估值 (截至 2016 年 12 月 6 日)	36
表 20: 周黑鸭 DCF 模型预测	37
表 21: 周黑鸭 DCF 模型预测关键假设	38

一、公司概况：休闲卤制品的领先企业

周黑鸭主要从事休闲卤制品的生产、营销及零售业务，自2002年在武汉开设第一家门店以来，截至2016年10月23日，在中国12个省份的40个城市共有757间自营门店。公司主要产品包括卤鸭及鸭副、卤制红肉、卤制蔬菜产品及其他卤制家禽，其中卤鸭及鸭副是其核心产品。2013至2015年间，卤鸭及鸭副的销售额占其总销售额的比例均维持在90%左右。

图1：周黑鸭各类产品销售收入（人民币千元）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

2014年，周黑鸭MAP产品完全取代散装产品。2015年公司推出固定重量MAP产品和颗粒真空产品。在保持产品味道的前提下，提高了产品的安全性、保存时间和可溯源性，对渠道的管控能力也大幅提高。截至2016年6月30日止六个月，周黑鸭是中国收益第二的休闲卤制品公司，约占整个行业总收益的6.8%；零售额第二高的休闲卤制品公司，约占整个行业零售额的5.5%。2015年，公司自营门店单店平均收益约为379.4万元人民币，始终处于行业领先地位。Frost & Sullivan的资料显示，休闲卤制品行业集中度仍处于较低水平，前十大参与者总收益共计仅占整个市场23.4%的份额，行业成长空间较大。

表 1：截至 2016 年 6 月 30 止十二个月，按总收益划分的前五大休闲卤制品企业

排名	名称	市场份额(截至 2016 年 6 月 30 日止 12 个月)	门店数	自营门店数
1	A	7.4%	7,200	128
2	周黑鸭	6.8%	734	716
3	B	3.4%	1,480	1,405
4	C	2.4%	2,560	180
5	D	1.4%	480	340

数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

表 2：按零售额划分的前五大休闲卤制品企业

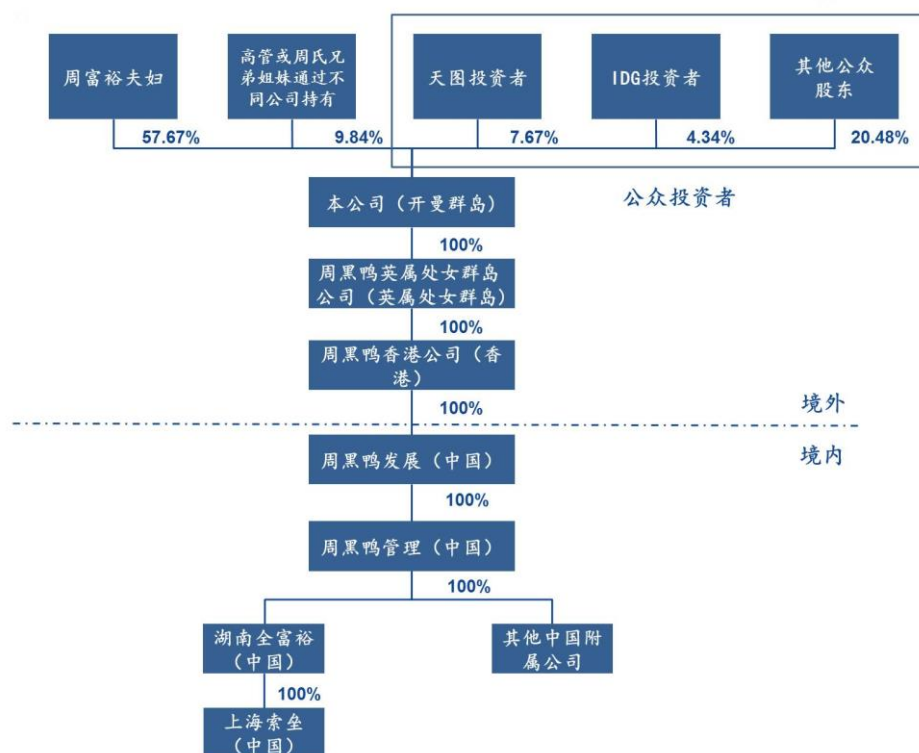
排名	名称	市场份额 (截至 2016 年 6 月 30 日止 12 个月)
1	A	8.9%
2	周黑鸭	5.5%
3	B	2.7%
4	C	2.6%
5	D	1.3%

数据来源：Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

（一） 公司的股权较为集中，创始人夫妇占比约 58%

2016 年 11 月 11 日周黑鸭完成了全球发售，并于 2016 年 11 月 25 日悉数行使超额配股权以补足国际发售中的超额分配。周黑鸭创始人周富裕及夫人拥有其 57.67% 的股权，天图投资者和 IDG 投资者分别拥有周黑鸭 7.67% 及 4.34% 的股权，公司的股权较为集中。

图 2：周黑鸭股权结构图



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

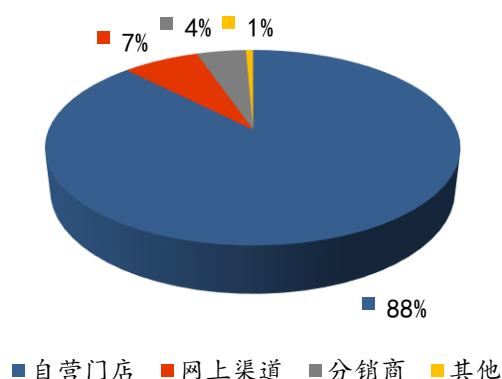
（二） 自营为主的渠道模式,并积极拓展线上渠道

周黑鸭主要通过自营门店、网络渠道、分销以及其他渠道（如售卖机等）进行产品的营销及销售，截至招股说明书披露期，其自营门店数达757家，合开设网店的商务平台达11个，分销商数量为8名。

周黑鸭的大部分产品皆通过自营门店进行销售，自营门店在2013年、2014年和2015年的销售收益分别占期间总收益的89.4%、87.9%及87.6%。其自营门店大多选在人流畅旺以及客户集中的地区，如交通枢纽、商业综合物业及购物中心等。周黑鸭对其所有自营门店网络实施高度控制，建立了一套完善的零售网络管理系统。在灵活及迅速地满足客户需求的同时，实现了自营门店的快速复制，其新开设的自营门店收支平衡期一般为1-2个月，投资回收期大约2-6个月。

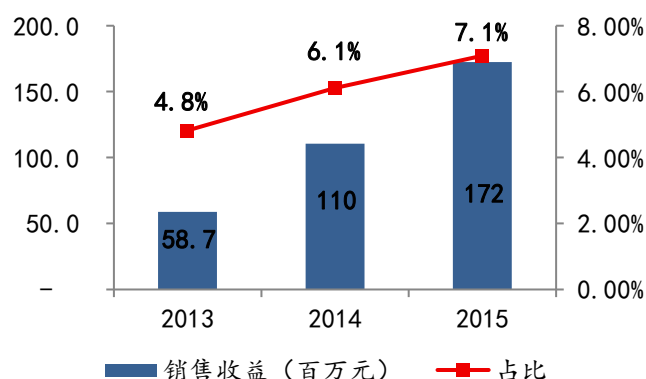
线上渠道销售打破了周黑鸭线下门店数量及设置条件等的限制，周黑鸭通过淘宝、京东、1号店等知名第三方电商平台和独立的微信微店实现的销售份额正在快速增长，由2013年的58.7百万元人民币到2015年的172.4百万元人民币，分别占总收益的4.8%及7.1%，实现了71.4%的复合年增长。根据Frost & Sullivan的资料，就网络销售而言，2015年周黑鸭的销售收入占据了全部休闲卤制品生产商中最大的市场份额。

图3：2015年周黑鸭各渠道销售收入占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图4：周黑鸭网售渠道销售收益与占比（人民币）



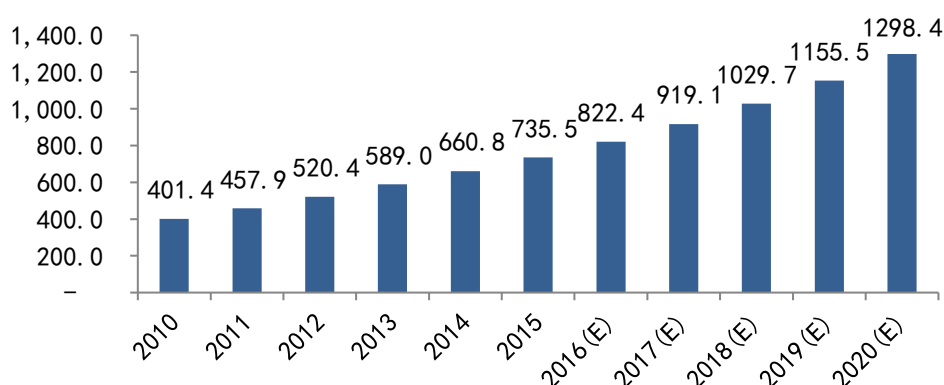
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

作为行业龙头企业和出于品牌自身发展的需求，周黑鸭计划在未来几年进一步实现快速的扩张，预计将在2016年及2017年分别增设187间和180间自营门店，从而覆盖更多高人口密度地区。

二、休闲卤制品行业直接受益消费升级、仍将保持快速增长

休闲食品行业主要包括休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、炒货和饼干等食品，供消费者在休闲时段消费。根据 Frost & Sullivan 预计，中国休闲食品行业的零售额由 2010 年的 4,014 亿元人民币增至 2015 年的 7,355 亿元人民币，实现了 12.9% 的年均复合增长，预计 2020 年零售额将达到 12,984 亿元人民币，较 2015 年将实现 12.0% 的年均复合增长。

图5：中国休闲食品行业零售额（十亿元人民币）



数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

休闲卤制品的销售是休闲食品中最具成长性的品类。休闲卤制品的零售额从 2010 年的 232 亿元人民币增至 2015 年的 521 亿元人民币，实现了 17.6% 的年复合增长，且预计未来五年将实现 18.8% 的年均复合增长。

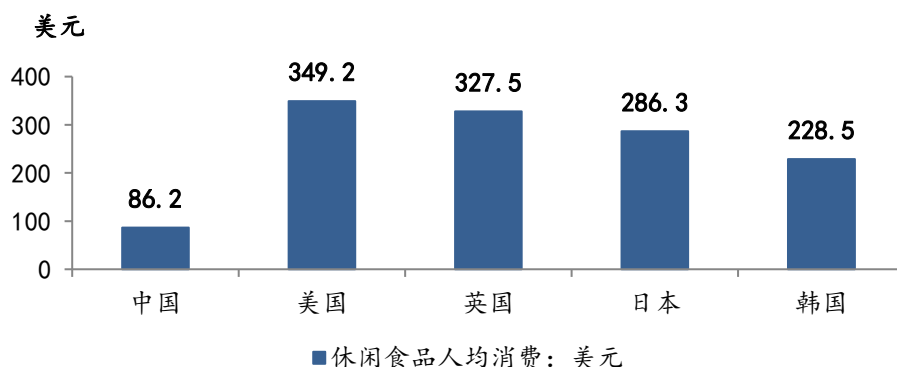
表 3：中国休闲食品各子行业市场规模（十亿元人民币）

行业	市场规模			复合年均增长率	
	2010	2015	2020(E)	2010-2015	2015-2020(E)
休闲卤制品	23.2	52.1	123.5	17.6%	18.8%
糖果及蜜饯	146.4	258.5	414.8	12.1%	9.9%
面包、蛋糕及糕点	81.6	155.5	266.3	13.8%	11.4%
膨化食品	36.2	78.3	168.9	16.7%	16.6%
炒货	40.5	63.6	105.3	9.5%	10.6%
饼干	38.5	63.8	101.7	10.6%	9.8%
其他	35	63.7	117.9	12.7%	13.0%

数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

根据 Frost & Sullivan 的资料，二零一五年中国休闲食品的人均消费为 86.2 美元，远低于美国、英国等国家在休闲食品上的人均支出。随着我国城镇化的持续推进及经济水平的提高，我国休闲食品行业发展潜力巨大。

图6：中国与其他国家休闲食品人均消费对比（美元）

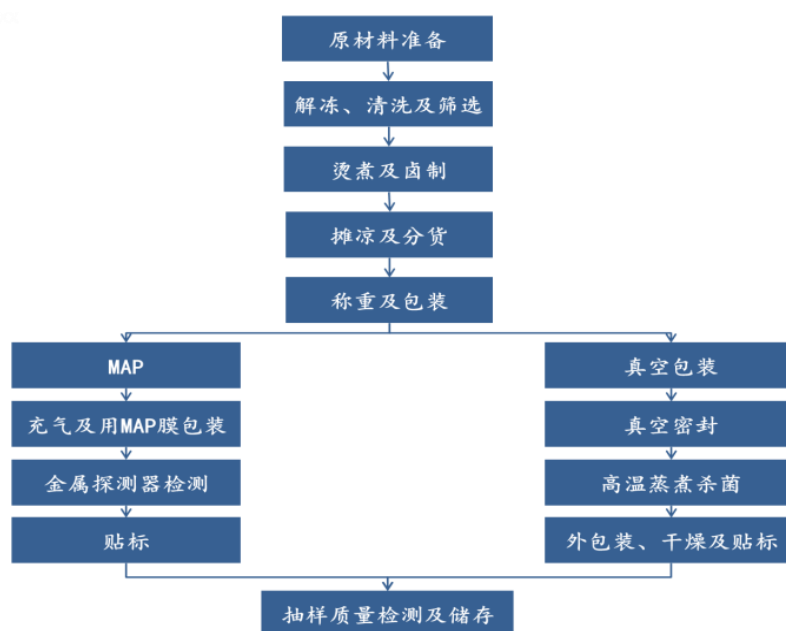


数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

（一）休闲卤制品行业发展趋势和竞争格局

卤制品在中国有2000多年的历史，一直是餐桌上倍受欢迎的传统美食。20世纪80年代初，我国卤制品从传统餐桌食品逐渐向休闲类食品转变，但多为作坊式生产，市场极度分散，缺乏全国性的品牌。20世纪90年代以来，随着自动化生产理念及设备的引入及食品包装技术的进步，加工生产流程化且规模效应显著，使得连锁经营成为休闲卤制品行业的主流趋势。借助于规模化生产休闲卤制品打破了地域间的隔离，品牌零售企业逐渐涌现。

图7：周黑鸭制作流程



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图8：传统卤制品销售



数据来源：百度图片，广发证券发展研究中心

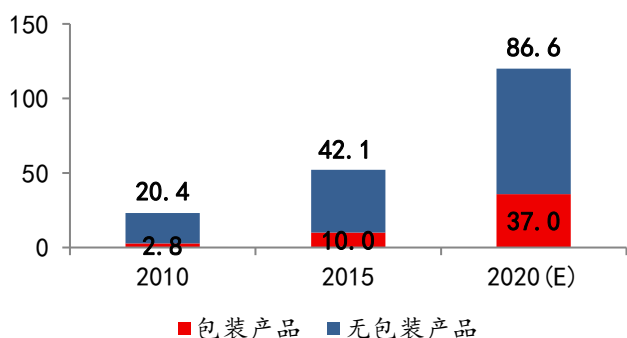
图9：休闲卤制品销售



数据来源：大众点评，广发证券发展研究中心

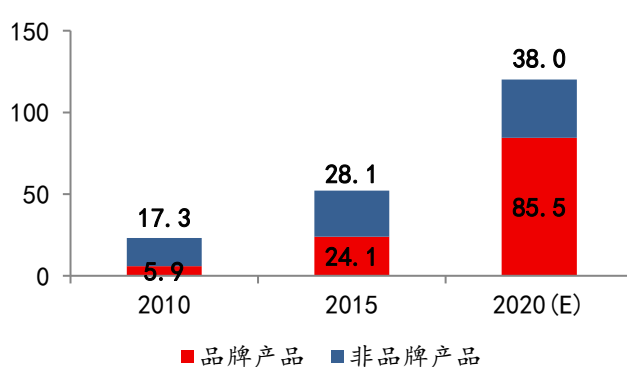
包装产品正快速替代无包装休闲卤制品。包装休闲卤制品在2010 - 2015年的复合增长率为28.8%，远高于无包装休闲卤制品的15.6%。根据Frost & Sullivan的资料显示，包装休闲卤制品2015年市场已经达到100亿元人民币，且预计2020年将到达370亿元，实现30.0%的年均复合增长率。**品牌知名度已逐渐成为消费者选择休闲卤制品的重要原因。**品牌休闲卤制品在2010 - 2015年的年均复合增长率为32.6%，远高于无品牌产品10.1%的复合增长，2015年品牌休闲卤制品的零售额占整个休闲卤制品行业零售总价值的46.2%，预计在2020年将达到69.2%的市场份额。

图10：包装与非包装产品零售额（十亿元人民币）



数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

图11：品牌与非品牌产品零售额（十亿元人民币）



数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

对于城镇中产阶级这一核心消费群体，休闲卤制品卫生和安全的敏感性较其价格更大，从而使得品牌休闲卤制品更容易取得此类消费者的信赖。根据Frost & Sullivan的资料显示，品牌休闲卤制品相较非品牌卤制品具有一定溢价，我国品牌休闲卤制品的市场份额从2010年的25.4%增至2015年的46.2%，近年行业部分龙头企业纷纷寻求IPO以加快扩张，预计品牌卤制品占休闲卤制品的份额将会继续提升。

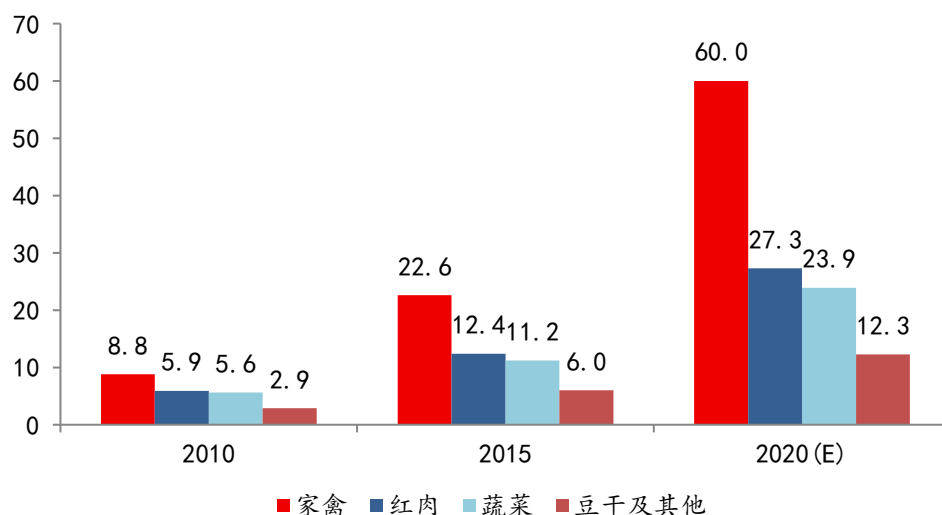
图12：近年寻求上市或已上市的卤鸭企业

公司名称	上市或首次发行招股书时间	交易所
周黑鸭	2016 年 11 月 11 日	港交所
绝味	2016 年 6 月 6 日	上交所
煌上煌	2012 年 8 月 10 日	深交所

数据来源：Wind，披露易，广发证券发展研究中心

产品种类同质化明显，口味上存在一定差异。休闲卤制品一般以家禽、蔬菜、豆制品及水产品为原材料，国内知名的休闲卤制品企业大部分以家禽类产品作为核心产品，品类上的差异性较小，同质化现象比较普遍。从口味上看，休闲卤制品存在一定的地域性特征，以四川、湖北为代表的西南、华中地区普遍重咸重辣，而以广东、福建为代表的华南、华东地区普遍不嗜辣，口味微甜。虽然中国现有的几大休闲卤制品领导企业的产品口味皆偏辣，但口味风格存在一定的差异，如绝味、煌上煌等偏咸辣，周黑鸭偏甜辣。**从品种来看，家禽类产品的零售份额增长最快且占据行业较大的份额。**从2010年 - 2015年，家禽类休闲卤制品实现了20.7%的复合年增长，远高于红肉类的16.0%、蔬菜类的14.8%及豆干及其他类的15.7%，2015年家禽类休闲卤制品的零售额占整个休闲卤制品零售总价值的43.3%。

图13：各休闲卤制品品类零售额（十亿元人民币）

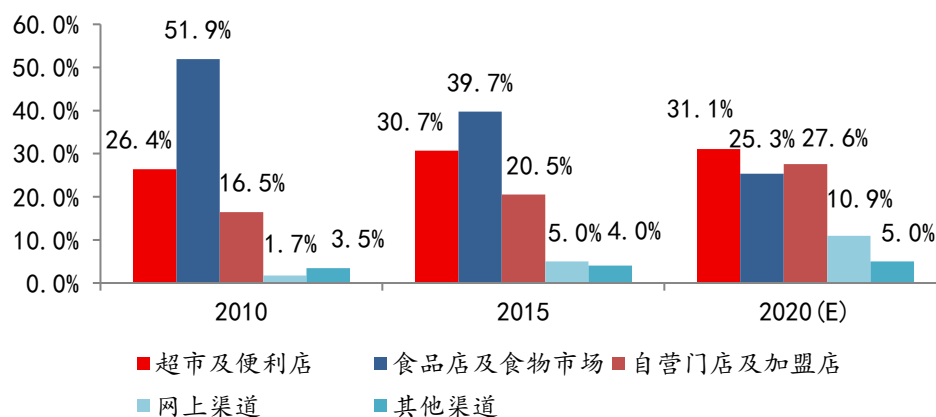


数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

渠道逐渐从传统食品店及市场向网上销售和连锁店过渡。随着中国休闲卤制品行业几个大品牌企业的日渐壮大及市场监管的日益严格，行业集中度正在提高。品牌连锁店是休闲卤制品行业主要的竞争渠道，企业可以通过大量增设门店抢占市场。同时，随着电商的快速发展及包装技术的进步，互联网电商渠道成为了零售店渠道的重要补充，将产品直接送到门店尚未覆盖的区域。

Frost & Sullivan的数据显示，休闲卤制品通过食品店及食品市场销售的份额从2010年的51.9%下降到2015年的39.7%，预计将在2020年降至25.3%。而通过网上渠道实现的份额从2010年的1.7%上升到2015年的5.0%，零售值的年均复合增长率为44.1%；通过自营门店及加盟商实现的份额从2010年的16.5%上升到2015年的20.5%，零售值的年均复合增长率为22.9%

图14：各渠道零售额占比



数据来源：Frost & Sullivan，广发证券发展研究中心

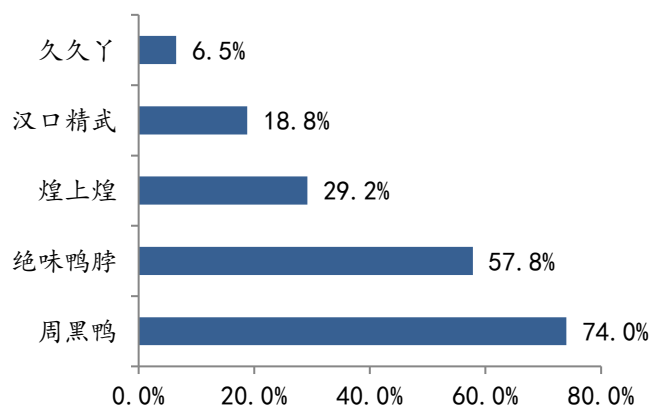
三、周黑鸭优势：强品牌+直营为主+全包装+安全性+空间大

（一）首家全面销售包装休闲卤制品的公司，卤鸭品牌领导者

作为最早推出MAP包装且将其全面应用在门店零售中的公司，周黑鸭对于消费者而言具有更强的品牌辨识度。2016年4月，《消费者报道》对154名消费者进行的有关鸭脖子的调查问卷显示，周黑鸭是消费者最常购买的品牌。

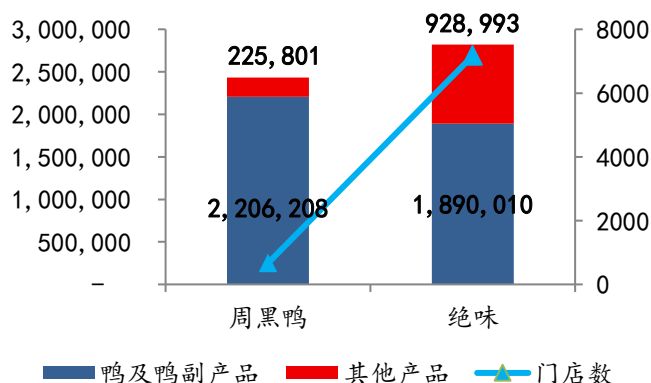
截至2016年6月30日止十二个月，周黑鸭的零售总额为现有行业中第二大的公司，占整个行业的5.5%，营业收入占行业收入的6.8%。同时，在“卤鸭”这个品类上，周黑鸭已形成一定的品牌认知。虽然周黑鸭门店数量远低于竞争对手绝味，但周黑鸭2015年来自卤鸭及鸭副的收益为22.06亿元，占其总收益的90.7%，高于绝味的18.90亿元。

图15：消费者经常购买的鸭脖子品牌（多选）



数据来源：《消费者报道》，广发证券发展研究中心

图16：周黑鸭与绝味门店数及各产品种类收入（人民币千元）

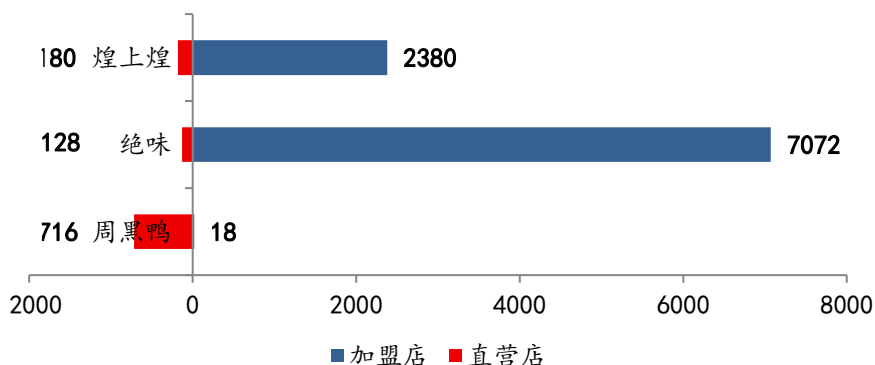


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）自营门店为主的渠道模式，并积极拓展线上渠道

可快速复制的自营为主的门店网络。自营门店是周黑鸭最为主要的销售渠道，截至2016年6月30日，周黑鸭共734家门店，其中716家为自营门店，占总门店的97.5%。而其竞争对手大多通过加盟门店拓展渠道，截至2016年6月30日，绝味共7,200门店，其中128家为自营门店，占总门店的1.8%；煌上煌共2,560家销售门店，其中180家为自营门店，占总门店的7.0%。

图17：2015年周黑鸭及主要竞争对手门店情况



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

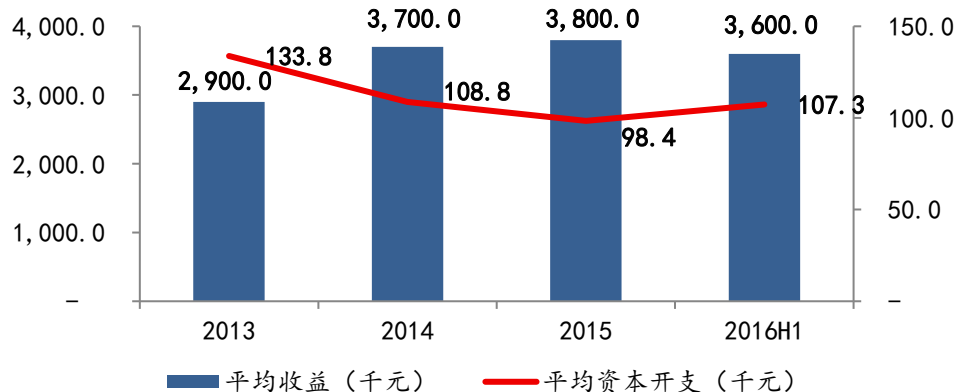
周黑鸭单店盈利能力较强。在自营门店的设立上，周黑鸭已形成一套标准化的程序。通过高度标准化的物色选址及开设门店程序，以及中央化采购店内装潢及摆设，大大减少门店的前期投资、尽量缩短开设新店的筹备时间，且达到较短的收支平衡期及投资回收期。据周黑鸭的招股说明书，其新开设的自营门店的收支平衡期一般介于1-2个月，且一般2-6个月就可收回新开设自营门店的全部前期投资。

图18：周黑鸭门店



资料来源：大众点评，广发证券发展研究中心

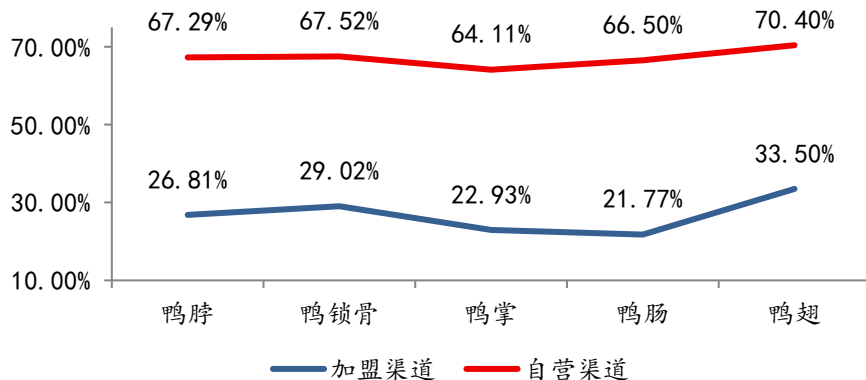
图19：周黑鸭自营门店平均收益与资本开支（千元人民币）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

自营模式下，母公司对店面的控制力较强，毛利率高，食品安全风险小。相较于加盟模式，自营门店经营模式下，公司对门店具有更强的监督和控制能力，在食品安全问题上具有更强保障，在发现食品安全隐患时，能够更加及时、准确地加以解决。同时，对绝味直营与加盟店部分单品利润比较可知，自营模式比加盟模式具有更高的毛利率。周黑鸭自营门店2015年销售占比为87.6%，单店平均收益达380万元，且过去3年一直在提升，始终处于行业领先水平；同时平均资本开支却逐年下降，2015年为98.4千元。

图20：绝味直营与加盟店部分单品毛利率比较



数据来源：绝味招股说明书，广发证券发展研究中心

占中国休闲卤制品市场网络销售最大份额，网络渠道高速发展，成为线下渠道的有效补充，周黑鸭在线上渠道具有绝对优势

网络销售是休闲食品销售增长最快的渠道。通过网上渠道销售的休闲食品的零售额从2010年的206亿元人民币增至2015年的610亿元人民币，年复合增长率24.3%，Frost & Sullivan认为网上渠道销售在未来5年将继续保持21.8%的高速复合增长，到2020年实现1,646亿元人民币的零售额。

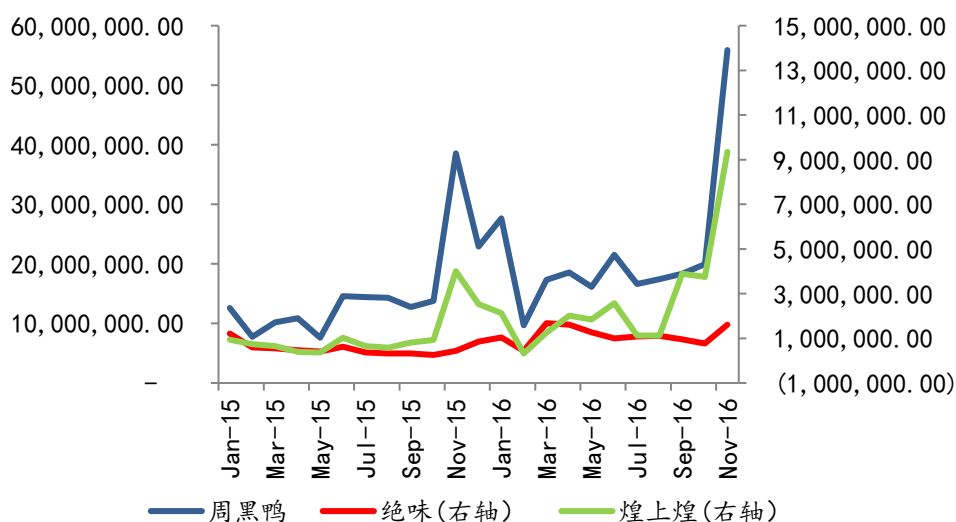
表 4：中国休闲食品各渠道零售额（十亿元人民币）

行业	零售额			复合年均增长率	
	2010	2015	2020(E)	2010-2015	2015-2020(E)
食品店及食物市场	225.2	368.1	598.5	10.3%	10.2%
超市及便利店	134.2	268.7	478.3	14.9%	12.2%
网上渠道	20.6	61.0	164.6	24.3%	21.8%
其他渠道	21.4	37.7	57.0	12.0%	8.6%

数据来源：Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

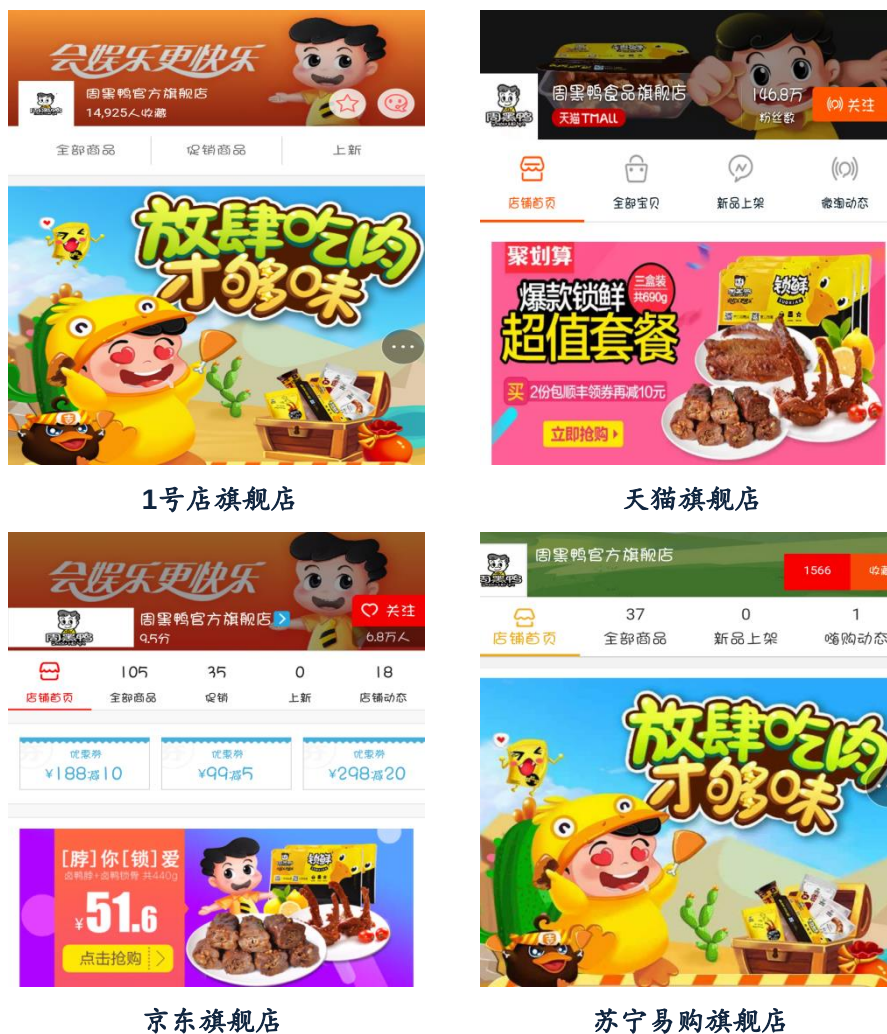
根据Frost & Sullivan的资料显示，周黑鸭在2015年由网上渠道产生的收益，占中国休闲卤制品市场网络销售的最大份额。天猫商城的数据也验证了周黑鸭的线上渠道优势，周黑鸭销售额相比绝味和煌上煌等竞争对手高数倍。周黑鸭已在天猫、淘宝、京东、1号店及苏宁等11个中国知名电商平台开设店铺，且近几年其通过网上渠道实现的销售额也在稳步提升，由2013年的58.74百万元到2015年的172.44百万元，实现了71.3%的年均复合增长，占总销售收入的比例也从2013年的4.8%增长为2015年的7.1%。

图21：周黑鸭与竞争者天猫销售额比较（人民币元）



数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

图22：周黑鸭已覆盖中国各知名电商平台

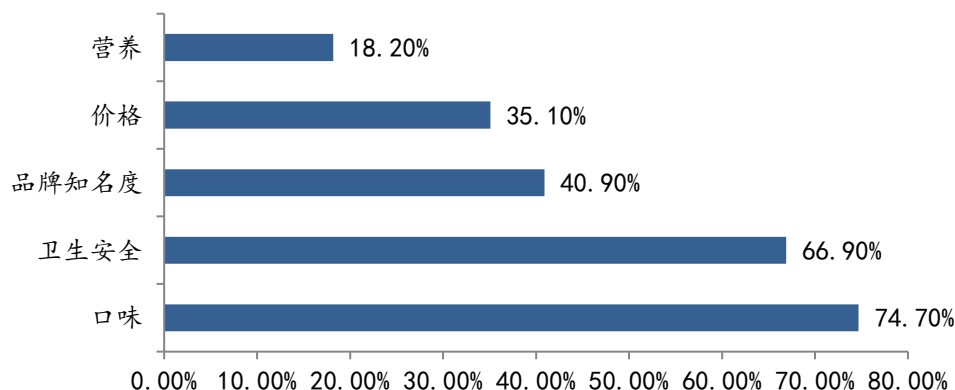


数据来源：电商平台，广发证券发展研究中心

(三) 食品安全优势-业界独家全包装可溯源

随着消费需求和食品安全意识的不断提高，消费者在购买休闲卤制品等熟食产品时，卫生安全成了重要的衡量因素。在《消费者报道》做的调查中发现，卫生安全是人们在购买鸭脖时第二考虑的因素，仅次于口味。

图23：购买鸭脖时主要考虑因素（多选）



数据来源：消费者报道，广发证券发展研究中心

直营为主、全包装商业模式使周黑鸭成为业内稀缺的能够追踪成品和主要原料源头的休闲卤制品企业，大幅提升了其品牌形象。通过与POS系统连接的ERP系统提供支持的供应链管理系统实现了对原材料采购、加工、物流仓储及门店销售整个过程的中央管理。

周黑鸭已弃用散装销售，全部产品皆为包装产品，且每盒MAP包装的产品上都有对应的含有该产品包括生产时间、生产线等主要信息的标签，及可追踪条形码，使产品的动态追踪得以实现。而对散装销售而言，较难实现成品的批次管理，所以难以追踪至成品源头。同时，周黑鸭完备的召回程序也使其产品的安全问题得以控制，加强了消费者对其产品的好感。

图24：周黑鸭真空包装



数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

图25：周黑鸭MAP锁鲜装



数据来源：天猫商城，广发证券发展研究中心

全包装产品安全可靠，杜绝终端销售过期产品和运输中污染的风险。在《消费者报道》对市场上4家休闲卤制品11款鸭脖产品的抽样送检中发现，散装产品的菌落总数和大肠杆菌数远远高于锁鲜装和真空包装产品，食品卫生情况较差。全包装产品相较散装，在实现可监控追踪的同时，也最大可能地隔离了产品从生产、运输到

零售过程中的外部污染，从而保障了休闲卤制品的安全。同时，在加盟模式下，公司出售给加盟商的产品，除质量问题外不予退换货，因此加盟商在处理过期产品时，存在极大的操作风险。

现行业内，除周黑鸭外，大多企业的产品均未实现全包装化。且这些企业大多以加盟为主要的经营模式，店面规模较大且分布分散，加盟店主为非公司内部人员，集中管理难度较大，较难实现完全向全包装化的过渡。

图26：加盟散装产品与直营包装产品终端风险比较

加盟散装产品风险



直营包装产品风险



数据来源：消费者报道，广发证券发展研究中心

表5：散装与包装产品微生物指标

产品	菌落总数(CFU/g)	大肠杆菌群数(MPN/100g)
真空装 A	<10	<30
真空装 B	10	<30
真空装 C	15,000	<30
真空装 D	62,000	<30
锁鲜装 A	5,300	<30
锁鲜装 B	12,000	<30
锁鲜装 C	26,000	40
锁鲜装 D	21,000	2,400
散装 A	1,000	390
散装 B	130,000	2,400
散装 C	32,000	>24,000

在 GB 2726-2005 《熟肉制品卫生标准》中要求：酱卤肉制品中的菌落总数 ≤80000 CFU/g，大肠菌群数 ≤150 MPN/100g

数据来源：《消费者报道》，广发证券发展研究中心

表 6：近年散装休闲卤制品行业食品安全问题

2010 年“十一”国庆期间，某鸭脖武汉一家加盟店所售产品引起 40 余人食物中毒。当时该公司相关负责人对媒体表示，此事起因该分店的货品储存设备不合格，从而导致产品大肠杆菌超标。

2011 年 12 月，深圳市场监督管理局发布食品安全抽样检验情况通报。其中，熟制鸭脖的抽检合格率仅为 57.8%，不合格项目主要为大肠菌群和菌落总数超标。

2013 年 9 月，央视财经《是真的吗？》报道了北京市场卤制品的抽检结果，部分连锁品牌产品被检出大肠杆菌群数量超标。几天后，江苏两家媒体在南京把在市场上采购鸭脖送权威机构检测，没有一份完全合格。

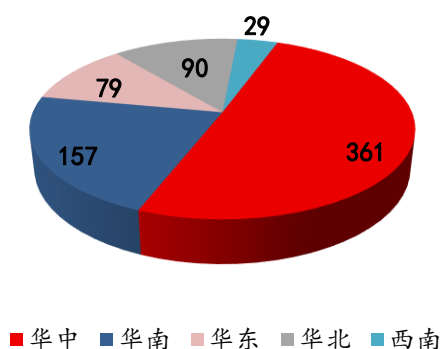
2015 年 10 月，《江西政法》报道了某鸭脖南昌广场东路店生产黑幕，被爆将掉在地上的食物直接捡起卖出、菜碟放厕所蹲便器上冲洗、隔夜卤菜回收再买等。官方回应称，此次加盟商违规事件，将令其停业整改。

数据来源：互联网，央视财经、江西政法等，广发证券发展研究中心

（四）尚有大量地区渠道未开发

较大渠道下沉空间推动自营门店网络的快速铺开。截至2016年10月23日，周黑鸭于中国12个省份40个城市开设了757家店面，但大多集中在华中地区。其中在湖北开设的店面数为262家，占全部店面的36.6%。而在华北及西南这两个口味偏好较重且嗜辣的地区，店面数仅90家及29家。在全国范围内，其未来线下渠道扩张的空间仍然很大。

图 27：周黑鸭门店区域分布



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

一方面，部分现有市场仍有可渗透空间。根据周黑鸭官网披露的部分现有市场的门店分布密度测算，我们发现周黑鸭在成都、重庆、天津等地区仍有较大成长空间。另一方面，潜在新市场空间巨大。与周黑鸭产品结构和口味最为接近的绝味食品相比，周黑鸭仍有多个省份的潜在市场等待开发。

表 7：周黑鸭部分重要城市门店分布密度测算

地区	重点省市	主要城市	门店数（家）	常住人口数（万人）	门店密度（万人/店）
华北	北京	北京	76	2170.5	29
	天津	天津	15	1547.0	103
华东	上海	上海	39	2415.3	62
	江苏	苏州	16	1061.6	66

	浙江	杭州	18	900.1	50
	河南	郑州	29	956.9	33
华中	湖北	武汉	187	1060.8	6
	江西	南昌	40	524.0	13
	湖南	长沙	28	743.0	27
西南	重庆	重庆	15	3016.6	201
	四川	成都	15	1465.8	98
华南	广东	广州	66	1350.1	20
		深圳	65	1137.9	18

注：门店数据截至 2016 年 12 月 3 日止，常住人口截至 2015 年 12 月 31 日止

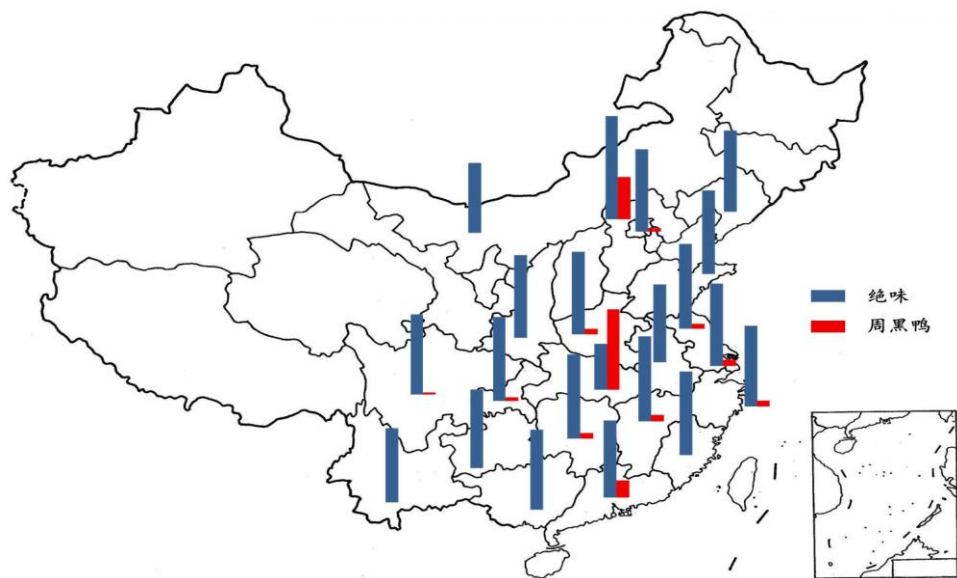
数据来源：周黑鸭官网，中国国家统计局，广发证券发展研究中心

表 8：周黑鸭各区域销量情况（人民币千元）

地区	2013 年	占比	2014 年	占比	2015 年	占比
华中	902,074	82.9%	1,237,539	77.8%	1,493,759	70.1%
华南	120,390	11.1%	190,238	12.0%	325,755	15.3%
华东	29,246	2.7%	72,894	4.6%	143,320	6.7%
华北	35,956	3.3%	88,463	5.6%	154,751	7.3%
西南	-	-	-	-	13,843	0.6%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图28：周黑鸭与绝味门店区域分布（2015年度数据）

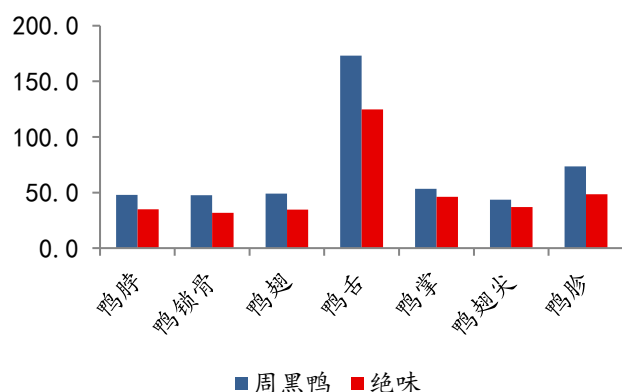


数据来源：招股说明书，绝味招股说明书，广发证券发展研究中心

价格相对不敏感，单品价格上涨带来进一步的毛利润提升。我们统计了大众点评上部分重点城市周黑鸭和绝味的产品价格。周黑鸭大部分产品的价格高于行业内竞争者的同类产品。根据招股说明书，周黑鸭的单品价格和销量过去三年一直在上升。

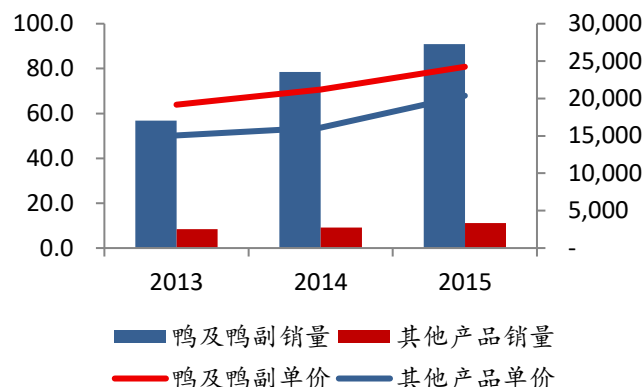
周黑鸭休闲卤制品价格存在一定的溢价能力。我们认为，未来数年周黑鸭的产品价格仍将处于上升通道，同时对比与竞争者成本及费用，周黑鸭在员工薪酬及材料成本、制造费用等方面具备进一步优化的空间。

图29：周黑鸭与绝味部分鸭及鸭副产品价格（人民币元/斤）



数据来源：大众点评，广发证券发展研究中心

图30：周黑鸭产品价格（人民币元/公斤）与销量（吨）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 9：周黑鸭与竞争者成本及费用对比（2015 年度数据，人民币）

项目	周黑鸭	绝味	煌上煌
薪酬福利总计	306,874,000	253,958,900	94,108,922
员工总数	3,563	3,997	1,566
平均薪酬(元)	86,128	63,567	60,095
销量(吨)	30,620	83,879	50,153
材料成本(元)	925,636,000*	1,723,967,900	702,099,763
平均材料成本(元/吨)	30,230	20,553	13,999
制造费用(元)	62,914,000	256,508,800	57,956,160
平均制造费用(元/吨)	2,055	3,058	1,156

*注：周黑鸭材料成本包含直接材料成本和包装成本

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（五）与同行相比，周黑鸭的单店表现优势显著

在目前知名的休闲卤制品企业中，仅煌上煌一家已上市，绝味拟在上交所上市。为了对周黑鸭更深入分析，我们选取了绝味和煌上煌进行对比。

休闲卤制品企业普遍具有较为良好的营运能力。一方面，三家企业存货周转天数均较短，存货周转效率较高，我们认为这是由于休闲卤制品及其原材料的存放时间一般较短所致；另一方面，三家企业应收款项周转天数较短，应收账款周转效率高，因为三家企业应收账款数目相对其营业收入而言均较小。

休闲卤制品企业在营业模式及区域分布上存在一定差异。在营业模式上，周黑鸭主要以直营模式为主，仅销售包装产品；而绝味与煌上煌均以加盟为主要营业模

式，以销售散装产品为主。在区域分布上，周黑鸭与煌上煌分布较为集中，其大部分收益都来自于华中地区，西北和西南地区渗透率均较低或几乎未渗透；而绝味区域分布较广，且除西北外分布均衡。

高效直营模式带来更高的盈利能力与单店表现。我们认为自营门店为主的营运模式带来了更高的毛利率及投资回报率，使得周黑鸭盈利能力远高于竞争对手。同时，周黑鸭在销量、销售收益及毛利润上的单店表现，也远优于其行业竞争者。

我们认为周黑鸭单店表现远优于竞争对手主要有两个原因：**第一，直营模式下更高的开店效率，导致了周黑鸭单店销量高于其他两家。**直营模式导致周黑鸭在门店选址时更为慎重，其门店大多集中在交通枢纽区及商业核心区，而绝味和煌上煌的部分加盟店开在非交通枢纽或非商业核心的社区。**第二，销售与客户直接对接，直营模式实现更高毛利。**周黑鸭直接销售给客户，确认的收入即销售的收入。但绝味和煌上煌绝大部分收入是来自于销售给加盟商的收入，而这部分销售较直接零售将享受一定折扣，从而导致加盟下的营业收入及毛利，较直营模式更低。

周黑鸭单店表现优于绝味主要由于其店铺分布结构、营业模式及平均价格的溢价，而其中店铺分布结构和营业模式又最为重要。通过对周黑鸭和绝味2015年的单店表现进一步测算，我们发现周黑鸭的原始单店销售收入为绝味的9.28倍；在假设绝味加盟和直营下的成本相同下，我们剔除了绝味给加盟商的销售折扣后，周黑鸭销售收入为绝味的4.43倍；再进一步剔除周黑鸭的单价溢价后，周黑鸭销售收入为绝味的3.92倍，与单店销量呈现同样趋势。我们认为这一部分的差异主要是由绝味加盟店中存在部分社区店等单店销售不高的结构分布所带来的。

表 10：周黑鸭与竞争对手比较（2015 年度数据，人民币）

比较项	参考量	周黑鸭	绝味	煌上煌
门店结构	直营店数	641	128	113
	加盟店数	26	7044	2387
区域营业收入占比	华东	6.7%	27.6%	23.3%
	华中	70.1%	23.8%	59.3%
	西南	0.6%	15.4%	0.0%
	华南	15.3%	14.3%	13.8%
	华北	7.3%	13.5%	3.1%
	西北	0.0%	5.3%	0.5%
产品	类型	MAP 装、真空装	散装、MAP 装、真空装	散装、MAP 装、真空装
	总销量（吨）	30,620	83,879	50,150
市场占有率	总收益	6.8%	7.4%	2.4%
盈利能力	主营毛利率	56.4%	28.6%	30.7%
	ROA	57.8%	28.1%	4.2%
	ROE	143.6%	24.3%	3.8%
营运能力	存货周转天数	34.04	47.47	145.67
	应收款项周转天数	0.81	0.14	9.52
单店表现	销量（吨/店）	45.91	11.70	20.06
	营业收入（千元/店）	3646.19	407.32	378.60
	毛利润（千元/店）	2058.20	116.47	116.43

	自营门店总营收 (千元)	1217399(2016H1)	186449.8(2015)	-
平效	自营门店总面积 (平方米)	23760	4462.45	-
	平效 (元/平方米/年)	102474.66	41781.94	-

数据来源：招股说明书，Wind，广发证券发展研究中心

表 11：周黑鸭与绝味单店比较（2015 年度数据，人民币）

	周黑鸭	绝味	周黑鸭/绝味
门店数	667.00	7,172.00	0.09
原始收入（千元）	2,432,009.00	2,819,003.10	0.86
销量（吨）	30,620.00	83,879.00	0.37
单店销量	45.91	11.70	3.92
原始单店收入	3,646.19	393.06	9.28
剔除折扣收入（千元）	2,432,009.00	5,905,438.84	0.41
剔除折扣单店收入	3,646.19	823.40	4.43
单价（元/千克）	79.42	70.38	1.13
剔除价格差异收入（千元）	2,432,009.00	6,664,356.08	0.36
剔除价格差异单店收入	3,646.19	929.22	3.92

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

四、财务分析

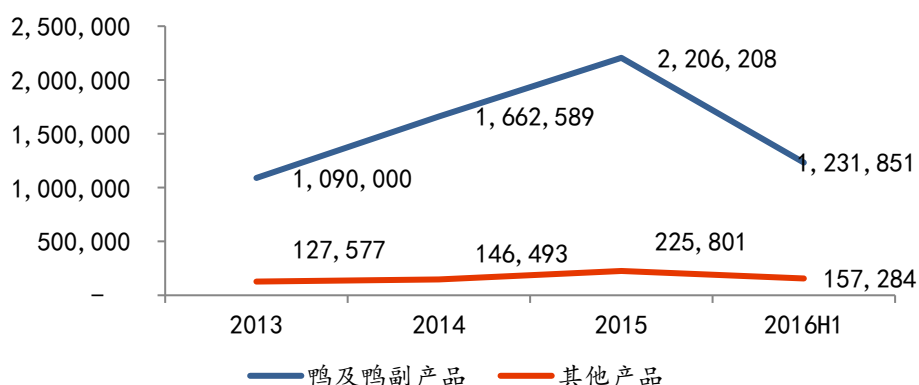
公司主营业务收入从2013年12.18亿元增至2015年24.32亿元，实现了41.3%的年均复合增长。毛利润年均复合增长率为40.4%，从2013年6.96亿元增至2015年13.73亿元。净利润从2013年起年均增长45.8%，至2015年达到5.53亿元。

（一） 销售收入：以鸭及鸭副产品为主

鸭及鸭副产品销售收入。由2013年10.90亿元增至2014年16.63亿元，再增至2015年22.06亿元，实现了42.3%的年均复合增长，占总销售收入比例由2013年的89.5%增至2015年的90.7%。2016年上半年鸭及鸭副产品销售收入为12.32亿元，占总销售收入比例为88.7%。

其他产品销售收入。由2013年1.28亿元增至2014年1.46亿元，再增至2015年2.26亿元，实现了33.0%的年均复合增长，占总销售收入比例由2013年的10.5%降至2015年的9.3%。2016年上半年鸭及鸭副产品销售收入为1.57亿元，占总销售收入比例为11.3%。

图31：销售收入（人民币千元）

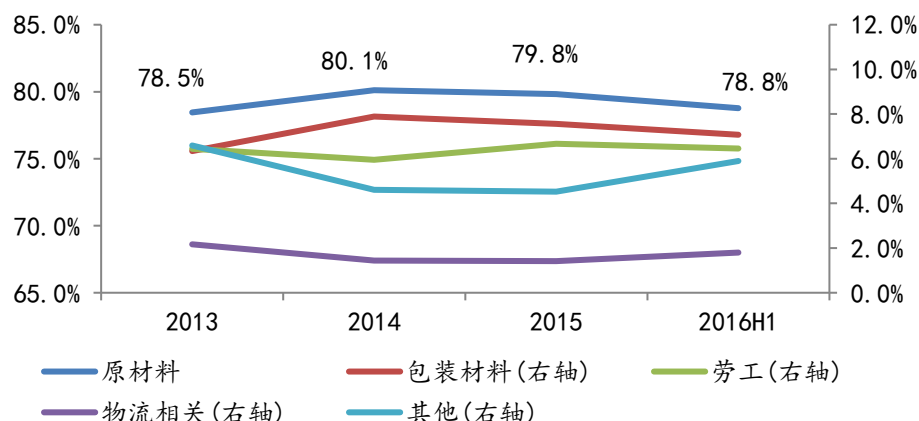


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二） 成本和开支：较为稳定

销售成本。周黑鸭2015年原材料成本、包装成本、劳工成本、物流相关成本和其他，占比分别为79.8%、7.6%、6.7%、1.4%和4.5%。相较于2014年，包装材料成本占比下降，劳工成本占比上涨，而原材料成本、物流相关成本及其他成本占比保持稳定。2016年上半年原材料成本、包装成本同比下降，劳工成本、物流相关成本和其他同比上升。

图32：销售成本组成

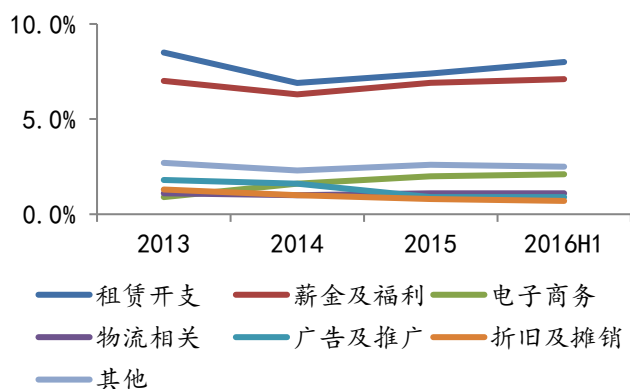


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

经营开支。周黑鸭2015年租赁开支、薪金及福利、电子商务开支、物流成本开支、广告及推广开支、折旧与摊销和其他，与主营业务收入的比例分别为7.4%、6.9%、2.0%、1.1%、0.9%、0.8%和2.6%。其中电子商务开支在逐年增加，广告及推广开支和折旧及摊销在逐年下降，物流相关开支基本保持稳定。2016年上半年，租赁开支、薪金及福利、电子商务开支及其他同比增长，物流成本开支及广告及推广开支维持不变，折旧及摊销小幅下降。

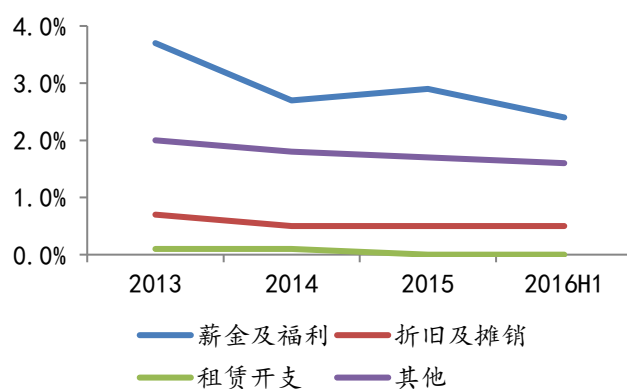
管理开支。周黑鸭2015年薪金及福利、折旧与摊销、租赁和其他，与主营业务收入的比例分别为2.9%、0.5%、0.1%和1.7%，与过往两年均基本保持稳定。2016年上半年，薪金及福利同比上涨，其他开支占比基本维持不变。

图33：经营开支组成



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图34：管理开支组成

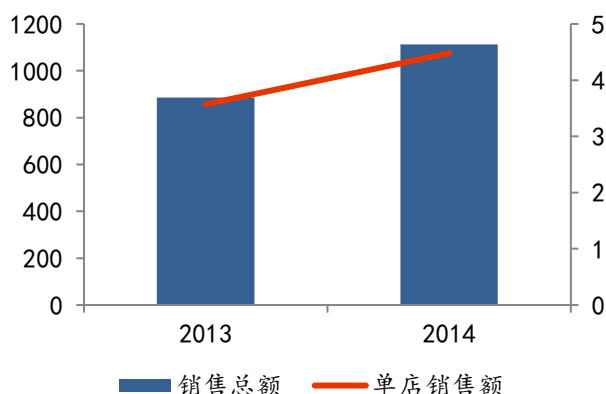


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三） 同店可比销售与单店销售额：保持增长态势

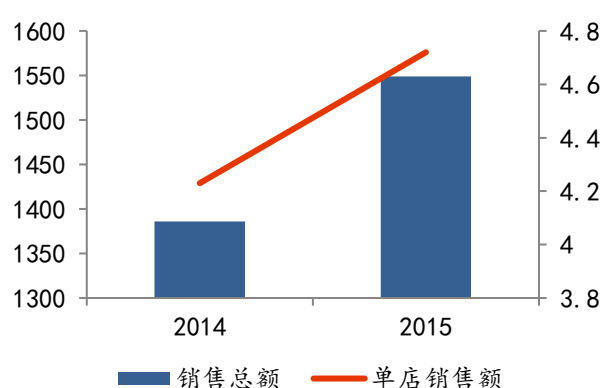
周黑鸭2014年较2013年可比自营门店为248家，2015年较2014年可比自营门店为328家，2016年上半年较2015年同期可比自营门店为4家可比门店的单店销售额在逐渐增长，但增长幅度在降低。

图35：2013—2014年同店可比销售（百万元人民币）



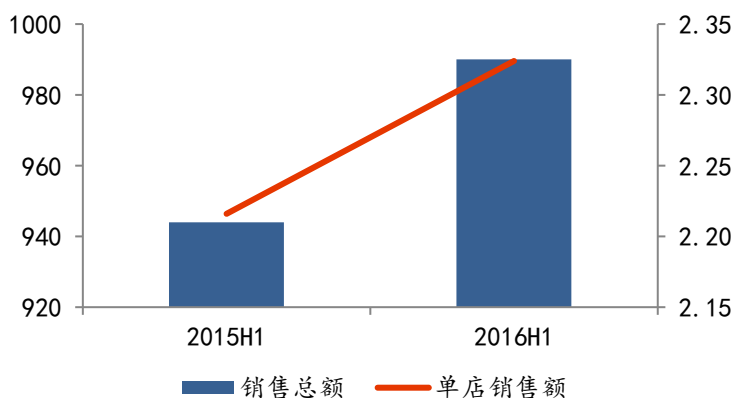
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图36：2014—2015年同店可比销售（百万元人民币）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图37：2015H1—2016H1同店可比销售（百万元人民币）

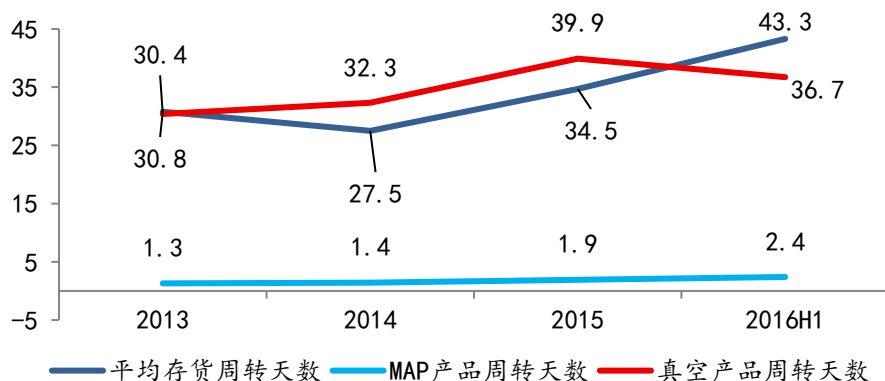


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（四） 营运能力：较为稳定

存货周转天数。因MAP产品保质期相对较短，所以其周转天数明显低于真空包装产品。MAP产品的周转天数呈上升态势，真空包装产品的平均周转天数保持稳定，公司整体的平均存货周转天数却在上升。由于原材料的储备增加，2016年上半年存货周转天数较大幅度上升。

图38：周黑鸭存货周转天数

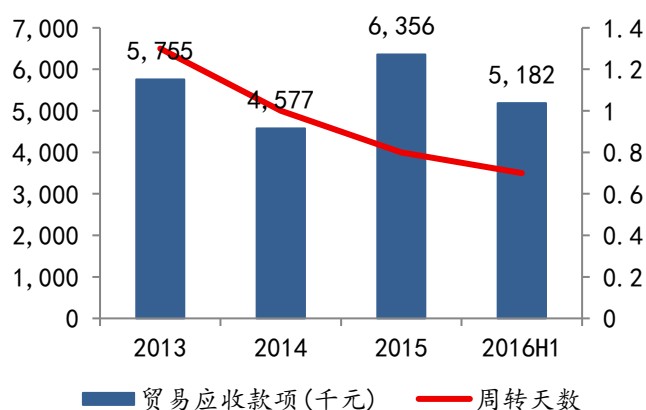


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

贸易应收款项周转天数。周黑鸭贸易应收款主要包括就若干自营门店及第三方网上商务平台应收代销安排第三方合作伙伴及业主的款项。部分代销第三方的最长授信期为69天网上第三方商务平台则每月结算。平均贸易应收款项周转天数由2013年1.3天减至2015年0.8天，2016年上半年为0.7天。

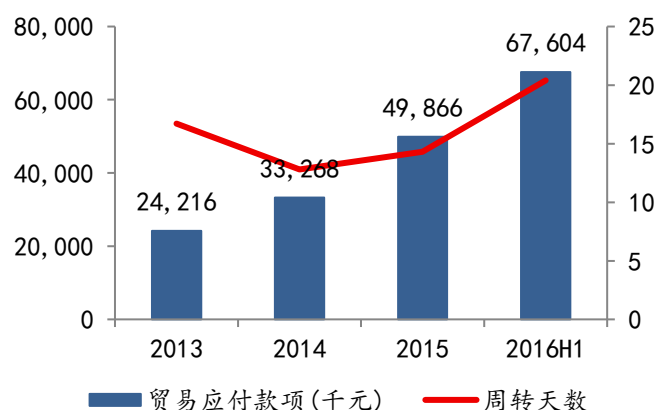
贸易应付款项周转天数。周黑鸭贸易应付款项主要包括应付原材料供货商的贸易应付款项，平均贸易应付款项周转天数由2013年16.7天减至2015年14.3天，2016年上半年增至20.4天。

图39：贸易应收款及周转天数（人民币）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图40：贸易应付款及周转天数（人民币）



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

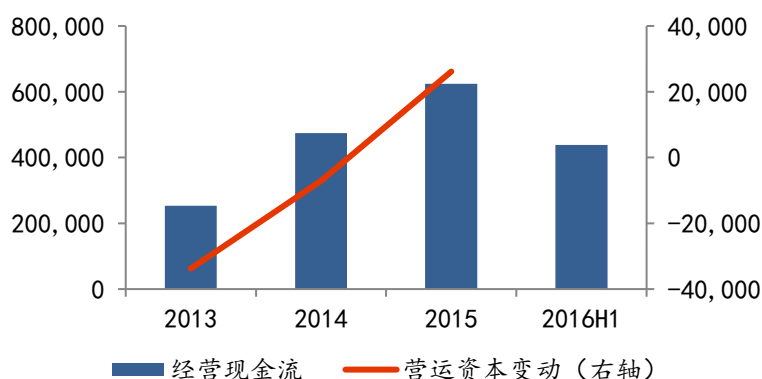
（五） 现金流和重要财务比率

经营活动现金流。周黑鸭经营活动所得净现金流由2013年2.54亿元增至2014年4.74亿元，再增至2015年6.24亿元，实现了56.9%的年均复合增长，但经营活动现金流增速在逐年递减。2016年上半年经营活动所得净现金流为4.39亿元。

营运资本变动。周黑鸭2013-2015年的营运资本变动分别分-33.76百万元、

-7.11百万元及26.15百万元，由负转正。

图41：经营现金流及营运资本变动（人民币千元）



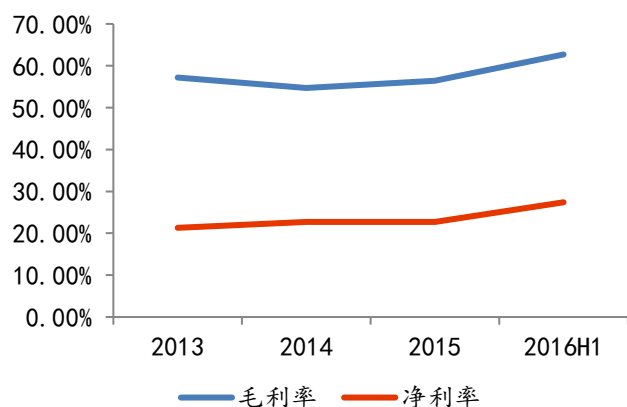
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

公司过去三年的毛利率与净利率都维持在一个相对稳定的水平，但资本回报率正在快速增长，具有较高的投资价值。

毛利率和净利率。周黑鸭毛利率由2013年57.2%减至2014年54.7%，2015年增至56.4%，2016年上半年为62.7%。净利率由2013年21.3%增至2014年22.7%，2015年与前一年持平，2016年上半年为27.4%。

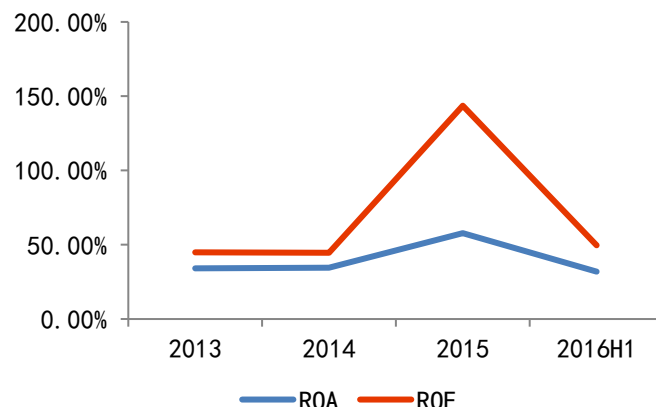
ROA和ROE。周黑鸭ROA由2013年34.2%增至2014年34.5%，再增至2015年57.8%，2016年上半年为31.9%。ROE由2013年44.8%微降至2014年44.6%，2015年增至143.6%，2016年上半年为49.6%。

图42：毛利率与净利率



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图43：ROA与ROE

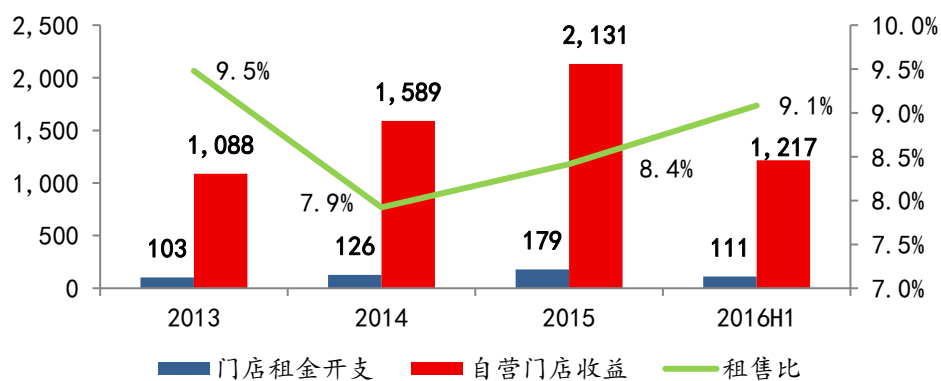


数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（六） 租售比

周黑鸭自营门店2013－2016年上半年租售比在8.7%的均值附近浮动。

图44：租金开支（人民币百万元）、自营门店收益（人民币百万元）及租售比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

五、周黑鸭财务预测

(一) 销售收入

周黑鸭销售的产品主要可分为鸭及鸭副产品和其他产品两大类，主要透过以自营门店为主的零售门店网络进行销售。根据招股说明书开店指引及过往3年数据，我们假设周黑鸭2016 – 2018年门店总数分别为803、938及1,015间。

鸭及鸭副产品。因为全包装产品更替及固定重量包装产品的推出，鸭及鸭副产品单价以一个相对较快的速度逐年增长，预计在未来3年随着产品组合的优化及通货膨胀的预期，产品价格仍将上涨，但增速将逐渐放缓。我们假设2016 - 2018年产品价格增速为10.0%、8.0%及7.5%。根据过去3年数据，随着所开门店的增加，单店销量在逐渐下降。综合考虑2016年上半年单店销量和门店增速后，我们假设2016 - 2018年单店销量为39.8、39.6及39.6吨。

其他产品。周黑鸭的其他产品占总销售额比例较小，我们推测或因为结构性原因，其他产品单价前3年增速波动较大，所以在其他产品的结构相对稳定的前提下，我们假设其他产品未来3年销售单价增速同鸭及鸭副产品保持相对一致。因为目前其他产品仍处于不断开发和增长阶段，我们认为其单店销量仍在稳步增长，假设2016 - 2018年单店销量分别为5.5、5.8及6.0吨。

表 12：销售预测及关键假设（人民币）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
门店						
自营门店	389	468	641	787	927	1,005
添置	97	117	222	187	180	100
关店	57	38	49	41	40	22
分销门店	32	28	26	16	11	10
代销门店	5	8	0	0	0	0
合计	426	504	667	803	938	1,015
鸭及鸭副产品						
销售收入（千元）	1,090,000	1,662,589	2,206,208	2,841,254	3,568,037	4,150,419
单店销量（吨）	40.01	46.72	40.92	39.80	39.60	39.60
总销量	17,045	23,548	27,293	31,954	37,155	40,204
同比增速		38.2%	15.9%	17.08%	16.3%	8.2%
平均单价（元/公斤）	63.9	70.6	80.8	88.9	96.0	103.2
同比增速		10.4%	14.5%	10.0%	8.0%	7.5%
其他产品						
销售收入（千元）	127,577	146,493	225,801	326,963	435,183	523,670
单店销量（吨）	5.97	5.41	4.99	5.50	5.80	6.00
总销量	2,543	2,727	3,327	4,416	5,442	6,092
同比增速		7.0%	22.0%	32.7%	23.2%	11.9%
平均单价（元/公斤）	50.2	53.7	67.9	74.0	80.0	86.0

同比增速	7.1%	26.3%	9.1%	8.0%	7.5%
------	------	-------	------	------	------

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）成本与毛利率

周黑鸭销售的成本主要由原材料成本、包装成本、劳工成本、物流相关成本及其他成本构成。原材料主要为鸭及鸭副产品、红肉、蔬菜、香料等，其他成本主要包括租赁开支、办公开支、生产设备及设施折旧及公用事业等。

基于以下几个前提，我们给出如表所示假设：

1) 原材料价格变化一般保持一定均衡水平，因此我们假设原材料成本占比例为前3年均值。

2) 包装成本占比在过去2年逐年递减，我们假设在未来3年这个下降趋势仍将保持。

3) 劳工成本占比在过去2年逐年递增，且劳工成本不断上涨，我们假设劳工成本占比也将持续增长。

4) 公司已设立内部物流团队，但对于自由物流尚未覆盖城市仍需依赖于第三方物流公司，因为2016年物流成本的提高，导致2016年上半年该成本占比相对提升。公司预计2018年将在东莞建成一个加工、物流和仓储中心，随着该中心的建立，物流成本将会持续降低。考虑到相关工程进度，我们认为2016年和2017年物流成本占比将保持相对平稳，2018年将一定比例降低。

5) 毛利率在报告期间持续提升，2016年上半年毛利率达62.7%，高于2015年56.4%，我们认为这个高增长趋势不可持续，毛利率增速将回归到往年平稳水平，我们假设2016-2018年毛利率分别为63.0%、61.0%及59.0%。

表 13：成本构成及毛利率预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成本构成						
原材料	78.5%	80.1%	79.8%	79.5%	79.5%	79.5%
包装材料	6.3%	7.9%	7.6%	7.3%	7.2%	7.1%
劳工成本	6.4%	6.0%	6.7%	6.9%	7.0%	7.1%
物流相关成本	2.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
其他	6.6%	4.6%	4.5%	4.9%	4.9%	5.0%
毛利率假设						
毛利率	57.2%	54.7%	56.4%	63.0%	61.0%	59.0%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）营业开支

我们以相关开支占营业收入比例作为重要预测指标。

周黑鸭销售及分销开支主要由租赁开支、薪金及福利、电子商务开支、物流成本开支、广告及推广开支、折旧与摊销和其他开支组成。租赁开支、广告及推广开

支及其他开支占营业收入占比稳定，我们假设其未来3年占比为前3年的均值。随着劳工成本的上涨，薪金及福利占比将逐年增长。随着网上渠道的扩张，我们假设电子商务开支占比将一定程度提高。随着武汉第二期加工设施建设的完成和一系列工厂、物流中心等的建成，物流相关开支占比将相应下降，折旧与摊销占比将不断提升。

周黑鸭行政开支主要由薪金及福利、折旧与摊销、租赁和其他开支组成。我们同样认为，租赁开支和其他开支占营业收入比例一般将保持相对稳定。薪金及福利将随着劳工成本上涨而逐年增长。折旧与摊销占比将随着新工厂、物流中心等的建成而不断提升。

表 14：营业开支预测

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售及分销开支占比						
租赁开支	8.5%	7.0%	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%
薪金及福利	7.0%	6.3%	6.8%	7.2%	7.3%	7.4%
电子商务开支	0.9%	1.6%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%
物流相关开支	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%
广告及推广开支	1.8%	1.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
折旧及摊销	1.3%	1.0%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
其他	2.7%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
行政开支						
薪金及福利	3.7%	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%
折旧及摊销	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
租赁开支	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他	2.0%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（四）资本性开支

根据公司披露信息可知，周黑鸭2016年、2017年将因添置固定资产及无形资产等而新增资本性支出213.9百万元、809.0百万元。而根据过往三年资本性开支在各类资本上的占比和招股说明书的指引，我们预测未来三年资本性支出情况将如下表所示：

表 15：资本性开支预测（人民币千元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
物业、厂房及设备	72,098	95,642	160,661	203,205.0	663,380.0	-
土地使用权	18,346	-	27,601	-	121,350.0	-
无形资产	82	70	4,463	10,695.0	24,270.0	-
总计	90,526	95,712	192,725	213,900	809,000	-

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

(五) 利润表预测

根据以上假设，我们预测周黑鸭2016年 – 2018年毛利润将分别达到19.96亿元、24.42亿元及27.58亿元，稀释后的EPS将分别为0.36元/股、0.42元/股及0.46元/股。

表 16：利润表预测

利润表	单位：人民币千元				
至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,809,082	2,432,009	3,168,218	4,003,220	4,674,088
营业成本	819,532	1,059,190	1,172,241	1,561,256	1,916,376
毛利	989,550	1,372,819	1,995,977	2,441,964	2,757,712
其他收入	1,000	305	634	801	935
营业开支	466,275	652,693	867,735	1,116,447	1,312,892
EBIT	524,275	720,431	1,128,876	1,326,318	1,445,755
利息净损益	18,668	16,628	10,224	19,858	23,788
非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	7,459	11,129	0	0	0
税前利润	550,402	748,188	1,139,100	1,346,176	1,469,543
所得税	139,495	195,450	284,775	336,544	367,386
少数股东损益	0	0	0	0	0
非持续经营净利润及其他	0	0	0	0	0
净利润	410,907	552,738	854,325	1,009,632	1,102,157
优先股利及其他	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	410,907	552,738	854,325	1,009,632	1,102,157
综合收益	410,907	560,428	854,325	1,009,632	1,102,157
EBITDA	559,851	760,488	1,187,502	1,432,257	1,580,534
EPS(稀释)(元)	—	—	0.36	0.42	0.46

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 17：主要财务比率预测

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
至 12 月 31 日					
成长能力					
营业收入	48.6%	34.4%	30.3%	26.4%	16.8%
营业利润	57.0%	37.4%	56.7%	17.5%	9.0%
归属母公司净利润	58.1%	34.5%	54.6%	18.2%	9.2%
获利能力					
毛利率	54.7%	56.4%	63.0%	61.0%	59.0%
净利率	22.7%	22.7%	27.0%	25.2%	23.6%
ROE	44.6%	143.6%	68.3%	44.8%	32.9%
ROIC	45.9%	179.1%	152.9%	85.7%	95.4%
偿债能力					

资产负债率	22.66%	59.73%	36.45%	24.66%	20.04%
净负债比率	-7.55%	-22.79%	-55.75%	-48.43%	-66.12%
流动比率	3.03	0.74	1.82	2.22	3.58
速动比率	2.77	0.50	1.73	1.95	3.45
营运能力					
总资产周转率	185.26%	226.40%	216.61%	161.48%	130.13%
应收账款周转率	350.19	444.89	456.25	521.43	608.33
存货周转率	13.26	10.58	11.80	12.17	13.04
每股指标（元）					
每股收益	—	0.55	0.36	0.42	0.46
每股经营现金流	—	0.62	0.34	0.50	0.46
每股净资产	—	0.38	0.52	0.94	1.41
估值比率					
P/E	—	—	19.47	16.48	15.09
P/B	—	—	13.32	7.39	4.96
EV/EBITDA	—	—	13.42	10.85	9.12

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

六、周黑鸭估值与投资建议

（一）可比公司相对估值

公司的经营业态兼具零售和食品加工行业的特征。公司的单店回报表现和坪效较为优异，产品上具有相当的辨识度，因此考虑食品和药品销售与食品制造业的行业估值作为可比公司，前者的17年PE约为22.5倍、后者约为18倍。综合考虑，给予周黑鸭20倍17年预测EPS的估值水平。

表 18：世界可比食品制造企业估值（截至 2016 年 12 月 6 日）

代码	公司名称	股价（港币元）	市值（港币百万元）	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/B	ROA	ROE	
				2016E	2017E					
整体平均值		113.04	39,894.22	19.61	17.97	10.08	0.80	2.35	5.94	11.82
000895CH	双汇发展	24.83	81,893.54	15.96	14.38	-	1.51	4.01	18.97	26.35
600597CH	光明乳业	15.62	19,246.24	33.05	28.45	-	1.01	4.30	2.94	9.23
600887CH	伊利股份	20.52	124,365.09	20.36	18.03	-	1.34	4.99	11.71	23.99
A 股平均值		20.32	75,168.29	23.13	20.29	-	1.29	4.43	11.21	19.86
1068HK	雨润食品	1.22	2,241.99	-	20.33	-	0.15	0.24	-12.04	-21.13
2319HK	蒙牛乳业	15.88	62,293.45	23.96	19.30	13.97	0.84	1.88	4.84	10.85
288HK	万洲国际	6.30	92,593.11	12.54	11.34	-	0.36	1.42	5.42	14.43
港股平均值		7.80	52,376.19	18.25	16.99	13.97	0.45	1.18	-0.59	1.38
2264JP	森永乳业	49.90	12,414.09	-	18.79	6.95	0.25	1.16	2.78	8.37
2206JP	江崎格力高	337.90	23,433.41	23.79	20.07	9.03	1.12	2.18	5.05	8.11
2288JP	丸大食品	31.55	4,179.58	-	-	6.16	0.25	0.80	2.11	3.65
8043JP	星善	303.91	2,887.31	-	-	8.27	0.08	0.73	3.51	11.20
2282JP	日本火腿	200.50	40,811.10	22.16	19.97	9.73	0.41	1.42	3.24	6.13
2270JP	雪印惠乳业	204.64	14,481.93	13.61	16.57	9.10	0.33	1.48	4.36	12.04
2269JP	明治控股	596.93	91,416.57	22.72	22.15	11.54	1.09	3.26	7.22	16.06
2281JP	Prima 肉类加工	26.45	6,676.47	15.40	13.87	6.30	0.19	1.14	4.36	11.37
1332JP	日本水产	34.95	10,917.29	12.12	11.63	10.41	0.24	1.68	2.65	13.70
日股平均值		198.52	23,024.20	18.30	17.58	8.61	0.44	1.54	3.92	10.07
TUTB	泰国联合集团	4.51	21,512.82	17.63	14.71	13.55	0.66	1.79	4.67	11.86
泰股平均值		4.51	21,512.82	17.63	14.71	13.55	0.66	1.79	4.67	11.86
VNMVN	越南牛奶	46.02	66,837.68	21.64	19.89	15.92	3.83	7.42	29.20	34.70
越股平均值		46.02	66,837.68	21.64	19.89	15.92	3.83	7.42	29.20	34.70

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 19：世界可比食品和药品零售企业估值（截至 2016 年 12 月 6 日）

代码	公司名称	股价（港币元）	市值（港币百万元）	P/E	EV/EBITDA	P/S	P/B	ROA	ROE
----	------	---------	-----------	-----	-----------	-----	-----	-----	-----

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

		2016E	2017E							
	整体平均值	202.98	30,479.49	22.78	22.48	12.50	0.74	2.18	4.93	9.34
121 HK	卜蜂莲花	0.12	1,300.25	-	-	7.95	0.34	0.96	-0.26	-0.98
653 HK	卓悦控股	0.34	1,160.27	-	34.00	55.01	0.72	1.52	24.58	52.22
178 HK	莎莎国际	3.34	9,889.25	21.97	27.14	16.41	0.88	3.05	12.06	16.10
980 HK	联华超市	3.40	3,806.64	-	-	-	0.12	1.09	-2.76	-15.73
6808 HK	高鑫零售	7.07	67,445.71	24.22	22.49	8.22	0.48	2.25	4.52	12.09
BIGC TB	Big C Supercenter	45.94	37,900.17	23.09	20.05	14.30	1.29	3.57	6.99	15.54
8028 JP	全家便利店 UNY	486.09	61,590.53	30.57	36.99	10.32	3.76	1.81	3.02	7.57
8287 JP	Maxvalu Nishinohon	111.22	2,917.84	-	-	2.55	0.15	0.87	2.72	5.52
9948 JP	Arcs	172.14	9,751.16	19.41	13.35	5.59	0.25	1.07	3.25	5.57
8279 JP	Yaoko	288.25	11,533.57	18.33	16.84	9.61	0.62	2.84	6.57	14.00
2791 JP	大黑天物产	329.72	4,762.61	-	17.73	7.38	0.46	2.48	7.03	13.19
AMRT IJ	Sumber Alfaria Trijaya	0.31	12,761.01	33.31	26.09	8.23	0.48	5.09	3.09	11.85
139480 KS	易买得	1,264.42	35,246.31	15.81	13.65	8.02	0.39	0.75	3.21	6.55
WOW AU	Woolworths	129.37	166,647.52	18.35	18.97	8.89	0.45	3.10	-5.06	-12.79

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（二） DCF 模型绝对估值

2016 – 2018年数据均来自于我们的财务预测模型,2019年及以后期间主要假设如下：

自由现金流假设。根据Frost & Sullivan的预测，2015 – 2020年休闲卤制品行业年均复合增长率为18.8%，我们假设周黑鸭2019及2020年收入增长为15.0%。2020 – 2026年，增长速度放缓，介于0 – 10.0%。2026年后将按0%的速度永续增长。

同时，我们假设2019及以后年度，营业利润率将维持在2016 – 2018年平均水平33.2%；税率将持续保持25%；折旧摊销与2018年保持一致；资本性支出为0；净营运资本变化占销售收入比例为2.0%

加权资本成本假设。周黑鸭公司现金流充足，我们假设其杠杆率为0.；Beta取最近一年香港日常消费公司相对恒生指数Beta的加权平均值0.60；无风险利率Rf为1年期HIBOR1.32%；市场风险利率RM取恒生指数近5年年化收益率13.49%。

根据以上假设可以导出，2017年初周黑鸭公司目标市盈率为18.40倍,价值7.80RMB/8.79HKD，考虑到流动性溢价，该模型结论与可比公司的相对估值结果较为匹配。

表 20：周黑鸭 DCF 模型预测（人民币百万元）

FCF	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
销售收入	3,168	4,003	4,674	5,515	6,508	7,484	8,607	9,468	10,415	11,248	11,810

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

同比增速	26.4%	16.8%	15.0%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%	2.0%	2.0%	0.0%
EBIT	1,129	1,326	1,446	1,786	2,054	2,157	2,265	2,378	2,426	2,474
同比增速	17.5%	9.0%	23.6%	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%	2.0%	2.0%	0.0%
营业利润率	35.6%	33.1%	30.9%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%	33.2%
EBIT(1-t)	847	995	1,084	1,340	1,541	1,618	1,699	1,783	1,819	1,856
+折旧摊销	59	106	135	135	135	135	135	135	135	135
-资本性支出	214	809	-	-	-	-	-	-	-	-
-净营运资本变化	85	-96	110	110	130	150	172	189	208	225
自由现金流	606	387	1,109	1,367	1,552	1,623	1,697	1,775	1,808	1,841
同比增速	-36.1%	186.5%	23.2%	13.5%	4.6%	4.6%	4.6%	1.8%	1.9%	0.0%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 21：周黑鸭 DCF 模型预测关键假设（人民币 百万元）

关键假设	结果
税率 t	25%
永续增长率	0%
16 年负债	718
16 年现金	698
股数	2,383,140,500
杠杆率	0
Beta	0.60
Rf	1.32%
RM	13.49%
WACC	8.60%

数据来源：广发证券发展研究中心

（三）投资建议

休闲卤制品行业是建立在传统卤制品行业之上，并直接受益消费升级的朝阳行业，卤鸭在休闲卤制品行业中是增速较快的品种。公司是卤鸭行业的龙头企业，相比于竞争对手，周黑鸭的品牌更为强势、盈利能力更强、渠道空间较大、食品安全风险小。我们看好公司未来数年在渠道的扩张和单店的表现，2016、2017和2018年的预测EPS分别为：0.3585元、0.4237元和0.4625元。由于周黑鸭IPO时未引入基石投资者，因此流动性上具有优势。综合考虑，首次覆盖给予其“买入评级”，目标价9.53港币，对应2017年预测EPS20倍，当前价格对应2017年约为15倍。

风险提示

1) 山寨产品和门店对周黑鸭品牌的侵蚀

据公司不完全统计，2016年1月全国范围内调查到的山寨周黑鸭门店就超过900家，超过公司的门店数量。历史上曾经发生过假冒周黑鸭门店销售含有非法添加剂的事件，对公司的品牌和声誉有负面影响。

2) 食品卫生问题对周黑鸭品牌的侵蚀

公司对食品安全及质量非常重视，使用自动化生产体系及质量控制标准、直营为主的模式、淘汰散装产品并采用主材料全程可溯源的方法防控风险，但无法保证该质量保证系统一直有效或者能及时发现系统缺陷。

资产负债表						利润表					
单位：人民币百万元						单位：人民币百万元					
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
非流动资产	425	549	705	1,409	1,276	营业收入	1,809	2,432	3,168	4,003	4,674
固定资产	297	395	542	1,104	973	营业成本	820	1,059	1,172	1,561	1,916
权益性投资	0	0	0	0	0	毛利	990	1,373	1,996	2,442	2,758
长期投资	0	0	0	0	0	其他经营收入	1	0	1	1	1
商誉及无形资产	4	7	16	36	32	营业开支	466	653	868	1,116	1,313
其他非流动资产	124	146	147	270	271	EBIT	524	720	1,129	1,326	1,446
流动资产	768	407	1,264	1,580	2,919	利息净损益	19	17	10	20	24
存货	66	134	65	192	102	非经营性损益	0	0	0	0	0
应收及预付	545	85	336	117	410	非经常项目损益	7	11	0	0	0
短期投资	85	100	100	100	100	税前利润	550	748	1,139	1,346	1,470
现金及现金等价	70	88	698	1,091	2,218	所得税	139	195	285	337	367
其他流动资产	2	1	66	80	89	少数股东损益	0	0	0	0	0
资产总计	1,192	956	1,969	2,989	4,195	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
流动负债	254	548	694	713	816	净利润	411	553	854	1,010	1,102
短期借款	0	0	0	0	0	优先股利及其他	0	0	0	0	0
应付及预收	117	143	264	211	251	归属普通股股东净利	411	553	854	1,010	1,102
其他流动负债	137	405	430	501	566	综合收益	411	560	854	1,010	1,102
流动净资产	514	-141	570	867	2,103	EBITDA	560	760	1,188	1,432	1,581
总资产减流动负	939	408	1,275	2,276	3,379	EPS(稀释)(元)	—	0.5527	0.3585	0.4237	0.4625
非流动负债	17	23	24	24	25	主要财务比率					
长期借款	0	0	0	0	0	至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
其他非流动负债	17	23	24	24	25	成长能力(%)					
负债总计	270	571	718	737	841	营业收入增长	48.6	34.4	30.3	26.4	16.8
总资产减总负债	922	385	1,251	2,252	3,354	营业利润增长	57.0	37.4	56.7	17.5	9.0
普通股股本	0	0	0	0	0	归属母公司净利润增	58.1	34.5	54.6	18.2	9.2
储备	922	377	1,242	2,252	3,354	获利能力(%)					
其他权益	0	8	9	0	0	毛利率	54.7	56.4	63.0	61.0	59.0
归属母公司权益	922	385	1,251	2,252	3,354	净利率	22.7	22.7	27.0	25.2	23.6
少数股东权益	0	0	0	0	0	ROE	13.6	13.4	21.6	23.7	44.6
股东权益合计	922	385	1,251	2,252	3,354	ROIC	45.9	179.1	152.9	85.7	95.4
现金流量表						偿债能力					
单位：人民币百万元						资产负债率(%)	22.7	59.7	36.5	24.7	20.0
至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	净负债比率(%)	-7.6	-22.8	-55.7	-48.4	-66.1
经营活动现金流	474	624	817	1,191	1,103	流动比率	3.0	0.7	1.8	2.2	3.6
净利润	411	553	854	1,010	1,102	速动比率	2.8	0.5	1.7	1.9	3.5
折旧摊销	36	40	59	106	135	营运能力					
营运资本变动	-7	26	-85	96	-110	总资产周转率(%)	185.3	226.4	216.6	161.5	130.1
其他	34	5	-11	-20	-24	应收账款周转率	350.19	444.89	456.25	521.43	608.33
投资活动现金流	-382	-283	-205	-790	23	存货周转率	13.26	10.58	11.80	12.17	13.04
资本支出	-108	-195	-214	-688	0	每股指标(CNY 元)					
投资活动	-295	-105	-1	-122	-1	每股收益	—	0.5527	0.3585	0.4237	0.4625
其他	21	17	10	20	24	每股经营现金流	—	0.62	0.34	0.50	0.46
筹资活动现金流	-64	-329	3	-8	2	每股净资产	—	0.38	0.53	0.94	1.41
债务融资	0	0	2	2	2	估值比率					
股权融资	0	147	0	0	0	P/E	—	—	19.47	16.48	15.09
股利派发	-64	-300	0	0	0	P/B	—	—	13.29	7.39	4.96
其他	0	-176	1	-9	0	EV/EBITDA	—	—	13.42	10.85	9.12
现金净增加额	27	19	615	393	1,127						
期初现金余额	37	64	82	698	1,091						
期末现金余额	64	82	698	1,091	2,218						

广发零售行业研究小组

欧亚菲：首席分析师，华南理工大学管理工程硕士，2000 年进入广发证券，2005 年开始从事零售行业研究。2014 年度新财富批零行业第三名，水晶球分析师第二名，金牛分析师第三名；2013 年度新财富批零行业第二名，金牛分析师第二名，水晶球奖第一名，第一财经分析师第一名；2012 年度新财富批零行业第二名、金牛分析师第二名；2011 年度新财富批零行业第三名，金牛分析师第三名，2009-2010 年度新财富批零行业第六名。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。