



周黑鸭：从餐桌到口袋的“辣上瘾”

报告摘要

休闲消费升级，行业加速转型。卤制品源起于餐桌，其“辣上瘾”的特性使其深受年轻消费群体欢迎。近年来，卤制品从餐桌走向休闲，因消费场景多、受众人群广和消费频次高，行业呈现高增长态势，2015年休闲卤制品行业整体规模521亿，未来五年复合增速18.8%。而品牌厂商在品类及口味创新上加大投入，搭建连锁门店销售网络，部分品牌面向年轻受众，对品牌形象和门店环境进行优化升级，休闲卤制品市场逐渐走向品牌化。

强势品牌、直营渠道，周黑鸭构建两大核心竞争优势。周黑鸭凭借产品的独特风味和优质的服务体验建立了极高的品牌辨识度。品牌效应和差异化客户群赋予了公司较强的定价能力，终端价格较竞品享有25%-35%的品牌溢价。周黑鸭坚持全直营模式，截止2016年底在全国43家城市拥有778家门店。直营模式较加盟制有明显的商业优越性：公司对终端门店的管理和控制力度更强，单店平均收入、毛利率领跑行业。成熟标准化的开店程序可实现快速复制，有效支撑后续门店网络扩张规划。

“辣上瘾”从餐桌到口袋，休闲卤制品龙头未来增长空间广阔。不同于市场对于周黑鸭发展空间较小的认知，我们认为周黑鸭可以通过消费习惯的塑造、品类的拓展和门店的扩张获得更大的市场空间：i)对标咖啡巨头星巴克的成功经验，周黑鸭自带“辣上瘾”属性拥有坚实的消费群体基础，有望通过优质的产品体验和品牌定位吸引潜在受众；ii)试水小龙虾，迈出品类扩张重要一步。全国小龙虾消费达千亿规模，公司通过加工改造和供应链升级推出“聚一虾”新品，凭借已有品牌优势和门店网络有望打造出新爆款；iii)公司目前门店47.6%仍集中在华中地区，华东、华北地区一二线城市渗透率较低，全国范围内交通枢纽店覆盖率亦有提升空间，我们判断存在大量消费需求未得到满足，后续产能逐步释放将支撑公司加快门店扩张速度。

投资建议：我们认为周黑鸭是兼具优质商业模式和广阔成长空间的稀缺标的，我们预计2017E-2019E EPS分别为0.34、0.41和0.52港元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价10.90港元，对应2018E PE 21x有25%提升空间。

风险提示：i)门店扩张、新品推进速度不及预期；ii)食品安全问题带来负面影响；iii)消费者偏好发生变化。

(百万元人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,432	2,816	3,435	4,235	5,282
增长率(%)	34.4%	15.8%	22.0%	23.3%	24.7%
净利润	553	716	799	985	1,228
增长率(%)	34.5%	29.5%	11.6%	23.3%	24.7%
毛利率(%)	56.4%	62.3%	58.0%	58.0%	58.0%
净利润率(%)	22.7%	25.4%	23.3%	23.3%	23.3%
每股收益(人民币)	0.29	0.37	0.34	0.41	0.52
每股净资产(人民币)	0.20	1.83	1.74	2.03	2.39
市盈率	-	21.0	22.9	18.6	14.9
市净率	-	4.2	4.4	3.8	3.2
净资产收益率(%)	143.6%	19.9%	19.2%	20.3%	21.5%
股息收益率(%)	-	1.4%	1.3%	1.6%	2.0%

数据来源：Bloomberg、安信国际

评级：**买入**
期限：12个月
目标价格：**10.90元**

现价(2017年5月11日)：8.65元
报告日期：**2017-05-12**

总市值(百万港元)	20614.17
流通股市值(百万港元)	20614.17
总股本(百万股)	2383.14
流通股股本(百万股)	2383.14
12个月低/高(港元)	5.88/9.92
平均成交(百万港元)	66.31

股东结构

周富裕(主席)夫妇	61.78%
Tiantu Investments	7.67%
其他	30.55%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.16	17.70	NA
绝对收益	11.47	24.28	NA

数据来源：彭博、港交所、公司

李云怡
+86-21-35082067

行业分析师
liyiy16@essence.com.cn

1. 周黑鸭：休闲卤制品行业领头羊

周黑鸭是中国领先的休闲卤制品品牌商和零售商，坚持“会娱乐更快乐”的品牌理念，致力于打造年轻、有活力、兼具生活品味和文化底蕴的品牌。产品以卤鸭及鸭副产品（鸭脖、鸭翅、鸭锁骨、鸭舌等）为主，兼营其他产品（卤制红肉、卤制蔬菜等）。据咨询机构 Frost&Sullivan 消费者调查显示，周黑鸭在品牌知名度、客户满意度及惠顾频率方面均在国内休闲卤制品品牌中排名首位。

1.1. 发展历程

创立 15 年，周黑鸭不断坚持产品及品牌创新。2002 年创始人周富裕在武汉开出第一家周黑鸭门店，2008 年起推动传统零售模式的升级，开具备独特品牌形象、时尚消费环境和优秀服务质量的连锁品牌店。2012 年，公司在业内率先采用 MAP 包装技术，推出可供随时食用的 MAP 产品，并首度实现由未包装产品向 MAP 产品及真空包装产品的全面转变。此举极大地丰富了卤制品的消费场景和销售渠道，直接推动休闲卤制品行业的整体转型。2015 年下半年，公司开始推出固定重量包装的 MAP 产品，提升了门店运转效率，并且利于多渠道（线上渠道）销售的深化和拓展。

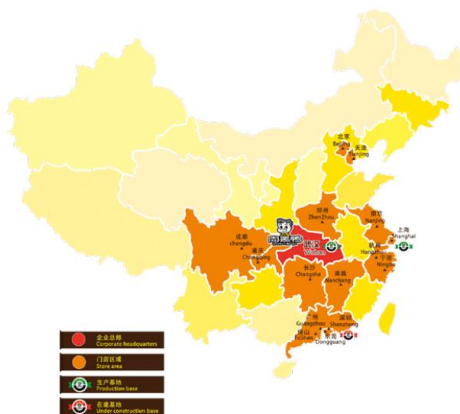
图 1：周黑鸭发展沿革



数据来源：公司资料、安信国际

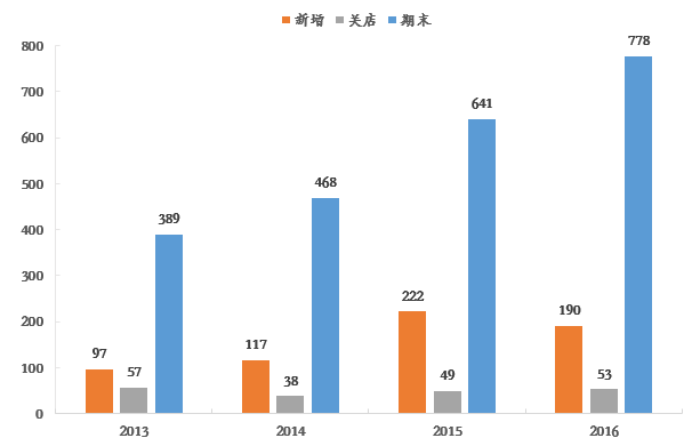
扎根华中，向全国范围拓展。周黑鸭由武汉起步，在华中四省（湖北、湖南、江西、河南）站稳脚跟后，自 2010 年起积极向华南、华东等地区拓展。2013-2016 年间每年新开门店数量大幅增加，截止 2016 年底，周黑鸭已在 13 个省份及直辖市 43 个城市，拥有 778 家自营门店；同时周黑鸭拥有成熟的线上销售渠道，将产品分销至不同地区。

图 2：周黑鸭门店&产能布局



数据来源：公司公告、安信国际

图 3：2013-2016 年门店数量快速增长



数据来源：公司公告、安信国际

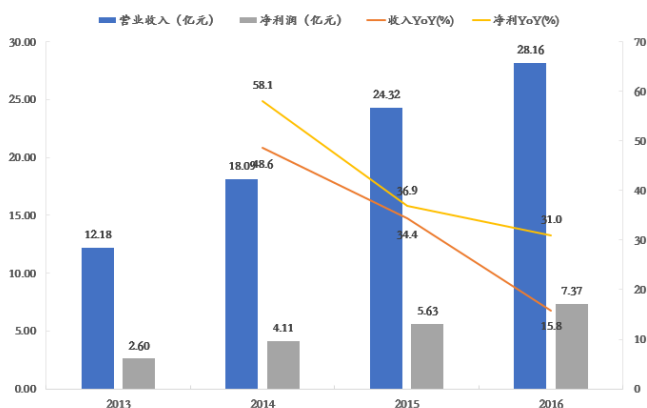
知名机构助力公司发展，登陆资本市场半年即入港股通。周黑鸭在2010年10月和2012年6月曾先后引入天图投资和IDG资本作为战略投资者。2016年11月11日，公司正式在联交所主板挂牌上市。2017年2月，恒生指数公司发布季度检讨，将周黑鸭列入恒生综合大中型股指数成分股，于3月6日正式生效。根据沪港通及深港通现行规定，公司已入选港股通标的，发展过程中屡获资本市场认可。

1.2. 财务分析

周黑鸭营收快速增长，利润率稳中有升。2013-2016年，公司业绩处于高速增长期，营业收入和净利润CAGR分别高达32.3%和41.5%。毛利率基本稳定在55%左右，净利率从21.3%逐步提升至25.4%。

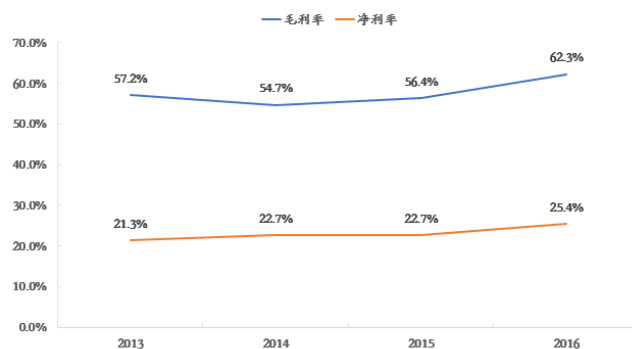
2016年业绩表现靓丽，盈利能力突出。2016年实现营业收入28.16亿元人民币，同比增长15.8%；毛利润17.55亿元，同比增长27.8%；净利润7.37亿（剔除IPO费用影响），同比增长31%。受产品包装升级、平均售价提升和原材料成本下行的双重影响，毛利率由56.4%提升5.9个百分点至62.3%，净利率由22.7%提升2.7个百分点至25.4%。

图4：周黑鸭业绩保持快速增长



数据来源：公司公告、安信国际

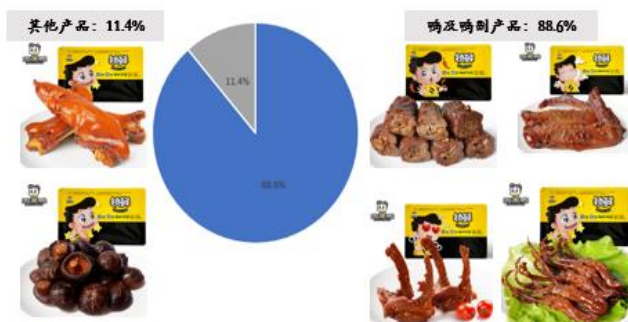
图5：周黑鸭利润率稳中有升



数据来源：公司公告、安信国际

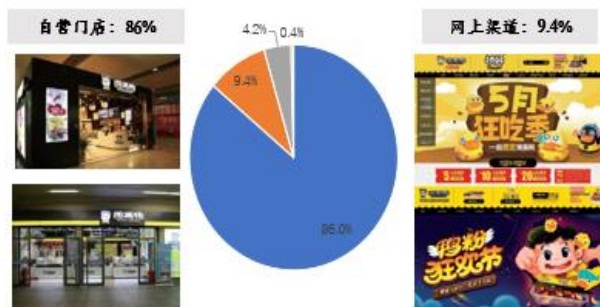
收入构成上，周黑鸭总营收中有88%来自于鸭脖、鸭翅、鸭锁骨、鸭舌等经典鸭类产品，其他产品（卤制红肉、卤制蔬菜）约占11.4%。渠道方面，自营门店占据绝对优势，贡献86%的销售收入；网上渠道近两年实现大幅增长，占比由2015年的7.1%提升至9.4%，这主要归功于2016年全面推进固定重量包装升级，便于开展产品的线上销售和配送。

图6：2016A收入构成（按产品类别）



数据来源：公司公告、安信国际

图7：2016A收入构成（按销售渠道）



数据来源：公司公告、安信国际

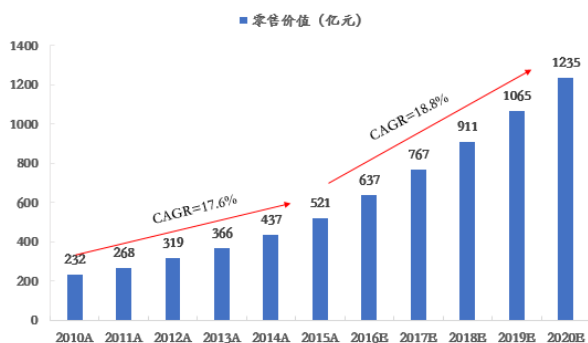
2. 休闲消费升级，行业加速转型

我国休闲卤制品具备广阔的市场空间。随着大众消费需求的升级，行业目前处于转型发展期，消费场景多样化，销售渠道现代化，休闲、便携、卫生的连锁品牌逐渐取代传统的散装零售，抢占市场份额，行业集中度正在加速提升。

2.1. 市场空间广阔、细分行业增速快

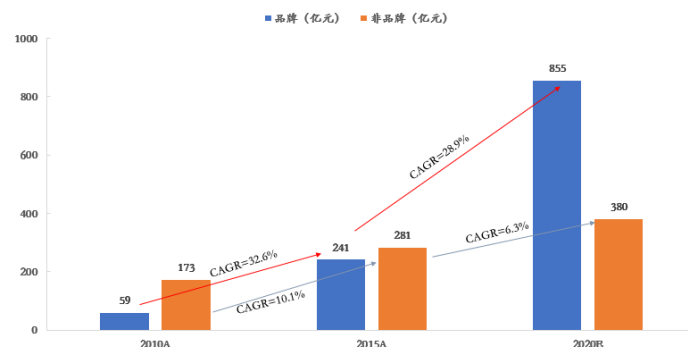
休闲卤制品近年保持快速增长。受益于经济增长、居民收入提升、城镇化进程深入和销售渠道拓展推动，消费场景多，受众人群广，消费频次高，市场表现尤为突出。周黑鸭所属的休闲卤制品行业以其独特口感和品质特色成为其中表现亮眼的细分行业。据咨询机构 Frost&Sullivan 数据，2015 年国内休闲卤制品市场规模 521 亿元，2010-2015 年 CAGR17.6%，高于休闲食品整体增速（12.9%），预计未来五年将以 18.8% 的高增速领跑休闲食品行业。

图 8：行业未来五年保持高增长



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

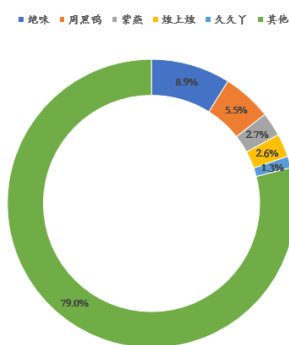
图 9：品牌休闲卤制品增速显著优于非品牌



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

行业市场容量大，品牌厂商最为获益。国内许多地区历来有卤制品饮食传统，各地口味有所差异。近年来随着城镇化进程的持续推进，人口迁移和流动使得卤制品消费习惯得以扩散和普及。与此同时，由于产品包装的改良升级和销售渠道的扩张发展，卤制品的消费场景也由原本较单一的餐桌消费延伸至多场景的休闲消费，消费频次大幅提升。受生活水平提升影响，国内消费者日渐重视食品安全，倾向于购买质量和卫生更佳的品牌卤制品。上述趋势的延续将为休闲卤制品行业的可持续增长提供了保障。据估算，2020 年我国品牌休闲卤制品的市场规模将达到 855 亿元，未来五年 CAGR28.9%，远高于非品牌的 6.3%。

图 10：行业集中度存在提升空间



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

图 11：卤制品单品特点：辣上瘾



数据来源：互联网资料、安信国际

市场高度分散，行业集中度较低，龙头竞争较为激烈。目前，卤制品行业内大部分企业属于小规模家庭作坊或工厂，食品安全卫生水平普遍偏低，行业集中度存在提升空间。按零售额口径统计，CR5 仅为 21%（绝味百分 8.9%，周黑鸭 5.5%）。随着国家后续出台更多肉类（家禽）食品安全法规，整体监管环境日趋严格，非品牌企业将会被淘汰出局，腾挪出一定市场份额，转移向在品牌声誉、产品质量和服务体验方面享有领先优势的品牌龙头。

2.2. 行业转型：向休闲、连锁、品质迈进

2.2.1. 产品定位休闲化

据测算，国内 70%左右的卤制食品是以休闲食品的形式被消费的。究其原因有三点：

- **卤制品特点：辣上瘾。**卤制鸭脖源于湖北地区，以口味重辣、肉质有嚼劲的独特风味风靡全国，“辣上瘾”的特性大幅提高了消费者的购买频次，也为行业提供了坚实的需求基础。
- **主力消费人群的群体特征：**卤制品的消费受众以 18-35 岁的年轻群体为主。与上一辈年长消费者不同的是，年轻群体拥有较多闲暇时间，因而饮食习惯发生明显代际变化，不再将鸭脖、鸭锁骨等卤味视为佐餐配菜，而是随时随地作为零食享用，看剧看球、旅行途中都可以用来打发时间、满足口舌之欲。
- **产品创新和包装升级：**品牌厂商加大投入进行品类及口味创新，引入现代化大型生产线，提升质量和保鲜水平。锁鲜装（MAP 包装）和冷链物流配送极大地提升了产品品质和便携性。经过工业化规模化改造的品牌卤制品重塑了受众的消费习惯，人均消费量快速提升，为休闲卤制品提供了放量空间。

2.2.2. 销售渠道多样化

休闲卤制品厂商在激烈的市场竞争中，不断深化拓展销售渠道，包括线下连锁门店和线上平台（电商、外卖），提升休闲卤制品的消费量，同时也促进了全国性品牌的发展。

- **线下是核心：**品牌商通过在全国范围内设立生产基地，以最优冷链配送距离为辐射半径，建立现代化供应链体系和分销网络，采用直营或加盟模式在客流量大的商圈或交通枢纽搭建连锁门店网络，以满足受众即时消费需求，实现了由传统路边摊、菜市场向规模化标准门店的飞跃。

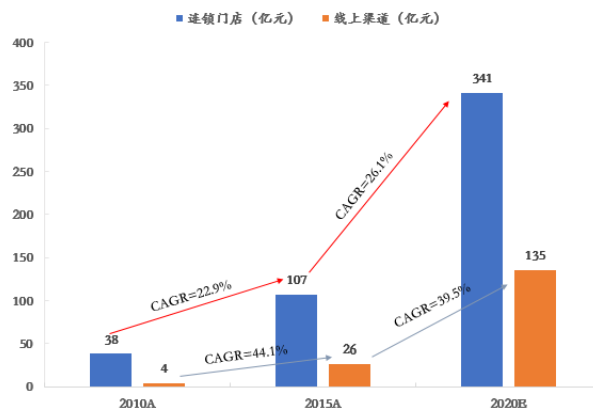
图 12：连锁品牌销售渠道比较（线上/线下）

品牌	经营模式	线下门店	线上销售平台
周黑鸭	直营	778	天猫、京东、饿了么、1号店、微店
绝味鸭脖	直营&加盟	7758 (直营115, 加盟7643)	天猫、京东、饿了么
煌上煌	直营&加盟	约3000 (加盟92%)	天猫、京东、饿了么
久久丫	直营&加盟	约1000	天猫、饿了么
紫燕	直营	约1500	天猫、饿了么

说明：线上销售平台以旗舰店为准统计

数据来源：公司资料、安信国际

图 13：连锁门店与线上渠道拓展迅速



数据来源：Frost&Sullivan、安信国际

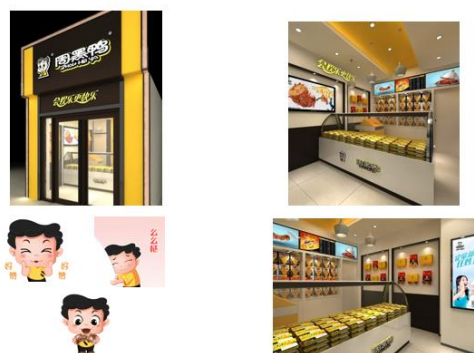
- **线上高增长：**互联网购物以其灵活、便利的特性获得年轻消费者青睐，过去五年卤制品线上销售实现爆发式增长，CAGR44.1%，预计五年保持 39.5%增长。越来越多

的厂商尝试推进线上/线下销售渠道的整合,扩大产品销售范围,优化提升用户体验。

2.2.3. 服务体验品质化

迎合年轻一代,品牌形象改造升级。随着消费受众的代际更替,年轻一代愈发注重生活品质,对食品消费市场、价格的敏感度较低,作出购买决策时重视服务体验,希望通过标签化产品来凸显自我个性化选择。针对年轻群体的消费特征,休闲卤制品纷纷对品牌形象和门店环境进行优化升级。例如,周黑鸭采用快乐小男孩的二次元形象配合公司“会娱乐 更快乐”的品牌宣言,并提供专属表情包下载,门店设计主打黑黄色系,有效提升品牌辨识度。各大厂商亦推出在线会员管理体系,通过营销活动、优惠券、会员积分等形式提供增值服务,增强用户粘性,沉淀海量客户消费数据,借助大数据技术实现精准营销。

图 14: 周黑鸭品牌卡通表情&门店设计



数据来源: 互联网资料、安信国际

图 15: 品牌会员示例 (周黑鸭&绝味)

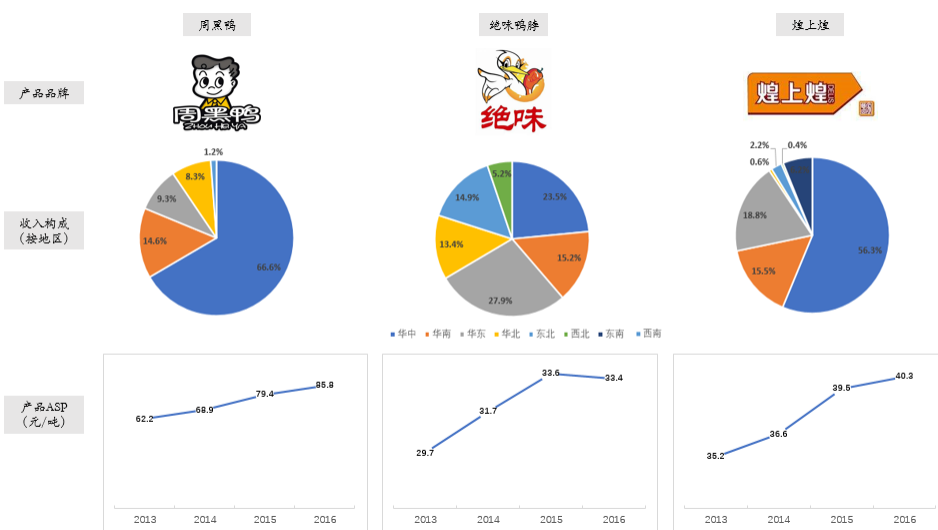


数据来源: 互联网资料、安信国际

2.3. 主要品牌商横向分析

我们在此从收入构成、产品平均售价、毛利率、渠道和产能 5 个维度,对国内休闲卤制品行业的三大玩家周黑鸭、绝味鸭脖和煌上煌做一横向比较分析。

图 16: 周黑鸭、绝味鸭脖、煌上煌比较分析 (一)



数据来源: 公司资料、安信国际

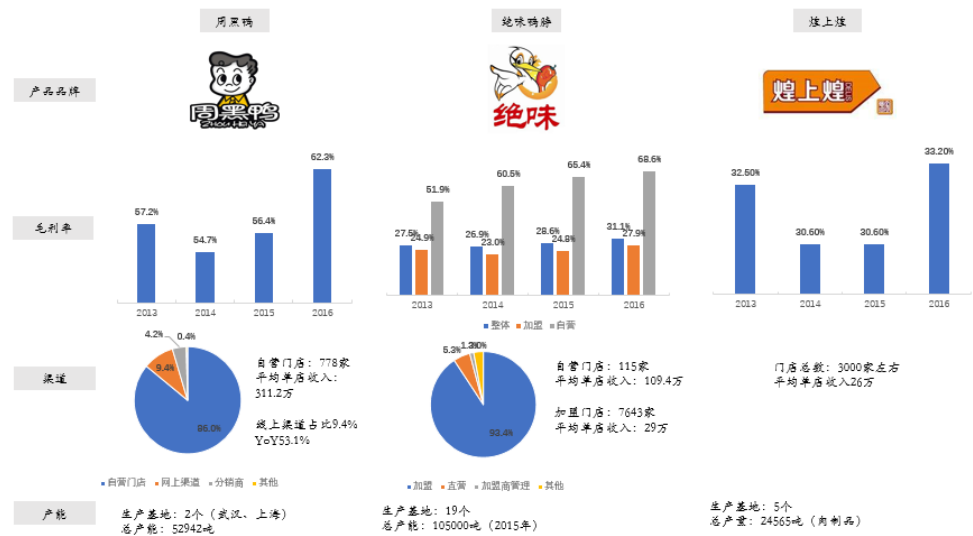
• 收入构成

绝味地域分布最为均衡，华东、华中占比较高；周黑鸭深耕华中地区，贡献超66%销售收入，华东、华北占比尚不足10%；与周黑鸭类似，煌上煌在华中（江西）市场优势明显，收入占比过半。

• 产品平均售价

周黑鸭因全直营模式和突出的品牌力在产品价格管控上表现极为强势，产品ASP节节攀升，2016年售价近86元/公斤。与此相对的是以加盟制为主的绝味和煌上煌需要向加盟商提供折扣，产品ASP保持在30-40元/公斤左右。

图 17：周黑鸭、绝味鸭脖、煌上煌比较分析（二）



数据来源：公司资料、安信国际

• 毛利率

因经营模式不同，品牌定价能力存在差异，使得周黑鸭毛利率远远领先于绝味和煌上煌。注意绝味自营渠道毛利率与周黑鸭不相上下，这印证了我们对直营模式商业优越性的观点。

• 渠道

周黑鸭现有 778 家门店，平均单店收入高达 311 万；绝味 7758 家，加盟店 7643 家，平均单店收入 29 万，自营仅有 115 家，平均收入 109 万，单店盈利能力与周黑鸭存在明显差距；煌上煌现有 3000 家门店，单店平均收入 26 万。

• 产能

周黑鸭现有武汉和上海两大生产基地，2016 年底武汉二期工厂投产，目前总产能接近 5.3 万吨；绝味因前期快速扩张，已在全国范围内布局 19 个生产基地，2015 年数据显示总产能 10.5 万吨；煌上煌拥有 5 个生产基地，肉制品总产能 2.5 万吨。

3. 优质商业模式：强势品牌叠加直营渠道

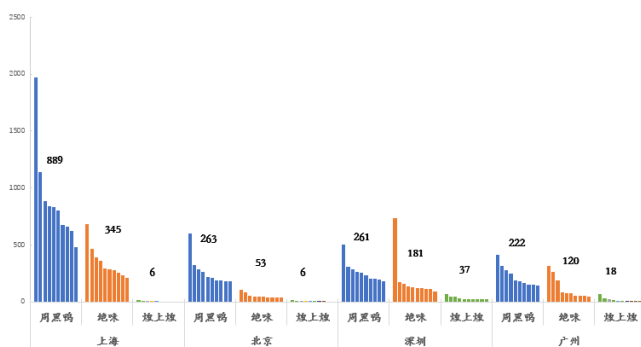
周黑鸭凭借其独特风味的产品和优质的服务体验，在消费受众中建立了极强的品牌辨识度，强品牌力直接造就了周黑鸭的品牌溢价。公司始终坚持全直营模式，稳扎稳打，现已在全国 43 个城市设立自营门店，并在多家线上平台开设旗舰店进行网络销售，以满

足更广泛区域的消费需求。伴随着后续门店网络和产能的扩张，产品渗透率、市场份额均有望获得提升，公司未来增长具备广阔的想象空间。

3.1. 强品牌力造就品牌溢价

行业领头羊地位稳固。休闲卤制品行业集中度较低，目前仍有许多厂商是家庭作坊、小工厂形态，在集贸市场等渠道贩售散装卤制品。公司 2008 年将零售渠道升级为品牌连锁店，2012 年率先推出 MAP 包装产品，2015 年推出固定重量 MAP 产品。三招连发，成功抢占市场先机，使“周黑鸭”品牌脱颖而出，成为业内最具品牌价值的公司。

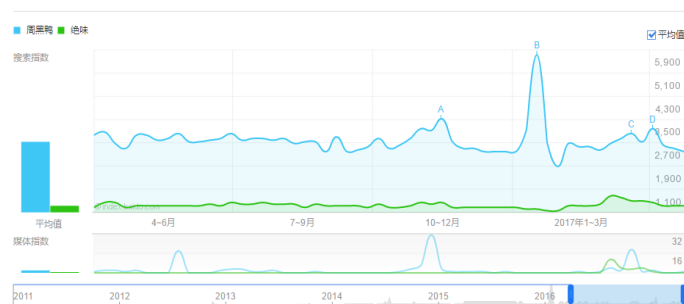
图 18：在一线城市品牌知名度显著高于竞争对手



数据来源：大众点评（以 2017 年 4 月 25 日数据为准）、安信国际

注：选取评论数量最多的前 20 家门店作为代表

图 19：品牌热度高于竞争对手

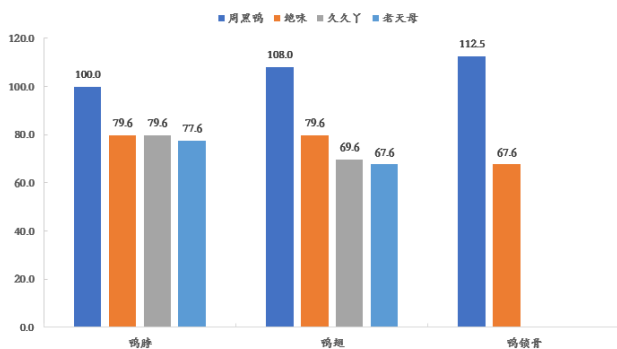


数据来源：百度指数（以 2017 年 4 月 25 日数据为准）、安信国际

在一线城市拥有极高品牌知名度。根据 Frost&Sullivan 市场调查显示，品牌认知度是消费者选购休闲类食品时最关注的因素之一，周黑鸭在品牌喜好和客户满意度方面在国内休闲卤制品品牌中占据首位。我们选取大众点评网站上的网友点评数量为代表，统计结果显示在国内 4 大一线城市（上海、北京、深圳、广州），周黑鸭品牌受欢迎程度显著高于竞争对手（绝味鸭脖、煌上煌）。百度指数对比显示，周黑鸭品牌搜索热度亦明显高于绝味鸭脖。

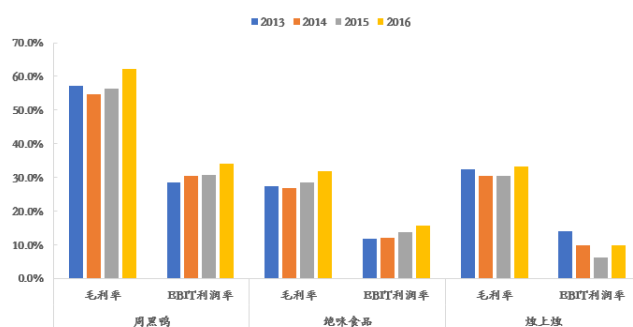
优秀品牌力赋予周黑鸭强定价权，盈利能力领跑行业。以上海地区价格为例，通过草根调研我们发现，周黑鸭招牌产品的零售价格较绝味鸭脖高出 25-35%。与其他休闲卤制品品牌（久久丫、老天母）相比，更是享有明显溢价。周黑鸭较高的产品价格直接增强了公司盈利能力：毛利率、经营利润率和单店收入表现均优于竞争对手。反过来，品牌溢价进一步强化了消费者对周黑鸭品牌的认知。

图 20：周黑鸭享有品牌溢价



数据来源：公司资料、安信国际

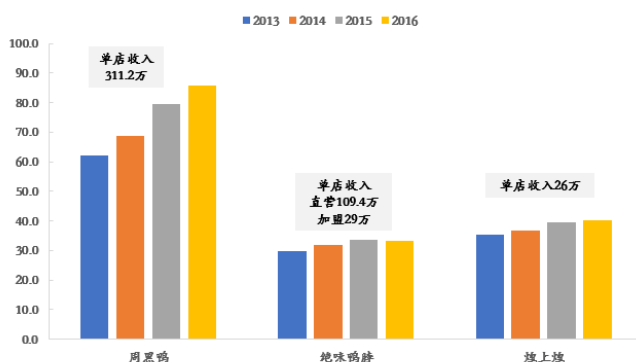
图 21：毛利率、经营利润率表现高于竞争对手



数据来源：公司资料、安信国际

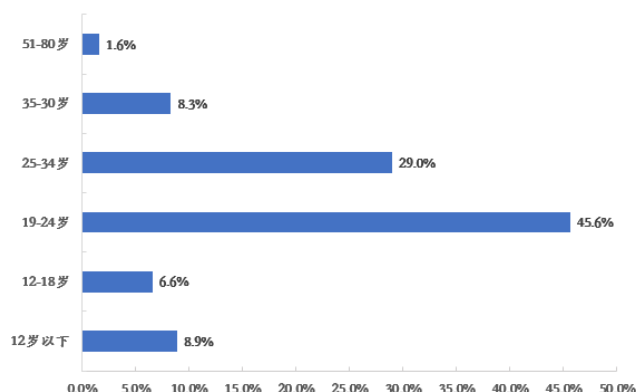
年轻受众信赖品牌，价格敏感度低，增强品牌定价权。周黑鸭将目标客户定义为 18-35 岁的年轻群体，特别是白领女性。该目标客户群体具有较强的经济独立性和较高的消费能力，重视品牌的便携、卫生和服务体验，对零食价格敏感度较低。由于周黑鸭门店多选址于交通枢纽、大型商业综合体区域，而不是居民小区或街边小店，客户的消费层次更高，客单价和坪效均高于业内其他厂商。另一方面，周黑鸭 2015 年推出固定重量包装产品后，不再标注产品公斤单价，消费者购买时仅有大盒/小盒包装的差异，这使得多数受众不会马上感知价格变动。在提升门店运转效率的同时，增强了品牌的定价能力。

图 22：产品平均售价和单店收入高于竞争对手



数据来源：公司资料、安信国际

图 23：消费受众多为 18-35 岁的年轻群体



数据来源：微指数（以 2017 年 4 月 25 日数据为准）、安信国际

着力推进会员计划，提升品牌忠诚度，捍卫护城河。周黑鸭 2009 年开始推出会员体系，截止 2016 年 6 月已拥有 300 万会员。不到四年，会员销售占比由 6.8% 快速攀升至 13.6%。2016 年公司推出全新电子会员卡，后续将推进线上线下会员系统的一体化打通，通过大数据技术整合分析海量客户数据，精准把握受众需求，更好地实施创新营销与精准营销举措，提升顾客消费频次，优化购物体验，增强与客户的沟通互动。

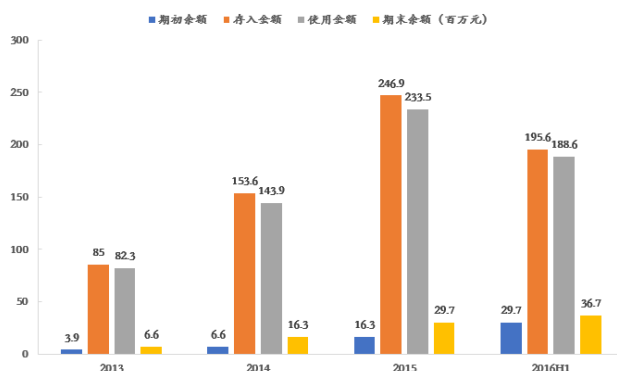
此外，会员计划仅适用于正牌品牌门店，也有助于消费者鉴别山寨门店，提升品牌形象。周黑鸭还率先引入移动支付（支付宝、微信），接入在线订餐平台（百度外卖、饿了么），并通过微信公众号和官方微博开展社交娱乐营销活动，与粉丝保持密切互动，进一步增强用户黏性。

图 24：周黑鸭会员计划增强客户黏性



数据来源：公司资料、安信国际

图 25：会员规模增长极为迅速



数据来源：公司资料、安信国际

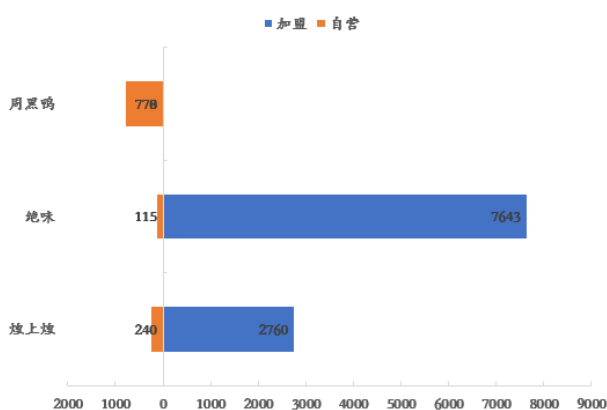
3.2. 全直营模式稳扎稳打

坚持全直营、强控制的商业模式，与竞争对手开展差异化竞争。周黑鸭目前拥有 778 家自营门店，竞争对手则大多采用加盟制进行扩张：绝味鸭脖坚持“以直营连锁为引导，以

加盟连锁为主体”，现有 7758 家门店，其中 7643 家为加盟店，剩余 115 家为自营店，仅占总数量的 1.5%；煌上煌共计有 3000 家左右门店，其中 92%为加盟店。

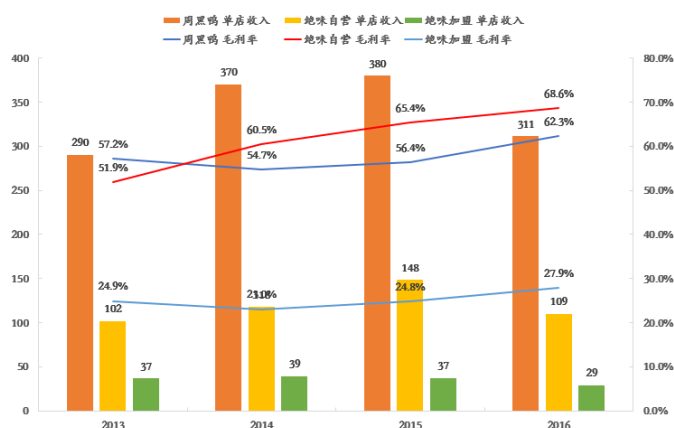
直营模式下门店盈利能力突出。与加盟制相比，直营模式虽然扩张速度较慢，但其在价格、产品质量和服务水平方面对终端门店的管理和控制力度更强，既能提升运营效率和盈利能力，同时能灵活控制产品库存管理，及时监测食品安全风险，将隐患消灭于萌芽状态。这使得周黑鸭自营门店的平均单店收入在业内品牌商中处于领先地位。此外，对比绝味自营和加盟门店，不难发现直营模式较加盟制有明显的商业优越性：更高的毛利率、更高的单店收入，不存在加盟商管理、利益纠纷等妨碍企业正常发展的内耗问题。

图 26：坚持全直营的商业模式



数据来源：公司资料、安信国际

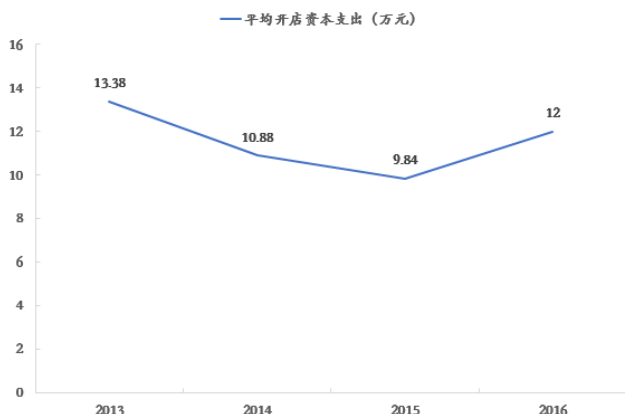
图 27：直营模式门店盈利优于加盟门店



数据来源：公司资料、安信国际

周黑鸭已建立成熟标准化的选址开店程序，未来可实现快速复制，推动门店网络扩张。近几年，公司重点布局华南、华东、华北区域，门店选址策略以人流量大、客户集中的交通枢纽、购物中心为主，以方便消费者即时购买。凭借标准化的选址及开店程序、中央化采购店内装潢及摆设和集中的人员培训，周黑鸭大幅降低了门店前期投资，尽量缩短开设新店的筹备时间，同时缩短门店的收支平衡期和投资回收期。过去几年，周黑鸭平均开店资本支出稳定在 10-12 万，开设新店筹备期在 45 天左右，新店 1-2 个月可实现收支平衡（绝味鸭脖 3-6 个月），2-6 个月即可收回前期投资。开设大型商超或餐厅通常需要 12+个月才能收回投资。

图 28：周黑鸭平均开店资本开支稳定在 10-12 万



数据来源：公司资料、安信国际

图 29：开店收支平衡期和投资回收期较短

开设新店筹备期	45天
新店收支平衡期	1-2个月
新店投资回收期	2-6个月
2013-2016平均开店资本支出	11.2万
未来开店资本支出	保持在10-12万

数据来源：微指数（以 2017 年 4 月 25 日数据为准）、安信国际

4. 广阔天地，大有可为

拥有强势品牌力和优质商业模式的背书，周黑鸭未来扩张空间充足。我们尝试从消费习惯、品类拓展和门店扩张这三大角度着手，全面对标海外咖啡巨头星巴克，分析周黑鸭的增长机会：其一，吃辣这种消费习惯是可以培育、塑造的，从心理学角度看具有成瘾性，周黑鸭潜在消费受众巨大；其二，周黑鸭瞄准小龙虾这一夜宵爆款，借助供应链改造通过食材甄选和优质加工推出了新品“约你聚一虾”，进一步加强差异化竞争；其三，周黑鸭在华北、华东地区一二线城市渗透率不高，全国范围内交通枢纽店的覆盖率也有待提升，存在大量消费需求未得到满足。

4.1. “辣上瘾”消费习惯塑造，对标连锁咖啡巨头星巴克

4.1.1. “无辣不欢”，上瘾就是王道

吃辣的消费习惯可以被培养和塑造。我国西南、华中等很多地区都有吃辣甚至嗜辣的饮食习惯，俗话说“四川人不怕辣，贵州人辣不怕，湖南人怕不辣”。但吃辣这种消费习惯并非天生，而是可以慢慢培育和塑造的。从历史上看，辣椒直到明朝末年才传入我国，逐渐在部分地区被接受，沉淀下来成为饮食传统。

吃辣具有突出的成瘾性。从生理角度看，辣并不是一种味觉，而是舌头感受到的一种痛觉，本质上是辣椒中的辣椒素作用于口腔黏膜上皮的感覺神经元而产生的灼烧痛感。但辣椒素能够刺激刺激大脑疼痛介质产生内源性吗啡——内啡肽，内啡肽具有类似吗啡等毒品的效果，能缓解疼痛，同时产生愉悦感。这种因疼痛刺激分泌内啡肽的应激反应容易使人上瘾，使得吃辣成为痛感和快感的结合，“痛并快乐着”让很多人无辣不欢、欲罢不能。

“辣上瘾”拥有较高的国民度。国内已有多款以“辣上瘾”为核心卖点的爆款“国民零食”：鸭脖、辣条、泡脚凤爪，这些产品都是凭借独特的味道抓住了广大吃货的胃，因而受到消费者的青睐，享有很高的流行度。伴随着社会进步，人口流动速度加快，吃辣的饮食习惯逐步扩散，原先不吃辣、乐于尝试的年轻群体会逐步接受卤制鸭脖这样口味的食品作为闲暇零食。

图 30：“辣上瘾”爆款零食：鸭脖、辣条、泡脚凤爪



数据来源：互联网资料、安信国际

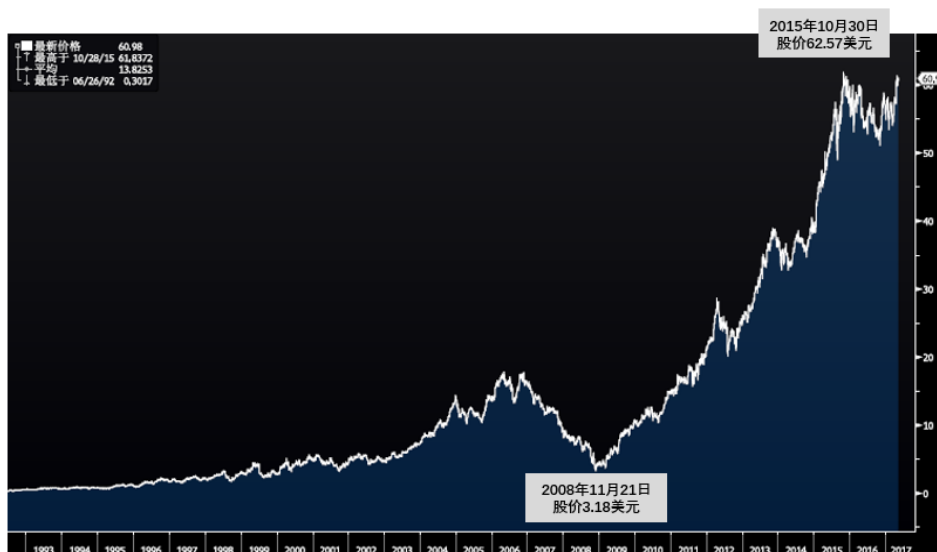
周黑鸭拥有坚实的消费市场基础。一方面，独特的辣味加上全国消费者对辣味的逐步接受能够有效扩展周黑鸭产品的受众群体，这也是 2010 年以来周黑鸭走出华中，在华东、华南市场取得快速增长的原因；另一方面，辣上瘾的特性会促使人不断寻求类似的愉悦体验，直接提高消费者重复购买的频次，吸引他们与产品形成深度对接，进而培育出大批忠实的鸭脖粉丝。公司顺势推出的会员计划正是针对重度鸭脖爱好者，把握他们的成瘾需求，深度挖掘客户价值。

4.1.2. 他山之石：咖啡巨头星巴克

在此我们选取了同样具备上瘾属性的咖啡作为参照，以海外连锁咖啡巨头星巴克为样本来分析星巴克在中国的成功经验，特别是星巴克如何在战略中塑造和引领客户的消费习惯。

星巴克是全球最大的咖啡专门连锁品牌集团。旗下零售产品包括咖啡豆、手工制作的浓缩咖啡和咖啡冷热饮料、新鲜美味的各式糕点食品以及丰富多样的咖啡机、咖啡杯等商品。星巴克 1971 年创立于西雅图，1987 年被霍华德·舒尔茨收购，1992 年在纽约纳斯达克成功上市，25 年间市值由 2.73 亿美元增长至 800 亿美元，被誉为可口可乐、麦当劳之后最伟大的消费股之一。目前星巴克在全球 60 多个国家拥有超过 22000 家门店，拥有 20 万名员工。

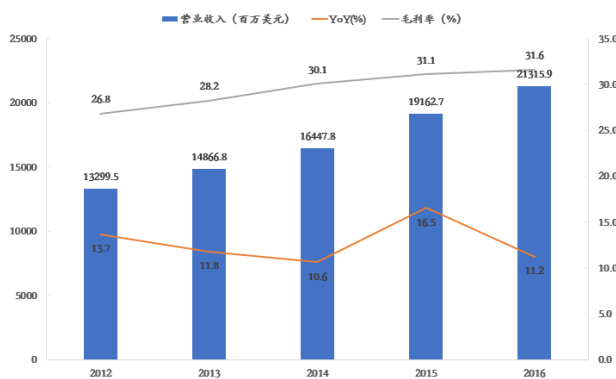
图 31：星巴克股价走势图（1992-2017）



数据来源：Bloomberg、安信国际

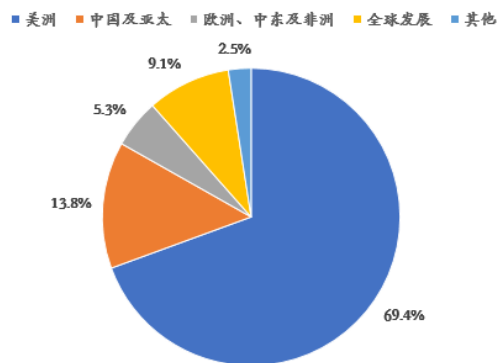
2016 财年，公司总营收 133 亿美元，同比增长 13.7%，净利润 13.8 亿，同比增长 11.1%；毛利率 31.6%，净利率 13.2%。分地区来看，美洲区占比 69.8%，中国及亚太区贡献不断提升至近 15%。

图 32：星巴克营收保持稳定增长



数据来源：Bloomberg、安信国际

图 33：星巴克分地区营收

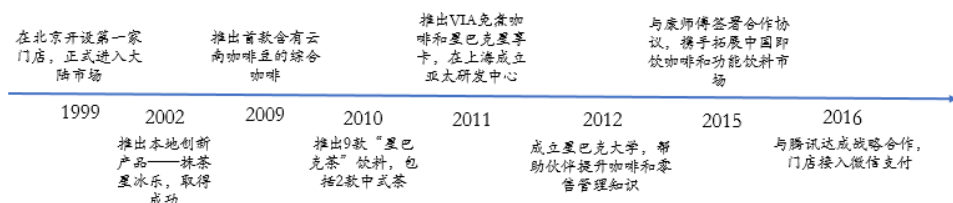


数据来源：Bloomberg、安信国际

星巴克在中国同样是连锁咖啡行业的领军品牌，取得了极大的商业成功。迄今为止，星巴克已在国内 120 多个城市开设超过 2600 家门店，而且门店数量仍在以每年 30-40% 的

速度持续增加，预计 2019 年中国境内至少会有 3400 家门店。据星巴克官方数据，星巴克中国已经连续 10 年保持销售和客流量的正增长。毫不夸张的说，中国已发展成为仅次于美国的第二大咖啡消费市场。在中国这样一个拥有数千年饮茶传统习惯的国家，星巴克成功培育出了大量忠实的消费受众，营造了良好的咖啡文化，这向我们证明了大众的消费习惯是可以被改变的，从不喝咖啡到常喝的距离并没有那么遥远。

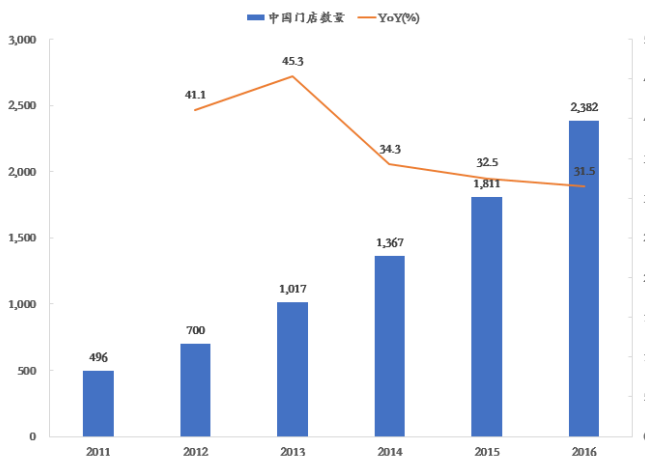
图 34：星巴克中国发展历程



数据来源：星巴克官网、安信国际

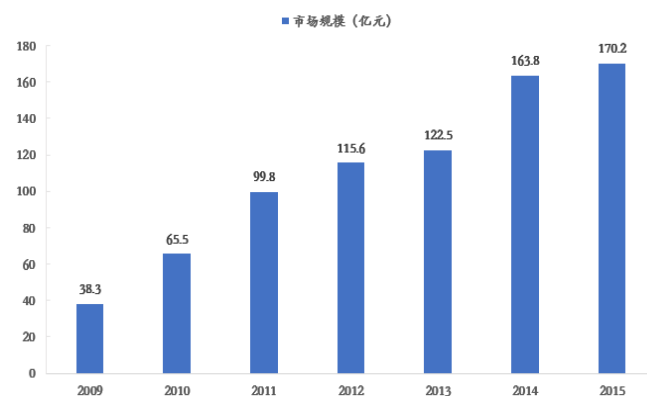
星巴克改变了中国消费者对咖啡品类的认知，创造了对星巴克咖啡的消费需求。首先，这与咖啡自身的上瘾属性密不可分，与吃辣类似，人体从生理上对于咖啡因具有成瘾性，这使得咖啡自带高频次的消费特性。但更重要的是，星巴克在产品服务体验、品牌定位和门店设计这些方面全方位征服了中国消费者，在中国快速扩张的同时引领了整体国内咖啡消费市场的蓬勃发展，在大众心目中打下了“咖啡=星巴克”的品牌烙印，这是星巴克在中国取得商业成功的核心。

图 35：星巴克中国门店数量高速增长



数据来源：Bloomberg、安信国际

图 36：国内咖啡消费市场规模高速增长



数据来源：互联网资料、安信国际

➤ **产品服务：重视产品和服务的本土化创新。**1) 星巴克采取巧妙的产品策略，将中国饮食元素结合融入新产品中，2002 年推出的首款本土创新产品——抹茶星冰乐，利用绿茶等本土流行元素制作，巧妙地将饮茶习惯这样的潜在障碍变成了优势，在国内成为红极一时的爆款，收获大量忠实粉丝。2011 年星巴克在上海建立亚太研发中心，陆续推出了星巴克月饼、星冰粽、中式星巴克茶、如意桃花拿铁等具有中国特色的产品，丰富产品 SKU 结构，并且与国内消费者进行产品文化层次的互动交流。2) 星巴克利用星享卡、移动支付提升服务体验，推动过去几年同店销售稳步增长。星享卡直接顺应咖啡高频次消费的特征，用积分和增饮的方式刺激用户尝试新品；与此同时，Apple pay、微信支付等移动支付手段帮助公司更有效地获取消费者数据，推送个性化定制化的优惠活动，进一步优化用户体验，提升用户忠诚度。

图 37：本土创新产品：抹茶星冰乐、桃花拿铁



数据来源：互联网资料g、安信国际

图 38：本土设计门店：北京前门店、程度宽窄巷子店



数据来源：Bloomberg、安信国际

- **品牌定位：结合咖啡的文化优势和星巴克的精神内涵，贩售优雅生活方式。**咖啡在国内有文化认知度上的先天优势，在众多影视文化作品中，咖啡被赋予了小资、浪漫、文艺的标签，在年轻人心目中，源自西方的咖啡代表了现代流行的生活方式。拥有这些文化意识的背书，星巴克将自身定位为贩售优雅生活方式的品牌。一方面，将优秀的咖啡师派往新市场、设立星巴克大学培训新员工，用优质的产品和专业将咖啡文化传递给给客户；另一方面，顺应国内互联网的发展，用官方微博等社交媒体与粉丝直接互动，加深国内消费者对星巴克的品牌情感，此外星巴克还推出专为中国传统节日制作的生肖储蓄罐、随行杯，在门店设计方面也融合本土元素，如北京前门店、成都宽窄巷子店，进行接地气的品牌宣传活动。
- **门店设计：高度重视流量，在可见度高、人流量大的商圈密集开店，形成集群效应。**这延续了星巴克引以为豪的“第三空间”理念，在家、公司之外打造出新型社交场所，通过时尚浪漫的门店设计、感官体验和包装美学迎合中产阶级的消费偏好。伴随着国内中产阶级群体的兴起和门店密度的增加，星巴克以其便利优雅的环境、稳定可靠的产品和并不算高的价格成为人们闲谈小聚、谈天说地的理想选择。

小结：星巴克在中国成功塑造和引导了人们的消费习惯，用会员体系、移动支付和产品创新加强了咖啡的“上瘾”属性，取得巨大的市场成功，这与星巴克自身突出的品牌力和先进的商业理念密不可分。对标星巴克，我们相信同样具备强大品牌辨识度和优质直营模式的周黑鸭有望在品类拓展和门店扩张的同时，精耕细作、优化客户体验，抓住“辣上瘾”的先天优势，不断挖掘潜在的市场机会，实现长期可持续的增长。

4.2. “约你聚一虾”，品类拓展推进差异化竞争

近年来，周黑鸭在原有卤制鸭产品的基础上不断丰富产品SKU，推出豆干、鱿鱼、香菇等素菜和海鲜产品。近日公司隆重推出主打新品“约你聚一虾”小龙虾，结合原有产品打造纵深化产品结构，抓住细分品类趋势中的差异化机会，凭借品牌优势和门店网络快速占据竞争优势。

夜宵网红爆款小龙虾规模可观，市场景气度高。根据美团点评研究院数据，2016年小龙虾市场规模已达1000亿，按2016年餐饮市场总规模3.6万亿计算，小龙虾占约3%，是国内餐饮市场占比最高的细分品类。截止2016Q2，国内小龙虾专营店总数接近1.8万家，同比新增33%，相当于肯德基中国门店数量3倍，市场扩容迅速，可谓当之无愧的爆款单品。按区域分布来看，小龙虾消费集中于东部地区（华东、华北、华中等）。

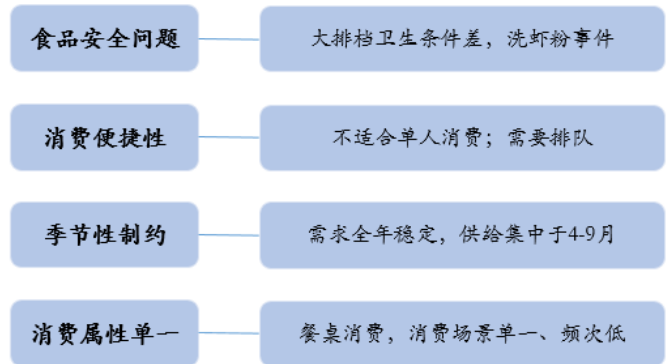
小龙虾消费热潮呈现出明显的消费升级特征。由平价餐饮向品质餐饮转型，从重物美价廉、轻环境服务转向重特色创新、重环境卫生，上述转变直接反映在客单价和消费评分上。2016年6月数据显示，小龙虾餐饮人均消费84.4元，同比增长7.2%，消费能力更强的一线城市（北京、上海）人均消费可达90元。与此同时，人均消费更高的小龙虾餐厅获得更优的消费评价，消费者重视食材品质和餐饮环境，追求生活品质。

图 39：小龙虾消费集中于东部和华中地区



数据来源：美团点评研究院、安信国际

图 40：小龙虾消费四大核心痛点



数据来源：互联网资料、安信国际

小龙虾消费存在多处痛点，潜在商机巨大。国内小龙虾消费存在四大核心痛点：1) 食品安全问题：堂食多为大排档，卫生条件差，洗虾粉等食品安全事件时有发生；2) 消费便捷性不足：目前消费场景以三五好友社交聚会为主，不适合单人消费，餐厅堂食需要排队，有大量的消费需求未得到满足；3) 食材供给季节性：大众对小龙虾消费需求全年稳定存在，但受虾产出周期和不饱满等品质问题影响，供给主要集中于4-9月，供给与需求存在错配；4) 餐桌消费属性：与卤制品早期情况类似，小龙虾仍处于餐桌消费阶段，消费场景单一，频次偏低。受市场规模和消费升级双重驱动，小龙虾已成为时下创业热点，哈哈镜、麻小外卖（麻辣诱惑旗下）等多家餐饮品牌已陆续上线小龙虾产品，但尚未出现全国性品牌。

图 41：周黑鸭小龙虾 vs 哈哈镜、麻小外卖（价格对比）



数据来源：互联网资料、安信国际

周黑鸭小龙虾新品“约你聚一虾”，延续时尚活力的品牌定位，甄选食材、优质加工、品质保鲜。“约你聚一虾”选取湖北潜江清水稻田虾，全程生态养殖，保证食材品质安全。湖北潜江是国内最大的小龙虾产地，2016年养殖面积超50万亩，产量达7.35万吨，产品出口欧美30多个国家。产品经两年研发，率先引进超声波清洗技术，取代手工清洗，口味延续卤鸭制品的甜辣口感，沿用MAP气调锁鲜包装，全程采用冷链配送，保质期5天。定价方面稍高于麻小外卖，低于同为锁鲜装的竞品哈哈镜，每盒180g6只虾，价格为36.8元。

图 42：周黑鸭对小龙虾加工环节的全方位改造



数据来源：互联网资料、安信国际

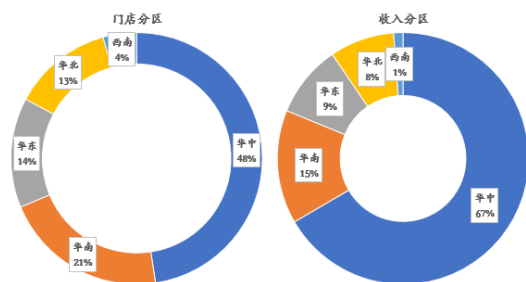
小龙虾新品有爆发增长的潜力，助力周黑鸭推进差异化竞争。1) 小龙虾消费区域集中于东部和华中地区，这些区域的消费能力更强，且与公司现有门店扩张计划重合，新品进一步丰富 SKU 结构，能够有效提升门店坪效和客单价；2) 小龙虾与卤制品早期情况类似多为餐桌消费，通过周黑鸭优秀的产品研发、供应链管理和品牌营销进行全方位的品类改造，延续卤制品由餐饮食品到休闲食品的成功路径，丰富消费场景，提升消费频次；3) 小龙虾产品利润率可观，经粗略计算可知单价 204 元/kg，原材料成本仅 30-40 元/kg（不包含其他配料、加工、销售折扣等成本）。综合以上，我们看好公司品类差异化战略下小龙虾单品的爆发潜力。

4.3. 门店扩张有序推进，空间广阔

4.3.1. 全面发力一二线城市，渗透率提升空间大

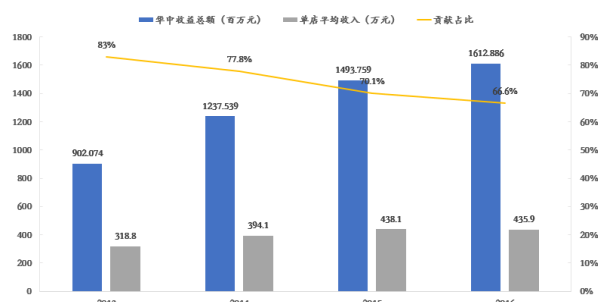
深耕华中多年，湖北市场发展最为成熟，渗透率极高。截止 2016 年底，周黑鸭在华中地区拥有 370 家门店，占门店数量 47.6%，全年实现销售收入 16.13 亿，占总收入 66.6%。华中区域单店平均收入为 435.9 万元，最核心市场湖北的单店平均收入可达 500+万元，远高于整体 311.2 万元。以大本营武汉市为例，2016 年末全市常住人口 1077 万，门店数量约 190 家，平均每百万常住人口拥有多达 18 家门店，平均每家门店覆盖 179 万人。

图 43：华中地区收入占比过半



数据来源：公司资料、安信国际

图 44：华中门店单店收入高，占比稳中有降

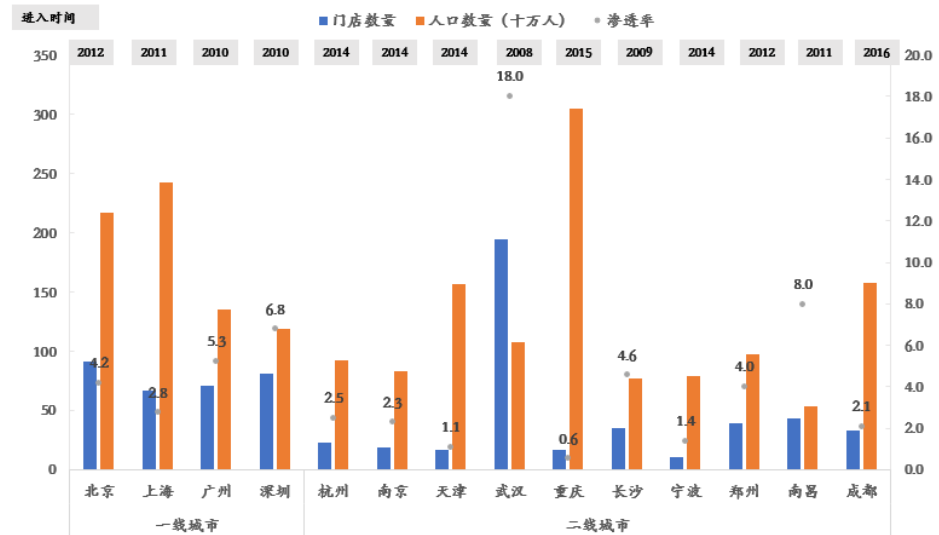


数据来源：公司资料、安信国际

强烈看好华东、华北大区的增长潜力。分析统计结果，可以得出两点结论：i) 北京、上海作为国内顶尖的超级都市，收入水平和购买能力很高，且有较多外来常住人口，对休闲卤制品有较强的消费需求，但现有门店网络远未满足受众的购买需求。保守估算中短

期(2-3年)有望初步实现与广深持平。ii) 二线城市布局仍然存在巨大市场机会。其一，杭州、南京、天津、宁波等经济发达、收入水平高的东部沿海城市现有门店数量偏少；其二，西南重辣地区重庆和成都进入时间较短，市场潜力尚未得到发掘。

图 45：14 个核心城市人口渗透率

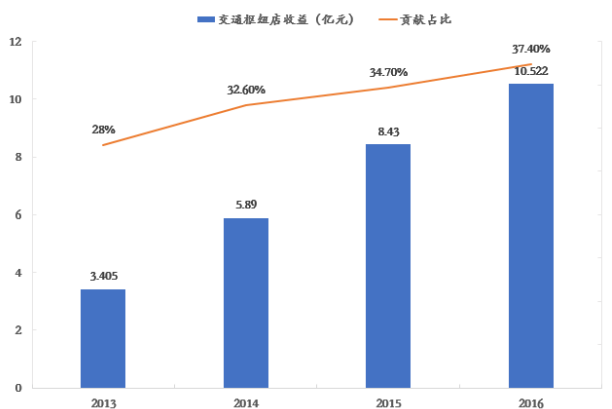


数据来源：互联网资料、安信国际

4.3.2. 战略性聚焦交通枢纽，有潜在增长契机

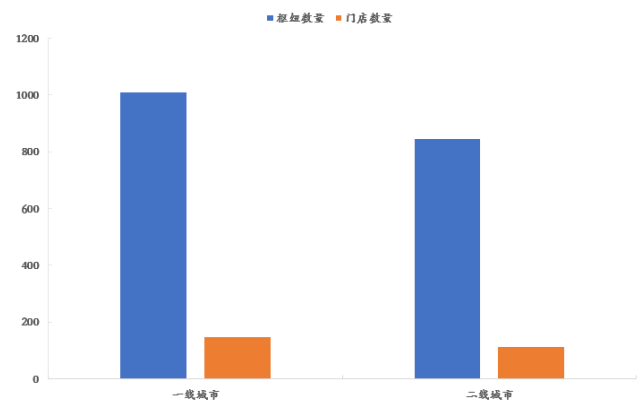
前期战略布局卓见成效。目前周黑鸭在机场、火车站、地铁站及配套设施区域拥有 204 家门店，占总门店数量的 26%，2016 年销售收入 10.52 亿，占总收入的 37%。单店平均收入高达 515.7 万，远高于整体平均 311.2 万，主要归功于交通枢纽门店的人流量更大，产品定价也略高于普通门店，因而客单价和门店坪效都要优于普通门店。观察过去几年销售数据，不难发现聚焦选址策略已经初步奏效，前期开设的交通枢纽门店日趋成熟，这部分收入对公司销售贡献占比不断提升。

图 46：交通枢纽店收入贡献不断攀升



数据来源：公司资料、安信国际

图 47：现有交通枢纽覆盖率较低



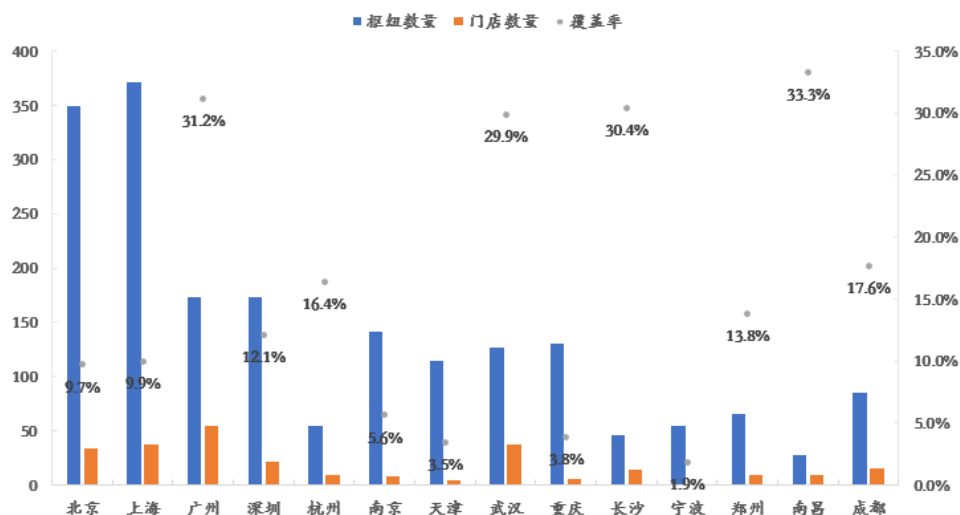
数据来源：互联网资料、安信国际

现有交通枢纽覆盖率较低。我们粗略统计了周黑鸭现有进入的 14 个核心城市（包括 4 个一线城市和 10 个二线城市），共计有 1900+个交通枢纽，但相应门店数量仍不足 200 家，整体覆盖率尚不足 10%。细分来看，广州、武汉、长沙和南昌的覆盖率较高，其他

城市覆盖率仍然较低。对于周黑鸭来说，北京、上海、南京、天津、重庆等多个地区都有较大的潜在市场机会来扩充交通枢纽门店。

国内城市交通基建持续推进，直接利好公司后续开店。按人流量的量级不同，可以将交通枢纽划分为两类，包括 i)大 中型枢纽：机场、火车站（高铁站）和客运站；ii)小型枢纽：地铁站及配套物业设施。相应地，周黑鸭开店策略上亦有较大差异：大 中型枢纽人流量足够支撑开设 2-4 家门店，捕捉不同方向人流，打造集群效应；小型枢纽多选址地铁出口商铺，选取核心大型站点（如地铁换乘站、市中心商圈站）开店效率更高。

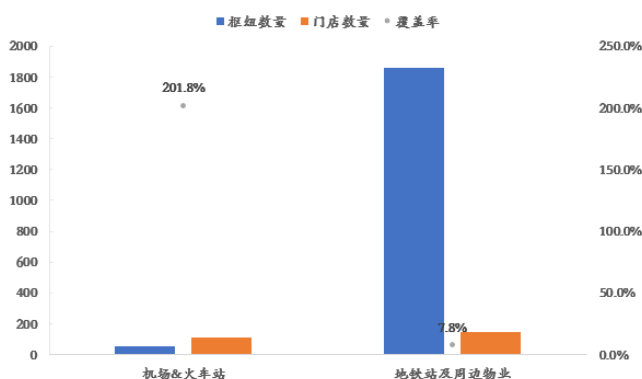
图 48：14 个核心一二线城市交通枢纽覆盖率



数据来源：互联网资料、安信国际

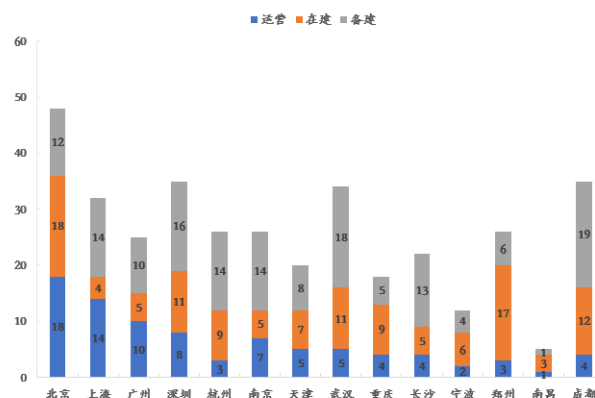
就现状分析，周黑鸭在大中型枢纽覆盖率已高达 2.0x，在小型枢纽覆盖率仅 7.8%。特别是地铁网络建设中的二线城市（南昌、长沙等），小型枢纽覆盖率不到 5%。随着这些城市交通基础设施新建进程不断加速，我们认为后续交通枢纽门店存在较大的市场机会。

图 49：小型枢纽覆盖率低于大中型枢纽



数据来源：公司资料、安信国际

图 50：一二线城市地铁建设快速发展中



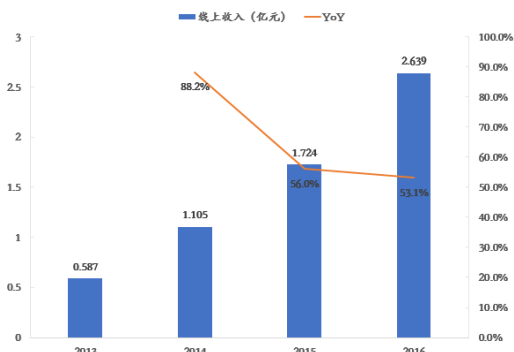
数据来源：互联网资料（以 2017 年 3 月数据为准）、安信国际

4.3.3. 线上零售后继有力

线上渠道实现爆发式增长。周黑鸭 2013 年率先开拓线上渠道，已在天猫、京东等多家电商平台开设网络旗舰店，以期迎合年轻受众网购消费习惯。布局电商的战略创造了极为靓丽的销售成绩，2016 年网上销售收入 2.64 亿元，四年 CAGR 高达 65%，对整体销售

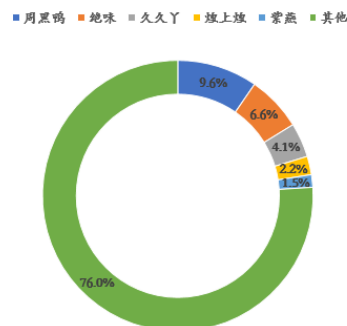
贡献进一步提升至 9.4%。2016 年的增长主要来源于 2015 年底推出固定重量 MAP 包装产品，更加适应线上冷链物流配送的销售模式。

图 51：线上零售高速增长



数据来源：公司资料、安信国际

图 52：线上市场份额大幅领先对手



数据来源：公司资料、安信国际

线上渠道仍以 B2C 为主，O2O 表现值得关注。周黑鸭现有的电商渠道可分为三类：i) B2C 平台：天猫、京东、一号店、苏宁，大平台有流量优势，设立时间较长，运作成熟；ii) 微店：2015 年中期开设，依附于微信公众号，移动社交属性更强；iii) O2O 外卖平台：饿了么、百度外卖、美团外卖，2016 年开始网络订购及外卖服务，随着公司后续扩张，门店网络日趋密集，外卖服务将会成为门店标配，O2O 部分存在较大增长机会，有望贡献销售增量。

图 53：周黑鸭现有线上渠道拆分



数据来源：互联网资料、安信国际

5. 估值分析

5.1. 盈利预测

门店数量扩张是公司增长的首要驱动力。受短期产能制约影响（武汉一期改造、二期尚未满产），我们认为 2017 年新开店数量基本与 2016 年持平。随着年底一期改造完毕，二期产能逐步提升，以及东莞工厂建成投产，明年将迎来整体产能的大幅释放，支撑公司加快门店扩张节奏，我们预计 2018 年和 2019 年公司分别新开 202 和 251 家门店。关店数量则相对稳定在 55 家左右。

单店收入增长呈现为三大梯队。第一梯队是未来两年重点布局的华东、华北区域，增速最快（10-12%）；第二梯队是有较深市场基础的华南地区、进入未满三年的西南地区 and 待进入的西北地区，这些地区渗透率依然低于华中，增速较快（5-6%）；第三梯队则是公司占据绝对市场优势的华中地区，因基数较高，单店平均收入已有 440 万/年，增速稳定在 1-2%。

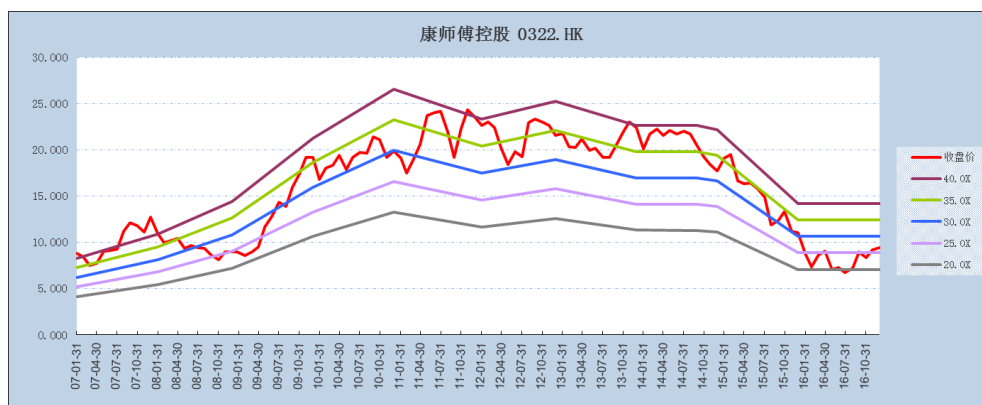
利润率受原材料成本和销售费用上升明显承压。今年鸭价较 2016 年有波动上涨的趋势，预计原材料成本方面会有一定上浮。公司今年计划加大广告营销费用，同时租金、人工等销售开支亦有相应上浮，销售费用率将保持在 29%。综合上述考量，今年毛利率、净利率较 2016 年高位略有下滑，但公司已采取储备原料等战略手段积极应对，我们判断毛利率、净利率分别在 58%和 23%。受此影响，2017 年净利润增速将处于历史低位，2018 年起受门店数量和单店收入增长带动重回 20%以上水平。

综合上述假设，我们预计周黑鸭 2017E-2019E 净利润分别为 7.99 亿、9.85 亿和 12.28 亿，同比增速分别为 11.6%、23.3%和 24.7%。

5.2. 估值分析

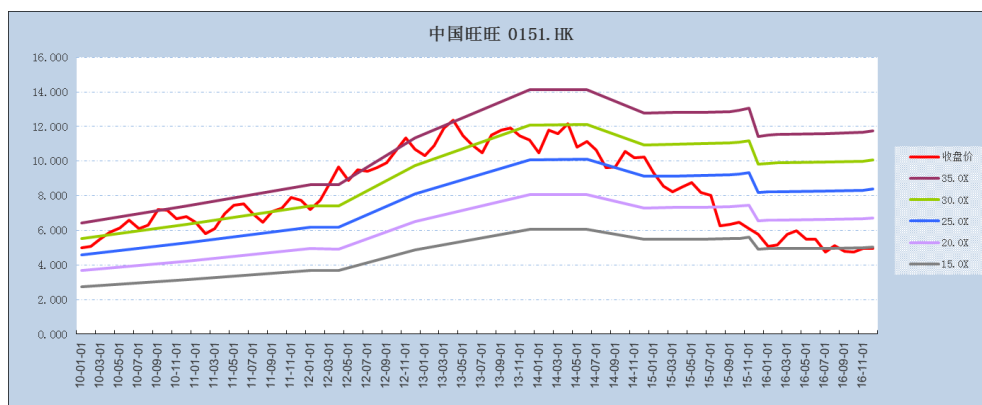
参照港股食品饮料板块历史估值，周黑鸭享有一定估值溢价。在此选取了港股食品饮料板块具有代表性的两大龙头：康师傅和中国旺旺，截取净利润高速增长（20-30%）的时间段作为对标。可以看到康师傅 2009-2014 年静态估值中枢在 35x，中国旺旺 2011-2013 年静态估值中枢也在 30-35x。

图 54：康师傅历史估值情况



数据来源：Wind、安信国际

图 55：中国旺旺历史估值情况



数据来源：Wind、安信国际

基于上述历史估值计算，港股食品饮料龙头享有 PEG1.4 的估值水平。据此，我们给予周黑鸭一定折价并按折价不同进行情景分析：在下表三种情境下，周黑鸭 2018 年 P/E 分别为 29.7x、26.4x 和 23.1x，对应目标价分别为 12.3、10.9 和 9.5 港元。我们认为 0.8 的折价（即 PEG=1.1）能较为合理地反映出周黑鸭长期的增长空间，同时亦考虑到 2017-2018 年增速由低到高回升的情况，因而选取情景 2 作为估值分析结论。

表 1：周黑鸭估值情景分析

情景	折价	PEG	2018 年利润增速 (%)	2018 P/E	目标价 (港元)
1	0.9	1.3		29.7x	12.3
2	0.8	1.1	23.3	26.4x	10.9
3	0.7	1.0		23.1x	9.5

数据来源：Bloomberg、安信国际

6. 投资建议

我们认为周黑鸭是兼具优质商业模式和广阔成长空间的稀缺标的，我们预计 2017E-2019E EPS 分别为 0.34、0.41 和 0.52 港元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 10.90 港元，对应 2018E PE 21x 有 25%提升空间。

7. 风险提示

- 1) 门店扩张、新品推进速度不及预期；
- 2) 食品安全问题带来负面影响；
- 3) 消费者偏好发生变化。

附表：财务报表预测

(百万元人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
损益表					
销售收入	2,432	2,816	3,435	4,235	5,282
销售成本	-1,059	-1,061	-1,443	-1,779	-2,219
毛利	1,373	1,755	1,992	2,456	3,064
其他收入/(开支)	28	51	69	85	106
销售及管理费用	-653	-842	-996	-1,228	-1,532
经营溢利	748	963	1,065	1,313	1,637
分占联营公司业绩	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
税前盈利	748	963	1,065	1,313	1,637
所得税	-195	-248	-266	-328	-409
非控股权益	0	0	0	0	0
净利润	553	716	799	985	1,228
EBITDA	788	1,010	1,410	1,738	1,956
EBIT	748	963	1,065	1,313	1,637
同比增长 (%)					
销售收入	34.4	15.8	22.0	23.3	24.7
毛利	38.7	27.8	13.5	23.3	24.7
净利润	34.5	29.5	11.6	23.3	24.7
EBITDA	34.5	28.1	39.6	23.3	12.5
EBIT	35.9	28.8	10.5	23.3	24.7
资产负债表					
非流动资产	549	628	973	1,217	1,411
物业、厂房及设备	395	460	803	1,049	1,243
商誉	0	0	0	0	0
其他	154	168	169	168	168
流动资产	407	3,479	3,574	4,022	4,709
存货	134	206	216	249	288
应收帐	6	8	10	11	13
现金	188	2,479	2,562	2,976	3,622
其他	78	786	786	786	786
总资产	956	4,107	4,546	5,239	6,120
流动负债	548	489	370	372	394
借贷	0	0	0	0	0
应付账	50	82	87	89	111
其他	498	407	283	283	283
非流动负债	23	22	22	22	22
借贷	0	0	0	0	0
其他	23	22	22	22	22
总负债	571	511	392	394	416
股本	0	0	0	0	0
储备	385	3,596	4,155	4,844	5,704
股东权益	385	3,596	4,155	4,844	5,704
非控股权益	0	0	0	0	0
股本总额	385	3,596	4,155	4,844	5,704
负债及股本权益总额	956	4,107	4,546	5,239	6,120

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(百万元人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金流量表					
税前盈利	748	963	1065	1313	1637
折旧	40	47	343	424	317
营运资金变动	26	-45	-322	-445	-395
其他	-190	-208	-208	-208	-208
经营活动现金流量	624	757	878	1083	1351
资本开支	-163	-96	-687	-847	-792
其他	-120	-2843	-100	-100	-100
投资活动现金流量	-283	-2939	-787	-947	-892
净股权融资	147	2457	0	0	0
净债权融资	0	0	0	0	0
其他	-476	-203	-215	-240	-295
融资活动现金流量	-329	2,254	-215	-240	-295
净资金流入/(出)	12	73	-123	-103	163
财务及估值比率					
P/E (x)	-	21.0	22.9	18.6	14.9
P/B (x)	-	4.2	4.4	3.8	3.2
Dividend yield (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross margin (%)	56.4%	62.3%	58.0%	58.0%	58.0%
EBITDA margin (%)	32.4%	35.9%	41.1%	41.0%	37.0%
Pre-tax profit margin (%)	30.8%	34.2%	31.0%	31.0%	31.0%
Net margin (%)	22.7%	25.4%	23.3%	23.3%	23.3%
SG&A/sales (%)	26.8%	29.9%	29.0%	29.0%	29.0%
Effective tax rate (%)	26.1%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
ROE (%)	143.6%	19.9%	19.2%	20.3%	21.5%
ROA (%)	57.8%	17.4%	17.6%	18.8%	20.1%
Current ratio (x)	0.7	7.1	9.7	10.8	11.9
Stock turnover days (s)	46.2	70.9	54.8	51.1	47.5
A/R turnover days (s)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
A/P turnover days (s)	17.2	28.2	21.9	18.3	18.3
Total asset to equity ratio (x)	2.5	1.1	1.1	1.1	1.1
Dividend payout ratio (%)	-	30%	30%	30%	30%

数据来源：公司；安信国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司（安信国际）编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或其任何附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护 除非获得安信国际的授权 任何人不得以任何目的复制 派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15%以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5%至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010