



# 周黑鸭

## 风物长宜放眼量

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖周黑鸭公司 (01458) 给予推荐评级, 目标价 9.72 港币, 对应 2018 年 23.4 倍市盈率估值。市场太过担心短期利润率下滑风险, 但忽略潜在需求充沛支持盈利持续增长前景以及公司提升自营店平台价值改善利润率走势的预期。长期投资价值明显, 当前仅 16.5 倍 2018 年市盈率低位提供买入良机。理由如下:

- ▶ **潜在需求充沛:** 预测显示, 公司现有产品可到达的潜在需求规模为 2017 年自营店营收总额预测值 (人民币 27.8 亿元) 的近 4.3 倍。假设未来 10 年展店迎合, 基准情景下 2017-2027 公司现有产品自营店业务的年均营收增幅将高达 15.6%。
- ▶ **利润率回调并非消费减弱:** 扩大会员规模 (增加品牌粘性)、线上需求强劲增长 (表明有潜在需求未及满足) 以及店租与店均营收增幅间暂时错配导致利润率回调。若扣除会员折扣价因素, ASP 和毛利率均可保持稳定。电商渠道费用与店租占营收比重预计分别会在 2020 与 2022 年见顶后回落。
- ▶ **关注平台价值提升空间与利润率曲线改善前景:** 公司新品开发与衍生品延伸努力有望加速, 在增加单店营收同时改善利润率走势。敏感性分析显示, 自营店营收每增加 5% 约可抬升营业利润率 1 个百分点。

**我们与市场的最大不同?** 通过模型合理预测公司现有产品潜在需求巨大, 提示公司自营店销售平台价值提升空间与可实现路径, 展望公司利润率曲线峰回路转的趋势。

**潜在催化剂:** 产能扩建支持展店与营收持续快速增长, 小龙虾明年 1 月再次上市值得关注, 真空装重新起航与衍生品开发均有望进一步提升平台价值, 改善利润率走势并保持盈利持续较快增长。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 2017 和 2027 年 EPS 分别为 0.32 元和 1.33 港元, CAGR 为 15.4%。基准情景假设下净利润率将于 2021 年触底 (19.5%) 后开始反弹。公司业绩持续快速增长前景更适合 DCF 模型定价, 目标价 9.72 港元对应 23.4 倍 2018 年市盈率, 分别低于港股 Staple 板块及全球连锁经营品牌可比公司均值。

### 风险

新品表现不佳未能帮助利润率改善, 展店速度与老品同店表现不达预期。

袁霏阳

分析师

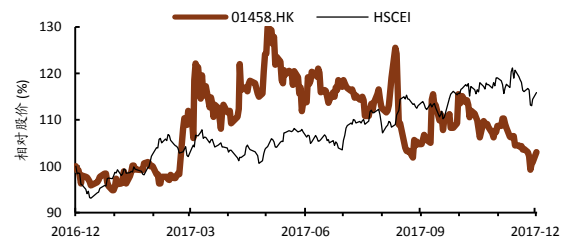
feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511030012

SFC CE Ref: A12727

### 首次覆盖推荐

股票代码	01458.HK
评级	* 推荐
最新收盘价	港币 7.08
目标价	港币 9.72
52 周最高价/最低价	港币 9.80~6.38
总市值(亿)	港币 169
30 日日均成交额(百万)	港币 21.46
发行股数(百万)	2,383
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	2.97
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	2,432	2,816	3,343	3,882
增速	34.4%	15.8%	18.7%	16.1%
归属母公司净利润	553	716	758	847
增速	34.5%	29.5%	5.9%	11.8%
每股净利润	0.23	0.30	0.32	0.36
每股净资产	0.16	1.51	1.74	2.00
每股股利	0.00	0.11	0.10	0.11
每股经营现金流	0.26	0.32	0.47	0.36
市盈率	25.6	21.1	19.1	16.5
市净率	36.7	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	17.8	12.5	10.8	9.1
股息收益率	0.0%	1.4%	1.6%	1.8%
平均总资产收益率	51.5%	28.3%	17.2%	16.8%
平均净资产收益率	84.6%	36.0%	19.6%	19.0%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	2,432	2,816	3,343	3,882	营业收入	34.4%	15.8%	18.7%	16.1%
营业成本	-1,059	-1,061	-1,309	-1,512	营业利润	35.9%	28.8%	4.9%	11.8%
营业费用	-528	-701	-926	-1,127	EBITDA	34.5%	28.2%	7.3%	15.2%
管理费用	-125	-142	-168	-185	净利润	34.5%	29.5%	5.9%	11.8%
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	748	963	1,010	1,130	毛利率	56.4%	62.3%	60.8%	61.0%
财务费用	0	0	0	0	营业利润率	30.8%	34.2%	30.2%	29.1%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	32.4%	35.9%	32.4%	32.2%
利润总额	748	963	1,010	1,130	净利润率	22.7%	25.4%	22.7%	21.8%
所得税	-195	-248	-253	-282	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	0.74	7.11	6.41	5.91
归属母公司净利润	553	716	758	847	速动比率	0.50	6.69	6.02	5.51
EBITDA	788	1,011	1,084	1,248	现金比率	0.15	5.03	5.01	4.47
扣非后净利润	0	0	0	0	资产负债率	59.7%	12.5%	11.9%	11.5%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	82	2,461	2,693	2,673	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	84	794	521	605	总资产收益率	51.5%	28.3%	17.2%	16.8%
存货	134	206	210	242	净资产收益率	84.6%	36.0%	19.6%	19.0%
其他流动资产	106	18	18	18	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	407	3,479	3,442	3,539	每股净利润 (元)	0.23	0.30	0.32	0.36
固定资产及在建工程	395	460	891	1,282	每股净资产 (元)	0.16	1.51	1.74	2.00
无形资产及其他长期资产	154	168	365	559	每股股利 (元)	0.00	0.11	0.10	0.11
非流动资产合计	549	628	1,256	1,841	每股经营现金流 (元)	0.26	0.32	0.47	0.36
资产合计	956	4,107	4,698	5,380	<b>估值分析</b>				
短期借款	0	0	0	0	市盈率	25.6	21.1	19.1	16.5
应付账款	269	371	419	480	市净率	36.7	4.2	3.5	2.9
其他流动负债	279	118	118	118	EV/EBITDA	17.8	12.5	10.8	9.1
流动负债合计	548	489	537	598	股息收益率	0.0%	1.4%	1.6%	1.8%
长期借款	0	0	0	0					
非流动负债合计	23	22	22	22					
负债合计	571	511	559	621					
股本	0	0	0	0					
未分配利润	385	3,596	4,139	4,759					
股东权益合计	385	3,596	4,139	4,759					
负债及股东权益合计	956	4,107	4,698	5,380					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	748	963	1,010	1,130					
折旧和摊销	40	47	74	119					
营运资本变动	26	-45	317	-55					
其他	-190	-208	-292	-323					
经营活动现金流	624	757	1,109	870					
资本开支	-163	-96	-702	-703					
其他	-120	-2,843	40	41					
投资活动现金流	-283	-2,939	-662	-662					
股权融资	147	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	-476	2,254	-215	-227					
筹资活动现金流	-329	2,254	-215	-227					
汇率变动对现金的影响	6	46	0	0					
现金净增加额	12	73	232	-20					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

周黑鸭国际控股有限公司成立于湖北武汉，是中国领先的休闲卤制品品牌及零售商，主要从事生产、营销及零售休闲卤制品，尤其是包装卤鸭及鸭副产品。周黑鸭有数百家自营门店遍布北京、上海、天津、重庆及武汉等省会城市，同时分别在湖北省武汉及上海拥有两个生产中心，支持不断扩充的零售店铺网络及不断发展的网上渠道，公司目前正规划建设新增华中地区及华南地区生产中心。



## 目录

开店只是成长第一步，更关注市场与消费者基数扩大.....	4
提升平台价值是第二步，增长前景更为广阔.....	8
他山之石：连锁店延伸品牌价值的有益探索.....	13
星巴克咖啡 - 产品和渠道延伸提升同店销售和利润率水平.....	13
海底捞火锅 - 产品和渠道延伸提升品牌价值.....	14
利润率峰回路转，2017-2027 盈利 CAGR 高达 15.4%.....	16
给予 2018 年末目标股价 9.72 港币和推荐评级.....	20
附录.....	23
公司基本情况.....	23
行业概况.....	24
公司基本运营数据.....	25

## 图表

图表 1: 三种经营模式对比.....	4
图表 2: 潜在需求预测模型与结果.....	6
图表 3: 公司销售收入和利润率模拟曲线（只考虑鸭货）.....	7
图表 4: 公司产品延伸路径.....	8
图表 5: 公司成本费用构成与费用率趋势.....	9
图表 6: 公司部分促销礼品展示.....	11
图表 7: 星巴克品牌延伸努力与成效.....	14
图表 8: 海底捞国内餐厅数增长趋势以及颐海国际第三方市场销售增长趋势.....	15
图表 9: 主要财务假设和预测结果.....	18
图表 10: EBIT 利润率曲线模拟.....	19
图表 11: DCF 模型.....	20
图表 12: 与港股 Staple 板块估值比较.....	21
图表 13: 与全球连锁经营品牌估值比较.....	21
图表 14: 市盈率/市净率.....	22
图表 15: 公司发展历程.....	23
图表 16: 公司股权结构.....	23
图表 17: 目前产品组合.....	23
图表 18: 卤味休闲食品市场规模与成长性.....	24
图表 19: 市场集中度与主要竞争对手描述.....	24
图表 20: 与直接竞品间全方位比较.....	24
图表 21: 自营店分布（2017 年中）与发展（2013-2027）.....	25
图表 22: 公司生产成本分拆与供应链简介.....	25



## 开店只是成长第一步，更关注市场与消费者基数扩大

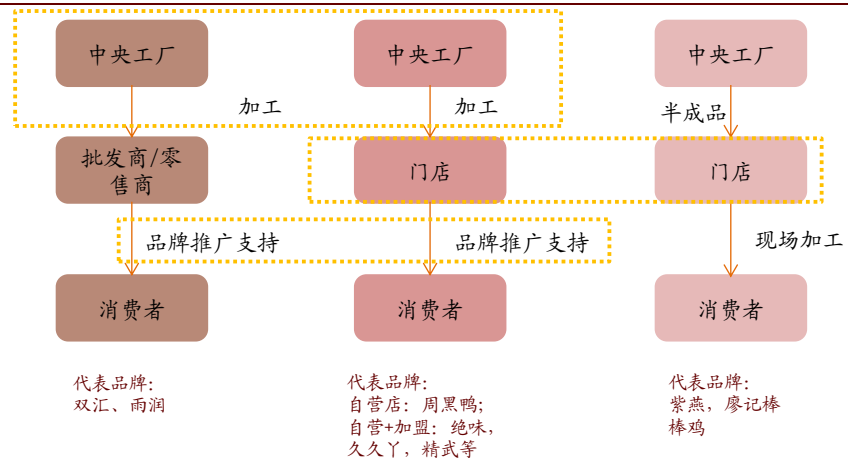
对鸭货而言，当前 5-7 天保鲜装条件下，开设自营店依然是回报最丰厚的增长模式。研究表明，潜在需求依然充沛，支持展店扩张，但种种原因或将拉低当前利润率至更可持续水平，我们把开店成长称为需要支付合理代价的成长。利润率曲线虽有短期下行压力，换来的却是宝贵的市场与消费者基数扩大，得以在规模不断提升的自营店网络平台上施展更多价值提升手段，扭转利润率下行趋势，令增长前景更加广阔。

### 1. 经营模式聚焦产品和营销，壁垒不高，但有先发优势

周黑鸭当前经营模式可概括为短保产品由中央工厂生产，主要通过自营店网络分销，并有明确消费者定位与品牌营销支持。以卤味休闲食品为例，市场上另两种经营模式分别是 1) 以双汇等为代表的长/短保产品，由中央工厂生产，但主要通过批发商与零售商分销，亦有品牌营销支持；以及 2) 以廖记棒棒鸡等为代表的食肆展店，现场烹制半加工产品至即食类短保热食对外售卖，少有品牌营销支持，且以现场消费场景居多。三种模式虽有重叠，但区别亦很明显，互相之间尚不构成直接竞争。更大竞争威胁来自绝味、精武、久久丫等采取相同业务模式的竞品，差别仅存在于目标群体定位不同以及营销推广手段和力度上的差异。

显而易见，此业务模式一定聚焦产品和营销这两个 KPI。但 1) 产品（口味和包装）存在被模仿可能，至少目前我们还看不见太高的产品壁垒；2) 营销手段理论上也可相互抄袭，壁垒可能存在于规模不同使得可投入营销推广的资金额不同。在产品和营销壁垒都相对有限的前提下，持续创新（包括产品和营销手段差异化）或可帮助品牌建立先发优势。

图表 1: 三种经营模式对比



资料来源：中金公司研究部

### 2. 现阶段开店仍是最佳扩张模式

受 5-7 天保质期制约，公司产品由经销商分销的途径受到限制，即便直销 KA 连锁也难免要经历 1-2 次转仓才上得了货架，而且商店进货未必做得到公司自营店以销定产、每天 1-2 次电话订货、店内严控存货等的精准度，导致货损风险极大。同样受到限制的还有电商渠道，剔除目前公司 O2O 业务安排合作方到门店自行提货模式外，线上 2C 销售经公司设于全国 9 间分仓对外发货的模式同样会遭遇因产品保质期短而不得不限接单范围与配送半径（300 公里）的尴尬，所以现阶段开店仍是最佳扩张模式，而且相比其他销售渠道回报率最高。

### 3. 市场空间依然巨大，但成长需要代价

截止今年上半年末，公司已在国内 38 个城市开出累计 892 家自营店。38 个城市中已进



驻全部4个一线城市、11个新一线城市(根据第一财经分类,将全国338个城市分为一线,新一线,二至五线)和4个二线城市,新开店目标在填满一二线城市后向三四线城市渗透。892家门店中分别有303家、446家和66家位于一线、新一线和二线累计19个城市。按门店所处位置看,公司开店目前主要朝向交通枢纽站(包括机场、火车站、城市地铁站等,觐觐其较大客流量)以及城市核心商业区(同样觐觐客流量),还有少量社区店及校园店,892家门店中现有263家位于交通枢纽站。

**我们把国内一至四线城市作为周黑鸭开店可到达区域,这些区域内的潜在需求也就成为公司将来通过展店努力可以到达的需求。**同时,我们假设一至四线城市城镇人口为有效需求人群,采用以下模型测算可到达的潜在需求:

目前中国一到四线城市数共有209个,有效需求人口总计5.89亿(即1~4线城市人口)。我们认为,周黑鸭产品潜在需求依次与产品接受度、地区人口收入与消费水平以及地区市场竞争激烈程度有关。通过周黑鸭开设在38个城市核心商业区(包含地铁站)的成熟自营店单店营收来看,我们相信产品接受度是造成地区潜在需求差异的最主要原因,因为收入和消费水平差异周黑鸭已通过地区间产品销售价格坡度予以适当照顾,而在直接竞品开店较多区域我们并未看到周黑鸭单店营收受到抑制,说明虽是直接竞品,但在口味与目标人群定位上竞品间尚未高度重合而使彼此间竞争走向恶性。

因此,我们按产品接受度依次将209个可进入城市区分为四个档次,首阶为重度嗜好地区,以武汉为代表,共0.11亿有效需求人口;次阶为中高度嗜好地区,包括除武汉外其他湖北城市、浙江和湖南,包括30个城市0.88亿人口;三阶为轻中度嗜好地区,以华东和华南为代表,包括111个城市3.29亿人口;末阶为轻度嗜好地区,以西北、西南和东北为代表,包括67个城市1.62亿人口。

我们认为首阶地区武汉市场开店和需求均已届饱和,以该城市2016年核心商业区(包含地铁店)店所实现的营收总额模拟市场总需求(我们认为火车站、机场店大多不反映本地需求)得到地区人均消费支出金额。同时以此人均消费金额作为首阶地区有望达到的目标,测算出首阶地区潜在市场需求为5.03亿。

周黑鸭已进入的30个次阶城市2016年核心商业区店所实现的店均营业额与武汉地区相比低了44%,我们因此假设二阶地区因产品接受度原因人均消费额可挑战的极限只有首阶地区的56%。按照同样的逻辑,我们依次得到三、四阶地区人均消费额可挑战的极限只有首阶地区的45%和28%,并由此推算出二至四阶地区潜在市场需求分别为23.3亿元、69.5亿元和21.5亿元,一至四线城市潜在需求总额约为119.3亿元。

由此可见,周黑鸭潜在需求按照2017年营业额预测值(33.43亿元)算,满足率只有28.0%,也就是说仍有至少三倍成长空间可通过展店获得。即便假设此过程需用10年时间达成,年均复合增长率也将高达13.6%。所以我们并不担心市场空间和公司销售增长前景,而更关心到达成本。



图表2：潜在需求预测模型与结果

地区	坪效差异	对应区域	嗜好等级分类	对应可进入城市数	对应人均消费(元)	有效需求人口(万人)	对应需求(亿元)	嗜好等级注释	
武汉	100%	华中	A	1	47	1,061	5.0	A/B/C/D分别对应重度/中高度/轻度/轻度嗜好，对应人均消费量分别为47/27/21/13元，占高度嗜好比重为100%/56%/45%/28%	
湖北其他		华中	B	9	27	2,325	6.2		
浙江	56%	华东	B	11	27	3,717	9.9		
湖南		华中	B	10	27	2,719	7.2		
北京		华北	C	1	21	2,173	4.6		
江西		华中	C	8	21	1,651	3.5		
上海	45%	华东	C	1	21	2,420	5.1		
江苏		华东	C	13	21	5,319	11.2		
广东		华南	C	20	21	6,474	13.7		
河南		华中	C	13	21	2,765	5.8		
天津		华北	D	1	13	1,562	2.1		
四川	28%	西南	D	11	13	2,622	3.5		
重庆		西南	D	1	13	1,890	2.5		
未覆盖区域									
安徽		华东	C	12	21	1,970	4.2		沿用已覆盖区域结论，华东、华南和华北地区归类为中轻度
福建		华东	C	9	21	2,414	5.1		
山东		华东	C	16	21	4,004	8.5		
广西		华南	C	6	21	1,251	2.6		
海南		华南	C	2	21	168	0.4		
河北		华北	C	10	21	2,316	4.9		
贵州		西南	D	4	13	920	1.2		
云南		西南	D	7	13	991	1.3		
西藏		西南	D	0	13	-	-		
陕西		西北	D	5	13	1,339	1.8		
甘肃		西北	D	1	13	167	0.2	沿用已覆盖区域结论，将西南地区归类为轻度，东北和西北地区尚未覆盖，保守起见归类为D	
青海		西北	D	1	13	125	0.2		
宁夏		西北	D	1	13	125	0.2		
新疆		西北	D	1	13	152	0.2		
山西		华北	D	5	13	1,067	1.4		
内蒙古		华北	D	6	13	765	1.0		
辽宁		东北	D	13	13	2,035	2.7		
吉林		东北	D	5	13	991	1.3		
黑龙江		东北	D	5	13	1,438	1.9		
合计				209		58,935	119.3		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

仅考虑鸭货产品和展店扩张模式下，未来成本快于收入上升速度（即利润率下行）的风险可能来自：

- 1) 目前开店数 91%位于一线、新一线和二线城市，未来低线城市空白点多，开店机会多，但客流量与客单价可能都比不上一二线城市，而开店和运营成本差异可能不及营收落差那么大，导致经营利润率下降，这是来自地区消费水平差异的担忧。
- 2) 一线、新一线和二线城市交通枢纽站（仅含机场与火车站）总数 194 个，目前公司已进驻 40 个，未来枢纽站开店潜力可能不及非枢纽站，而枢纽站店日均客单量通常可达非枢纽店两倍以上，但成本差异却没有那么大，这是来自枢纽站开店资源有限的担忧。
- 3) 公司抢先进驻的通常是店租较低的枢纽站，而把难啃的骨头留到后面，这是同类型店面租金谈判难度引发的担忧，同样的担忧在非枢纽站店也有。
- 4) 华中地区被视为公司产品消费习惯最好的地区，公司在那里的开店密度（单店覆盖所在城市人口数）已高。而在其他地区开店，消费习惯差异会导致单店到达成熟客流的时间较长，同时即便达到成熟阶段，消费习惯欠佳地区客单量和客单价均可能不及习惯好的地区，这是产品接受度差异带来的担忧。
- 5) 当前自营店运营成本中租金和店员固定工资成本分别占到 55%和 19%，这两块成本可能呈现刚性上涨趋势，尽管年际升幅有限，但成熟店营收未必可保持同比例增幅，导



致经营利润率下滑。

6) 公司今年起致力于会员招募, 希望扩大会员规模以便未来能通过会员平台实施更精准营销推广。但由于会员可享受每充值 100 元即返 5 元的价格折让与其他定期促销活动(如每周二促销优惠日等), 故在会员数快速上行期(我们估计 2017-2020 至少持续四年, 预计 2017 年会员消费占总收入比重可升至 25%) 也会给利润率带来下行压力。

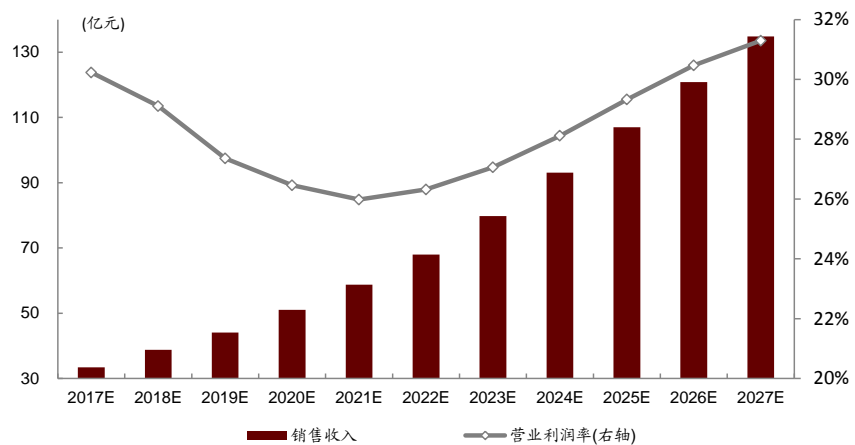
#### 4. 利润率曲线短期会有下行压力, 但更关注市场与消费者基数扩大

我们难以精确量化上述风险, 但相信利润率存在回归可持续水平的趋势, 所以把展店称为有代价的成长。虽有代价, 但公司乐意推进的原因是想迅速扩大市场和消费者基数。在自营店为主的经营模式下, 展店成为唯一可到达新市场和新消费者的途径。

近期, 公司股价上涨受阻主要就是来自对利润率下行风险的过度担忧, 但却忽略了市场和消费者基数迅速扩大后的潜在利好。同时, 即便新开店达不到现有店面平均回报率水平, 但仍会有边际盈利贡献, 因为公司不太可能持续经营亏损店(过去几年因选址不当造成经营不善而关闭的店数通常占到当年关店总数 30-40%, 开店后两年仍达不到成熟店要求的话就会考虑关闭, 这也是公司通过内在管理机制减少利润率下滑风险的手段之一)。所以即便不考虑第二步价值提升之路, 展店仍可带来盈利持续增长, 且因未来十年潜在营收增幅较大, 即便有利润率下行风险, 盈利增幅或依旧可观, 市场也许因为利润率下行趋势而不敢给高估值, 但股价至少还能跟随盈利上涨, 市场不必太过担心。

按照我们模型预测, 公司自营店数量会在今年末到达 998 家, 并且在 2027 年末升至 6459 家店, 覆盖国内一至四线全部 209 个城市。会员数量会在今年末到达 600 万个, 会员消费占总营收比重接近 25%。三年后会员数量可达 2000 万个, 占全年营收比重上升至 50% 以上。

图表 3: 公司销售收入和利润率模拟曲线 (只考虑鸭货)



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



## 提升平台价值是第二步，增长前景更为广阔

遍布全国的自营店网络和忠实消费者群体（会员）构成对公司极具价值的市场平台，提升平台价值产生更多收益却增加极小成本的努力可帮助公司增收并改善利润率未来走势和盈利增长前景。我们已可隐约见到公司这方面努力，并预期这些努力会与展店发展一起持续付诸实施。

平台价值最大化努力按目标看可细分两类：一是在不增加自营店额外运营成本前提下提升单店收入（也包括抑制竞争干扰，提高单店卖力的努力），二是如何降低店面和总部两个层面的运营成本。为实现这两大目的，可聚焦以下几方面努力：

### 1. 加大新品开发力度

很显然，**新品开发属第一类增收努力**，且几乎不用增加店面固定运营成本。已知公司新品管道中有鹅肉、猪肉、牛肉、小龙虾和蔬菜等，其中小龙虾和牛肉这两类新品已分别于今年5和6月宣布上市，尽管上市第一年采取的是区域试销模式。

如果把鸭类食品休闲化策略概括为通过保鲜包装技术扩展该产品餐桌以外消费场景的话，公司产品延伸努力或可来自以下方向：

**1) 继续将更多餐桌食品延伸至餐桌外消费场景的努力：**休闲食品重在嚼味，忌饱腹感（会影响食欲和食量），这在前菜（中餐也称凉菜）中可选择范围更广，风险在于口感会与同款餐桌食品形成比较（如今年新上市的小龙虾与牛肉）。

**2) 提升长保产品新鲜度与口感的努力：**在以分销模式推广的长保类休闲食品中挑选可卤制的对象，还原其新鲜度，提升其口感（例如从鱿鱼丝到鱿鱼）。

**3) 主动开发长保产品，拓展电商和分销渠道的努力：**主动开发适合电商与分销渠道的长保类休闲卤味食品，自营店本身也是分销渠道一部分，可考虑为长保产品取副品牌以区隔现有短保类产品。

**4) 主动开发餐桌产品系列的努力：**利用公司卤制工艺特长主动开发餐桌食品系列副品牌（ready-to-eat 或者 ready-to-cook），同样可在自营店网络分销，形成餐桌和休闲系列，休闲系列又分短保和长保产品的丰富组合。

图表 4：公司产品延伸路径



资料来源：中金公司研究部；注：“\*”部分为我们的预期

在今年5-10月试销期结束后，基于市场反馈公司已改良小龙虾产品，计划于明年春节前二次上市。改良后产品，尽管在淡季采用冻品为原料（因小龙虾产季只在每年5-9月），





但在锁鲜和口感上更进一步，同时选择非小龙虾产季上市表明公司打造该产品全季销售的决心。与牛肉产品不同的是，小龙虾肯定是一款全国推广产品，目前武汉一期改造完毕，预留给小龙虾的有5000万盒MAP和5000万盒真空装产能，同时会在原料基地潜江布局产品预处理线，我们拭目以待。

## 2. 内部效率优化空间

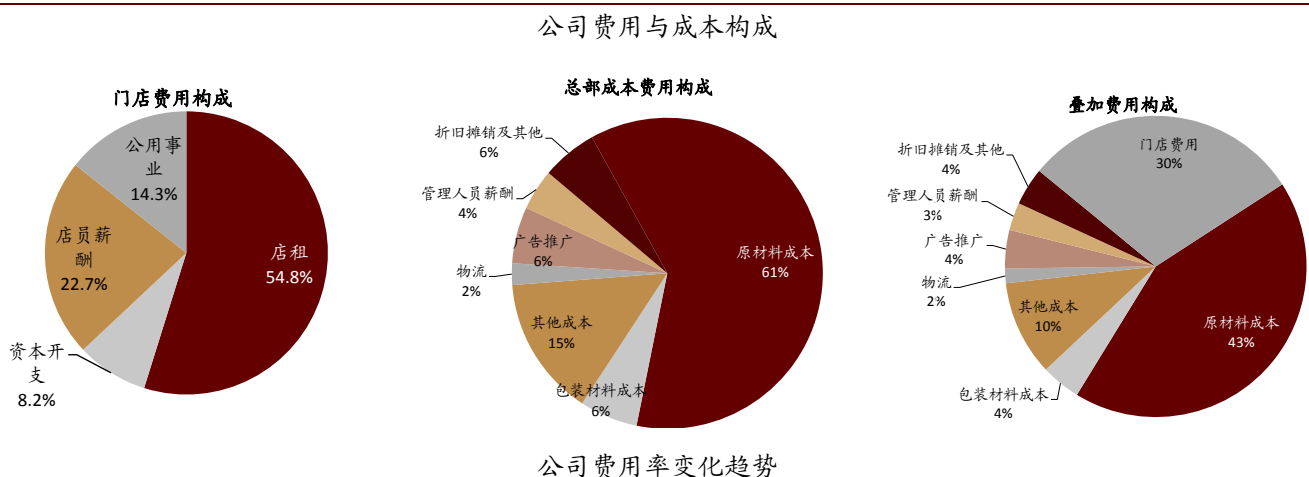
很显然，内部效率优化属第二类降本努力。店面运营费用主要包括房租、开店费用（含一次性开店装修费，分三年摊销）、店员工资和店内公用事业费。预计2018年这些费用分别占到店均营业额28.3%、4.2%、11.7%和7.4%。自营店层面可通过内部管理优化缩减的费用空间有限，因房租是与场地提供方谈判的结果，目前多为固定租金形式，且理论上存在每年租金上调压力，可尝试营业额提成方式以减小利润率波动风险，但是否达成不完全取决于公司单方面努力；开店费基本稳定在12万元/店左右，按三年摊销；店员工资不可随意优化，会影响士气；公用事业费跟单店经营时长有关，也不可随意优化，且面临公用事业费率上涨压力；店内广促费支出因受总部管控，我们未将其纳入店面运营费讨论。

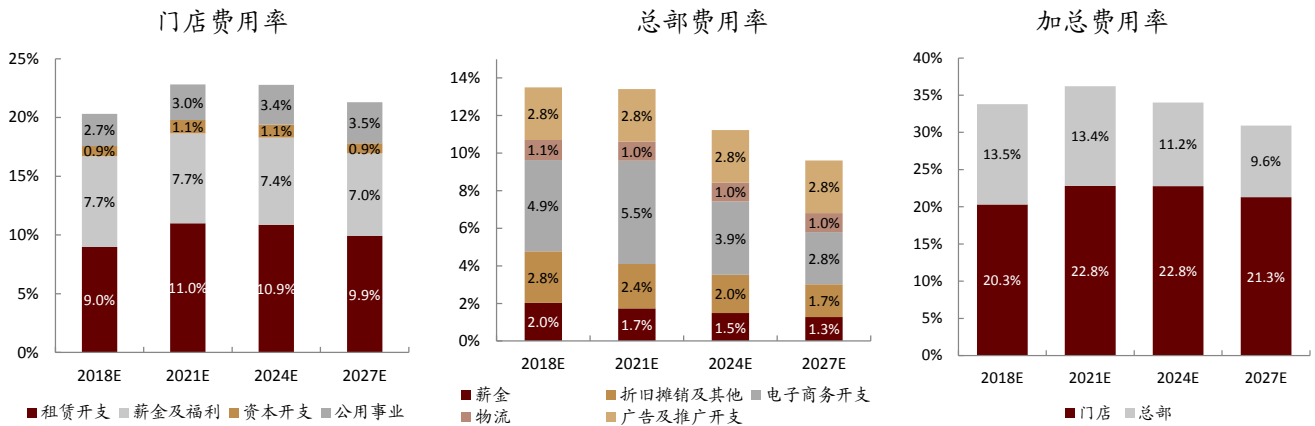
内部效率优化空间有望更多来自总部层面，分成本和费用优化两个方面。先看成本中原料采购与生产费用，截止目前公司只有武汉（二期）和上海两处产能投入使用，在建产能中有河北（预计1H18投产）、东莞（预计4Q18投产）、南通（预计1H19投产，建成后取代上海）和成都（预计2H19投产）。因现有产能近乎满产，而未来两年新增产能需时间消化，估计2018-2019两年成本中生产费用（约占2016年生产成本9.2%）会有轻微上行压力，但只是短期影响，随着2019年后开店加速，产能会被很快填满。生产成本中另两个大项就是原料和包装物，去年分别占到公司生产成本75.9%和7.3%。公司讲究原料品质，集中在优势原料产地物色供应商，可优化的方向一是在优势原料产地寻找更多中小供应商提高价格谈判能力，二是扩大原料可选择地区。包装物采购会随销售规模扩大而不断提高价格谈判力，所以跟原料一样具有规模效应，可随时间自然优化。

总部费用中大量固定折旧与行政费用以及管理员工资也具有规模效应，这些费用不会与销售规模同比例上升。由总部掌控的广促费变动趋势没有规律，但我们相信华北、华南、华东、西南等地新工厂陆续投产后会降低运费比重，因为可预见的平均运送半径更短。去年运费占公司营收1.1%，我们认为2019后该费率有望回落至1%以内。

所以，抛开成本中原料价格自然波动因素以及广促费人为调控因素外，来自成本和费用中的其他部分（去年累计营收占比26.5%）长期看或有规模效应（如生产费用、人工费用）或费率可被优化（如运费）。

图表5：公司成本费用构成与费用率趋势





资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 3. 提高产品壁垒

**提高产品壁垒也是抑制竞争，有利于增收的第一类努力。**由于产品口味不受专利保护，提高产品壁垒的努力可能更多来自包装技术创新及其专利保护，这需要公司在包装技术领域投入更大资金与研发努力，因为类似 MAP 的包装可随意购买，无法限制竞争者跟随。

目前公司产品主要采取充氮锁鲜装（MAP），该包装技术已相当成熟，锁鲜能力虽强，但产品保质期仅有 5-7 天，会对公司订单（需求）满足率、产销协调（短保产品通常以销定产）与存货管控等方面提出很高要求，且为了降低废品率必然会损失一部分效率（如自营店不敢多报订单，滋生无法满足的需求，运货效率也受到订单不规律且时效性强的影响）。目前，公司在与科研单位合作研发新锁鲜包装技术，希望延长产品保质期以优化营运效率，但尚无可商业化时间表。

公司早在 2009 年就已推出真空包装，2015 年底又推出真空独立包装，产品经过 UHT 处理，有两个月货架期。但直到 2016 年，真空装产品销售额占比不到 10%，这虽与公司 2015-2016 产能吃紧而优先满足 MAP 产品生产有关，但也和常温真空装产品口感稍逊有关。展望未来，我们并不认为真空装产品没有市场，而且真空装产品分销可帮助公司拓展新渠道（直销连锁便利店可能性较大），增加网上业务规模以降低电商业务平台费与运费费率，缩小线上与线下开店业务利润率差距。

### 4. 建立营销壁垒

**建立营销壁垒同样为了抑制竞争，也是有利于增收的第一类努力。**与产品壁垒有限一样，营销方式虽可创新，却无法限制竞品跟随。不过创新可建立先发优势（竞品模仿需要时间），且联合促销(co-branding)模仿难度较大，因合作品牌间需相互认可并优势互补。同时，营销壁垒存在于不同规模竞争对手间，因可用于营销推广的资金规模存在差异。此外，持续营销推广努力所建立起来的品牌优势有利于展店时获得好的店铺资源及优惠条款（包括店铺租金、网上平台使用费等）。故与产品壁垒相比，营销壁垒相对高些。

产品本无生命，但通过营销可赋予其生命力。周黑鸭一直在朝此方向努力，例如通过线上销售数据反馈，定位鸭货目标群体为年轻女性，并针对此目标群体提出娱乐至上口号，打造会玩才开心的品牌形象。

与直接竞争对手相比，周黑鸭在品牌营销领域起步早，走得也很坚决。公司媒体广告投入有限，但媒体选择到位，主要选择纸质生活类媒体和线上社交媒体，有较多户外广告（选择车厢、交通枢纽站和门店附近），也有电视剧植入广告安排。当然，作为连锁门店经营者，门店装潢和店内 POP 也是很好的广告宣传阵地，只是在这方面公司虽不输给直接竞品，但与其他品牌连锁店相比仍有提升空间。

公司促销设计紧扣目标群体，持续贯彻创造新消费场景宗旨，也有利用 5 月 17 日吃货节等关联度较高事件的主题营销安排，并不断尝试体育营销和大学生校园营销活动等。促销形式除提到的主题活动与事件营销以外，就是普通让利类活动了。包括会员让利活动（储值卡充值返利 5%、每周二会员促销让利 10%等）、不定期促销活动以及代金券的大



量使用(经验表明较为有效)。公司有针对新品的专项推广预算,如今年5月小龙虾上市,公司投入近2000万元,用于产品上市推广、线上与线下折扣优惠以及相应广告支出等。

公司品牌中心现有20多人,品牌营销总监来自广告公司。由于公司员工普遍年龄较轻(低于30岁),针对年轻消费族群的营销推广设计还算到位,但仍有提升空间,尤其是在市场已出现产品口味抄袭的前提下,如何提升产品口味外的品牌附加值,培育周黑鸭品牌消费优越感已成当务之急。好在与直接竞品相比,目前周黑鸭在营销推广领域遭遇的挑战还算有限。

在众多营销努力中,我们认为品牌联合推广模式被竞品模仿难度最大,因合作品牌间需相互认可且优势互补才能走到一起。过去几年,周黑鸭曾与啤酒、RIO饮料酒等有过合作推广经历,与这些品牌一起创造出周黑鸭产品新消费场景,且合作品牌市场影响力也会在一定程度帮到周黑鸭品牌知名度提升。因此我们相信,品牌联合推广会是周黑鸭持续倾注努力的重要营销手段之一。

## 5. 开发衍生产品

由品牌联合促销我们想到开发衍生产品增加营收的手段,从开发周黑鸭促销礼品开始公司已有此方向努力的影子,相信会在不久的将来见到类似努力落地。

衍生产品开发大体遵循两个朝向:

1) 产品搭卖扩大消费场景:研究消费者在品尝公司产品时可一起食用的品类(如饮料和饮料酒等),公司可尝试将这些品类引入自营店以增加营收,引入方式多样,包括但不限于与现有品牌合作(co-branding)、公司自创品牌并通过自产或OEM方式满足等。事实上,这一方法正被大量连锁经营品牌商使用,如咖啡店必然考虑搭卖糕点类食物与其他饮料,茶叶店通常会考虑搭卖茶点和茶具等。

2) 同品牌跨界产品:开发同品牌跨界产品也是扩大品牌宣传力度的手段之一,这是诸多时尚品牌的不二法门。公司早期制作同品牌(同logo)促销礼品可视为该朝向努力的雏形,跨界衍生产品开发主意更多来自目标群体行为偏好研究,并符合周黑鸭品牌文化(如咖啡店搭卖咖啡用具、餐饮连锁店搭卖同品牌餐具等),可从促销赠品起步,逐渐过渡到可单独对外售卖的同品牌跨界衍生产品。

图表6: 公司部分促销礼品展示



资料来源: 中金公司研究部

## 6. 尝试收购与兼并

并购主要为扩大市场、发展业务,故亦属第一类增收努力。尽管没有确切信息表明公司马上会有借助收购与兼并发展业务的举措,但存在这方面的战略思考与可能。潜在收购标的包括但不限于:



- 1) 品类扩张：可减小自身研发压力，而且公司 knowhow 目前仅限于卤制食品
- 2) 餐饮公司：可同时提高产品创新与渠道拓展机会
- 3) 与线上渠道深度合作降低运营成本提高利润率：如合作外卖网实现 O2O 销售，今年收入已占公司门店总营收 7.5%，但该平台进入成本很高。



## 他山之石：连锁店延伸品牌价值的有益探索

**连锁店核心价值来自产品和店文化：**连锁店经营模式的核心价值是产品和店文化(反映产品定位与营销能力)对目标受众的吸引力，因此我们常说连锁店核心价值来自店里的一切，门店是连锁经营者品牌营销第一战场。

**规模经济下品牌价值传播走出店外：**连锁经营上规模后，财力积累已允许连锁经营者把品牌营销阵地从门店延伸至店外目标群体频繁接触的场合。在此阶段，连锁经营者提供的产品与服务尚未发生变化，只是对营销方式与推广阵地实施延伸，为核心价值传播拓宽了载体。

**扩展商业模式延伸品牌价值乃连锁店核心价值传播最高形式：**连锁店还可尝试扩展商业模式来提升品牌核心价值，商业模式拓展并非连锁店成长与发展必由之路，但可能是传播品牌核心价值的最高层次，有助于品牌核心价值保护与提升。

周黑鸭目前选择的是连锁店经营模式，门店与门店外宣传公司已全面涉足，成功上市后其品牌影响力更广，可尝试商业模式有效扩展，或可对品牌核心价值的保护、传播与提升起到事半功倍的效果。我们试图以星巴克咖啡与海底捞火锅店案例来感受下类似实践的有益性。

### 星巴克咖啡 - 产品和渠道延伸提升同店销售和利润率水平

星巴克主要通过合资公司、许可协议和独资自营等三种模式在全球 75 个国家开设星巴克品牌咖啡连锁店。截止 2017 年 10 月，星巴克在全球共有约 27000 家门店，2017 财年营业收入达 224 亿美元。2008 财年，星巴克首次出现同店销售收入衰退，开启了转型之路，加速其通过渠道拓展与产品多元化提升单店销售和整体利润率的发展策略。

#### 产品多元化

**扩充门店销售产品组合，开发衍生产品提振单店销售收入。**除在自营门店销售现磨咖啡及定期推出咖啡新品外，星巴克同样致力于挖掘现磨咖啡外的衍生产品，以改善产品组合，提高同店销售。2009 年，星巴克推出袋装免煮咖啡 VIA；2011 年收购 Evolution Fresh 果汁吧并推出罐装果汁产品；2011 年收购美国本土茶叶品牌 Teavana，推出罐装茶叶和即饮茶饮料，同年推出 K-Cup 咖啡胶囊和咖啡机；2012 年星巴克收购美国旧金山法式面包连锁店 La Boulange，同年推出燕麦、牛排三明治、有机面包和牛角包等早晚餐系列，并于 2012 年推出 Refreshers 冰摇沁爽系列即饮和罐装能量饮料等。

今年，星巴克门店还增加 Affogato 和 Cold Brew Malt 两款冰淇淋供应，同时星巴克成为意大利高端面包及披萨品牌 Princi 的全球授权商和投资商，Princi 未来将为星巴克臻选专属门店提供独家食品供应。此外，星巴克门店还根据地域特色定时推出季节性本土化食品系列，如中国星巴克门店在端午节和中秋节推出季节性礼品星冰粽和星情月饼。在星巴克门店同时出售的还有星巴克咖啡衍生产品，如咖啡机、马克杯、毛绒玩具等。

**近年来同店收入稳步增长，自营店食品收入占比扩大。**在经历 2008、2009 财年同店收入增长衰退后，星巴克积极拓展门店产品组合提升单店收入取得显著成效。自 2010 年起，星巴克同店收入增长基本保持稳定，最近两年客单价增速升至 4%，显示多元化产品组合有效提振了单店收入增长。星巴克自营店中食品占比也由 2006 年 15% 提升至 2016 年 19%。

#### 渠道多元化

**销售渠道不再局限于门店，积极寻求合作开发其他零售渠道产品。**除扩充门店销售产品组合外，星巴克销售渠道不再局限于自营店及授权加盟店，而是建立了消费者产品部门，通过与不同制造商、零售商建立合作关系，将其品牌包装产品经杂货店，仓储会员店，专营零售商，便利店及餐饮等渠道分销。目前星巴克通过其他渠道销售的产品包括烘焙

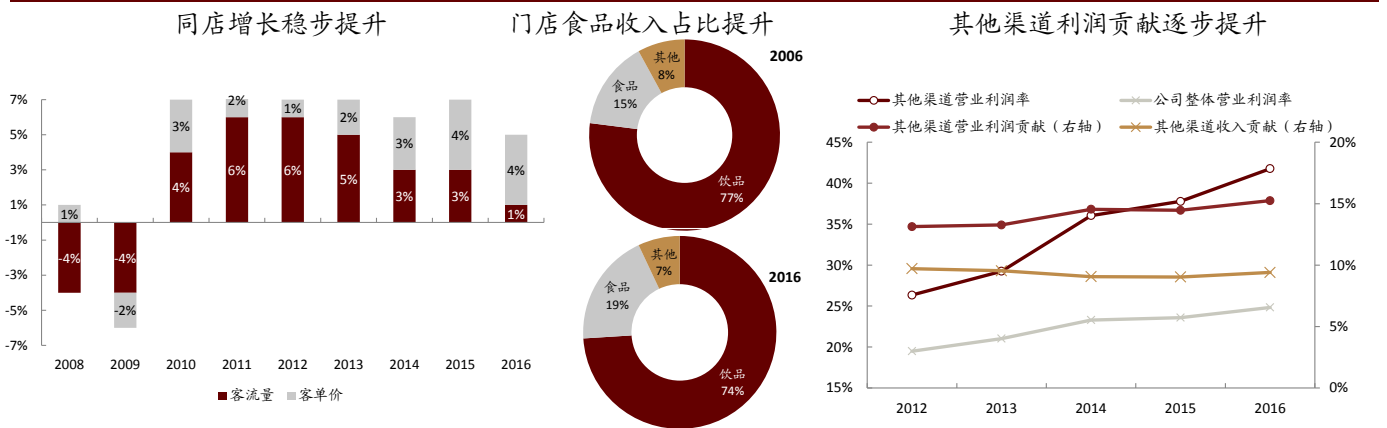


咖啡豆、咖啡粉、瓶装咖啡饮品（星冰乐/双份浓缩美式咖啡/ Refreshers 提神饮料等）、茶饮料等即饮饮品和 K-CUP 咖啡胶囊等单杯冲泡产品。

**星巴克开发其他渠道的努力包括：**1993 年星巴克与美国巴诺书店签订协议，400 多家连锁书店中只提供星巴克咖啡产品；1995 年与加拿大连锁书店 Chapters 合作；1996 年，星巴克与百事成立合资公司 North American Coffee Partnership（目前占据美国即饮咖啡市场最大份额），共同在美国市场开发和销售瓶装星巴克咖啡饮品和冰淇淋产品；1998 年，星巴克产品进入美国零售店渠道；2011 年与 Keurig Green Mountain 达成协议，星巴克将使用 Keurig 机器生产和销售单杯冲泡咖啡胶囊产品，而星巴克将在他们店里卖 Keurig 机器。2015 年，星巴克和康师傅签署合作协议，星巴克负责产品研发和创新，康师傅负责在中国大陆生产和分销瓶装星巴克饮料产品，同年，星巴克与百事合作，其瓶装咖啡产品进入拉丁美洲销售。

**其他渠道营业利润贡献逐步提升，利润率高于公司整体。**利用咖啡连锁店建立的强大品牌力，星巴克通过包装产品将销售渠道扩大到连锁店之外，满足了更多消费者更多元化的需求。2016 财年，星巴克其他渠道（Channel development）收入占总销售收入 9.4%（2011 年为 7.4%），营业利润贡献高达 15.2%。其他渠道营业利润率 2016 财年为 41.8%，远高于同年公司整体营业利润率 24.8%和星巴克自营店利润率，成为星巴克利润率最高的业务分部。

图表 7：星巴克品牌延伸努力与成效



资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 海底捞火锅 - 产品和渠道延伸提升品牌价值

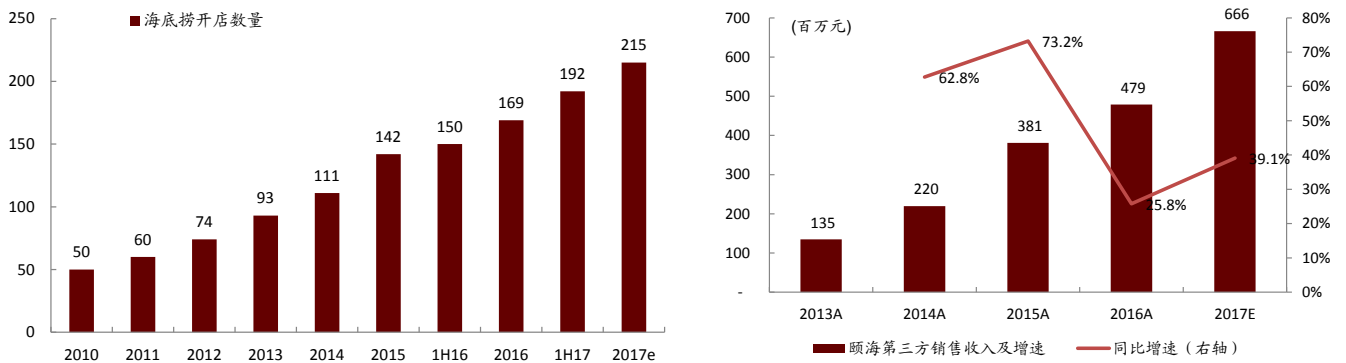
截至 2016 年末海底捞国内餐厅共有 169 家，从今年起展店进入加速阶段，我们预计每年餐厅数增幅不低于 30%。就在加速展店的前一年，2016 年 7 月海底捞旗下生产并供应火锅底料与调味料的子公司颐海国际在港独立上市。

当颐海国际还在为海底捞餐厅供应火锅底料等产品时就已开始生产并对外销售海底捞品牌中式火锅底料、蘸料以及其他中式复合调味料产品。颐海产品积极渗透包括现代通路、传统批发、海外出口、电商和餐饮等在内的多个渠道，2016 年公司售予第三方渠道的销售收入已达 4.79 亿元人民币，2013-2016 年间公司第三方收入年均复合增长率高达 52.5%。2017 年下半年，海底捞又和颐海国际联手创设合资企业，产销同样以海底捞品牌命名的便利火锅产品，拟在线上、线下等零售渠道推广，令市场充满期待。

海底捞餐厅和同名调味料产品以不同渠道和扩张模式联手渗透市场，增加品牌曝光率，起到相得益彰的功效，也提升了海底捞品牌知名度和美誉度，是连锁店经营模式下通过产品和渠道延伸提升品牌价值和品牌综合效益的良好实践。



图表8: 海底捞国内餐厅数增长趋势以及颐海国际第三方市场销售增长趋势



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



## 利润率峰回路转，2017-2027 盈利 CAGR 高达 15.4%

### 1. 销售预测

#### 1) 展店

基于我们潜在需求测算模型，周黑鸭现有产品经过 10 年展店努力可实现 118.4 亿元销售目标，2017-2027 年间营收 CAGR 约为 15.6%。

展店地区将遵循产品嗜好度阶梯与城市级别从高到低并兼顾地区新增产能释放进度依次覆盖，因此 10 年间年展店数预期前低后高。但历年营收增幅相对较为接近，这是因为产品嗜好度较高阶的地区单店营收相对较高。预计 2018-2020 年间每年净开店 226、250 和 340 家，2021-2023 年年均净开店数增至 440、540 和 690 家，2024-2027 年增至年均 700 家店左右，于 2027 年末达到 6459 家自营店规模，2017-2027 年间展店 CAGR 约为 20.5%。

#### 2) 门店营收

预计 2017-2027 年间店均营业额年均下滑 3.8%，反映开店逐步进入产品嗜好度较低地区；同时，我们假设已有成熟门店在现有产品基础上店均营业额保持平稳，将不再会有增长。

假设 2017-2020 年间为公司会员卡集中推广期，会员数每年新增 400-500 万人，会员占营收贡献从 2017 年 25% 升至 2020 年 50%，2020-2027 年展店期会员拓展继续进行，但会员营收贡献率将大体稳定在 50%。由于会员享有长年 5% 消费折扣和每周一次 10% 价格折扣，在不考虑公司现有产品进一步提价可能的前提下，会员招募会对 ASP 产生负面影响，该影响已在 2017 年体现，于 2017-2020 会员集中推广期较为明显，但 2020 年后影响逐年式微。

#### 3) 线上及经销商渠道

我们由此得到 1) 2017-2027 年间公司现有产品通过自营店渠道大体可实现的营收预测。2) 由于线上产品定价高于线下自营店，我们认为这是潜在需求的反映。因此，随展店进入更多城市，线上营收增幅将会持续收窄，预计 2017-2021 年间线上业务收入增速从 50% 以上逐年减少 10 个百分点，即从 2020 年起自营店营收增速有望超越线上增速。线上业务利润率较低（受平台费、流量费和运费占线上收入比重较高拖累，但毛利率与自营店相仿）的负面影响也会逐年减小。3) 公司虽有少量透过经销商实现的业务收入，但在没有足够信息表明公司会大举进军经销商渠道的前提下，我们没有在模型预测中体现该渠道业务任何增长机会。

### 2. 成本、费用及利润率预测

#### 1) 成本

原料成本有周期波动属性，但在无法清晰预见原料价格波动规律的前提下，我们假设 2017-2027 年间公司原料成本保持稳定，我们亦对等假设公司 ASP 保持稳定（剔除会员招募导致 ASP 下滑因素），原料（包括包材）约占公司成本 83%。同时，公司以销定产模式决定了产能利用率水平有望持续保持高位，人工、能源与仓储成本升幅将不会超出营收增幅，因此毛利率下行风险主要来自会员招募导致的 ASP 折扣。

除毛利率轻微下行，门店、总部及电商费用增长趋势也可能拖累公司营业利润率（公司没有负债和利息支出，税率稳定，故净利润率与营业利润率变化趋势将保持同步）。

#### 2) 费用

从门店成本构成看，绝大部分是固定费用（房租、营业员基薪、装潢费及与营业时间挂钩的公用事业费等，累计占 96%），但这些固定费用中房租、员工基薪存在每年小幅刚性





上涨的压力（模型中我们假设这两项费率每年刚性上涨3%），若没有同店增长就会伤及营业利润率。同时，低阶市场开店数增多带来单店营业收入递减趋势，若低阶城市租金与人工等刚性成本的降幅没有单店营收那么大的话也会造成营业利润率受压。

从总部费用构成看，目前大部分是随营业额浮动的费用（运费、广促费），只有约三分之一是固定费用（总部行政费用在管理平台搭建初期上涨较快但之后趋于稳定、电商业务平台使用费以及折旧摊销等）。总部叠加门店约有85%固定费用，如果没有同店增长就会伤及营业利润率，因此在成熟门店没有同店增长以及公司新开门店逐步走向高阶城市的预期下，公司现有产品营业利润率走势将可能因为高店租而持续轻微向下，这已在2017年上半年业绩中显现出来。但随着若干年后公司开店重心转向低线城市，经营利润率将有机会反弹，我们预计利润率拐点将在2021年。

### 3) 利润率

模型显示，在无新产品预期下，2017-2027年间周黑鸭开店数年增20.5%，营业收入年增15%，毛利年增15%，营业利润和净利润年增15.4%。毛利率持续稳定，营业利润率和净利润率先降后升峰回路转，营业利润和净利润持续较快增长趋势不变，并基本与营收年均增幅保持一致，只是收入和利润年均增幅都会低于展店增速。

营业利润率和净利润率在2017-2021年间持续小幅下行是因为在此期间：1) 开店优先在一二线城市铺开店租较高，但并非所有一二线城市均为公司产品高阶嗜好地区，因此店均营收从现有高位下滑的幅度大于租金跌幅，导致租金占营收比重持续上行直至2021年见顶后逐年回落；2) 2017-2020年间电商收入增幅处在20-50%高速发展期，电商渠道费用率较高，导致电商费用占营收比重持续上行直至2020年见顶后逐年回落。

因此，我们预计公司2017-2021年间营业利润率和净利润率将会持续小幅下行，2022-2027年间又将持续回升。其中，2021年营业利润率和净利润率底部分别为26%和19.5%。但在利润率持续下行阶段，公司营业利润与净利润仍可保持持续增长。

### 3. 新品改变同店增长和利润率曲线走势预测

2018年起，较为确定的新品包括1月小龙虾再次上市以及真空包装产品再启航，两者均为全国市场产品，毛利率设计与目前鸭货产品相同。若假设两者通过门店和线上渠道分销，会给门店单店营收及门店和线上业务营业利润率（可分摊固定的平台使用费）带来积极影响。

我们的基准假设是2018年小龙虾再次上市全年带来1亿元收入，真空装再次启航全年带来5000万元收入，两者累计增厚2018年门店营收近5%。我们进一步假设公司未来将会持续推出新品（包括衍生产品），新品和衍生产品毛利率不会低于现有产品，会增加单店营收，收窄营业利润率和净利润率短期下行趋势。目前，我们基准假设中新品2018年提升同店收入5%，以后每年营收增幅10%，以平抑总部及门店叠加约85%固定费用每年3%的上涨预期，使得营业利润率和净利润率跌势收窄。营业利润和净利润因此有望在2017-2027年间达到15.4%年均增幅。敏感性分析显示，同等毛利率的新品每多贡献门店收入5%，营业利润率就会被抬升近1个百分点。

我们的悲观假设是：新品屡试不成功，公司仅有鸭货产品在店销售，2017-2027年间公司营业利润和净利润年均增幅仅为14.7%。利润率拐点也是2021年，营业利润率和净利润率低点分别是25%和18.7%。

我们的乐观假设是：公司新品屡试不爽且有超预期表现，使得2017-2027年间公司营业利润和净利润年均增幅高达16.7%。利润率拐点同样出现在2021年，营业利润率和净利润率低点分别是27.1%和20.3%。

### 4. 其他预测

#### 1) 产能与资本开支

武汉一期改造完成带来2万吨真空包装产能（一半给小龙虾另一半给鸭货）和1万吨MAP包装产能（全部给小龙虾预留），武汉二期已建成3.2万吨，未来可放大至4.4万吨左右。



华东（南通）、华北（河北）、华南（东莞）和西南（成都）产能预设均为2万吨/家，每万吨资本开支约1亿元。预计2017-2019年间建成上述产能累计投资16亿元，分散在这三年投出。全部建成后15.2万吨产能已是2017年销量预估（3.8万吨）4倍，刚好覆盖我们预测的3倍以上鸭货潜在需求增长空间及为新产品留出来的产能空间，因此有希望看到2020年起公司资本开支会由2017-2019年均6亿元（包括老产能维护开支）大幅减少（我们假设2020-2027年维持3亿元/年）。

## 2) 其他假设

假设汇率、所得税率不变，派息率至少在2017-2019三年产能扩张期保持30%不变，2020年起因资本开支大幅缩减而有望大幅提高（目前我们模型预测60%）。

目前尚无法纳入模型预测的可能性有：新品类带来的新渠道扩张机会（如长保产品进军经销商通路，餐饮产品进军餐饮渠道等）以及潜在收购与兼并可能。

图表9：主要财务假设和预测结果

### 经营数据&利润表

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
自营门店数	778	998	1,224	1,474	1,814	2,254	2,794	3,484	4,209	4,934	5,664	6,459
净增加	137	220	226	250	340	440	540	690	725	725	730	795
收入拆分												
自营门店	2,421	2,779	3,142	3,501	4,051	4,742	5,611	6,756	8,055	9,422	10,797	12,197
-鸭货	2,421	2,779	2,992	3,336	3,869	4,542	5,391	6,514	7,789	9,129	10,475	11,843
-附加值产品			150	165	182	200	220	242	266	292	322	354
线上渠道	264	396	554	720	864	951	998	1,038	1,070	1,091	1,102	1,102
分销商	121	158	175	175	175	175	175	175	175	175	175	175
其他	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
收入合计	<b>2,816</b>	<b>3,343</b>	<b>3,882</b>	<b>4,407</b>	<b>5,101</b>	<b>5,878</b>	<b>6,795</b>	<b>7,980</b>	<b>9,310</b>	<b>10,698</b>	<b>12,084</b>	<b>13,484</b>
成本	1,061	1,309	1,512	1,729	1,999	2,303	2,657	3,114	3,625	4,159	4,691	5,230
毛利	1,755	2,033	2,369	2,678	3,102	3,575	4,138	4,866	5,685	6,539	7,392	8,254
销售费用	701	926	1,127	1,345	1,608	1,888	2,171	2,502	2,839	3,152	3,447	3,760
管理费用	142	168	185	200	220	241	265	296	328	358	384	408
营业利润	<b>963</b>	<b>1,010</b>	<b>1,130</b>	<b>1,206</b>	<b>1,350</b>	<b>1,527</b>	<b>1,788</b>	<b>2,159</b>	<b>2,617</b>	<b>3,137</b>	<b>3,681</b>	<b>4,220</b>
税前利润	963	1,010	1,130	1,206	1,350	1,527	1,788	2,159	2,617	3,137	3,681	4,220
所得税	248	253	282	301	337	382	447	540	654	784	920	1,055
净利润	<b>716</b>	<b>758</b>	<b>847</b>	<b>904</b>	<b>1,012</b>	<b>1,145</b>	<b>1,341</b>	<b>1,620</b>	<b>1,963</b>	<b>2,353</b>	<b>2,761</b>	<b>3,165</b>
股息	215	227	254	271	607	687	805	972	1,178	1,412	1,657	1,899
利润率												
毛利率	62.3%	60.8%	61.0%	60.8%	60.8%	60.8%	60.9%	61.0%	61.1%	61.1%	61.2%	61.2%
销售费用率	24.9%	27.7%	29.0%	30.5%	31.5%	32.1%	31.9%	31.4%	30.5%	29.5%	28.5%	27.9%
管理费用率	5.0%	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	3.9%	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%	3.0%
营业利润率	34.2%	30.2%	29.1%	27.4%	26.5%	26.0%	26.3%	27.1%	28.1%	29.3%	30.5%	31.3%
有效税率	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利率	<b>25.4%</b>	<b>22.7%</b>	<b>21.8%</b>	<b>20.5%</b>	<b>19.8%</b>	<b>19.5%</b>	<b>19.7%</b>	<b>20.3%</b>	<b>21.1%</b>	<b>22.0%</b>	<b>22.8%</b>	<b>23.5%</b>

### 现金流量表

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	757	1,109	870	978	1,106	1,239	1,456	1,724	2,059	2,461	2,874	3,297
投资活动现金流	-2,939	-662	-662	-662	-259	-254	-249	-243	-236	-226	-215	-201
资本开支	-111	-702	-703	-703	-303	-303	-303	-303	-303	-303	-303	-303
融资活动现金流	2,254	-215	-227	-254	-271	-607	-687	-805	-972	-1,178	-1,412	-1,657
现金净增加额	73	232	-20	62	576	378	519	675	852	1,056	1,248	1,440
期初现金余额	82	201	432	413	475	1,051	1,429	1,948	2,623	3,475	4,532	5,780
期末现金余额	<b>201</b>	<b>432</b>	<b>413</b>	<b>475</b>	<b>1,051</b>	<b>1,429</b>	<b>1,948</b>	<b>2,623</b>	<b>3,475</b>	<b>4,532</b>	<b>5,780</b>	<b>7,219</b>

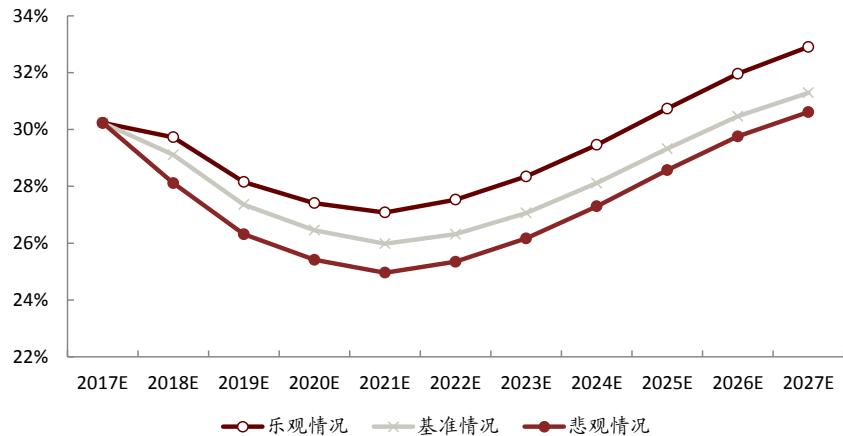


资产负债表

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>												
现金及现金等价物	2,461	2,693	2,673	2,735	3,311	3,690	4,209	4,884	5,736	6,792	8,040	9,480
应收账款	8	8	10	11	13	15	17	20	24	27	31	34
存货	206	210	242	277	320	369	426	499	581	667	752	838
其他应收款	786	513	596	676	782	902	1,042	1,224	1,428	1,641	1,854	2,069
可供出售投资	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	3,479	3,442	3,539	3,717	4,445	4,993	5,712	6,645	7,786	9,145	10,694	12,438
<b>非流动资产</b>												
预付款项	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
物业,厂房及设备	460	891	1,282	1,632	1,749	1,843	1,912	1,956	1,976	1,972	1,944	1,891
无形资产	7	7	9	10	10	11	11	10	10	8	7	5
预付土地租赁款项	65	261	454	642	629	615	601	588	574	561	547	534
递延税项资产	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
	628	1,256	1,841	2,380	2,485	2,565	2,620	2,651	2,657	2,638	2,595	2,526
<b>总资产</b>	<b>4,107</b>	<b>4,698</b>	<b>5,380</b>	<b>6,098</b>	<b>6,930</b>	<b>7,558</b>	<b>8,332</b>	<b>9,296</b>	<b>10,443</b>	<b>11,783</b>	<b>13,289</b>	<b>14,965</b>
<b>流动负债</b>												
应付账款&票据	82	81	94	107	124	143	165	193	225	258	291	325
应计负债	289	338	386	441	516	587	685	806	930	1,061	1,185	1,319
应付税项	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117	117
	489	537	598	667	758	848	968	1,117	1,273	1,438	1,594	1,762
<b>非流动负债</b>												
政府补助	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
其他应付款	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22	22
<b>总负债</b>	<b>511</b>	<b>559</b>	<b>621</b>	<b>689</b>	<b>780</b>	<b>870</b>	<b>990</b>	<b>1,139</b>	<b>1,295</b>	<b>1,460</b>	<b>1,616</b>	<b>1,784</b>
<b>母公司拥有人应占权益</b>	<b>3,596</b>	<b>4,139</b>	<b>4,759</b>	<b>5,409</b>	<b>6,150</b>	<b>6,688</b>	<b>7,342</b>	<b>8,157</b>	<b>9,148</b>	<b>10,323</b>	<b>11,672</b>	<b>13,180</b>

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 10: EBIT 利润率曲线模拟



资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



## 给予 2018 年末目标股价 9.72 港币和推荐评级

### 1. 用 DCF 模型定价反映长期增长趋势

潜在需求充沛是公司优势所在，需求一旦被充分发掘，超长 DCF 与盈利 CAGR 乃是区别于其他可比公司的亮点，再加上利润率曲线峰回路转的预期，使得拘泥于短期静态市盈率估值倍数的定价模型不够反映公司未来增长潜力，所以我们相信 DCF 是最合适公司的估值与定价手段。

基于未来 10 年较为精细的盈利预测基础之上的 DCF 模型，我们得到 2018 年末公司目标股价 9.72 港元，对应 2018 年 23.4 倍市盈率估值。

### 2. 可比公司市盈率估值检验

周黑鸭目前属于连锁经营模式，但将来可能不限于连锁经营扩张模式（可发展多渠道多品牌经营），所以在构筑可比公司时，我们同时考虑连锁经营模式下的可比公司以及港股 Staple 公司。

比较结果显示，公司目标价所对应的 2018 年市盈率水平分别低于港股 Staple 板块均值 5.6% 和国际连锁经营品牌均值 5.6%，我们相信目标股价合理。

图表 11: DCF 模型

自由现金流 (百万元)	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,882	4,407	5,101	5,878	6,795	7,980	9,310	10,698	12,084	13,484	13,754
YoY	16.1%	13.5%	15.7%	15.2%	15.6%	17.4%	16.7%	14.9%	13.0%	11.6%	2.0%
EBIT	1,130	1,206	1,350	1,527	1,788	2,159	2,617	3,137	3,681	4,220	4,304
YoY	11.8%	6.7%	11.9%	13.2%	17.1%	20.8%	21.2%	19.9%	17.3%	14.6%	2.0%
EBIT利润率	29.1%	27.4%	26.5%	26.0%	26.3%	27.1%	28.1%	29.3%	30.5%	31.3%	31.3%
EBIT*(1-t)	847	904	1,012	1,145	1,341	1,620	1,963	2,353	2,761	3,165	3,228
+ 折旧摊销	119	163	198	223	248	272	297	322	346	371	399
- 营运资本变动	55	48	60	80	80	109	134	137	145	137	70
- 资本性支出	-703	-703	-303	-303	-303	-303	-303	-303	-303	-303	-303
<b>自由现金流</b>	<b>318</b>	<b>413</b>	<b>968</b>	<b>1,145</b>	<b>1,366</b>	<b>1,698</b>	<b>2,091</b>	<b>2,509</b>	<b>2,950</b>	<b>3,370</b>	<b>3,394</b>
YoY	-269.7%	29.8%	134.2%	18.4%	19.2%	24.3%	23.1%	20.0%	17.6%	14.2%	0.7%
<b>DCF分析</b>											
自由现金流现值	9,176						税率	25.0%			
终值	25,615						最优资本结构	0.0%			
终值现值	7,381						Beta	1.90			
企业价值	16,557						无风险利率	2.8%			
净现金/(负债)，少数股东权益	2,681						风险溢价	5.5%			
股权价值	19,238						股本成本率	13.3%			
<b>每股价值 (港币)</b>	<b>9.72</b>						债务成本率	6.0%			
							税后债务成本率	4.5%			
							加权资本成本	13.3%			
							永续增长率	0.0%			

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 12: 与港股 Staple 板块估值比较

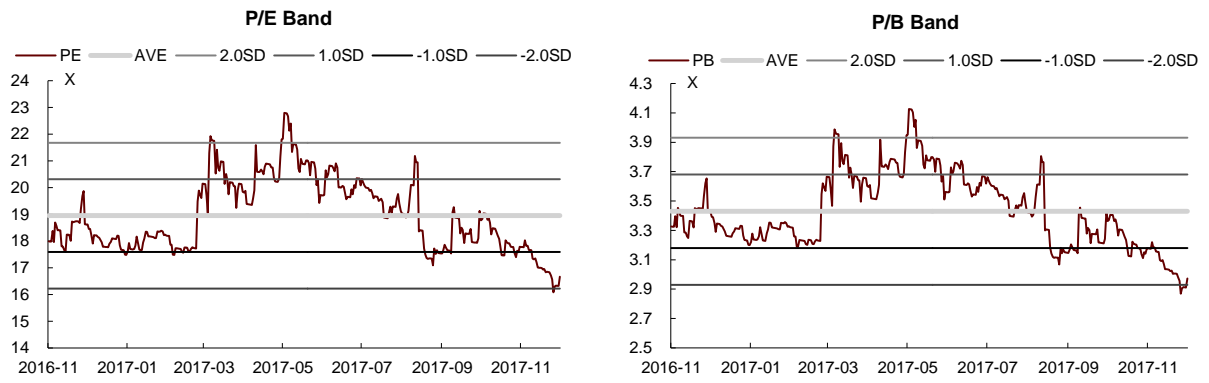
公司	代码	股价 2017/12/11	目标价	市值 百万港元	评级	市盈率 (x)			市净率 (x)			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA (x)		
						2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
<b>食品饮料</b>																				
中国食品	0506.HK	3.82	6.21	10,601	推荐	21.4	26.6	21.1	2.0	1.8	1.7	9.2	6.9	8.1	0.6	0.0	0.0	11.9	9.7	7.6
万洲国际	0288.HK	8.84	10.51	125,633	推荐	16.0	15.3	12.9	2.6	2.4	2.2	16.4	15.8	16.8	3.0	3.2	3.7	8.4	8.1	7.3
康师傅控股	0322.HK	13.70	15.92	78,491	推荐	56.3	37.8	28.4	3.6	3.4	3.2	6.4	9.0	11.2	0.9	1.3	1.8	11.3	10.6	9.0
达利食品	3799.HK	6.15	8.06	84,219	推荐	23.0	20.8	18.2	5.2	4.8	4.2	22.6	22.9	23.3	3.0	2.9	3.3	13.7	12.1	10.4
健合国际	1112.HK	49.85	33.70	31,751	中性	28.3	31.1	25.4	8.5	6.6	5.3	29.9	21.4	20.7	0.0	0.0	0.0	15.3	15.4	13.4
雅士利国际	1230.HK	1.51	1.47	7,213	中性	n.m	n.m	97.8	1.1	1.1	1.1	-5.6	-3.2	1.1	0.0	0.0	0.3	n.m	n.m	21.8
蒙牛乳业	2319.HK	21.00	20.24	82,276	推荐	n.m	29.7	20.8	3.4	3.1	2.7	-3.6	10.4	13.2	0.5	0.8	1.1	65.0	15.4	13.3
现代牧业	1117.HK	1.45	2.28	8,952	推荐	18.5	n.m	10.3	1.1	1.2	1.2	5.9	1.0	11.8	0.0	0.0	0.0	15.0	15.3	8.2
中国圣牧	1432.HK	1.26	1.39	8,007	中性	10.1	24.8	18.1	1.3	1.2	1.1	12.7	4.9	6.3	0.0	0.0	0.0	6.9	10.3	8.5
青岛啤酒股份	0168.HK	33.05	26.93	44,853	中性	36.6	32.2	31.4	2.3	2.2	2.1	6.4	7.0	6.8	1.2	1.1	1.1	12.1	13.0	12.5
中国旺旺	0151.HK	5.96	7.34	74,138	中性	18.1	20.1	17.9	5.3	4.7	4.1	29.1	23.2	22.7	1.7	1.8	2.0	10.9	11.3	10.0
华润啤酒	0291.HK	24.75	22.29	81,104	推荐	109.3	34.8	30.5	3.9	3.6	3.2	3.6	10.2	10.6	0.4	0.6	0.7	19.6	16.4	14.7
统一企业中国	0220.HK	6.13	5.94	26,391	中性	37.3	28.7	27.9	1.9	1.8	1.7	5.0	6.2	6.1	0.5	0.7	0.7	9.8	9.1	8.4
颐海国际	1579.HK	6.60	5.74	6,910	推荐	31.7	24.2	18.9	4.7	3.7	3.0	14.7	15.5	15.9	0.7	0.8	1.1	21.5	13.1	9.5
周黑鸭	1458.HK	7.08	9.72	16,873	推荐	21.1	19.1	16.5	4.2	3.5	2.9	36.0	19.6	19.0	1.4	1.6	1.8	12.5	10.8	9.1
<b>平均</b>						<b>31.5</b>	<b>25.6</b>	<b>24.8</b>	<b>3.3</b>	<b>2.9</b>	<b>2.5</b>	<b>12.5</b>	<b>11.4</b>	<b>12.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>16.1</b>	<b>11.8</b>	<b>10.2</b>

资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

图表 13: 与全球连锁经营品牌估值比较

公司	代码	市值 (百万美元)	市盈率				市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		EPS CAGR		PEG
			2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2017-19	
麦当劳	MCD US Equity	138,033	31.5	26.5	24.7	22.9	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	2.1	2.2	2.4	17.7	15.9	15.8	7.6%	3.5
印蒂克有限公司	ITX SM Equity	114,573	30.7	28.6	25.8	23.3	8.4	7.0	6.3	27.2	24.5	24.6	1.6	2.4	2.7	18.0	16.7	15.1	11.0%	2.6
星巴克	SBUX US Equity	83,390	29.5	25.3	22.2	19.0	15.4	16.2	16.0	52.3	64.2	72.2	1.8	2.1	2.4	17.6	14.1	12.7	15.2%	1.7
TJX公司	TJX US Equity	46,715	21.0	18.8	17.6	15.8	10.1	10.0	9.6	47.8	53.1	54.8	1.4	1.6	1.9	10.2	9.6	9.2	9.1%	2.1
阿迪达斯公司	ADS GR Equity	44,439	35.5	26.7	22.7	19.1	5.6	5.0	4.4	15.9	18.8	19.4	1.1	1.4	1.8	19.9	15.4	13.3	18.1%	1.5
海恩斯莫里斯公司	HMB SS Equity	38,487	17.5	18.6	17.0	15.8	6.0	5.3	5.0	34.2	28.6	29.5	4.9	4.9	4.9	10.2	10.4	9.4	8.5%	2.2
Restaurant Brands 国际	QSR US Equity	28,309	41.0	30.5	22.8	20.4	6.7	9.7	7.5	16.4	31.7	32.9	1.0	1.3	1.6	21.5	18.9	17.1	22.4%	1.4
Ross 商店有限公司	ROST US Equity	29,383	27.0	23.4	21.6	19.4	10.3	9.8	8.6	38.1	41.9	40.0	0.7	0.8	0.9	13.6	12.2	11.5	9.8%	2.4
百胜全球餐饮	YUM US Equity	28,078	20.3	29.6	26.2	22.5	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	4.3	1.4	1.6	19.1	18.1	18.0	14.7%	2.0
Yum China Holdings Inc	YUMC US Equity	15,682	30.0	28.6	25.2	22.4	5.5	5.6	4.9	18.2	19.5	19.4	-	0.5	1.2	14.3	11.9	10.7	13.0%	2.2
安踏体育	2020 HK Equity	11,364	29.4	24.4	20.6	17.3	5.7	5.5	5.0	19.3	22.5	24.1	2.1	2.9	3.4	16.1	13.1	10.9	19.0%	1.3
Gap 公司	GPS US Equity	13,023	19.8	15.9	15.6	16.1	4.3	4.3	4.0	21.7	27.3	25.7	2.7	2.8	2.8	7.2	6.7	6.7	-0.7%	-23.0
华特布罗德公共有限公司	WTB LN Equity	9,636	17.0	15.3	14.4	13.3	2.7	2.5	2.3	15.8	16.5	15.7	2.4	2.5	2.7	10.5	9.5	8.8	7.3%	2.1
伯灵顿商店公司	BURL US Equity	7,705	36.9	26.1	23.0	20.2	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	-	-	-	15.5	13.0	11.7	13.7%	1.9
新秀丽	1910 HK Equity	6,264	24.3	24.6	20.2	17.1	4.2	3.8	3.4	17.1	15.6	17.0	1.5	1.6	2.0	2.4	1.8	1.6	20.1%	1.2
山崎面包株式会社	2212 JP Equity	4,341	27.0	20.8	27.8	26.6	1.7	1.6	1.6	6.2	7.9	5.7	0.8	1.0	0.9	6.9	6.9	7.1	-11.5%	-1.8
Urban Outfitters 公司	URBN US Equity	3,582	17.7	21.1	19.0	18.6	2.8	2.7	2.5	15.8	12.9	13.0	-	-	-	6.8	7.9	7.7	6.6%	3.2
美国鹰牌服饰公司	AEO US Equity	3,055	14.7	14.9	14.1	14.8	2.6	2.6	2.2	17.8	17.4	15.8	2.9	2.9	2.7	5.7	5.7	5.5	0.5%	31.4
绝味食品	603517 CH Equity	2,421	36.9	33.1	28.1	23.7	9.6	6.2	5.3	26.0	18.8	18.9	n.m	1.3	1.5	25.0	31.8	26.8	18.1%	1.8
泉盛控股株式会社	7550 JP Equity	2,579	34.4	38.0	40.5	42.1	4.1	4.0	3.8	11.9	10.5	9.3	0.9	0.9	0.9	10.7	11.8	11.7	-5.0%	-7.6
大家乐集团	341 HK Equity	1,582	24.3	25.3	22.4	21.4	3.7	3.6	3.6	15.2	14.4	15.8	3.8	3.7	3.9	12.8	12.4	11.1	8.7%	2.9
啱啱啱	520 HK Equity	1,742	31.0	26.4	21.2	18.2	6.3	5.8	4.7	20.5	21.8	22.1	1.3	1.7	2.1	15.7	12.9	10.5	20.4%	1.3
株式会社 Onward 控股	8016 JP Equity	1,421	30.5	28.2	28.1	25.5	0.9	0.9	0.9	2.8	3.1	3.1	2.5	2.5	2.5	13.8	14.2	14.0	5.2%	5.4
Doutor Nichires 控股株式会社	3087 JP Equity	1,235	21.8	19.8	18.7	17.6	1.3	1.2	1.2	5.9	6.1	6.2	1.1	1.2	1.2	6.9	6.4	6.1	6.1%	3.2
阿贝克隆比&费奇公司	ANF US Equity	1,227	300.2	183.8	96.3	174.9	1.1	1.0	1.0	0.4	0.5	1.1	4.4	4.4	4.4	5.2	4.7	4.8	2.5%	72.9
Yoshinoya Holdings Co Ltd	9861 JP Equity	1,103	99.2	56.5	56.7	48.6	2.2	2.2	2.1	2.2	3.8	3.7	1.0	1.0	1.0	17.1	13.2	12.8	7.8%	7.2
来伊份	603777 CH Equity	1,013	39.9	46.6	27.2	n.m	3.5	n.m	n.m	8.8	n.m	n.m	1.3	n.m	n.m	27.3	n.m	n.m	n.m	n.m
恩捷环球	330 HK Equity	991	135.3	43.7	21.7	17.3	0.7	0.7	0.7	0.5	1.5	3.0	-	1.4	2.7	5.7	3.7	2.8	59.0%	0.7
佐丹奴国际	709 HK Equity	823	14.8	13.0	11.9	11.2	2.3	2.4	2.4	15.3	18.3	19.9	6.7	7.7	8.4	7.3	6.8	6.4	7.6%	1.7
Yondoshi 控股公司	8008 JP Equity	768	15.4	13.9	13.3	12.7	1.5	n.m	n.m	9.7	n.m	n.m	1.7	2.2	2.4	10.0	n.m	n.m	4.9%	2.8
元祖股份	603886 CH Equity	720	28.8	30.8	26.5	23.2	4.5	4.0	3.7	15.5	13.1	13.9	1.2	1.4	1.5	22.8	16.9	14.1	15.1%	2.0
不二家株式会社	2211 JP Equity	644	56.3	48.6	46.5	41.9	2.5	2.3	2.2	4.4	4.8	4.8	0.4	0.4	0.4	12.1	n.m	n.m	7.7%	6.3
味千(中国)	538 HK Equity	505	5.0	16.9	15.5	12.9	1.0	1.0	0.9	20.0	5.7	6.1	3.9	4.2	4.3	2.0	4.7	4.4	14.7%	1.2
卡帕公司	KAHL SS Equity	412	9.6	11.0	10.4	10.5	1.7	2.1	1.9	17.8	18.6	18.0	4.4	4.7	5.3	5.8	6.1	5.8	2.3%	4.8
面包新语集团有限公司	BREAD SP Equity	325	38.3	28.9	21.1	19.0	3.3	3.1	2.9	8.6	10.7	13.8	1.6	3.2	2.6	5.7	5.6	5.5	23.2%	1.2
Baroque Japan Ltd	3548 JP Equity	307	8.9	18.0	17.1	12.7	2.1	2.0	1.9	23.3	11.1	11.2	1.0	3.9	3.9	5.0	n.m	n.m	19.2%	0.9
翠华控股	1314 HK Equity	204	17.6	14.1	12.6	10.3	1.4	1.2	1.1	7.7	8.4	8.5	3.1	5.3	6.2	5.7	6.0	5.3	17.3%	0.8
<b>平均</b>			<b>38.3</b>	<b>30.2</b>	<b>24.8</b>	<b>24.7</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>17.1</b>	<b>17.9</b>	<b>18.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>12.2</b>	<b>11.1</b>	<b>10.2</b>	<b>0.1</b>	<b>4.1</b>
周黑鸭	1458 HK Equity	2,161	21.1	19.1	16.5	15.5	4.2	3												

图表 14: 市盈率/市净率



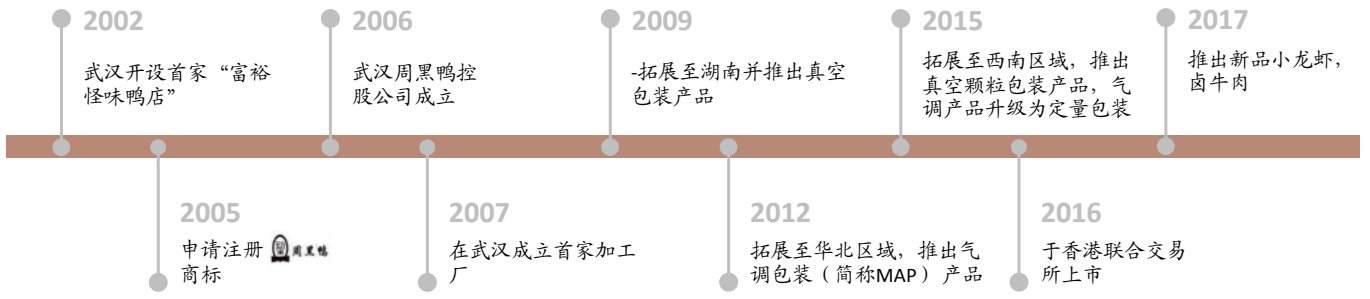
资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部



## 附录

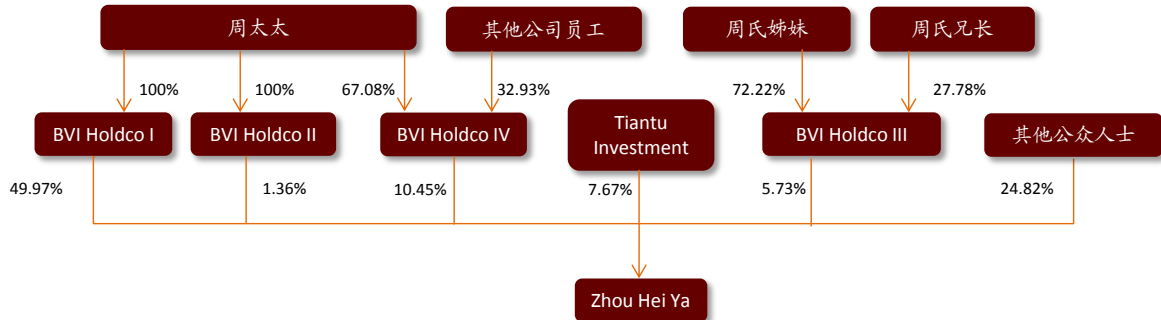
### 公司基本情况

图表 15: 公司发展历程



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16: 公司股权结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17: 目前产品组合

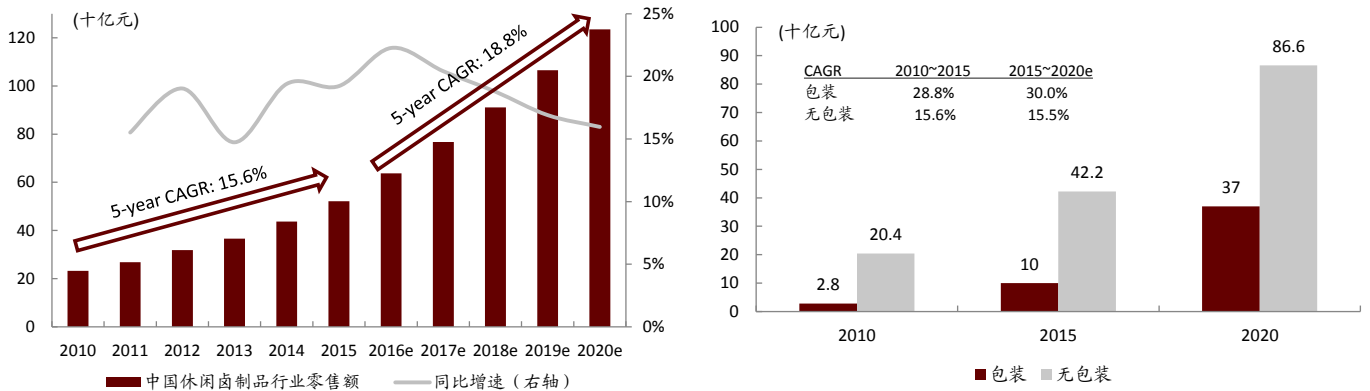


资料来源：公司数据，中金公司研究部



行业概况

图表 18: 卤味休闲食品市场规模与成长性



资料来源: Frost & Sullivan, 中金公司研究部

图表 19: 市场集中度与主要竞争对手描述

品牌	市场份额	门店数	自营门店数	业务模式	产品类别
绝味	8.9%	7200	128	短保+中央工厂	卤制鸭、鸡、猪、牛等肉制品; 卤制蔬菜、水产品、豆制品等
周黑鸭	5.5%	734	716	短保+中央工厂	鸭肉及鸭副产品, 卤制蔬菜、水产品、豆制品等, 卤牛肉, 小龙虾
紫燕	2.7%	1480	1405	店内半成品加工	佐餐凉菜, 卤制品等
煌上煌	2.6%	2560	180	短保+中央工厂	酱卤肉制品 (包括鸭、鸡、鹅、猪、牛、羊等及水产、蔬菜、豆制品) 和佐餐凉菜
廖记	1.3%	480	340	店内半成品加工	佐餐凉菜, 休闲卤制品等

资料来源: Frost & Sullivan, 中金公司研究部; 注: 市场份额数据基于2016年6月底12个月的零售额, 门店数和自营门店数基于2016年年中数据

图表 20: 与直接竞品间全方位比较

公司	品牌图片	产品类别	包装类别	价格	业务模式	2016规模 (亿元)
周黑鸭		鸭肉及鸭副产品, 卤制蔬菜、水产品、豆制品等, 卤牛肉, 小龙虾	短保: 气调包装; 长保: 真空包装	气调包装: 鸭脖320g, 35.9元; 真空包装: 鸭脖215g, 24.9元	开设自营店铺, 截止2017年中自营店铺数量为892家; 采用短保+中央工厂的生产模式	28.16
绝味食品		卤制鸭、鸡、猪、牛等肉制品; 卤制蔬菜、水产品、豆制品等	短保: 散装、气调包装; 长保: 真空包装	散装: 鸭脖500g, 39.8元; 气调包装: 鸭脖200g, 23.8元; 真空包装: 鸭脖200g, 21.8元	自营店和加盟店结合, 截止2017年中共8610家店; 采用短保+中央工厂的生产模式	32.74
煌上煌		酱卤肉制品 (包括鸭、鸡、鹅、猪、牛、羊等及水产、蔬菜、豆制品) 和佐餐凉菜	短保: 散装、气调包装; 长保: 真空包装	散装: 鸭脖500g, 24.8元 气调包装: 鸭脖260g, 28.8元; 真空包装: 鸭脖250g, 29元	自营店和加盟店结合, 截止2016年中2560家店; 采用短保+中央工厂的生产模式	12.18
精武		以鸭产品为主, 同时延展猪系列、牛肉系列和素食类	短保: 散装、气调包装; 长保: 真空包装	散装: 鸭脖500g, 35元 气调包装: 鸭脖350g, 30元; 真空包装: 鸭脖250g, 25.8元	自营店和加盟店结合, 全国目前店铺数量约2000多家; 采用短保+中央工厂的生产模式	约2~3亿元
久久丫		酱卤肉制品 (包括鸭、猪、牛等及水产、蔬菜、豆制品) 和佐餐凉菜	短保: 散装、气调包装; 长保: 真空包装	散装: 鸭脖500g, 33.8元 气调包装: 鸭脖290g, 28元; 真空包装: 鸭脖420g, 39.9元	自营店和加盟店结合, 全国目前店铺数量约1000家; 采用短保+中央工厂的生产模式	约4~5亿元

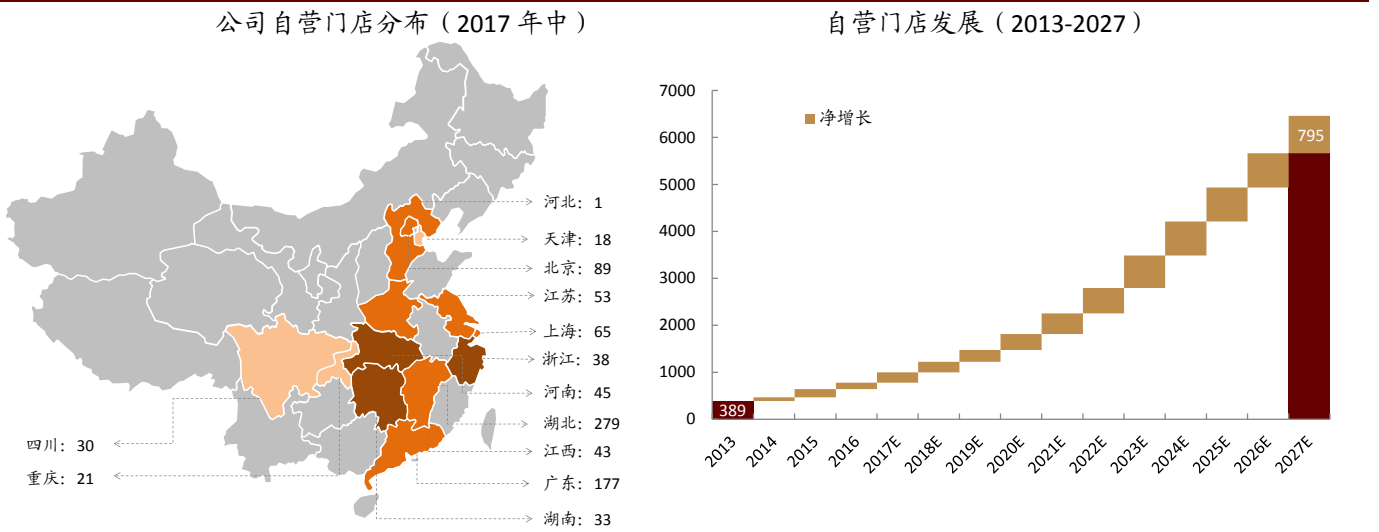
资料来源: 公司数据, 京东, 中金公司研究部; 注: 精武和久久丫2016年收入规模为我们估算





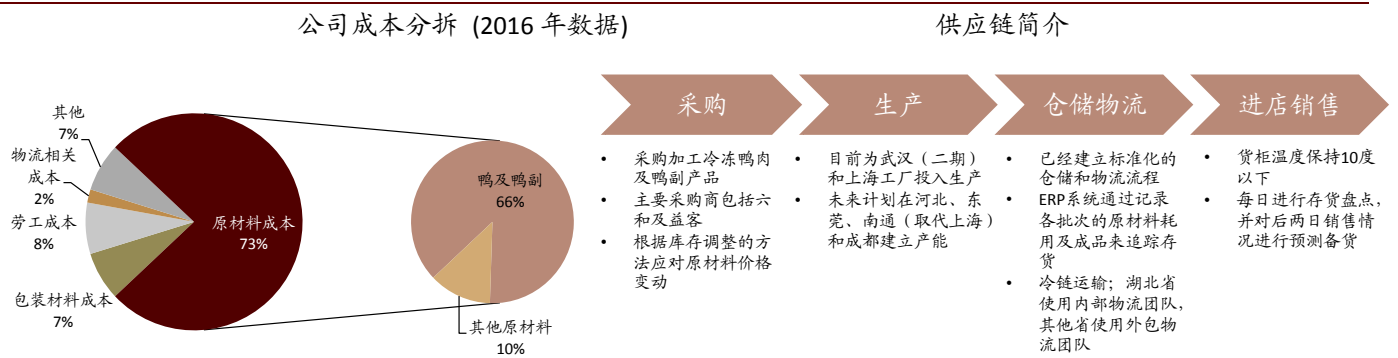
公司基本运营数据

图表 21: 自营店分布 (2017 年中) 与发展 (2013-2027)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 22: 公司生产成本分拆与供应链简介



资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908  
编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

