

渠道下沉驱动开店数量增多，外卖频次增加驱动单店坪效提升

首次覆盖报告

马浩博(分析师) 袁雨曦(联系人)
18917609091 010-69004650
证书编号: S0280518060002 证书编号: S0280118010037

● 跑马圈地模式的休闲卤制品连锁龙头:

全国最大的休闲卤制品企业, 95%收入来自鲜货产品。配送点广布, 加盟店占比 90%且选址九成位于非交通枢纽处。主打社区日常消费: 小单价*多频次模式带来营收快速提升, 过去三年营收 CARG 17%、净利 27%。

● 休闲食品行业持续发展, 卤制品行业占有率向龙头集中:

卤制品行业增速高于休闲食品行业整体, 2015年卤制品行业规模为 52.1 亿元, 在 2015-2020 年间预计 GAGR 将达到 18.8%, 在 2020 年预计将达到 123.5 亿元。卤制品行业的行业集中度并不高, 2016 年 CR10 为 23.7%, 仅绝味食品, 周黑鸭市占率超过了 5%, 分别为 7.4%和 6.8%。为归结于品牌产品不断的挤压小作坊非品牌产品与食品安全压力带来的低效产能退出, 我们预估行业占有率会向龙头集中。

● 具有推广和规模优势, 未来主看门店扩张和外卖渠道:

公司生产基地覆盖全国重要省份和区域, 并使用以销定产的营销模式, 产能和物流效率最优, 对于小型加盟商有天然推广优势, 拥有较强的议价能力和存储原材料的能力。公司现今门店集中在一二线城市中心及交通枢纽区域, 周边县市及下线城市空白区域和低覆盖区域众多, 未来实际上仍然存在有众多的可扩张区域。多门店与网络外卖的覆盖相辅相成, 而相对应周黑鸭 13.81 万/平的坪效, 绝味食品 2.84 万/平的坪效可以得到外卖渠道充分提升。且公司有具有 2000 万会员的公众号来辅助进行外卖, 期待外卖渠道带来的营收成长。

● 未来三年复合增速 31%, 首次覆盖给予“推荐”评级:

我们预计 2018-2019 年收入分别为 45.13 亿/52.51 亿, 同比 17.2%/16.4%, EPS 分别为 1.44 元/1.67 元, 同比 18.03%/15.97%, 对应 PE28.5/24.5 倍, 给予“推荐”评级

● 风险提示: 食品安全风险, 开店速度不达预期风险。

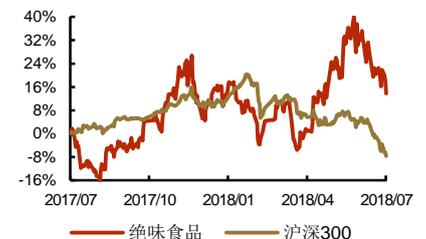
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3274	3,850	4,513	5,251	6,037
增长率(%)	12.1	17.6	17.2	16.4	15.0
净利润(百万元)	380.3	502	589	687	797
增长率(%)	26.4	31.9	17.5	16.5	16.0
毛利率(%)	31.8	35.8	35.9	36.1	36.2
净利率(%)	11.6	13.0	13.1	13.1	13.2
ROE(%)	26.0	19.3	19.8	19.5	19.0
EPS(摊薄/元)	0.93	1.22	1.44	1.67	1.94
P/E(倍)	44.17	33.5	28.5	24.5	21.1
P/B(倍)	11.46	6.5	5.7	4.8	4.0

推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.07.04
收盘价(元):	39.63
一年最低/最高(元):	29.0/49.68
总股本(亿股):	4.1
总市值(亿元):	162.48
流通股本(亿股):	1.64
流通市值(亿元):	64.88
近 3 月换手率:	113.16%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.96	25.72	21.55
绝对	-12.61	12.98	14.47

相关报告

目 录

1、 公司简介：稳健扩张的休闲卤制品龙头	4
1.1、 绝味食品：跑马圈地模式的休闲卤制品连锁龙头	4
1.2、 公司盈利能力良好，营净稳步提升	6
1.3、 创始人控股公司，公司政策稳定有保障	6
1.3.1、 收购入股产业链公司，打造一体化平台	7
2、 行业简介：行业继续发展，集中度趋向龙头	7
2.1、 休闲食品持续向好，卤制品更占鳌头	7
2.1.1、 卤制品行业强势，消费升级添油加速	8
2.2、 品牌 VS 非品牌，驱动行业集中度提升	9
3、 绝味的竞争优势	10
3.1、 生产基地遍地开花，以销定产易于推广	10
3.2、 销售体量行业最大，规模优势促进降费	11
4、 绝味的未来	12
4.1、 门店覆盖区域空白足，成长上限无忧	13
4.2、 高势能门店放量，天花板高	13
4.3、 外卖机遇激活普通门店	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 产销链覆盖全国	5
图 2： 2017 年鲜货类产品占比超 95%	5
图 3： 鸭副产品为主	5
图 4： 门店以非直营店为主	6
图 5： 门店绝大部分位于非公交枢纽	6
图 6： 营净稳定增长	6
图 7： 净利率持续提升	6
图 8： 股权结构	7
图 9： 休闲食品市场规模超 2000 亿	8
图 10： 人均休闲食品消费仅为日韩 1/3	8
图 11： 城镇居民可支配收入	9
图 12： 城镇人口占比	9
图 13： 品牌产品占比大幅提升，	10
图 14： 行业集中度不高	10
图 15： 消费者对鸭脖卫生忧虑众多	10
图 16： 消费者经常购买的鸭脖品牌（多选）	10
图 17： 生产基地覆盖广	11
图 18： 门店体量与加盟商数量	11
图 19： 门店体量与销售金额占比	11
图 20： 门店数比较	12
图 21： 营收比较	12
图 22： 鸭价上升	12
图 23： 毛利率比较	12
图 24： 收入增速与门店增速最相关	13
图 25： 北京市门店概况	13

图 26: 浏阳市门店概况.....	13
图 27: 一线城市机场吞吐量增长 (万人次)	14
图 28: 客运量: 高铁/铁路比重上升.....	14
图 29: 未来三年计划建设 180 家自营旗舰店	14
表 1: 口味、品类丰富.....	4
表 2: 重大股权投资.....	7
表 3: 卤制品行业增速最快.....	8
表 4: 卤制品行业三种经营模式.....	9
表 5: 坪效比较.....	15
表 6: 可比公司估值比较.....	15

1、公司简介：稳健扩张的休闲卤制品龙头

1.1、绝味食品：跑马圈地模式的休闲卤制品连锁龙头

公司成立于 2008 年，专注休闲卤制食品的研发、生产和销售。以自营连锁为引导、加盟连锁为主体，是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。休闲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。

表1：口味、品类丰富

系列	形象					
招牌风味系列						
	绝味招牌鸭脖	绝味招牌鸭架	绝味招牌鸭翅中	绝味招牌鸭翅	绝味招牌鸭肠	
黑鸭风味系列						
	绝味黑鸭鸭脖	绝味黑鸭鸭爪	绝味黑鸭鸭架	绝味黑鸭鸭翅	绝味黑鸭鸭头	
酱鸭风味系列						
	绝味酱板鸭		绝味酱板鹌鹑			
盐焗风味系列						
	绝味盐焗原味鸡翅		绝味盐焗原味凤爪			
五香风味系列						
	绝味五香鸭脖	绝味五香鸭爪	绝味五香鸭翅			
简装系列						
	绝味简装麻辣鸭脖			绝味简装麻辣鸭架		绝味简装麻辣鸭翅

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

行业中最大的生产、配送网络—采取“一个市场、一个生产基地、一条配送链”的生产经营策略。已形成全国最大的休闲卤制品连锁专卖网络和生产体系。建立全面覆盖长江、珠江、松花江流域的 22 个大型食品生产基地，覆盖 29 个省市、自治区。

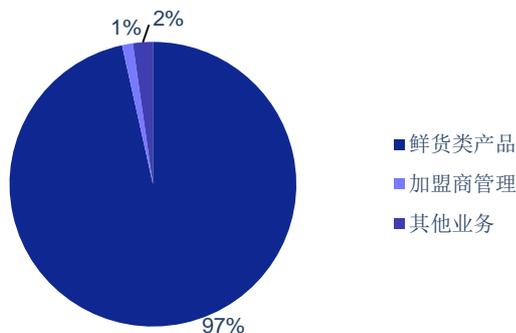
图1：产销链覆盖全国



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

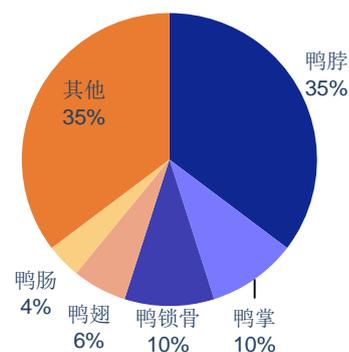
产品种类丰富，鸭副鲜货产品，SKU120+。公司产品主要涵盖卤制肉制品、卤制素食、包装产品、礼品产品，个品类相互组合。按产品群分类，公司分为鲜货产品和包装产品两类：鲜活产品保质期较短，主要为门店直接销售的鸭脖、鸭架、鸭翅、鸭肠、招牌藕片等散装零售卤制品，主要由地方采购、当地加工子公司、冷链物流及加盟商形成销售网络。公司 95% 以上的主营业务收入来源于鲜货产品，包装产品、礼品产品销售主要依靠门店及网络，但总体占比较少。

图2：2017 年鲜货类产品占比超 95%



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

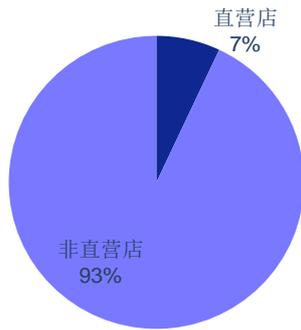
图3：鸭副产品为主



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

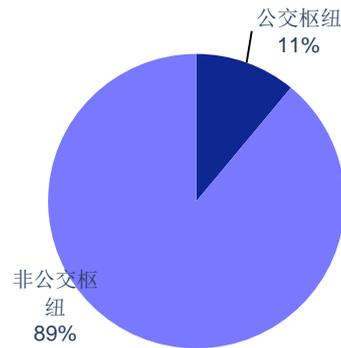
社区布局、加盟为主。截至 2017 年底，绝味已在全国拥有 9053 家门店，数量上，加盟店占比 85% 以上；营收贡献超 90%。2013-2017 年间，公司保持每年 800-1200 家门店的扩张，CAGR=12.09%。分布广、绝味的门店选址多位于生活区、非交通枢纽处门店占比达 90%。

图4: 门店以非直营店为主



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图5: 门店绝大部分位于非交通枢纽

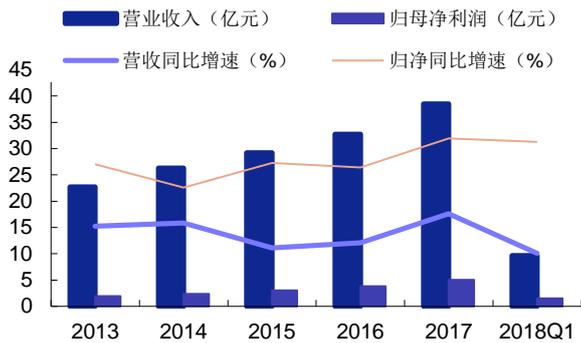


资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

1.2、公司盈利能力良好, 营净稳步提升

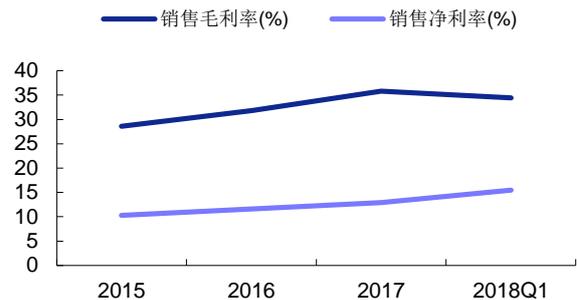
公司业绩、收入增长均保持稳定, 2017 年营收达到 38.50 亿元, 同比增加 17.59%, 5 年 CAGR14.35%, 归母净利润 5.02 亿元, 同比增长 31.93%。在 2017 年鸭价逐渐上升的阶段中, 公司依然能够保障净利率稳定增长, 可见公司运营实力。

图6: 营净稳定增长



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 净利率持续提升

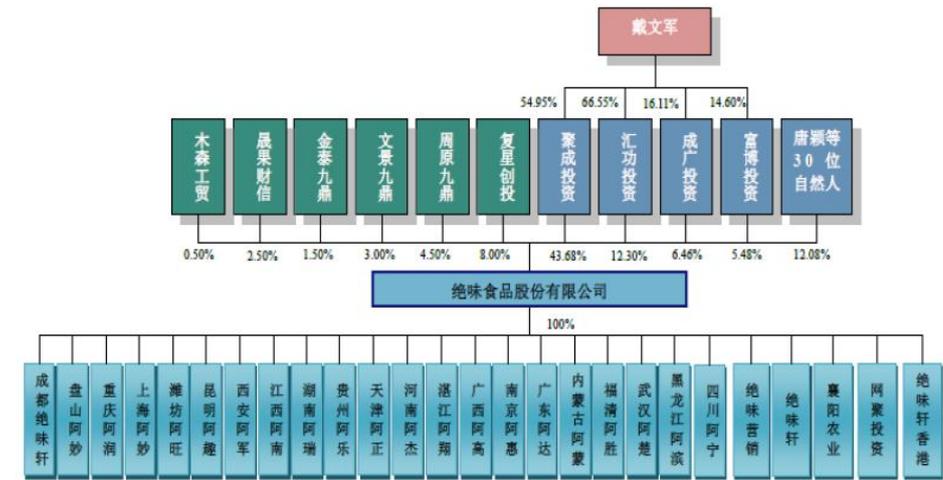


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.3、创始人控股公司, 公司政策稳定有保障

公司是民营企业, 实际控制人、董事长戴文军通过聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资间接持有公司共 34.03% 的股份, 合计控制公司 67.92% 的股份。此外, 家族其他成员亦参与间接控股, 共计 1%。而做为公司创始人的戴文军先生有着对公司的绝对控股权, 有效的保障了公司各项政策能够有效的实行和推进。

图8: 股权结构



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

1.3.1、收购入股产业链公司，打造一体化平台

近年公司在产业链的横向纵向进行扩张，入股了如主营鸭苗繁育、销售，商品鸭养殖、屠宰加工的内蒙赛飞亚；主营鸭产品的包装销售，持有“精武”鸭脖商标的武汉零点绿色食品；主营和府捞面系列面食、炒饭、小吃等的江苏和府餐饮。进入行业上下游，公司希望打造一个行业一体化的平台，在推广公司新品及成本产生波动时为公司提供助益。

表2: 重大股权投资

投资主体	被投资企业	投资金额（万元）	股权占比
绝味食品股份有限公司	内蒙古赛飞亚农业科技 发展有限公司	16800.0	28.00%
深圳网聚投资有限责任公司	武汉零点绿色食品股份 有限公司	874.8	20.00%
深圳网聚投资有限责任公司	江苏和府餐饮管理有限 公司	1800.0	16.20%
深圳网聚投资有限责任公司	武汉食和岛网络科技有 限公司	100.0	4.80%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、行业简介：行业继续发展，集中度趋向龙头

2.1、休闲食品持续向好，卤制品更占鳌头

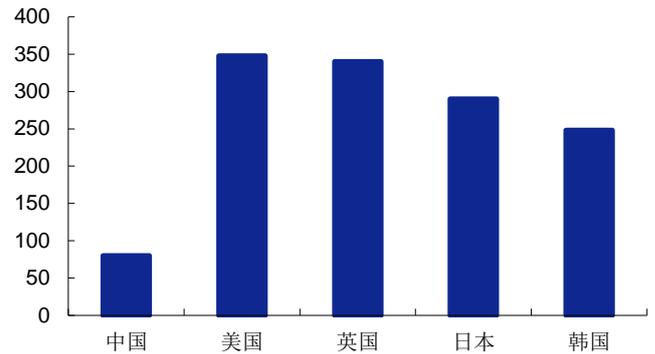
休闲食品是指跳出正餐时间限制消费及食用的食品，包括：休闲卤制品、糖果及蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干等多种品类。根据 Frost & Sullivan, 2010-2015 年中国休闲食品行业零售额从 4014 亿元上升至 7355 亿元, GAGR 12.9%。对比全球, 根据 Bloomberg 数据, 2015 年, 中国休闲食品的人均开支仅为 86.2 美元。仅为消费习惯相近的日本(286.3 美元)、韩国(228.5 美元)相比的 1/3, 成长可期。预计未来 2018-2020 年间, 休闲食品行业将维持 CAGR 12% 的增长, 在 2020 年达到 13000 亿的市场规模。

图9: 休闲食品市场规模超 2000 亿



资料来源: Frost & Sullivan 测算, 新时代证券研究所

图10: 人均休闲食品消费仅为日韩 1/3



资料来源: Bloomberg, 新时代证券研究所

2.1.1、卤制品行业强势，消费升级添油加速

而在从细分领域来看休闲食品行业，卤制品行业保持最为强有力的势头，不仅在 2010-2015 年间保持着整个行业最高的 17.6% 的增长率，在 Frost & Sullivan 预测的 2015-2020 这个区段中，增势更是将加快达到 18.8% 的年复合增长率，领先整个休闲食品行业。

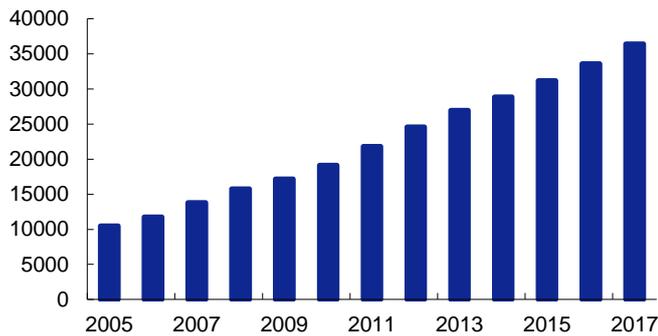
表3: 卤制品行业增速最快

	市场规模 (亿元)			年复合增长率 (%)	
	2010	2015	2020E	2010-2015	2015-2020
休闲卤制品	23.2	52.1	123.5	17.6	18.8
糖果及蜜饯	146.4	258.5	414.8	12.1	9.9
面包、蛋糕及糕点	81.6	155.5	266.3	13.8	11.4
膨化食品	36.2	78.3	168.9	16.7	16.6
炒货	40.5	63.6	105.3	9.5	10.6
饼干	38.5	63.8	101.7	10.6	9.8
其他	35.0	63.7	117.9	12.7	13.0

资料来源: Frost & Sullivan 测算, 新时代证券研究所

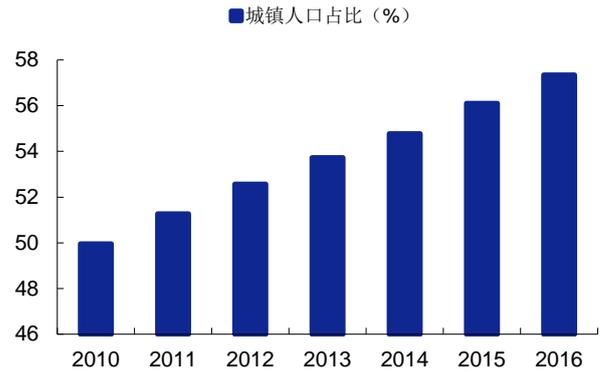
城镇化趋势+可支配收入提升，消费升级释放购买力。根据国务院数据，2020 年全国人口将达 14.2 亿，城镇化率 60%，合城镇人口 8.52 亿。同时人均可支配收入也在逐步攀升。由此，未来释放的增量消费空间将有望利好休闲卤制品市场增长。

图11: 城镇居民可支配收入



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 城镇人口占比



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

城市节奏加快, 休闲产品消费为减压。现代城市生活强调效率、工作时长延长、挤压正餐时间, 休闲产品即时、重口味, 是都市生活解压重要出口。

尼尔森的零食调研报告显示, 全球消费者选择零食的主要动因均为**满足渴望或过瘾**, 多数中国受访者将零食看成提升幸福感必不可少的因素, 30%受访者将零食作为辛苦工作的犒赏, 24%认为是紧张工作中的放松。

2.2、品牌 VS 非品牌, 驱动行业集中度提升

卤制品行业虽然在过去十几年里有着突出的变化, 但经营模式还是有以下三种: 小作坊、区域性连锁品牌经营和全国性连锁品牌经营。

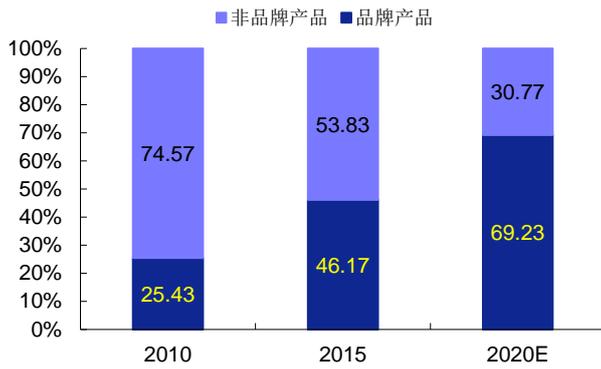
表4: 卤制品行业三种经营模式

经营模式	特点	局限
小作坊经营模式	地域性强、品种相对较少、产品品质控制能力差、品牌知名度低, 在本行业中任占有较大比例	食品销售半径有限
区域性连锁经营模式	中等规模, 集中加工生产	规模化产能有限
全国性连锁品牌经营模式	品牌知名度较高、全国范围内设有营销网点、工艺水平先进、食品安全管理体系较完善、产品种类丰富	

资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

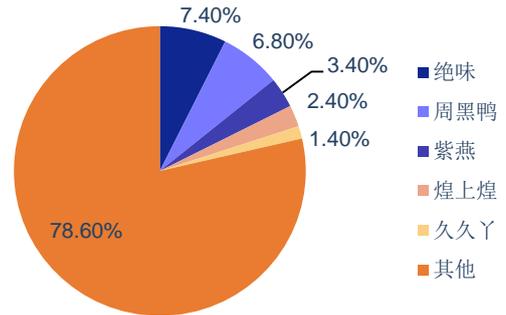
而随着一些大品牌突破手工工艺的局限, 走向了工厂化、流水线生产, 极大的提高了产能, 开始了逐步扩张, 因此而挤压了一些非品牌的小作坊经营的卤制品生产商。根据 Frost & Sullivan, 在 2010 年, 品牌商仅能占行业的四分之一左右, 为 25.43%。而在 2020 年, Frost & Sullivan 预测品牌产品将占领行业将近七成的比例, 达到 69.23%。

图13: 品牌产品占比大幅提升,



资料来源: Frost & Sullivan 测算, 新时代证券研究所

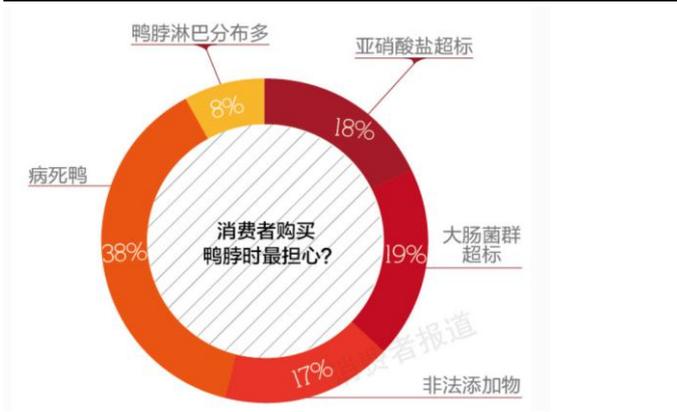
图14: 行业集中度不高



资料来源: Frost & Sullivan, 新时代证券研究所

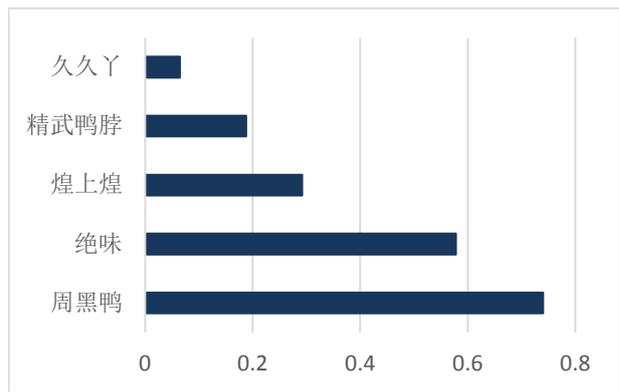
而目前而言行业内集中度较低,根据 Frost&Sullivan 数据,截至 2016 年 6 月,CR10 仅为 23.7%: 其中绝味 7.4%、周黑鸭 6.8%、紫燕 3.4%。而随着品牌产品占有度的逐渐提升,占有率相对较高的企业也能获得更多的提升,从而使得行业集中度提升。而行业起步进 10 年,消费者品牌认知逐渐形成。根据消费者报道,超 50%的消费者表示他们偏向购买绝味、周黑鸭这类业内驰名品牌。

图15: 消费者对鸭脖卫生忧虑众多



资料来源: 消费者报道, 新时代证券研究所

图16: 消费者经常购买的鸭脖品牌 (多选)



资料来源: 消费者报道, 新时代证券研究所

环保政策趋严叠加成本上涨, 市占率向龙头集中。 休闲食品企业 80% 为小作坊模式, 存在使用劣质原料、滥用添加剂等诸多违法行为, 因而食品卫生、质量安全参差不齐。2017 年以来, 环保监管趋严成为常态。《国家环境保护标准“十三五”发展规划》、《固定污染源排污许可分类管理名录》、《京津冀及周边地区大气污染综合治理攻坚行动方案》、《中华人民共和国环境保护税法》相继出台、实施, 增大企业环保成本。人工成本, 原辅料 (鸡肉、鱼糜、包材等) 成本上行, 行业利润降低、洗牌加速, 市占率将向具有成本优势和高环保标准投建的企业集中。

3、绝味的竞争优势

3.1、生产基地遍地开花, 以销定产易于推广

公司现今在全国已经有 22 个生产基地, 覆盖了全国 29 个省和自治区。且公司使用以销定产的经营模式, 每日指定时间前各加盟门店、直营门店向公司发送次日产品订单, 公司 SAP-ERP 系统收到订单后进行汇总, 经审核后各生产基地按接到的生产任务单后再安排生产。配以公司专门进行配送的冷链运输, 使得鲜货卤制品能够在最大程度的保障新鲜的时候到达门店进行销售。

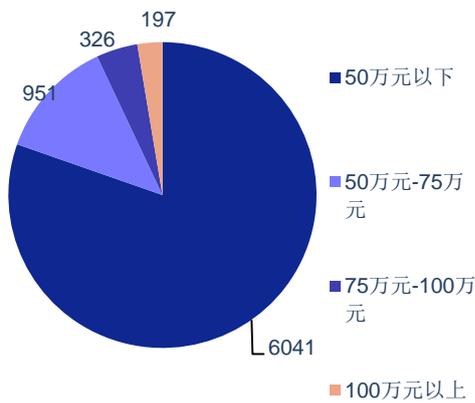
图17: 生产基地覆盖广



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

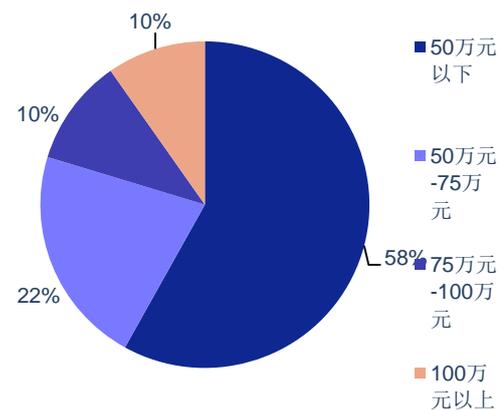
而且使用以销定产的模式, 在门店基本不会产生积压库存。相对于在公司加盟体系中占比较高的小体量的加盟商而言, 铺货的灵活性, 可以使得资金压力的减少, 从而加大其加盟的意愿。因此使得绝味公司在全国性的扩张上有更多的助力。

图18: 门店体量与加盟商数量



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图19: 门店体量与销售金额占比

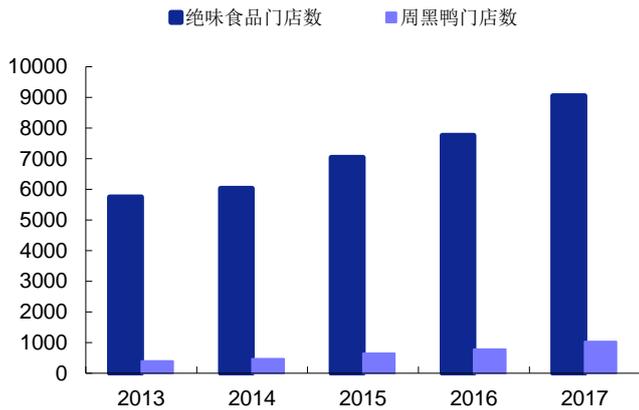


资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

3.2、销售体量行业最大, 规模优势促进降费

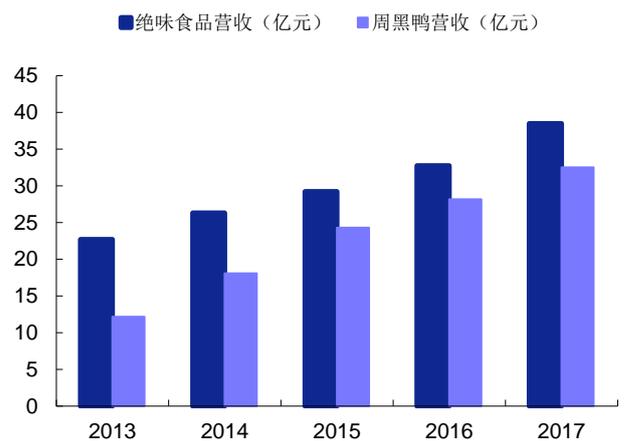
行业中, 绝味食品的营收规模和市场占有率是排列第一的, 门店数量在行业中也是领先数额较大的。截止到 2017 年, 绝味食品门店数量达到 9053 家, 而主要竞争对手周黑鸭的门店数量为 1027 家。绝味食品 2017 年营收达到了 38.50 亿元, 同比增加 17.59%, 而周黑鸭 2017 年营收 32.52 亿元, 同比增加 15.40%。

图20: 门店数比较



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

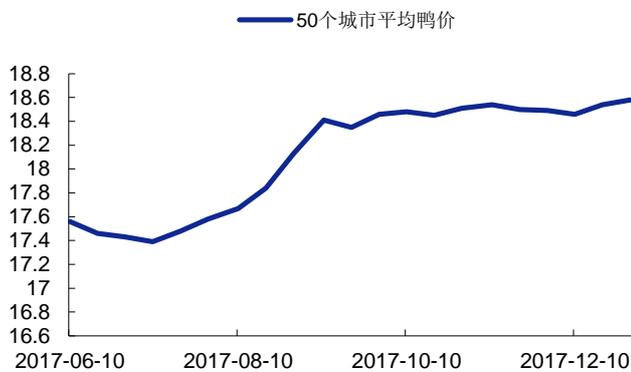
图21: 营收比较



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

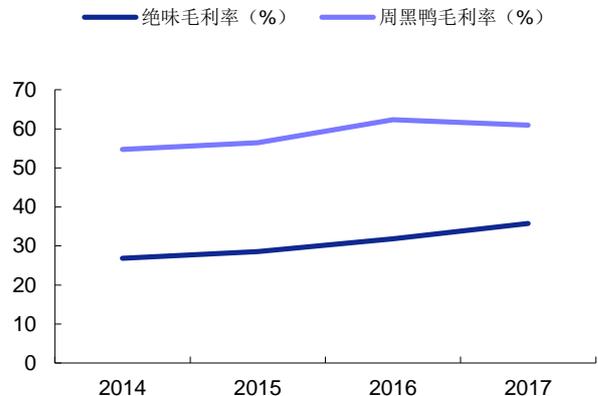
对于卤制品行业来说,绝大部分的成本来自于产品的直接材料。而做为主营产品鸭制品的绝味食品和周黑鸭而言,鸭货成本占总成本比例应该是超过50%的。而公司规模更大的绝味食品,有着对供应商更强的议价能力。在2017年鸭价持续提升,周黑鸭的毛利率出现下滑的时间里,绝味食品的毛利率反而出现了上升,体现了较大规模公司在成本波动中的优势。

图22: 鸭价上升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图23: 毛利率比较



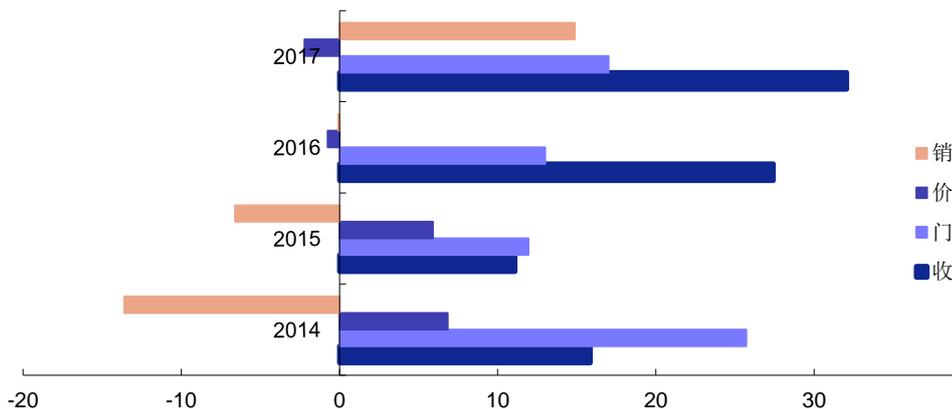
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

4、绝味的未来

加盟门槛低, 中小加盟商是主力。前期投入小, 3-6个月可达到收支平衡, 每年仅收取4000-6000加盟费, 低门槛是“绝味模式”跑马圈地的基础。

新开门店增速主导收入增长。我们将影响销售收入增速的因素拆为: 门店数量增速、平均价格增速、单点销量增速影响。2014-2016年间, 销售增速为16.06%、10.72%、12.08%。比较三者后, 发现门店增速是与销售增速变动最一致的因子, 3年间分别为: 25.72%、11.95%、13%。

图24: 收入增速与门店增速最相关



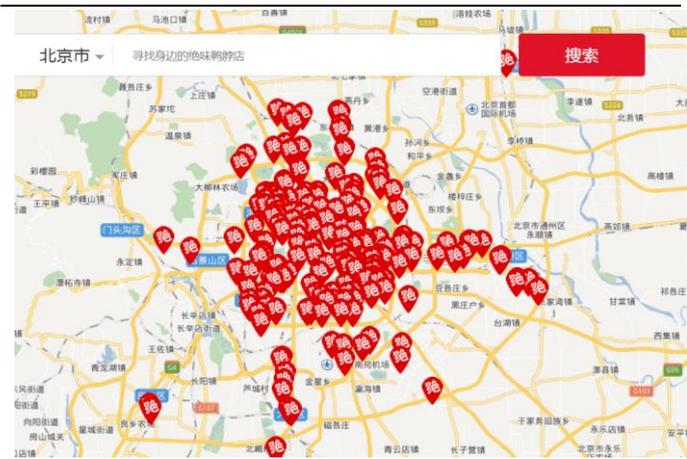
资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

4.1、门店覆盖区域空白足, 成长上限无忧

公司现今门店主要覆盖的都是人口密度大, 消费水平较高的国内一二线城市为主, 且集中在市中心, 交通枢纽等人流量较大的地区。以北京为例, 绝味食品门店绝大多数都分布在五环以内, 周边县域基本上都是零覆盖或者零星有几家门店。均存在有持续发展的空间。

而且在一些经济发展较好, 很适合绝味产品口味风格的下线城市、县级市, 绝味的门店覆盖也是有很多空缺的, 存在有很多低覆盖甚至于空白覆盖的区域。以靠近绝味食品大本营长沙市的浏阳市为列, 其在 2017 年中国百强县排名中排列第九, 经济发展较好, 而实际门店覆盖不超过 10 家, 有大量的空白区域有待开发。

图25: 北京市门店概况



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图26: 浏阳市门店概况



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

4.2、高势能门店放量, 天花板高

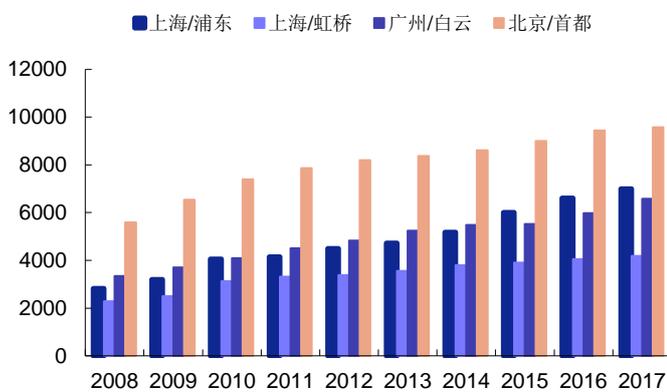
机场、火车站人流量增加, 高铁/铁路客运量比重上升, 消费基群优。机场: 08-17 年, 一线城市 (北京+上海+广州) 机场吞吐量由 1.4 万亿人次/年—2.7 万亿人次/年, 10 年内翻倍, CAGR 7.7%。火车站: 08-16 年, 全国铁路客运量由 148 亿人次/年-281 亿人次/年, 9 年内翻倍, CAGR 8.6%。同时高铁/铁路比重急速上升,

由 0.5% 攀升至 50%。随交通枢纽站建设加快，人流量提高，特别是高铁站客流量显著增长，为绝味食品接下来计划在在交通枢纽建立的自营旗舰店打下坚实的消费基础。

截至 2017 年年底，中国有 311+ 机场及 2,000+ 火车站（一、二线城市+地级市）。按照平均每家机场开 1.5 家店，每家火车站开 1 家店算，交通枢纽点的门店约为 2500 家。

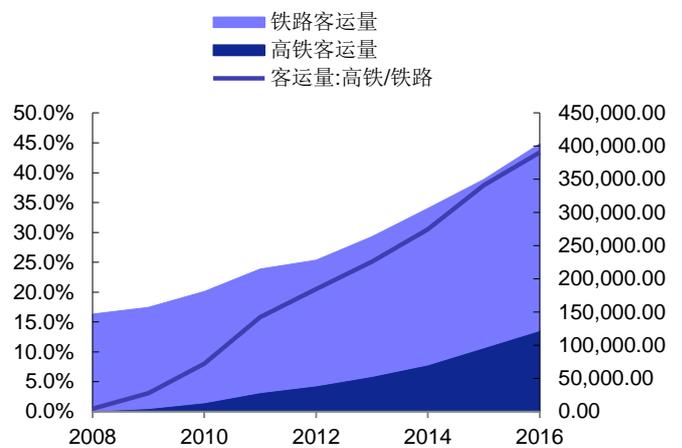
2018 年绝味计划建立交通枢纽店、核心商圈地合计 100-200 家。交通枢纽店一般为公开招标、排他模式，合同期 3-5 年，盈利好：收入为 3-4 万元/日。周黑鸭 2010 年开始布局，抢占市场较早，周黑鸭 300 家，占比 33%，营收占比 40%+，可见核心自营门店效率。

图27: 一线城市机场吞吐量增长(万人次)



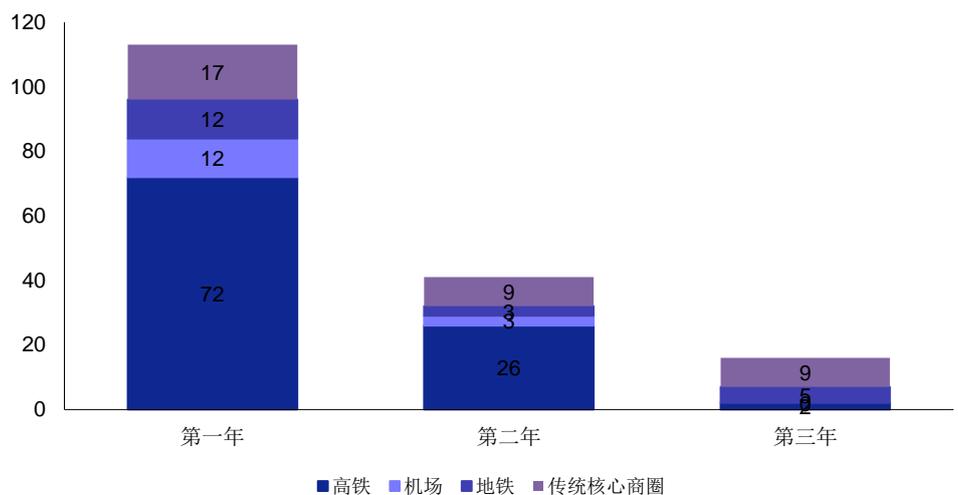
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图28: 客运量: 高铁/铁路比重上升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图29: 未来三年计划建设 180 家自营旗舰店



资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

4.3、外卖机遇激活普通门店

外卖机遇尤利好绝味市井模式。绝味市场布局广，非核心门店占 90%，覆盖范围广，网络覆盖存天然优势。

收入端增量可期，成本端变动微弱：绝味采用**低单价 x 高频次**模式，因此外卖发展带来消费频次提升，因而有效提升非核心门店的坪效。就坪效而言，绝味与周黑鸭存在较大差距：2.84 万/平米 VS 13.78 万/平米。其背后主要原因为：周黑鸭 90% 店位于交通枢纽+核心商圈，高毛利的基础+高频次，坪效充分激活。随外卖发展，消费网络铺开，绝味 90% 非核心门店将获得有效激活。而除第三方外卖平台（美团外卖、饿了么）外，绝味也在打造自己的外卖平台（公众号累计注册会员达到 2000 万）。

表5：坪效比较

	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
坪效（万元/平米）	2.84	13.81	3.86
门店（数量）	9053	1027	2550
营业收入（万元）	385016.76	283622	147778
单店面积（平米）	15	20	15

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

表6：可比公司估值比较

公司	市值（亿元）	收入增速（%）		利润增速（%）		EPS		PE	
		2017A	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E		
周黑鸭	150	15.4	6.43	0.34	0.38	18.50	16.55		
煌上煌	69.43	21.35	42.91	-	-	-	-		
安井食品	76.35	21.69	30.08	1.22	1.59	28.97	22.22		
洽洽食品	75.34	18.49	16.51	0.73	0.85	20.35	17.48		

资料来源：Wind 资讯,新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>