

周黑鸭 (01458.HK) 投资价值分析报告

烹好一只“丑小鸭”，飞向全国“美天鹅”

2017年1月20日

投资要点

- ❖ **公司概况：**品牌突出的休闲卤制品生产商及零售商。公司从事鸭及鸭副产品和素食等熟卤制品生产，主要通过自营门店和网络渠道进行销售，2013至2015年收入复合增速41.3%，净利润复合增速45.8%，增长迅猛。公司股权结构集中，创始人夫妇持股近60%，且成为精神领袖。
- ❖ **行业分析：**卤制品景气领先休闲食品，集中化、包装化、品牌化趋势显著。我国休闲食品2015年零售规模为7355亿元，CAGR5为12.9%，其中休闲卤制品增速居首位，CAGR5达17.6%。卤制品行业显示出集中化、包装化和品牌化三大趋势：CR3仅17.1%，提升空间大；包装VS非包装休闲卤制品前五年复合增速分别为29%VS15.6%，2015年非包装占比高达81%，替代空间大；品牌VS非品牌前五年复合增速分别为32.6%VS10.1%，2015年品牌占比46.2%，仍未及半。周黑鸭作为品牌包装休闲卤制品龙头，是板块景气度塔尖，预计可维持约30%增长。此外，薯片案例说明，从餐桌食品到休闲食品将大幅提高行业天花板，休闲卤制品该趋势已成。
- ❖ **行业格局：**三足鼎立，缘何单店收入及利润率笑傲行业？绝味、周黑鸭、煌上煌居休闲卤制品行业前三，2015年周黑鸭门店数667个，不足绝味10%，但单店收入365万元，近10倍于绝味，主要系直营/加盟模式带来结算价不同，且周黑鸭单价高，这也是公司毛利率高的主要原因（2016H1毛利率62.9%），另MAP定量包装提升单次购买数量和客单价。公司盈利能力强，毛利率、净利率约为绝味2倍，净利率高主要系毛利高基础上自营带来的租金和人力成本压力小，公司外带模式流转快，劳工/租赁成本占收入比重低。
- ❖ **公司分析：**产品为基、渠道织网、品牌加持。（1）**产品上：**口味独特是核心竞争力，客户粘性强，且专注鸭和鸭副产品识别度高；MAP锁鲜装保留口感并延长保质期、提升品牌形象，使得过去两年平均售价年均提升超10%，预计未来提价能力可持续。（2）**渠道上：**目前商圈占据销售终端80%以上，将加快交通枢纽布局，未来2-3年预计交通枢纽门店将提升至1/3，按目前火车站和机场规模测算预计有3500家门店空间，加之地铁布局空间巨大；区域上渠道剑指全国化，2015年华中收入占比69.3%，空白市场多，2016Q3武汉洪涝影响公司短期业绩，恢复弹性大；预计未来三年每年开店180-220家。（3）**产能上：**目前仅有两处产能，深圳租赁产能到期影响短期供给，公司规划以华中为中心陆续向华东、华南、华北、西南分区域融资建立五大基地，IPO募投产能建成后产能将达7.64万吨，翻番以上。（4）**营销上：**结合娱乐营销、话题营销、会员营销和线上线下互动等方式，打造“会娱乐更快乐”的品牌理念。
- ❖ **风险因素。**食品安全问题、口味偏好区域性制约、消费者偏好变化。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司ROE居港股食品板块第一，预测2016-2018年EPS为0.32/0.42/0.51元（单位RMB，对应0.36/0.48/0.58港元，2015年摊薄后EPSHKD0.26）。由于A股可比公司煌上煌、来伊份估值过高，缺乏可比性。以海外可比公司星巴克、85度C、面包新语为参考（2017年平均估值22倍），给予目标价HKD10.56元，首次覆盖给予“买入”评级。

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	2432	2831	3633	4422
增长率YoY%	34.38%	16.39%	28.33%	21.71%
净利润(百万)	553	764	1000	1212
增长率YoY%	34.52%	38.21%	30.84%	21.29%
每股收益(元)	0.23	0.32	0.42	0.51
毛利率%	56.45%	62.45%	62.84%	62.75%
净资产收益率%	143.58%	23.29%	26.45%	27.64%
P/E	29.66	21.46	16.40	13.52
P/B	42.59	5.00	4.34	3.74
EV/EBITDA	21.01	13.14	10.27	7.84

资料来源：中信量化投资分析系统，收盘价为2017年1月18日



中信证券
CITIC SECURITIES

买入（首次）

当前价：6.88 元

目标价：10.56 元

中信证券研究部

戴佳娴

电话：0755-23835428

邮件：dajiaxian@citics.com

执业证书编号：S1010516080004

陈梦瑶

电话：0755-23835390

邮件：chenmengyao@citics.com

执业证书编号：S1010514080005

主要数据

沪深300指数	3253.29 点
总股本/流通股本	824.1/810.7 百万股
近12月最高/最低价	42.92 元/14.56 元
近1月绝对涨幅	-8.45%
近6月绝对涨幅	0.46%
今年以来绝对涨幅	35.30%
12个月日均成交额	238.82 百万元

目录

公司概况：品牌突出的休闲卤制品生产商及零售商	1
行业分析：卤制品占据休闲食品景气塔尖	2
行业概况：卤制品子板块增速领先休闲食品	2
三大趋势：集中化、包装化、品牌化	3
驱动因素：增收入、拓渠道、新包装	5
以薯片为例：从餐桌食品到休闲食品，大幅提高行业天花板	7
行业格局：三足鼎立，黑鸭突围	8
对比：产品、经营模式、盈利模式、成本、区域	8
解析：什么带来了高单店收入和高利润率？	11
公司分析：产品为基、渠道织网、品牌加持	12
产品：做好一种口味一只鸭，包装升级提质量	12
渠道：商圈&交通枢纽，线上&线下，老市场&空白市场	14
产能：剑指全国，募投拓张	17
营销：会娱乐更快乐	18
财务分析：ROE 位居港股食品饮料板块第一	21
风险因素	23
盈利预测	23
关键假设	23
盈利预测及估值	24

插图目录

图 1: 2012-2015 年公司营业收入快速提高	1
图 2: 2012-2015 年公司净利润增速强劲	1
图 3: 2015 年卤鸭及鸭副占公司主营收入比约为 91%	1
图 4: 公司发行后股权结构	2
图 5: 2010-2015 中国休闲食品行业零售价值及增速变化（单位：亿元）	3
图 6: 2015 年中国休闲食品子板块市场份额占比	3
图 7: 2010-2015 中国休闲食品子板块市场份额复合增长率	3
图 8: 2010-2015 中国休闲卤制品行业零售价值及增速变化图（单位：亿元）	4
图 9: 包装/无包装休闲卤制品市场价值图（单位：亿元）	4
图 10: 品牌/非品牌休闲卤制品的市场价值图（单位：亿元）	4
图 11: 2000-2015 年中国城镇化率逐年提高	5
图 12: 2000-2015 年中国城乡居民人均收入及增长变化图（单位：元）	5
图 13: 2011-2015 年全国民用定期航班通航机场数	6
图 14: 2011-2015 年国内/国际航线旅客吞吐量（单位：万人）	6
图 15: 2006-2015 年全国影院数量及增长变化图	6
图 16: 休闲卤制品不同零售渠道市场价值图（单位：亿元）	6
图 17: 2010-2015 休闲卤制品不同零售渠道市场价值复合增长率	6
图 18: 2002-2015 年中美薯片市场规模（单位：百万美元）	7
图 19: 薯片包装及形状创新	8
图 20: 绝味系列产品一览	9
图 21: 周黑鸭系列产品一览	9
图 22: 煌上煌部分产品一览	9
图 23: 三家休闲卤制品企业毛利率比较	10
图 24: 三家休闲卤制品企业净利率比较	10
图 25: 鸭及鸭副产品提价能力强	12
图 26: 2015 年公司各主营业务占比	12
图 27: 周黑鸭包装产品占比逐年增加	13
图 28: 周黑鸭大单品介绍	13
图 29: 五大主要成本维持稳定	14
图 30: 2016H1 费用有所下降	14
图 31: 各地区门店数（个）	15
图 32: 各地区门店收益（千元）	15
图 33: 周黑鸭门店分布	15
图 34: 单店收益分地区(单位：千元)	16
图 35: 单店收入与资本开支（单位：千元）	16
图 36: 直营模式、线上、分销模式的销售收入占比	16
图 37: 周黑鸭网络商城	17
图 38: 双十一休闲食品销售额对比（单位：亿元）	17
图 39: 周黑鸭线上销售占比	17

图 40: 周黑鸭百度搜索指数.....	19
图 41: 周黑鸭发布打假悬赏.....	19
图 42: 周黑鸭新生报道活动.....	20
图 43: 周黑鸭会员卡存入预付款项（百万元）.....	20
图 44: 阿里指数卤味零食搜索词排行榜.....	21
图 45: 公司营业收入高速增长.....	22
图 46: 公司净利提升迅速.....	22
图 47: 香港食品饮料行业上市公司 ROE 对比.....	22
图 48: MPA 产品周转天数呈上升趋势.....	22
图 49: 真空产品周转天数较为稳定.....	22

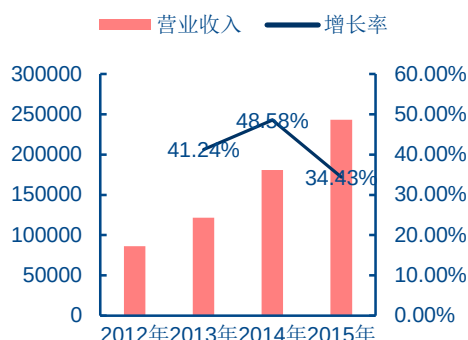
表格目录

表 1: 本次发行前后公司股权结构对比.....	2
表 2: 不同包装方式特征比较.....	7
表 3: 2010 年前后薯片品牌营销.....	8
表 4: 2010 年前后乐事薯片口味.....	8
表 5: 2015 年三家休闲卤制品企业营业收入、毛利润、净利润比较（亿元）.....	8
表 6: 2015 年三家休闲卤制品企业门店数目及单店销售额.....	9
表 7: 绝味直营和加盟模式比较.....	10
表 8: 2015 年绝味对加盟商的折扣方式.....	10
表 9: 2015 年三家休闲卤制品生产成本对比.....	11
表 10: 2015 年三家休闲卤制品主要销售区域及产品.....	11
表 11: 2015 年公司产能情况.....	18
表 12: 新增产能及建设工期情况.....	18
表 13: 周黑鸭收入成本预测（万元）.....	24
表 14: 可比公司估值表.....	25

公司概况：品牌突出的休闲卤制品生产商及零售商

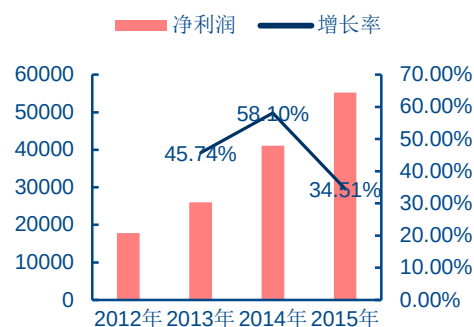
具有品牌优势的主流大型休闲卤制食品生产商及零售商。公司主营业务是从事鸭类、鹅类、鸭副产品和素食产品等熟卤制品生产，主要通过自营门店和网络渠道进行销售。公司的主要产品包括卤鸭及鸭副、卤制红肉、卤制蔬菜产品及其他卤制家禽，其中核心产品为卤鸭及鸭副，包括整鸭、鸭头、鸭肝、鸭胗、鸭脖子、鸭翅、鸭掌、鸭肠、鸭锁骨等。2015 年实现总销售收入 24.32 亿元，卤鸭及鸭副销售额占比约 91%。核心产品在年轻消费群体中具有很强的竞争力，公司经营业绩增长迅速，盈利能力快速提升，2013 年至 2015 年，公司营业收入年复合增长率为 41.3%，净利润年复合增长率为 45.8%。

图 1：2012-2015 年公司营业收入快速提高



资料来源：公司招股说明书等，中信证券研究部

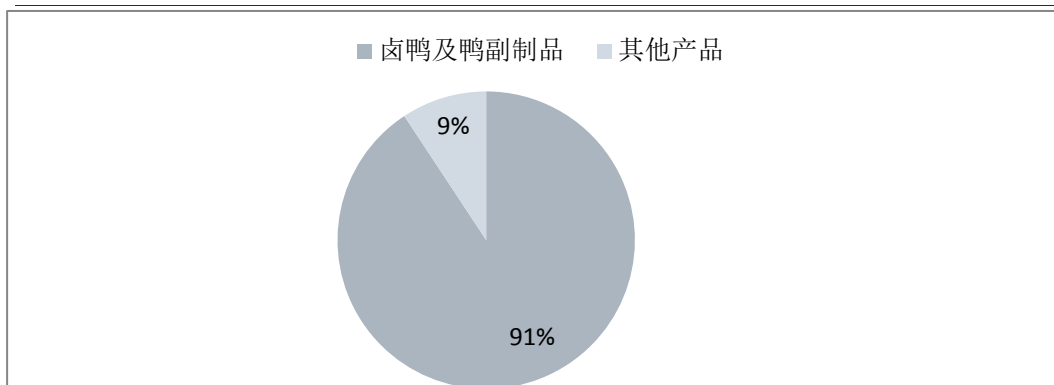
图 2：2012-2015 年公司净利润增速强劲



资料来源：公司招股说明书等，中信证券研究部

独特口味锻造产品力，商圈枢纽建立渠道力，娱乐营销强化品牌力。公司营业收入主要来源于主导产品卤鸭及鸭副，目前收入结构稳定。公司专注于鸭类产品，口感独特粘性高，且最早采用了标准化的锁鲜盒装，不同于传统的散装产品，易于保存，方便携带，口感标准化高且优质，深得年轻消费群体喜爱。公司着眼于将产品定位于年轻化休闲食品而非餐桌食品，拥有业内最高的认可度（多用户网站评分第一，售价最高），加之公司坚持直营渠道，门店多开设在人流量大、消费能力强的商圈和交通枢纽，统一门店风格强化了品牌形象。此外，公司注重“会娱乐更快乐”的营销思路，结合多元营销丰满品牌形象。独特口味锻造产品力，商圈枢纽建立渠道力，娱乐营销强化品牌力，三大优势带动公司销售收入持续增长。

图 3：2015 年卤鸭及鸭副占公司主营收入比约为 91%

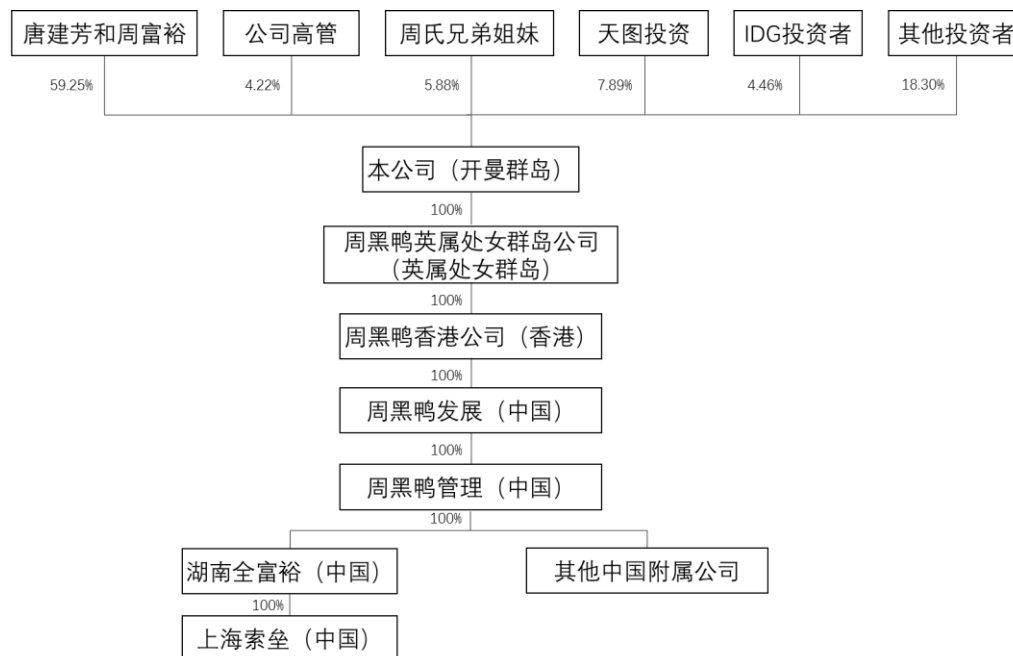


资料来源：招股说明书，中信证券研究部

股权结构集中，创始人作为精神领袖地位高。公司本次发行前总股本为 18.95 亿股，IPO 发行新股数量为 4.24 亿股，IPO 发行股票数量占发行后总股本的比例为 18.3%。公司实际控制人为自然人唐建芳、周富裕，持有发行后总股本的 59.25%，其中唐建芳和周富裕为夫

妻关系。公司创始人周富裕在企业中已成精神领袖，主要精力用于产品和营销，公司运营由朱于龙等牵头负责，管理层颇具影响力，使得企业文化、凝聚力突出。

图 4：公司发行后股权结构



资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 1：本次发行前后公司股权结构对比

股东名称及股份类别	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	股数（万股）	所占比例	股数（万股）	所占比例
一、发行人的前五名股东	189,500	100%	189,500	81.70%
唐建芳和周富裕	129,902	68.55%	137,425	59.25%
天图投资	18,287	9.65%	18,301	7.89%
公司高管	17,320	9.14%	9,791	4.22%
周氏兄弟姐妹	13,644	7.20%	13,644	5.88%
IDG 投资者	10,347	5.46%	10,345	4.46%
二、本次发行流通股	-	-	42,447	18.30%
合计	189,500	100%	231,947	100%

资料来源：公司招股说明书等，中信证券研究部

行业分析：卤制品占据休闲食品景气塔尖

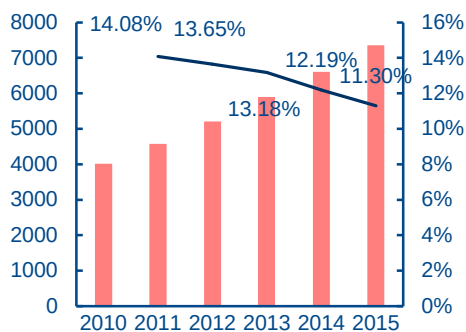
行业概况：卤制品子板块增速领先休闲食品

休闲食品量和质均受益于消费升级。休闲食品一般分为休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干等。随着人均可支配收入的增加，消费升级成为主流趋势，在食品方面表现为从温饱转向更营养、更健康、更丰富、更多元、更高端，其中休闲食品更是从量和质上全面受益。加之现代人生活压力大、节奏快，休闲零食甚至在一定场景具有代替正餐的作用。

我国休闲食品维持 10%-15% 增长，糖果蜜饯占比高。Frost&Sullivan 数据显示，2010 年，我国休闲食品市场的规模为 4014 亿元，此后进入一个高速发展期，5 年间复合增长率达 12.9%。零售额在 2015 年突破 7000 亿大关，达 7355 亿元。我国的休闲食品主要子板块

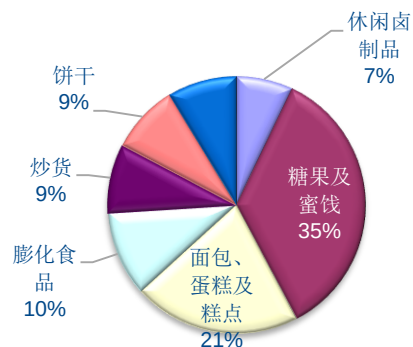
的类目与我国的饮食习惯及文化相适应，受制于储存条件及食用便利程度，糖果及蜜饯占比最大，2015 年占比 35%；面包、蛋糕及糕点类排名第二占比 21%；膨化食品排名第三占比 10%。

图 5：2010-2015 中国休闲食品行业零售价值及增速变化（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

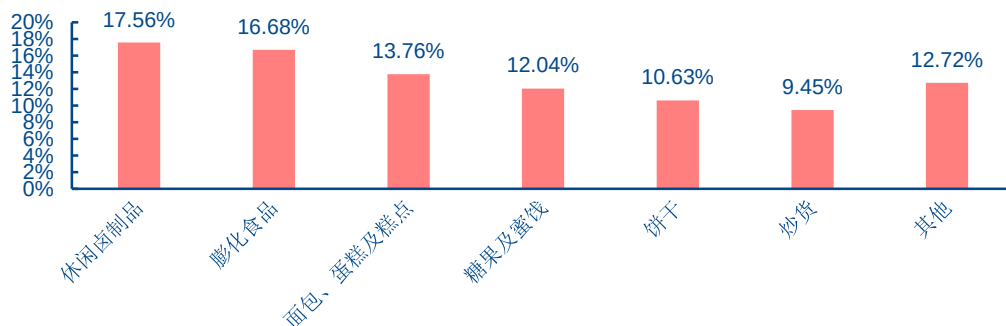
图 6：2015 年中国休闲食品子板块市场份额占比



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

2010 年至 2015 年休闲卤制品市场规模复合增长达 17.56%，增速位列休闲食品首位。数据显示，我国休闲卤制品行业的市场价值，从 2010 年的 232 亿元，经过 5 年的快速发展于 2015 年已增加至 521 亿元，复合增长率达 17.6%，超过了休闲食品行业的平均增长速度 12.9%。同比增长一直维持在两位数，近两年保持在接近 20% 的增长速度。膨化食品的市场规模 5 年复合增长率位居第二，达 16.68%，市场规模最大的糖果及蜜饯，其 5 年复合增长率仅 12.04%。

图 7：2010-2015 中国休闲食品子板块市场份额复合增长率



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

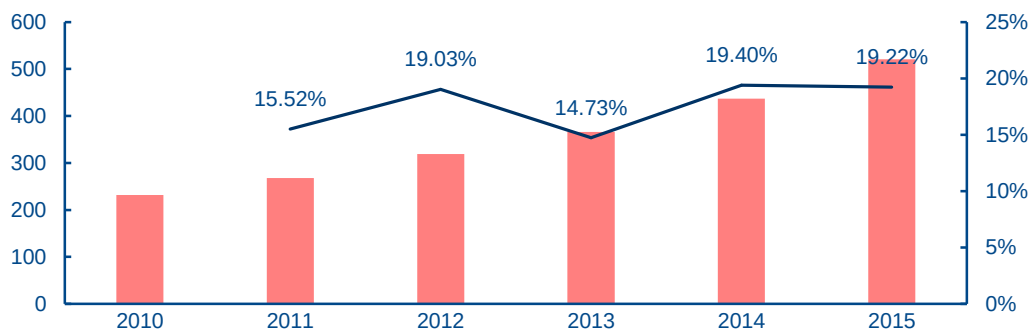
三大趋势：集中化、包装化、品牌化

中国卤制品起源于战国，标准化后打开行业空间。卤制品在我国历史悠久，起源最早可以追溯到战国时期的名菜“露鸡”。后《齐民要术》中详细介绍了“露鸡”的制作方法——“绿肉法”，是卤味的鼻祖。明清时期，卤水的材料和配方相对统一和固定下来，卤味也成为了一种正式的食品制作方法。其主要材料是家禽、家畜的肉和内脏，以及一些蔬菜，将这些食材浸入事先调制好并烧开的卤水中，利用小火熬制，使卤味浸入原材料中，并达到色、香、味俱全的效果。卤味的最大特点是“热做冷吃”，香浓美味。经过历史的演变，逐渐形成了具有地方特色的卤味，各种品牌卤制品店层出不穷，并逐渐发展，着力打造品牌形象，抢占休闲卤制品市场份额。随着工业技术的发展和现代化革新，卤制品行业已经由原来的路边作坊式转变为自动化、标准化的生产方式，以求味道美味且统一、质量和卫生达标。在人

们生活节奏加快，饮食习惯发生改变的情况下，卤味已经由各户人家的传统餐桌产品走向人们的休闲时光。

从整个休闲卤制品市场格局看，CR3 为 17.1%，CR5 为 21%，集中趋势显著。截至 2016 年 6 月，中国全部拥有自营门店的休闲卤制品生产商中，CR10 为 69.76%。整个休闲卤制品市场中，市场占有率最大的三家休闲卤制品品牌第一为绝味，其零售价值占 8.9%；周黑鸭排名第二位 5.5%，煌上煌排名第三为 2.7%，品牌化和集中化趋势明显。

图 8: 2010-2015 中国休闲卤制品行业零售价值及增速变化图（单位：亿元）

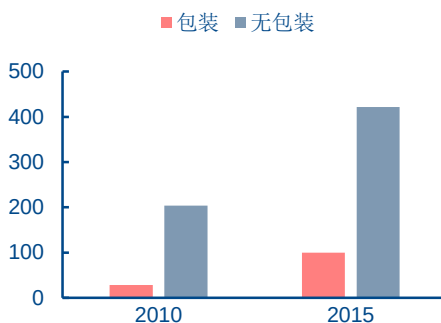


资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

从包装分类看，包装休闲卤制品抢占无包装休闲卤制品市场份额的趋势已成。休闲卤制品从包装来看，可划分为包装和无包装两类。虽然无包装的散装卤制品目前 2015 年的市场份额仍达 81%，但 2010 年到 2015 年的复合增长率为 15.6%，远低于包装休闲卤制品的同期复合增长率 29%。包装休闲卤制品的快速发展正抢占着无包装休闲卤制品的市场份额，占比由 2010 年的 12% 上升至 2015 年的 19.2%。这种增长源自于卫生意识逐渐增强，对食品的包装提出了较高的需求，倒逼了食品包装技术的革新。

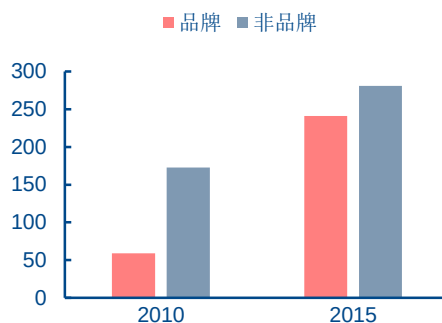
目前市面上卤制品包装主要分为两类：真空包装及 MAP 气调包装。真空包装是指将包装物中的空气全部抽出，进行密封，其目的是减少与食物接触的氧气含量，抑制微生物的生长来达到防止食物腐化变质，以便延长食物的保存时间并力求色香味的保持。但是因真空包装不能抑制厌氧细菌和酶反应引发食物变质，还需其他方式进行辅助，例如高温杀菌等，因此会在一定程度上破坏食物的口感。MAP 即为充气包装，使用具有气体阻隔性的包装材料，降低包装内的氧气含量，以氮气进行替代，同样达到抑制微生物的生长来达到防止食物腐化变质的目的，相对于真空包装而言，因为整个过程中没有采取高温，能最大限度地保存卤制品的口感。

图 9: 包装/无包装休闲卤制品市场价值图（单位：亿元）



资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

图 10: 品牌/非品牌休闲卤制品的市场价值图（单位：亿元）



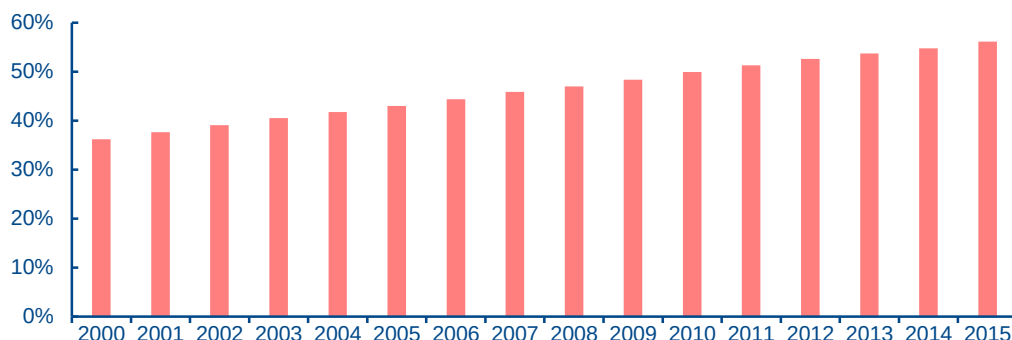
资料来源：Frost&Sullivan，中信证券研究部

从品牌和非品牌来看，品牌休闲卤制品更受青睐，占比提升快已近半。从品牌角度进行市场区分，可将休闲卤制品划分为品牌和非品牌。一般人们认为品牌产品的质量更有保障，维权更加方便，因此人们更倾向于品牌产品。此外随着消费升级，人们更加青睐品牌产品，对品牌价值的认同感增强，对品牌附加值的要求也逐渐上升。非品牌的休闲卤制品的零售价值从 2010 年的 173 亿上升到 281 亿，5 年间的复合增长率为 10.1%，低于卤制品行业平均增长速度。品牌的休闲卤制品的零售价值从 2010 年的 59 亿上升到 241 亿，5 年间的复合增长率为 32.6%，远高于卤制品行业平均增长速度，市场份额由 25.4% 上升至 46.2%，接近半壁江山。

驱动因素：增收入、拓渠道、新包装

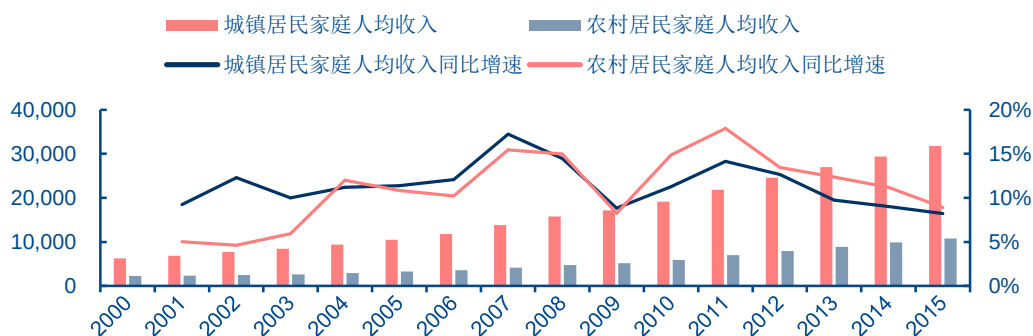
人均收入水平及城镇化率提高，大众消费升级成为卤制品行业创造了较大的增长空间。中国推行的农村城镇化建设效果显著，2000 年起城镇化率逐年稳步上升，2015 年城镇化率已经达到 56%，未来增长趋势可观。从 2000 年起，我国人均收入水平逐年上升，城镇居民人均收入仍远高于农村居民，但农村居民家庭人均收入增速于 2009 年开始保持高于城镇居民的高速复合增长。随着居民生活条件的改善，消费者购买能力增强，休闲食品已经从原来的小众“昂贵”的消费品变为现在的大众快速消费品。整体消费能力的增强会带来巨大的农村市场，城镇化率的提高会带来稳定的增量。

图 11：2000-2015 年中国城镇化率逐年提高



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：2000-2015 年中国城乡居民人均收入及增长变化图（单位：元）

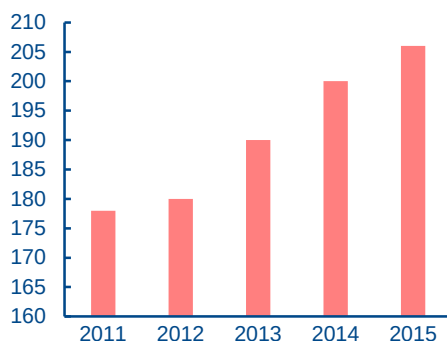


资料来源：Wind，中信证券研究部

销售渠道的拓宽，推动了休闲卤制品行业的进一步发展。交通枢纽、商圈、电影院等休闲场所的增加，将休闲卤制品的销售和休闲群体紧密相连，为休闲卤制品行业带来了巨大的流量；入驻连锁便利店，网购规模增加为休闲卤制行业带来可观的增量。截至 2015 年 12 月 31 日，中国已建成 200 个机场及 2000 个火车站，且在 20 多个城市成立建立了地铁系统，全国有 300 个城市建立了高铁站，铁路及机场的客运总量分别达 25 亿及 8.29 亿人次。据国

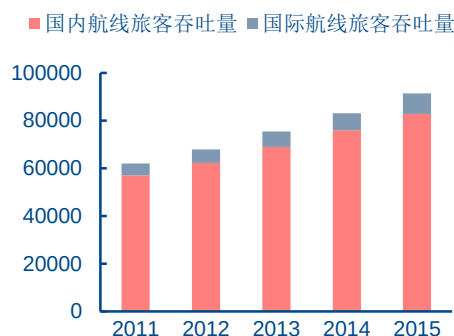
家新闻出版广电总局电影局通报, 2015 年我国年度电影票房达 441 亿元, 同比增长 48.7%, 全年城市观影人数达 12.6 亿人次, 同比增长 51.08%, 截至 2015 年底, 全国影院数达 6148 家。

图 13: 2011-2015 年全国民用定期航班通航机场数



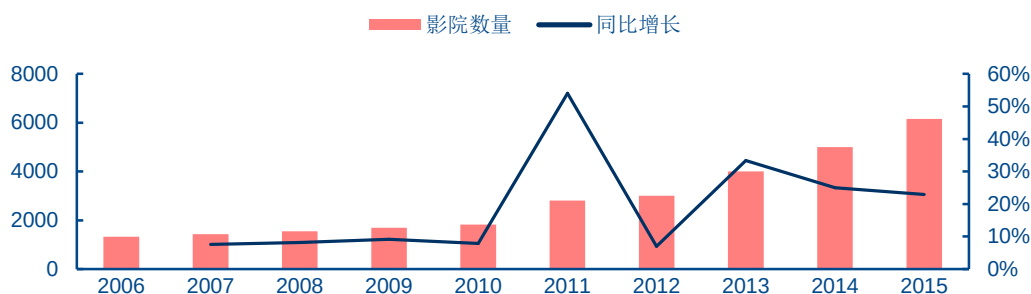
资料来源: 中国民用航空局, 中信证券研究部

图 14: 2011-2015 年国内/国际航线旅客吞吐量 (单位: 万人)



资料来源: 中国民用航空局, 中信证券研究部

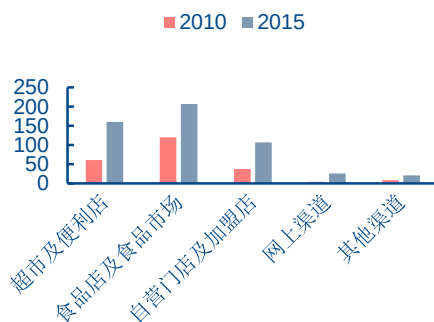
图 15: 2006-2015 年全国影院数量及增长变化图



资料来源: 中国产业信息网, 中信证券研究部

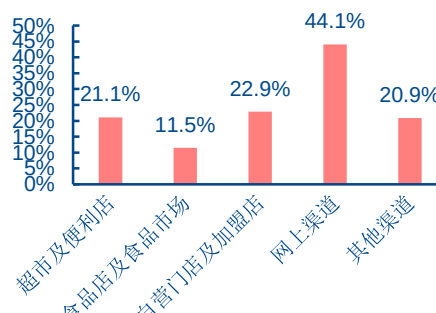
除了传统自营门店及加盟店以外, 休闲卤制品零售增长最为亮眼的渠道为网上渠道。2010 到 2015 年间的复合增长率达 44.1%, 远远超过行业平均增长率。而自营门店及加盟店的扩张, 也给零售增长带来了可观的效应, 增长达 22.9%。随着人们对消费环境的要求提高, 超市及便利店等新兴的购货渠道也受到年轻一代的青睐, 复合增长率为 21.1%, 其物流和配送的特点是小批量和快速, 能够满足人们最后一公里的购物需要。

图 16: 休闲卤制品不同零售渠道市场价值图 (单位: 亿元)



资料来源: Frost&Sullivan, 中信证券研究部

图 17: 2010-2015 休闲卤制品不同零售渠道市场价值复合增长率



资料来源: Frost&Sullivan, 中信证券研究部

包装工艺及物流的提升，为休闲卤制品规模化发展提供基础保障。随着包装工艺的提升，真空包装产品可以保持 90-180 天的保质期，保证休闲卤制品的长途运输质量，拓展了休闲卤制品的配送半径和覆盖范围。但真空包装对口感上有一定损失，MAP 包装达到了折中效果，延长保质期至 7 天，同时保持新鲜无损的口感。真空包装和 MAP 包装契合不同需求，扩展了休闲卤制品的客群及渠道覆盖范围。

表 2：不同包装方式特征比较

	保质期	特点	口感指数	覆盖半径
散装	1-3 天	无需特殊包装	★★★★★	★★
MAP 包装	7 天	气体隔绝材料，用氮气替代氧气	★★★★★	★★★★
真空颗粒包装	90 天	真空后需高温灭菌	★★★	★★★★★
真空休闲包装	180 天	真空后需高温灭菌	★★	★★★★★

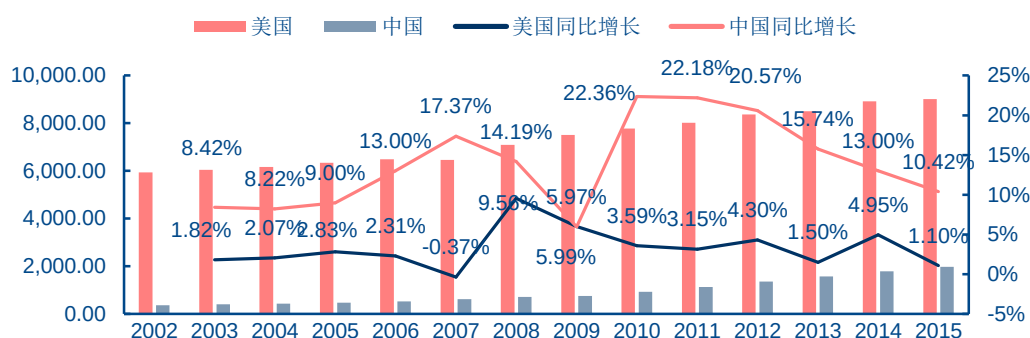
资料来源：中信证券研究部

以薯片为例：从餐桌食品到休闲食品，大幅提高行业天花板

从马铃薯到薯片，从美国到中国。马铃薯原为餐桌食品，1853 厨师乔治被顾客要求制作不同于一般马铃薯片厚度的薯片，由此风靡新英格兰。20 世纪 20 年代马铃薯削片机发明，使得薯片的制作由小作坊变成大规模、大销量的零食。乐事薯片是第一个成功市场化的美国品牌，1960 年后在全球流行开来。在中国的湖南湘西地区，很久以前就有将马铃薯切成薄片，并油炸后当做菜肴或者零食的历史，但是并没有发展成为具有一定规模的零食种类。1993 年，乐事进入中国市场，将餐桌食品转化为标准化休闲零食，促进了薯片行业在中国的发展，诞生了本土品牌可比克等。

我国薯片市场增长快速，2010 年后复合增速 16%。中国薯片市场从 2003 年开始保持相对稳定增长，同增约 8%到 9%，2006 年到 2008 年增长提速，同增 13%到 18%，2009 年因金融危机余威增速放缓，仅 5.97%，2010 年后进入爆发式的增长，增速达 22.36%并连续三年增速维持在 20%以上。2010 年中国薯片市场规模为 927.5 百万美元，到 2015 年的 1972.9 百万美元，5 复合增长率达 16.29%。虽然中美日常饮食结构存在差距，但是薯片这类舶来休闲食品行业间的差距正在缩小，据 Euromonitor 预测，2020 年我国薯片市场规模将达 35.7 亿美元。

图 18：2002-2015 年中美薯片市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部

2010 年开始的薯片行业的爆发式增长，主要来自于营销手段的成功以及口味和包装的创新，MAP 包装给卤制品带来的变革预期也有望带来类似效应。品牌塑造上，定位年轻消费群体作为主要客群，分析年轻人偏好，邀请年轻消费群体关注的明星作为代言人，将品牌理念与明星特质相结合；此外薯片通过广告打造自有品牌理念，突出“快乐”等品牌要素。从口味上面，市场从单一的原味逐渐丰富，包装及薯片外形也在推陈出新。多种调料味例如孜然、香辣口味开始流行，品客率先推出的番茄味在市场上引发好评，各家品牌开始力求创

新，结合地域风情及消费者需求，推出如日式照烧猪排、北京烤鸭、及带来清爽的黄瓜味薯片，让消费者有更多选择。包装上面，除了传统的袋装，新的便携桶装，桶带抽屉，六角纸盒装可以避免消费者的审美疲劳且方便携带，带来了新的购买浪潮，MAP 包装给卤制品带来的变革预期也有望带来类似效应。

表 3：2010 年前后薯片品牌营销

品牌名	营销方式
可比克	代言人：周杰伦；广告语：快乐每一刻，我的可比克！；人人网《开心农场》种植植入
盼盼艾比利	广告语：快乐我定义，薯片就是艾比利！
乐事	推出“100%纯天然”马铃薯理念；
好丽友薯愿	推出非油炸，烘焙风情薯类食品

资料来源：中信证券研究部

表 4：2010 年前后乐事薯片口味

包装	口味
罐装	原味、泰式香叶鸡、香葱、韩式泡菜、红烧肉、菠萝咕嚕肉、海鲜、培根、熏肉等
袋装	原味、意大利红烩、德克萨斯烧烤、番茄、鲜烤蟹、芝士、脆皮乳猪等
其他口味	咕嚕肉，鸡汁番茄，墨西哥烤肉，美国鸡翅，北京烤鸭，香辣蟹寿司，五香鱼，冰凉薄荷，清怡黄瓜等

资料来源：中信证券研究部整理

图 19：薯片包装及形状创新



乐事袋装乐事桶装薯愿六角纸盒装妙脆角三角薯片波浪形薯片

资料来源：公司官网，中信证券研究部

行业格局：三足鼎立，黑鸭突围

对比：产品、经营模式、盈利模式、成本、区域

绝味、周黑鸭、煌上煌三强分立，休闲卤制品企业 CR5 为 21%。截至 2016 年 6 月，按零售总值划分的中国休闲卤制品生产企业 CR5 为 21%。以 2015 年营业收入及门店数目来看，绝味、周黑鸭、煌上煌位居前三，其中 2015 年绝味营收 29.21 亿元，周黑鸭全年营收 24.32 亿，煌上煌全年营收 11.51 亿。从净利润上，周黑鸭以 5.53 亿元排名第一，高于绝味和煌上煌的 3 亿元及 0.65 亿元。

表 5：2015 年三家休闲卤制品企业营业收入、毛利润、净利润比较（亿元）

	营业收入	毛利润	净利润
绝味食品	29.21	3.87	3
周黑鸭	24.32	13.73	5.53
煌上煌	11.51	0.83	0.65

资料来源：Wind，中信证券研究部

产品对比：绝味、煌上煌种类丰富，周黑鸭专注鸭系列。绝味卤制食品主要分为两类：一类是以鸭、鸡、猪等禽畜为原料的休闲卤制肉制品；另一类是以毛豆、萝卜、花生等为原料的休闲卤制素食品，已经形成了鲜货产品和包装产品两大产品群，其中鲜货产品包括“招牌风味”等 5 个系列；包装产品包括“简装系列”等 3 个系列，共计 58 个产品。2015 年核心产品鸭脖占主营业务收入的 36.48%，鸭锁骨和鸭掌分别占 10.02%和 9.8%，核心产品集

中度较高；周黑鸭主要分为锁鲜盒、休闲零食、风味酱料、礼盒四个系列共 43 个产品，更加专注于鸭子的细分加工品类，以丰富的产品线及包装特色迎合不同消费场景下的需求，多元化产品形成合力；煌上煌主要分为鲜货产品、真空产品、礼盒等三个系列，目前主要销售的是鲜货产品和包装产品，共 23 个品类。

图 20：绝味系列产品一览



招牌鸭脖招牌鸭翅招牌藕片招牌毛豆

资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 21：周黑鸭系列产品一览



锁鲜休闲卤制品酱料礼盒

资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 22：煌上煌部分产品一览



腊香鸭排香卤鸭腿豆油皮香卤猪手

资料来源：公司官网，中信证券研究部

经营模式：周黑鸭主推直营模式，绝味及煌上煌以加盟模式为主。三家企业所选取的经营模式不同：周黑鸭以直营模式为主，而绝味和煌上煌在营销渠道上以加盟为主。加盟模式中，通过向加盟商收取加盟费、管理费、保证金等，即可建新店，因此加盟店往往更易于快速铺开；而直营模式中，每一家店面的所有费用都需要自行承担，建店成本高，因此拓展速度和数量不及加盟模式。这也导致了三家企业的门店数存在巨大的差异，以 2015 年为例，绝味、周黑鸭及煌上煌的总门店数量分别为 7172、667 及 2300 间，但周黑鸭的自营店数目 641 间 5 倍于绝味，后者 2015 年直营门店收入占比总收入仅为 6.07%。

表 6：2015 年三家休闲卤制品企业门店数目及单店销售额

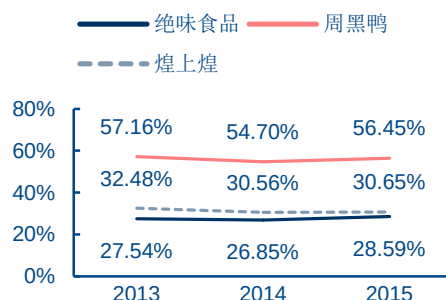
	门店数目	自营店数目	加盟店数目	单店销售额（万元）
绝味食品	7172	128	7044	40.73
周黑鸭	667	641	26	364.62
煌上煌	2300	—	—	50.05

资料来源：招股说明书，中信证券研究部

盈利模式：直营模式盈利能力优，周黑鸭毛利率、净利率约为绝味 2 倍。盈利能力的差异来自于直营和加盟模式的不同，加盟模式下，公司先将产品折价卖给加盟商，赚取自工厂销售至加盟商中间的利润，为鼓励加盟商，公司会进行各类折扣让利行为，因此在增加扩张

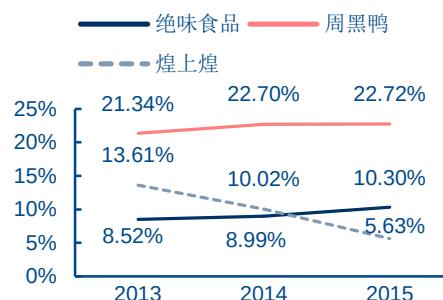
速度的同时，会削弱公司的净利润；直营模式下，公司通过自营门店直接将产品销售给顾客，赚取从工厂到门店到顾客的所有利润。虽然周黑鸭开店成本相对更高，但据招股书中披露，其新开自营门店的收支平衡期约 1 到 2 个月，新开自营门店的投资回收期为 2 到 6 个月。从盈利来看，周黑鸭门店数仅绝味的不到十分之一，2015 年营业收入占绝味的 83%，毛利润、净利润约为绝味的 2 倍。因此周黑鸭的毛利率和净利率占据绝对优势，2015 年毛利率达 56.45%，净利率达 22.72%。煌上煌和绝味的模式类似，都是以加盟为主，但煌上煌的毛利率一直高于绝味，原因在于煌上煌已经进军产业上游，如家禽养殖和屠宰加工，来完善产业链，降低成本。

图 23：三家休闲卤制品企业毛利率比较



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：三家休闲卤制品企业净利率比较



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 7：绝味直营和加盟模式比较

	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：绝味招股说明书，中信证券研究部

表 8：2015 年绝味对加盟商的折扣方式

	折扣内容	折扣条件
开业折扣	开业前三天对加盟商采取的折扣，折扣为 5-8 折	新开业或重新装修后新开业
活动折扣	对加盟商采取的一定折扣	提高市场竞争力，争取加盟商进行促销推广或者新品推广
大客户折扣	折扣期一般为 3-10 天，折扣力度为不含税进货额的 0.2%-2%	对公司销售有重大贡献的大加盟商
品牌建设折扣	开业前三个月按该加盟店不含税进货额的 5%-30%进行折扣	支撑高势能门店运营过程中产生的亏损

资料来源：绝味招股说明书，中信证券研究部

成本对比：周黑鸭材料成本和人工费用均高于竞争对手，成本有压缩空间。周黑鸭 90% 的产品是卤鸭及鸭副，而绝味与煌上煌还销售相当数量的卤制素食品，所以单位原材料成本最高，加上周黑鸭 MAP 包装成本为每盒 0.57 元，加之充入氮气的成本，吨成本 3 万元，明显高于绝味和煌上煌散装产品，而煌上煌还布局上游产业链，材料成本更低。周黑鸭在三家之中拥有最高的平均工资，平均人工吨成本为 2307 元，是其他两家的 3 倍，人工费用远高于竞争对手。总体来说，周黑鸭的成本有进一步压缩的空间。

表 9：2015 年三家休闲卤制品生产成本对比

	平均材料费用（元/吨）	平均人工费用（元/吨）	平均制造费用（元/吨）
周黑鸭	30,230	2,307	2,055
绝味	20,553	782	3,058
煌上煌	13,834	753	1,142

资料来源：周黑鸭招股说明书，中信证券研究部

区域布局：绝味覆盖广，周黑鸭、煌上煌区域性强。绝味销售区域覆盖全国 28 个省、自治区和直辖市；周黑鸭主要市场份额在湖北，品牌形象鲜明，主要覆盖中国 12 个省份及直辖市的 40 个城市及网上渠道。煌上煌同样以加盟模式为主，在江西、广东、福建等地区拥有较高的知名度和市场占有率，产品特色更偏向于餐桌食品，一般作为佐餐消费。

表 10：2015 年三家休闲卤制品主要销售区域及产品

	销售区域	主要产品
绝味食品	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
周黑鸭	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
煌上煌	江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南、天津和江苏等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等 酱卤肉制品、豆制品、素食 凉菜等佐餐凉菜

资料来源：招股说明书，中信证券研究部

解析：什么带来了高单店收入和高利润率？

周黑鸭的单店收入缘何十倍于对手？单店收入方面，绝味单店年销售额仅 40.73 万元，煌上煌 50.05 万元，而周黑鸭单店全年销售额则高达 365 万元，即 1 天 1 万元，假设一盒 30 元，假设平均每家店营业 12 小时，即每 2.2 分钟卖一盒。由于周黑鸭采取 MAP 定量包装，人均购买量为 2-3 盒以确保口味多样性，故只需 5.5 分钟有一位客户光顾即可，且交通枢纽的新开店人流更为密集，该数据符合情理。第二，单店收入差距巨大主要是因为绝味和煌上煌以加盟为主，周黑鸭采取直营，前者结算价为公司给经销商的批发价，后者结算价是终端价；此外，单店收入高归因于周黑鸭客单价高，MAP 锁鲜装固定克重，使得消费者若想尝试更多口味则需要按盒购买，与散装散称不同，带来客单价提升，MAP 包装虽门槛不高，但若品牌力和产品力不足则无法消化 MAP 定量包装带来的高客单价，可能损失客户，这也形成了隐性门槛，使得塔尖上的周黑鸭独享之。此外，公司鸭及鸭副产品 2014-2016 年单价提升 10.5%/14.5%/10%，预计后续提价能力可持续。

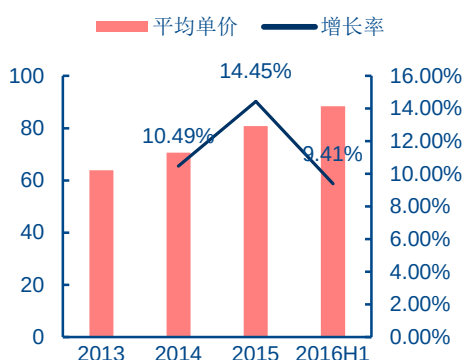
周黑鸭的毛利率和净利率为何是绝味的两倍？毛利率方面，2016H1 周黑鸭毛利率 62.9%，是竞争对手的两倍以上，这主要基于两方面的原因：第一，周黑鸭直营模式使其毛利计算为终端价减出厂价，而竞争对手加盟为主，毛利计算为批发价减出厂价；第二，周黑鸭单价最高，单价 77 元/千克，其中鸭及鸭副产品单价 81 元/千克，远高于竞争对手，绝味单价为 34 元/千克。净利率方面，周黑鸭直营模式带来租赁和人工成本的上升，但由于周黑鸭主要为外带食品，因此更类同于星巴克模式，流转快，分摊租赁及人工成本，劳工成本占收入 2.7%、租赁成本计算在其他成本中，其他成本总计占收入 1.97%，新开自营店收支平衡期一般仅需 1-2 个月，投资回收期 2-6 个月，因此费用上虽因自营带来劳工和租赁成本增长，但影响不大，2016H1 净利率 27.4%，亦为竞争对手两倍以上。2016H1 毛利率上升 6.2pcts，净利率上升 4.4pcts，主要系产品提价和低价原料采购带来。

公司分析：产品为基、渠道织网、品牌加持

产品：做好一种口味一只鸭，包装升级提质量

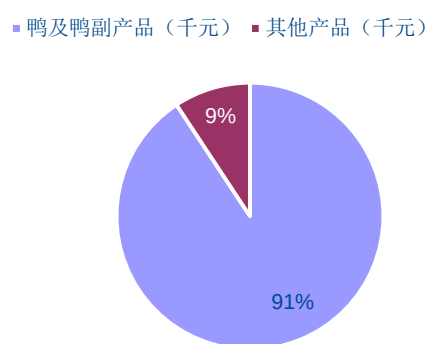
口味：口味独特是核心竞争力，客户粘性强。周黑鸭产品以“入口微甜爽辣，吃后回味无穷”的独特风味获得大批忠实消费者，且公司注重产品研发，依靠不断改良的产品提升品牌美誉度。相比于绝味开发包括麻辣、五香、酱板、黑鸭、盐焗等多种口味，周黑鸭只专注于一种口味，并致力于不断钻研改良出最佳风味，口味更具统一性和识别性。将公司发展立足于高质量的产品，这也体现了创始人将自身定位为产品经理的理念。基于这种简单、卓越并且持久的产品理念，使得公司产品不断细分，在味道上别树一帜，积累了良好的口碑。

图 25：鸭及鸭副产品提价能力强



资料来源：公司招股说明书等，中信证券研究部

图 26：2015 年公司各主营业务占比

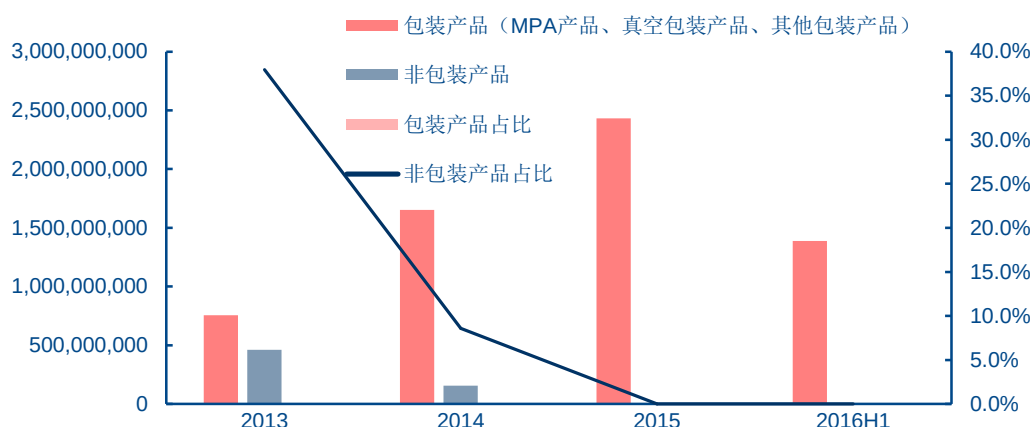


资料来源：招股说明书，中信证券研究部

包装：包装升级 MAP，推动传统餐桌食品趋变时尚休闲零食。通过包装技术升级，公司于 2012-2014 年率先逐步以 MAP 产品替代散装产品，并在 2015 年下半年推出固定包装的 MAP 产品及独立真空包装产品，同时将地域扩张至富裕城市，通过调整价格并优化销售产品比例增加利润，公司目前在售所有商品均为包装出售。MAP 是一种气调包装技术，通过冲入具有阻隔性能的气体，防止食物质量下降，延长卤制品保质期，MAP 技术采用亦保证了食物的新鲜味道与质感。2013 年度、2014 年度及 2015 年度，公司包装产品（MAP 产品、真空产品及其他包装产品）平均售价分别为每千克人民币 64.7 元、69.3 元、79.4 元。未包装产品 2013 及 2014 年分别为每千克人民币 58.4 元及 64.2 元，并于 2014 年停产未包装产品。

MAP 缘起与特点：延长保质期且保证口感。周黑鸭卤制品 MAP 包装经历了从无到有，从有到新的发展过程。一般常用食品包装技术有防潮、真空、充气、收缩、气调、罐头和无菌包装 7 类。其中，常用于卤制品包装的主要有真空、充气和气调三种，气调技术原本是专用于延长水果蔬菜的保鲜期的储存方法，其原理是选用适当的塑料薄膜包装新鲜果蔬，使氧和二氧化碳少量透过，同时又阻碍水分蒸发，同样能起到调节气体组分的作用，达到延长新鲜果蔬保藏期的效果，其比单纯的真空包装或者充气包装更好地保留食品的品质与新鲜风味。延长食物保质期同时保证新鲜口感正是周黑鸭主推 MAP 技术的主要原因之一。

图 27：周黑鸭包装产品占比逐年增加



资料来源：招股说明书，中信证券研究部

品类：专注鸭及鸭副产品，在专精基础上产品结构不断优化。在卤制品分品类上，公司秉承少而精的核心理念，追求单品销售规模优势，以降低公司生产成本。单品种类少不意味品类缺失，公司产品主要集中于鸭及鸭副产品，主要有鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭舌及鸭翅等5个单品；除此之外，公司也推出一些风味独特的秘制酱料以及卤制红肉、卤制蔬菜等其他卤制家禽，以应对不同需求，当前产品中猪蹄、卤鸡尖、卤香干等即属该类别，但相较于其他竞品，公司品类集中识别度高。

图 28: 周黑鸭大单品介绍

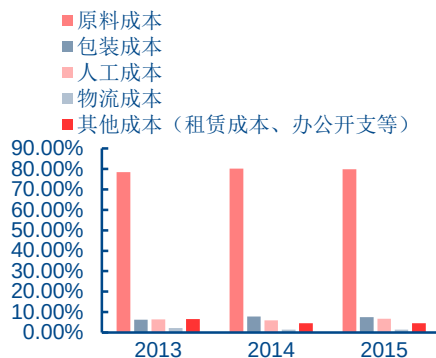
主要产品类别	包装	建议零售价格
鸭及鸭副		
  	MAP包装及真空包装	•80克-320克MAP包装为9元-58元不等 •88克-180克的真空包装为12元-48元 •各种礼品盒为128元-338元
其他产品		
	MAP包装、真空包装及真空瓶	•100克-300克MAP包装为7.9元-43.9元不等 •128克-170克的真空包装为12元-25元 •100克真空瓶为6.8元-12元

资料来源：周黑鸭官网，中信证券研究部

成本：原料、包装价格保持相对稳定，2016H1 有低价鸭储备。公司主要成本为原料成本、包装材料、物流成本、租赁成本等。2013-2015 年总销售成本分别为 5.22 亿元、8.20 亿元、10.59 亿元，分别占该期收益的 42.8%、45.3%及 43.6%，基本保持稳定，我们预计

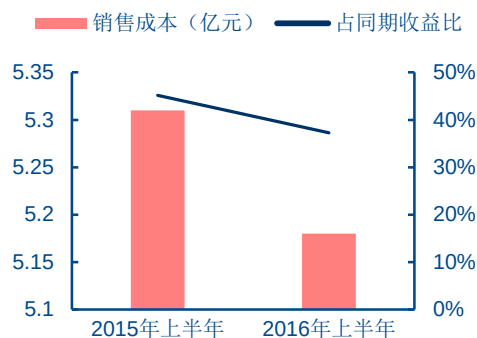
总成本长期相对稳定，其中最主要的**原料、包装价格将保持稳定**，第一，截止到 2016 年上半年，销售成本 5.18 亿元，约占同期收益的 37.3%，虽然同比下降 8pcts，系主要原材料（鸭脖及鸭锁骨）低价储备导致，可持续性不强，预计价格会有一定回升；第二，目前 MAP 包装技术已达到业界领先水平，包装成本稳定。此外，**物流成本**有望随着地区规模效应日益明显而随之下降，**租赁成本**受房地产及宏观经济影响有上升风险。

图 29：五大主要成本维持稳定



资料来源：公司招股说明书等，中信证券研究部

图 30：2016H1 费用有所下降



资料来源：招股说明书，中信证券研究部

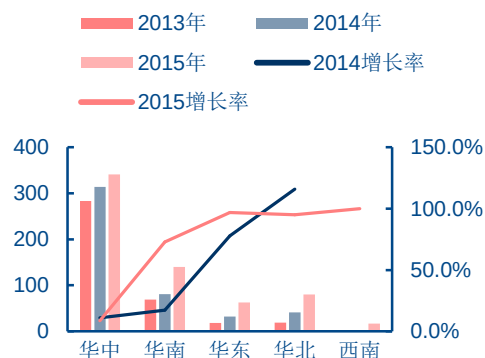
渠道：商圈&交通枢纽，线上&线下，老市场&空白市场

草创之路：菜场-商圈-交通枢纽的扩张模式。公司最初将门店设在菜市场，并很快利用自身产品优势在 2000 年赚到第一桶金，为了拓展消费族群，创始人前瞻性地卤味店开至最热门的商圈，且建立了将餐桌食品休闲化的产品定位，2004 年周黑鸭首次将门店扩展到繁华的商圈武汉广场，结合营销手段，慢慢在黄金商圈中打响了知名度。在商圈开店成功后，公司结合人流和消费场景考量，认为火车站、飞机场等交通枢纽是周黑鸭的适销场合，开始着重布局交通枢纽。

目前商圈模式占据销售终端 80% 以上，未来将加快交通枢纽开店速度，未来 2-3 年预计格局为 1/3 门店在交通枢纽，50% 门店在一类商圈。2016Q3 公司拥有直营店 716 家，2013-2015 三年复合增长率 18.1%，同比高于绝味 10pcts。预计 2016 年、2017 年将自营店数目分别进一步增加约 187 间和 180 间，开店速度预计在 180-220 间左右，该指引为公司较保守的估计，预计较大概率超预期，渠道扩张成为公司营收高成长的基础。目前公司在商圈布局相对顺利，交通枢纽为未来重点布局方向。

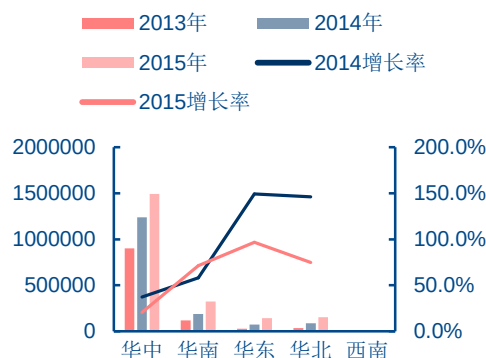
按目前的火车站和机场规模测算预计有 3500 家门店空间，并推进地铁站布局。截止到 2015 年底，我国共有 210 家运输机场，1578 家的各种等级的大小客运火车站，按每个机场开设 2 个门店，每个火车站 2 家门店的比例预算，将公司在机场、火车站总计将继续增设 3576 家。目前公司机场门店数仅 20 家，机场覆盖率为 3.8%，火车站门店共计有 600 余家，火车站覆盖率 12.7%，其余 83.5% 均集中在各大商业综合区、学校及大型住宅区。公司下一步计划，继续提高火车站、飞机场等人流量大及客户集中地地方。深耕线下的下一步是地铁站。公司最早从广东地铁开始布局，并与港铁合作，现已布局了上海、南京、武汉、重庆等地，其他区域也将相继推进布局，目前已有地铁门店 126 家。

图 31: 各地区门店数 (个)



资料来源: 公司招股说明书等, 中信证券研究部

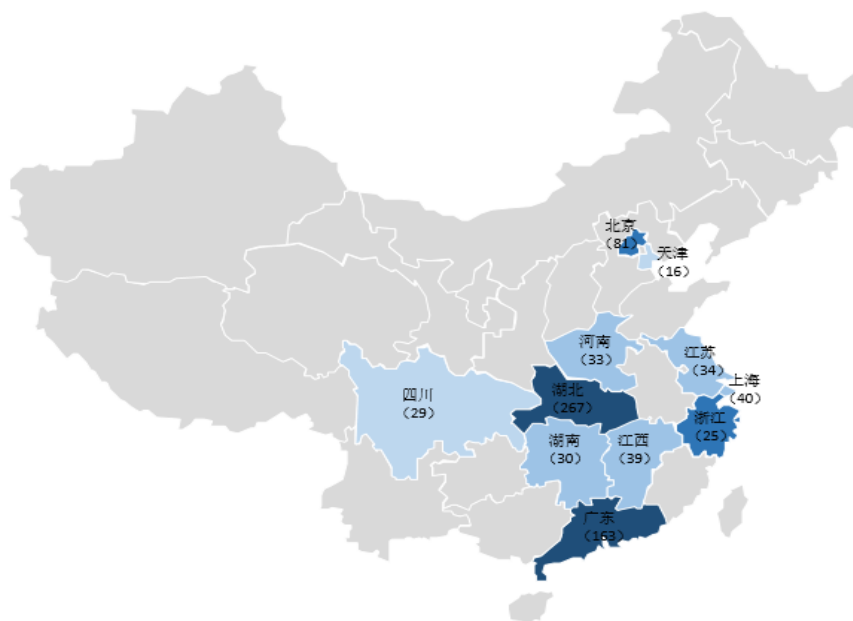
图 32: 各地区门店收益 (千元)



资料来源: 招股说明书, 中信证券研究部

渠道剑指全国化, 空白市场多, 空间大。公司已在全国建立自营门店网络, 截止至 2016 年 6 月 30 日已经有 716 家, 覆盖中国 12 个省份及直辖市的 40 个城市, 但门店数据目前仅为绝味的 10%, 拓展空间大。其中门店数量最集中的三个地区为湖北 (267)、广东 (163) 及北京 (81)。2015 年华中地区销售收入占总收入 69.3%, 华南占 13.8%, 华北地区仅占 7.6%, 华东占 11%, 西南占 4.1%, 华中地区相对较为成熟, 华北、华东和西南地区地区空白市场较大, 发展潜力巨大。

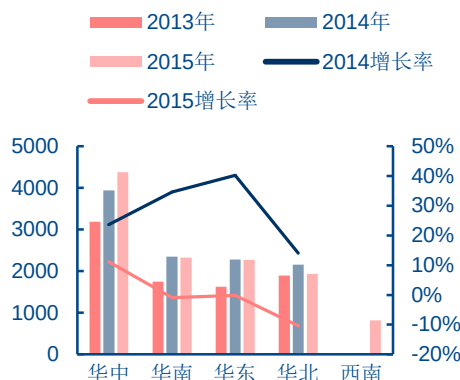
图 33: 周黑鸭门店分布



资料来源: 招股说明书, 中信证券研究部

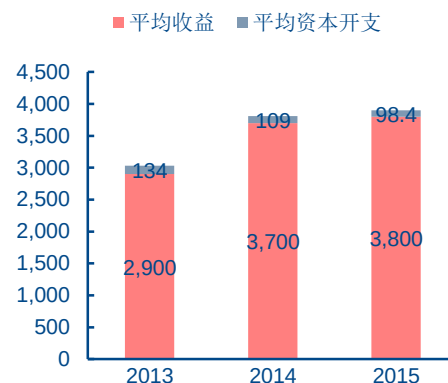
新店投资回收快, 单店销售额和客单价处于市场领先地位, 且快速上升, 2016 年单店收入有所回调属阶段性天气和产能影响。公司直营店集中在人流量高的区域, 保证客流量的同时树立了良好的品牌形象, 增强产品曝光度。公司新开的自营店收支平衡期一般在 1-2 个月, 投资回收期在 2-6 个月, 并且标准化的开店程序与统一的店内装潢, 大幅度减少了开店的前期支出, 提高开店速度。同时, 周黑鸭 2015 年单店收入 380 万元, 为竞品的十余倍, 单店的高收入来源于较高客流量与较高客单价。自营门店每单收入由 2013 年的约 42 元提 2015 年的 56.3 元, 截止到 2016 年 6 月, 自营店每单平均消费已上升至 58.95 元。公司推出 MPA 产品后, 顾客体验提升, 客单价及客户粘性增强, 另延长营业时间等举措都有利于提高同店销售。

图 34: 单店收益分地区(单位: 千元)



资料来源: 公司招股说明书等, 中信证券研究部

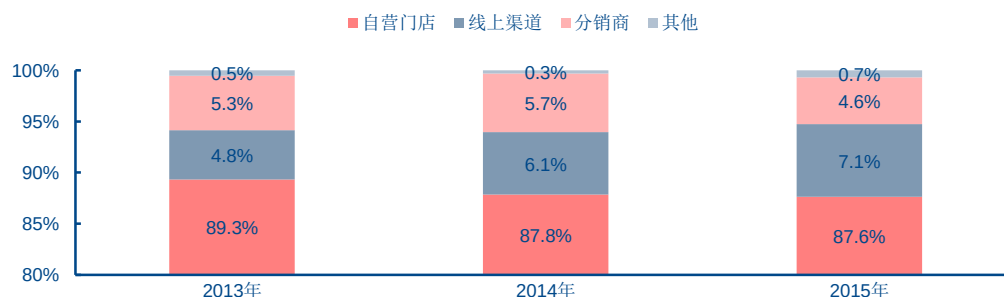
图 35: 单店收入与资本开支 (单位: 千元)



资料来源: 招股说明书, 中信证券研究部

直营为主, 成为高客单价和高单店收入的基石。2013-2015 年公司直营店分别为 389、468 和 641 家, 销售收入比例分别为 89.4%, 87.9%和 87.6%, 基本保持稳定; 线上渠道由 2013 年的 4 个增长至 2015 年的 7 个, 销售收入占比从 4.8%、6.1%逐步增长至 8.2%; 2013-2015 年分销商数量经历了从 24 递减至 6 名, 占同期收入的 4.6%。公司以直营店为主, 同时加强线上营销, 扩大品牌影响力。公司不断致力于加强对销售终端的控制力, 保持了食品和服务的口味和质量, 创造极高坪效和利润, 在保持较高单价的同时, 增加顾客粘性。为了配合公司发展战略, 公司将华东、华南作为未来的重点突破区域, 利用华中地区成熟的市场运作经验, 以中心城市为依托, 向外埠市场拓展, 深耕渠道, 强化终端, 建成全面完善、布局合理、可控性更强、运营效率更高的终端销售网络, 强化公司的竞争优势。

图 36: 直营模式、线上、分销模式的销售收入占比



资料来源: 公司招股说明书, 中信证券研究部

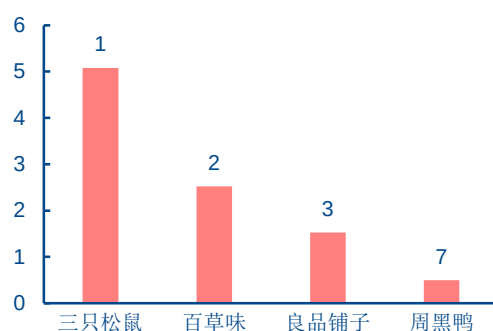
线上销售日趋成熟, 已成为第二大销售渠道。据统计, 来自线上的收入由 2013 年的 5870 万元增长至 2015 年 1.72 亿元, 2016 年上半年销售金额达到 1.14 亿元, 同比增长 62.9%, 占比约为 8.2%, 在所有渠道中增长最快。休闲食品属性和较高的客单价使其具有互联网适销性。公司在天猫、京东、1 号店、苏宁等知名第三方线上购物平台设立销售渠道, 并于 2015 年上半年推出微店, 迅速吸引大量粉丝。公司将在 2017 年继续建设线上渠道, 发展会员客户, 并通过与支付宝等平台的合作, 增加顾客粘性和复购率。双十一周黑鸭在天猫休闲食品销售中排名第七, 休闲卤制品第一。

图 37：周黑鸭网络商城



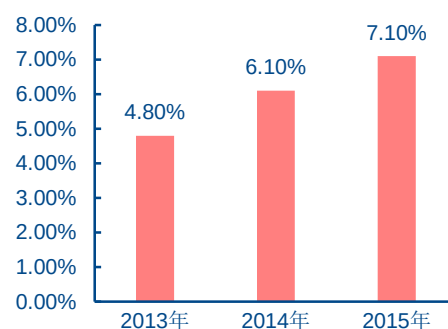
资料来源：公司官网，中信证券研究部

图 38：双十一休闲食品销售额对比（单位：亿元）



资料来源：淘宝网等，中信证券研究部

图 39：周黑鸭线上销售占比



资料来源：招股说明书，中信证券研究部

产能：剑指全国，募投扩张

目前仅有两处产能，受限短保属性全国空白市场多；深圳租赁到期，影响 Q3 供给。目前公司仅在武汉和上海两地建有生产基地，设计总产能 1.2 亿盒，约 3.09 万吨，另外，从 2012 年公司在深圳租赁了一个加工厂，设计总产能为 0.12 亿盒，约 0.3 万吨，由于 MAP 类产品一般保质期仅有 7 天左右，目前公司可管控的配送范围是 1200 公里，但经济的配送半径仅有 500 公里，所以受限短保属性限制配送半径，使得全国空白市场较多。由于深圳加工厂属于租赁，规模有限产能无法扩大，加之租约在 2016 年底届满，公司 MAP 生产线产能利用率，已接近饱和，截止 2016 年前 6 个月武汉和上海的 MAP 产品线利用率分别到达 92.6% 和 73.9%。虽然公司 2015 年 7 月起已将深圳的大部分生产线和员工搬到武汉生产基地，但深圳租赁到期仍造成公司 2016 年第三季度的整体产能不足，供给紧张，进而影响了当期单店收入。

公司规划以华中为中心陆续向华东、华南、华北、西南分区域融资建立五大基地。华中方面，武汉新工厂已建成，在试运营中；华东方面，目前上海的工厂较小产能不足，后期将建立新的华东基地；华南方面，东莞已开始建厂；华北将在北京周边建厂；西南也在布局中，计划落地成都。预计 2018 年华中、华东、华北工厂开始建设，2020 年相继投产，形成以武汉、上海、北京、广州、成都为中心城市，并向其他周边城市扩张的格局，形成全国品牌。

新建武汉二期及东莞产能建成后产能将达 7.64 万吨，翻番以上。截止 2015 年上海共有 3 条 MAP 生产线，利用率 69.0%，武汉有 8 条 MAP 生产线，利用率 83.2%。2015 年设计产能 3.09 万吨，年产量 2.51 万吨，加权平均产能利用率约 77.88%。武汉工厂 2 期已投产，预计年产能 2.2 万吨，另外东莞工厂已取得土地，预计年产能 2.35 万吨。以上项目完成后公司自有产能将达 7.64 万吨，公司核心产品产能扩大，规模效应下生产成本降低，增强公司竞争优势，进一步满足销售增长需求，扩大市场份额和巩固公司行业地位。

表 11：2015 年公司产能情况

产品	设计产能（吨）	产量（吨）	销量（吨）	产能利用率	产销率
武汉-MAP 产品	12478126355	12292221919	18873	83.2%	86.1%
上海-MAP 产品	4587	3166	1806	69.0%	57.0%
合计	30942	25085	20679	76.1%	71.6%

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

表 12：新增产能及建设工期情况

项目名称	预计年产能（万吨）	估计费用（亿元）	额外人工费用（百万元）	项目总投资（亿元）	建设工期（年）
武汉二期	2.20	2.16	2.50	2.18	1.52
东莞	2.35	3.00	35.2	3.35	2

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部

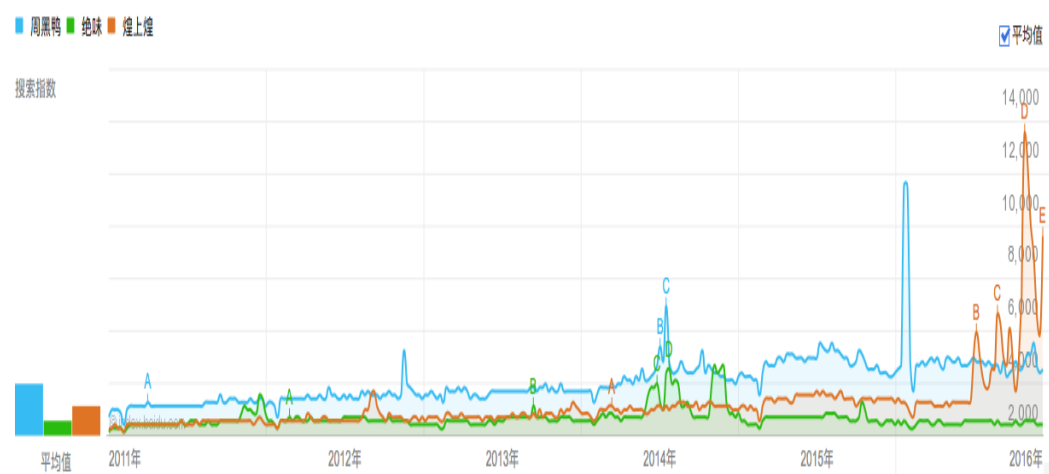
募投项目进展：武汉 2 期已投产，东莞尚未建，推出小包装。截止 2016 年 10 月 1 日，设计产能 2.2 万吨的武汉 2 期生产基地建设项目已经完工，不仅满足了武汉地区近年较快增长的要求，而且为市场的进一步开拓提供了保障，预计 2017 年将迎来产能释放爬坡增量，预计达产后第一年产能利用率 69.5%，全年产量 1.6 万吨。推出新包装单位重量有所减小，由每盒 320g 下降到 220g，总产盒数增加。目前东莞产能尚未开始建设。产能扩张同时可以提升公司上下游议价能力，增强公司话语权。

营销：会娱乐更快乐

坚持走个性化的营销之路，有效提高品牌知名度，把握成长机遇。在 2010 年公司发展陷入瓶颈时，公司开始对品牌进行重塑，将目标客户群定位在年轻消费人群，将品牌诉求从“我们都喜欢”变为“会娱乐更快乐”，突出其年轻、时尚和娱乐的品牌元素，并通过娱乐营销、话题营销、线下活动等向目标顾客传递全新的品牌理念。

娱乐营销：公司 2012 年冠名王力宏武汉站演唱会，并在北京、上海、武汉等地进行“周黑鸭火力全开”主题宣传；公司 2014 年在好莱坞大片“变形金刚 4：绝迹重生”中植入广告，在电影上映的同时，核心门店运用变形金刚元素进行了装饰，产品包装也使用相关元素图案，与《变 4》的紧密结合大大强化了其品牌的娱乐元素，当期周黑鸭百度指数大幅提升。

图 40：周黑鸭百度搜索指数



资料来源：百度指数，中信证券研究部

话题营销：公司于 2012 年冠名武汉地铁 2 号线站点，在站名前加周黑鸭引发全民热议和媒体热炒，虽后续未能长期执行但提升了舆论热度；2014 年《变 4》上映，周黑鸭植入广告，卤味与机器人的“不搭界”同样引起了网友热议。在电影上映后，公司借助话题推出的“重装出击”主题系列活动，不仅被全国主流媒体大幅报道，而且在社交媒体吸引了民众对于品牌的关注；2016 年，食药监局检查出 35 家餐饮单位违法添加罂粟壳成分，公司在危机公关的同时，借此话题展开了一项全民打假活动，发布“尔等小贼”等特色悬赏令。

图 41：周黑鸭发布打假悬赏



资料来源：公司官网，中信证券研究部

线下活动：2015 年 8 月，公司在武汉举办光谷啤酒节一啃鸭脖大赛，吸引了众多爱好者；2015 年 9 月，公司在北京、上海、广州、武汉、重庆五大高校集中城市同时开展 20 余场以新生报到为主题的推广活动，在活动期间设立试吃区、拍照区和游戏互动区，带领“城市新人”体验城市特色、传播“会娱乐更快乐”的生活理念；在 2015 圣诞节期间，周黑鸭派出圣诞老人前往北京、上海、广州、南京、长沙、武汉、郑州、重庆的商圈，向路人提供周黑鸭新品一颗粒装产品试吃，并且期间消费者在任意周黑鸭门店内购物免费赠送颗粒装产品。

图 42：周黑鸭新生报道活动

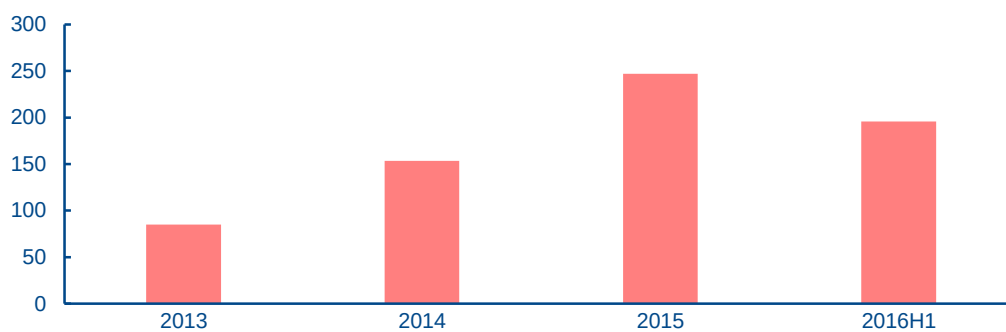


资料来源：周黑鸭官网，中信证券研究部

机器人营销：针对年轻消费群体的猎奇心态，公司计划开展机器人营销等策略，如在大街上利用机器人派发传单、并用当地方言与顾客沟通，不但可以提升顾客体验，还可以利用人们的好奇心与猎奇心理，从而达到提升产品到达率，维持产品溢价能力的效果，甚至可以利用“晒文化”，引导顾客讲与机器人的合影的照片发到社交网站，这种口口相传的营销效果往往更好。

会员营销：周黑鸭通过给新顾客提供可观的折扣来吸引顾客办理会员卡，设定会员计划以进一步提高客户忠诚度，截至 2016 年 6 月 30 日，已发出约 300 万张有效会员卡，会员平均每次存入人民币约 227 元，预付款项总额由 2013 年的 8,500 万元增至 2015 年的 19,560 万元，会员计划能够有效激励现有顾客再次消费，同时增进与顾客的联系。

图 43：周黑鸭会员卡存入预付款项（百万元）



资料来源：周黑鸭官网，中信证券研究部

线上线下互动：公司不仅可以利用线上渠道增加销售额，还可以通过天猫、淘宝、京东、苏宁、一号店等平台的线上销售数据，深入分析主要消费人群及其地域分布，帮助新增店铺进行有效选址，为每个城市设置新增店铺提供建议。透过网上下单消费者数据，公司能够针对用户群体的特点进行市场营销和产品推广。

图 44：阿里指数卤味零食搜索词排行榜

搜索词排行				
排名	搜索词	搜索指数	搜索涨幅	操作
1	牛肉干	22,859	6.15% ↑	🔍
2	周黑鸭	17,805	9.87% ↑	🔍
3	猪肉脯	16,290	4.81% ↑	🔍
4	牛肉	14,352	5.55% ↑	🔍
5	周黑鸭旗舰店	9,827	5.32% ↑	🔍
6	鸭脖	8,724	0.51% ↑	🔍
7	鸭舌	8,231	13.20% ↑	🔍
8	肉松	8,080	1.80% ↑	🔍
9	北京烤鸭	7,825	15.89% ↑	🔍
10	牛肉粒	7,711	8.44% ↑	🔍

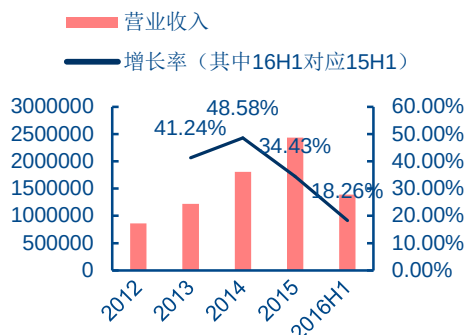
资料来源：阿里指数，中信证券研究部

财务分析：ROE 位居港股食品饮料板块第一

过去三年复合增速 **41.3%**，2016 年前三季度收入增速有所减缓系武汉洪涝灾害和深圳产能租约到期所致。最近五年，休闲食品行业都处于高速增长阶段，休闲卤制品又是其中景气最高的子行业，而该子行业中包装和品牌类趋势大好，周黑鸭正式包装、品牌休闲卤制品，站上金字塔尖，2013-2015 年公司收入复合增速 **41.3%**，景气度高。截止到 2016 年三季度，公司鸭和鸭副的销量为 20,732 吨，与 2015 年同期基本持平，上半年已新开店 91 家（关店 21 家），预计前三季度新开店多于 70 家，故单店销量下滑超过 10%。这是由于（1）公司 25%左右的门店集中于武汉，2016 第 3 季度年因武汉洪水导致的客流量下滑，预计这只是暂时冲击，2017 年有望带来恢复性高弹性，且公司向全国其他省份拓展门店将能平滑单一地区极端天气的影响；（2）位于深圳的生产工厂租约于今年年底到期，设备的搬迁等对华南地区的产品供应造成一定程度影响，随着公司新基地的投产，预计 2017 年销量及收入有望恢复高速增长。

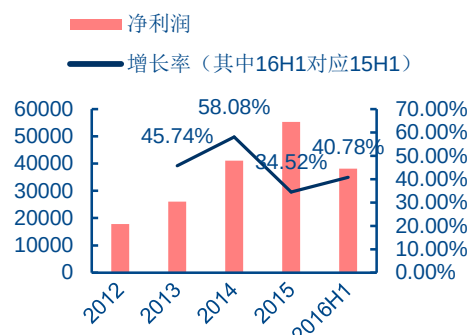
盈利能力大幅领先于行业，过去三年复合增速 **45.8%**，2016 年鸭采购价格较低。公司规模不断扩大的同时仍然坚持自营为主的策略，利润水平与收入增长幅度保持大体一致。2013-2015 年公司净利润年复合增长率为 **45.8%**，2016H1 报告期内公司净利率提升迅速，主要因：1）公司营业收入逐年增长；2）公司自营模式将收入成长转化为利润的能力最强；3）公司品牌溢价高，提价能强，目前售价行业最高且维持持续提价的趋势和能力，2013-2015 年 MAP 产品售价年均复合增长为 **7.46%**。2016 年上半年公司净利率由去年同期的 **23.0%** 提升至 **27.2%**，主要由于 2016 年大宗采购的鸭子价格较低，原材料成本降低，由于鸭子供给整体增加趋势成立，预计回调可能性和幅度不大。

图 45: 公司营业收入高速增长



资料来源: 公司招股说明书等, 中信证券研究部

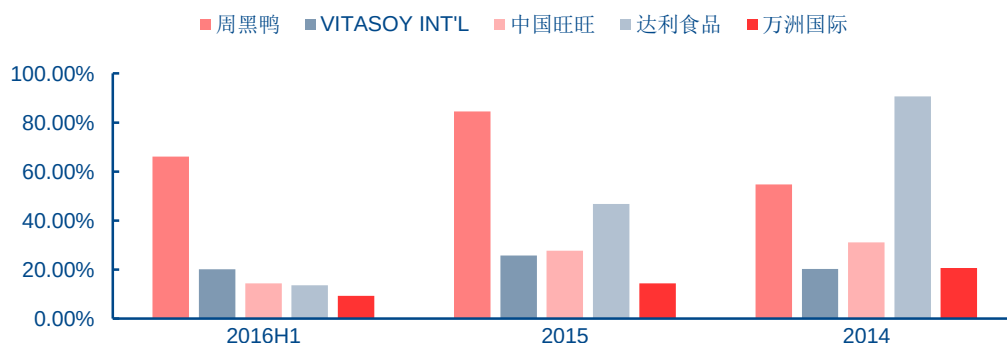
图 46: 公司净利提升迅速



资料来源: 公司招股说明书等, 中信证券研究部

公司 ROE 位居港股食品板块第一。2014-2016H1 公司 ROE 分别为 54.72%, 84.57% 和 66.10%, 位居港股食品类行业 ROE 第一位, 而位居第二的维他奶同时期 ROE 为 20.28%, 25.77%, 20.14%, 与周黑鸭相去甚远, 进一步证明了其产品自营模式和品牌溢价的高盈利性, 其成本端仍有较大改善空间, 公司的 ROE 尚未见顶。

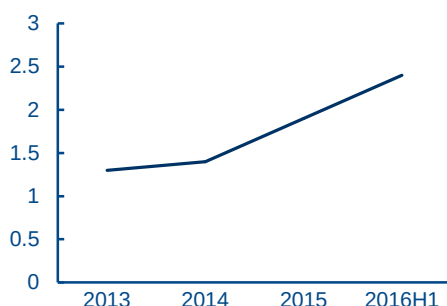
图 47: 香港食品饮料行业上市公司 ROE 对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

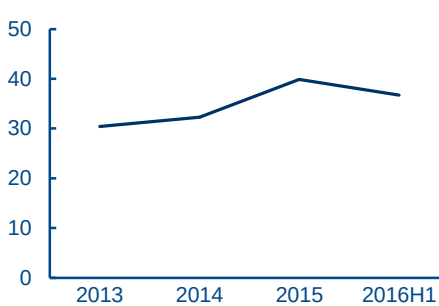
MAP 产品周转天数呈现上升趋势, 真空产品周转天数保持稳定。2013 年-2016 上半年, 公司 MPA 产品周转天数分别为 1.3、1.4、1.9 和 2.4 天, 由于 MPA 产品保质期较短 (7 天), 其周转天数保持在较低水平, 呈上升趋势是因为近年新开门店位置远离生产基地。同期公司的真空产品周转天数分别为 30.4、32.3、39.9 和 36.7 天, 真空食品保质期长决定其周转天数处于较高水平, 目前趋势稳定。

图 48: MPA 产品周转天数呈上升趋势



资料来源: 公司招股说明书等, 中信证券研究部

图 49: 真空产品周转天数较为稳定



资料来源: 公司招股说明书等, 中信证券研究部

应收账款周转天数高于绝味，低于煌上煌，呈现下降趋势。2013 年-2016 上半年，公司应收账款周转天数分别为 1.3、1.0、0.8 和 0.7 天，主要收入来自自营门店，所以应收账款周转天数较短，呈下降趋势是因为：1) 公司改变与分销商的结算条例；2) 网络销售平台的付款结算周期由一个月缩短至两个工作日。2012-2015 年公司存货周转天数高于绝味，低于煌上煌；公司自营模式使得应收账款周转天数将保持较稳定的低水平。

风险因素

1. 食品安全问题；
2. 口味偏好区域性制约；
3. 消费者偏好变化。

盈利预测

公司增长的长足动力在哪里？我们认为产品为基、渠道织网、品牌加持带来门店数和单店销售额的可持续驱动力：

首先，门店数方面，第一，交通枢纽布局刚刚起步，仅计机场火车站就有 3500 家门店空间（公司 2016 年中仅有门店 737 家），另地铁站成为新门店优选地址，第二，周黑鸭目前仅为区域龙头，华中地区销售收入占总收入 69.3%，全国化空间大；第三，从供给端看，目前仅有两处产能，受限短保空白市场多，公司规划以华中为中心陆续向华东、华南、华北、西南分区域融资建立五大基地，IPO 募投产能建成后将达 7.64 万吨，翻番以上，深圳产能租赁到期就影响了 2016Q3 的供给。结合以上因素，公司近 3 年的拓张计划为每年新开 180-220 家门店，不算闭店情况，预计开店带来超过 20% 增长，而天花板尚远。

其次，单店收入方面，又分为客单价和客流量考虑。客单价上，MAP 锁鲜装固定克重，使得消费者若想尝试更多口味则需要按盒购买，与散装散称不同，带来客单价提升，MAP 包装虽门槛不高，但若品牌力和产品力不足则无法消化 MAP 定量包装带来的高客单价，可能损失客户，这也形成了隐性门槛，使得塔尖上的周黑鸭独享之。此外，公司鸭及鸭副产品 2014-2016 年单价提升 10.5%/14.5%/10%，预计后续提价能力可持续。客流量上，交通枢纽的新开店人流密集，目前商圈占据销售终端 80% 以上，将加快交通枢纽布局，未来 2-3 年预计格局为 1/3 门店在交通枢纽，50% 在一类商圈，这将逐步提升客流量。由于公司 25% 左右的门店集中于武汉，2016Q3 因武汉洪水导致阶段性客流量下滑，预计只是暂时冲击，2017 年有望带来恢复性高弹性。

关键假设

1. **门店数：**根据招股书指引 2016/2017 年公司新开门店计划为 187 家/180 家，2018 年新开门店约 180-220 家，取中位数 200 家，按照 2013-2015 年每年关闭门店数目，预计 2016-2018 年每年关闭门店 40 家。其中分销商门店数 2013 年-2015 年逐年递减，假设 2016-2018 年份销售门店数为 12/6/0 家。
2. **单价：**公司鸭及鸭副产品 2014-2015 年单价提升 10.5%/14.5%，预测 2016-2018 年鸭及鸭副产品单价提升 10%/4%/3%。其他产品 2014-2015 年单价提升 6.97%/26.44%，波动较大，预测 2016-2018 年其他产品单价提升 8%/5%/3%。
3. **单店销量：**公司鸭及鸭副产品 2014-2015 年单店销量同增 10%/-17%，其他产品 2014-2015 年单店销量提升 5.6%/21.6%，由于 2016Q3 湖北发生洪涝灾害，影响

单店销量, 预测 2016 年鸭及鸭副产品单店销量 32 吨, 相较于 2015 年下滑 17.8%, 由于属于偶发自然灾害, 预计 2017-2018 年单店销量为 34 吨。由于其他产品尚属开发阶段, 预计单店销量增速略快, 预计 2017-2018 年单店销量为 5.5 吨、6 吨。

4. **其他渠道:** 由于线上销售增长快, 2016H1 增长 62.9%, 预计 2016-2018 年线上销售增速为 60%/50%/40%; 由于分销商收缩快, 预计 2016-2018 年每年减少 25%; 预测其他收入 2016-2018 年同增-50%/0%/0%。

根据以上假设测算, 公司 2016-2018 年收入 28.31 亿元/36.88 亿元/45.71 亿元, 同增 16.39%/30.26%/23.94%。

成本端, 2016H1 原材料、包装材料、劳工、物流、其他成本分别占收入的 29.39%、2.65%、2.42%、0.67%、2.16%, 由于公司 2016 年有一批低价鸭原材料储备, 使原材料成本下降较多, 由于整体鸭子供应增加趋势可持续, 预测 2016-2018 年原材料占比为 29.50%、30.5%、30.5%; 此外, 假设其他成本占收入的比重基本保持稳定。

费用端, 假设公司期间费用率保持稳定。

根据以上假设测算, 公司 2016-2018 年净利润 7.64 亿元/10.14 亿元/12.53 亿元, 同增 38.21%/32.77%/23.50%。

盈利预测及估值

表 13: 周黑鸭收入成本预测 (万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
自营门店						
门店收入总额	1,087,666	1,589,134	2,131,428	2,463,144	3,202,893	3,936,083
增长率		46.10%	34.13%	15.56%	30.03%	22.89%
总门店数目	389	468	641	788	928	1,088
自营店面数目	357	440	615	776	922	1,088
增长率		23.25%	39.77%	26.18%	18.81%	18.00%
鸭及鸭副产品						
收入 (千元)	973,701	1,460,452	1,933,535	2,207,068	2,812,433	3,418,357
单价 (元/千克)	63.9	70.6	80.8	88.88	92.44	95.21
增长率		10.49%	14.45%	10.00%	4.00%	3.00%
总销量 (吨)	15,238	20,686	23,930	24,832	30,426	35,904
增长率		35.76%	15.68%	3.77%	22.53%	18.00%
单店销量 (吨)	43	47	39	32	33	33
增长率		10.15%	-17.24%	-17.76%	3.13%	0.00%
其他产品						
收入 (千元)	113,965	128,682	197,893	256,075	390,460	517,726
单价 (元/千克)	50.2	53.7	67.9	73.33	77	79.31
增长率		6.97%	26.44%	8.00%	5.00%	3.00%
总销量 (吨)	2,270	2,396	2,914	3,492	5,071	6,528
增长率		5.55%	21.62%	19.82%	45.22%	28.73%
单店销量	6	5	5	4.5	5.5	6
单店收入	3,047	3,612	3,466	3,174	3,474	3,618
增长率		18.54%	-4.04%	-8.41%	9.44%	4.14%
网上渠道收入	58,735	110,492	172,435	275,896	413,844	579,382
增长率		88.12%	56.06%	60%	50%	40%
分销商收入	64,693	103,682	111,812	83,859	62,894	47,171
增长率		60.27%	7.84%	-25%	-25%	-25%
分销商门店数	32	28	26	12	6	0
其他收入	6,483	5,774	16,334	8,167	8,167	8,167
增长率		-10.94%	182.89%	-50%	0%	0%
合计收入	1,217,577	1,809,082	2,432,009	2,831,066	3,687,799	4,570,803

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率		48.58%	34.43%	16.41%	30.26%	23.94%
原材料成本	409,201	656,543	845,488	835,164	1,124,779	1,394,095
增长率		60.45%	28.78%	-1.22%	34.68%	23.94%
原材料/收入	33.61%	36.29%	34.77%	29.50%	30.50%	30.50%
包装材料成本	33,076	64,648	80,148	75,023	92,195	114,270
增长率		95.45%	23.98%	-6.39%	22.89%	23.94%
包装材料/收入	2.72%	3.57%	3.30%	2.65%	2.50%	2.50%
劳工成本	33,613	48,771	70,640	70,777	99,571	123,412
增长率		45.10%	44.84%	0.19%	40.68%	23.94%
劳工/收入	2.76%	2.70%	2.90%	2.50%	2.70%	2.70%
物流相关成本	11,305	11,791	14,983	19,817	25,815	31,996
增长率		4.30%	27.07%	32.27%	30.26%	23.94%
物流/收入	0.93%	0.65%	0.62%	0.70%	0.70%	0.70%
其他	34,386	37,779	47,931	62,283	28,119	39,035
增长率		9.87%	26.87%	29.94%	-54.85%	38.82%
其他/收入	2.82%	2.09%	1.97%	2.20%	2.50%	2.80%
合计成本	521,581	819,534	1,059,192	1,063,066	1,370,480	1,702,808
增长率		57.12%	29.24%	0.37%	28.92%	24.25%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

基于以上假设，预测公司 2016-2018 年净利润 7.64 亿元/10.14 亿元/12.53 亿元(RMB)，CAGR30%，对应 2016-2018 年 EPS 预测为 0.32/0.42/0.51 元（单位 RMB 元，港币为 0.36/0.48/0.58 元，2015 年摊薄后 EPSHKD0.26）。由于 A 股可比公司煌上煌、来伊份估值过高，不具备可比性，以海外可比公司星巴克、85 度 C、面包新语为参考（2017 年平均估值 22 倍），给予公司 2017 年 22 倍估值，目标价 HKD10.56 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价 (A 股 RMB/ 海外 HKD)	总市值(A 股 RMB 亿元/海外 HKD 亿 元)	EPS				PE				EPS CAGR(%)	PEG
				2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E		
A 股													
002695.SZ	煌上煌	24.43	117.34	0.12	0.15	0.18	0.19	203.58	159.05	138.81	125.48	17.51%	7.93
603777.SH	来伊份	42.06	96.67	0.55	0.61	0.68	0.76	76.47	69.39	61.49	55.26	11.44%	5.38
海外													
SBUX.US	星巴克	449.83	6546.75	14.11	14.67	16.60	19.14	31.88	30.67	27.10	23.50	10.69%	2.53
2723.TW	85 度 C	59.66	88.58	1.88	2.75	3.31	3.92	31.73	21.69	18.02	15.22	27.75%	0.65
BREAD.SP	面包新语	6.32	17.97	0.21	0.22	0.32	0.43	30.10	28.73	19.75	14.70	26.98%	0.73
均值		171.94	2217.77	5.40	5.88	6.74	7.83	31.24	27.03	21.63	17.81	21.81%	1.31
1458.HK	周黑鸭	6.88	164	0.26	0.36	0.48	0.58	26.13	18.91	14.45	11.91	29.93%	0.48

资料来源：A 股为 wind 一致预期，海外为 Bloomberg 一致预期

注：股价取 2017 年 1 月 18 日收盘价，

利润表

(百万元)

指标名称	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2432	2831	3633	4422
营业成本	1059	1063	1350	1647
毛利率	56.45%	62.45%	62.84%	62.75%
营业开支	653	762	978	1190
营业开支率	26.83%	26.91%	26.91%	26.91%
利息费用	-17	-1	-17	-25
利息费用率	-0.68%	-0.05%	-0.47%	-0.57%
税前利润	748	1019	1334	1621
所得税	195	255	333	405
所得税率	26.12%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	553	764	1000	1216
净利率	22.72%	26.98%	27.53%	27.49%
每股收益(元)	0.23	0.32	0.42	0.51

资产负债表

(百万元)

指标名称	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	88	2304	2351	2671
应收账款及票据	6	11	11	15
存货	134	67	188	123
其他流动资产	179	429	810	304
流动资产	407	2811	3361	3114
固定资产净值	395	559	705	1379
土地使用权	67	96	124	151
其他长期资产	154	183	211	238
非流动资产	549	742	916	1616
资产总计	956	3553	4277	4730
应付账款及票据	50	16	78	36
短期借贷	0	0	0	0
其他流动负债	498	237	379	275
流动负债	548	253	457	311
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	23	20	40	31
非流动性负债	23	20	40	31
负债合计	571	273	497	342
股本	0	0	0	0
储备	377	759	1259	1867
股东权益合计	385	3280	3780	4388
少数股东权益	0	0	0	0
负债股东权益总计	956	3553	4277	4730

现金流量表

(百万元)

指标名称	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	553	764	1000	1216
财务费用	-17	-1	-17	-25
折旧和摊销	40	52	70	138
营运资金变动	-673	482	299	-421
其他	22	0	0	0
经营现金流	-75	1298	1369	933
资本支出	-195	-244	-839	-30
其他	-88	0	0	0
投资现金流	-283	-244	-839	-30
债务净增	0	-203	0	0
股本净增	147	0	0	0
股息支付	-300	-382	-500	-608
其他	-176	2522	17	25
融资现金流	-329	1937	-483	-583
现金净增加额	-687	2991	47	320

主要财务指标

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
增长率 (%)				
营业收入	34.38%	16.39%	28.33%	21.71%
营业利润	37.41%	39.66%	29.73%	21.40%
净利润	34.52%	38.21%	30.92%	21.55%
利润率 (%)				
毛利率	56.45%	62.45%	62.84%	62.75%
EBIT Margin	30.08%	35.93%	36.23%	36.09%
EBITDA Margin	31.72%	37.76%	38.17%	39.22%
净利率	22.73%	26.98%	27.53%	27.49%
回报率 (%)				
净资产收益率	143.58%	23.29%	26.46%	27.71%
总资产收益率	57.81%	21.50%	23.39%	25.70%
其他 (%)				
资产负债率	59.73%	7.68%	11.62%	7.24%
所得税率	26.12%	25.00%	25.00%	25.00%
分红率	54.28%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSASingaporePteLtd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的主要美国机构投资者“分发”。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。