



信用等级通知书

信评委函字[2018]G458号

绝味食品股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年九月十八日

绝味食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	绝味食品股份有限公司
发行规模	本次发行募集资金总额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），具体发行数额由股东大会授权公司董事会及其授权人士在上述额度范围内确定。
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
偿还方式	本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。
资金用途	天津阿正食品有限公司年产 37,300 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、江苏阿惠食品有限公司年产 30,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、武汉阿楚食品有限公司年产 6,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、山东阿齐食品有限公司 30,000 吨仓储中心建设项目、海南年产 6,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目。

概况数据

绝味食品	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益（亿元）	11.82	14.65	25.75	27.04
总资产（亿元）	16.13	19.62	31.89	33.89
总债务（亿元）	0.53	0.60	0.00	0.00
营业总收入（亿元）	29.21	32.74	38.50	20.85
营业毛利率（%）	28.59	31.84	35.79	35.48
EBITDA（亿元）	4.57	5.94	7.37	-
所有者权益收益率（%）	25.45	25.95	19.31	23.01*
资产负债率（%）	26.72	25.31	19.26	20.22
总债务/EBITDA（X）	0.12	0.10	0.00	-
EBITDA 利息倍数（X）	311.28	146.96	669.50	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、表中带“*”数据经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用级别为 **AA**，该级别反映了本次债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体绝味食品股份有限公司（以下简称“绝味食品”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了公司显著的产能规模优势、广泛布局的销售网络、保持增长的业务规模和稳健的财务结构等因素对公司未来发展的良好支撑。同时，中诚信证评也关注到公司较大的新增产能释放压力、加盟门店退出风险和食品安全风险等因素对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正面

- ▶ 产能规模优势显著。随着 IPO 募投项目合计 10.45 万吨酱卤食品加工建设项目逐渐投产，公司产能规模优势进一步增强。截至 2018 年 6 月末，公司休闲卤制食品实际产能达到 12.70 万吨，在行业内处于领先地位。
- ▶ 加盟模式带动全国性销售网络布局。截至 2018 年 6 月末，公司在全国共开设 9,459 家门店，包括 117 家直营门店和 9,342 家加盟门店，形成了覆盖全国三十个省、自治区和直辖市的销售网络，市场覆盖率、门店数量及市占率均居于行业首位。
- ▶ 业务规模保持增长。受益于休闲食品行业持续发展，休闲卤制食品行业体量逐步扩大，加之产能的扩张及连锁加盟销售网络的日益完善，公司营业收入规模逐年增长。2015~2017 年，营业总收入分别为 29.21 亿元、32.74 亿元和 38.50 亿元，2018 年上半年，营业总收入达到

分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

李婧喆 jzhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年9月18日

20.85 亿元，同比增长 12.64%，具备较为稳固的收入增长基础。

- 财务结构稳健。2015~2018 年上半年，公司资产负债率分别为 26.72%、25.31%、19.26%和 20.22%，财务杠杆比率低，有息债务规模较小，财务结构稳健，经营性现金流保持持续的净流入，偿债能力很强。

关注

- 新增产能释放压力较大。公司 IPO 募投未投产项目和可转债拟投资项目合计扩建产能达 10.23 万吨，为现有产能的 0.81 倍。考虑到目前国内休闲卤制品市场集中度偏低，公司销售市场的积累尚需时间和资金投入，产能的大幅增加使得公司面临较大的产能消化压力。
- 加盟店退出风险。公司采取以销定产模式，产能的消化需要门店数量的支撑，而以加盟为主的经营模式存在加盟店退出或门店扩张不达预期的情况，从而导致经营风险。2015-2018 年 6 月末，加盟店减少量占年末加盟门店总量分别为 6.69%、6.17%、6.14%和 4.85%。
- 食品安全风险。公司原材料采购及产品生产、储运及销售等环节较长，且受制于休闲卤制品特殊的制作与销售方式，食品安全风险管理难度相对较大。随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强，产品质量控制与食品安全风险管控已成为食品加工企业生产经营与品牌运营管理的重中之重，中诚信证评对公司卤制食品安全风险保持持续关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

绝味食品股份有限公司（以下简称“绝味食品”或“公司”）前身系湖南绝味食品股份有限公司，由戴文军、陈更、罗鲲、李启朋、张高飞、叶伟 6 位股东于 2008 年 12 月 17 日发起设立，设立时注册资本 3,000 万元，并于 2009 年 12 月 2 日在长沙市工商行政管理局完成工商登记手续，以及领取注册号为 430100000087621 的企业法人营业执照。2011 年 3 月 7 日，湖南聚成投资有限公司（以下简称“聚成投资”）、长沙汇功投资有限公司（以下简称“汇功投资”）、长沙成广投资有限公司（以下简称“成广投资”）、长沙富博投资有限公司（以下简称“富博投资”）4 名机构股东及 30 名自然人股东以现金按 2.00 元/股的价格认购新增注册资本 5,000 万元；3 月 9 日，上海复星创业投资管理有限公司、苏州周原九鼎投资中心（有限合伙）、苏州文景九鼎投资中心（有限合伙）、厦门金泰九鼎股权投资合伙企业（有限合伙）、湖南晟果财信投资企业（有限合伙）、天津汇通富复先股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“汇通投资”）等 6 家企业以现金按 13.00 元/股的价格认购新增注册资本 2,000 万元，公司注册资本增至 10,000 万元；3 月 11 日戴文军、陈更、罗鲲、李启朋、张高飞、叶伟分别将其持有的发行人 16.5%、5.4%、2.7%、2.7%、1.35%、1.35% 的股份转让给聚成投资，聚成投资的持股比例增至 43.68%。2013 年 2 月，公司年度股东大会决定通过以上年末资本公积转增注册资本，注册资本增至 18,000 万元；同年 6 月，汇通投资将其持有的发行人 0.50% 的股份转让给新余市庆丰工贸有限公司（以下简称“庆丰工贸”）。2014 年 3 月，公司再次以资本公积转增资本，注册资本增至 36,000 万元。2015 年 8 月，庆丰工贸将其持有的发行人 0.50% 的股份转让给江西木森工贸有限公司。2016 年 5 月，夏光成名义持有的 576 万股股份变更登记至实际持有人陈水清名下。2017 年 3 月 17 日，公司首次发行人民币普通股（A 股）股票 5,000 万股，于上海证券交易所挂牌上市，总股本变为 41,000 万股。截至 2018 年 6 月末，公司注册资本和实收资本为

41,000 万元，戴文军通过聚成投资、汇功投资、成广投资、富博投资合计持有公司 29.87% 的股份，合计控制公司 59.64% 的股份（成广投资和富博投资合计持有 60% 以上股权其他股东与戴文军签署了一致行动协议），系公司实际控制人。

绝味食品主要从事休闲卤制食品的研发、生产和销售，产品包括以鸭、鸡、猪等禽畜为原料的卤制肉食品和以毛豆、莲藕、花生等为原料的卤制素食食品。目前公司已经形成以卤制鸭副产品等卤制肉食为主，卤制素食、包装产品、礼品产品等为辅的近 200 个品种的产品组合，产品销往内地、香港和新加坡。

截至 2017 年末，公司总资产为 31.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 25.75 亿元，资产负债率为 19.25%；2017 年公司实现营业总收入 38.50 亿元，净利润 4.97 亿元，经营活动净现金流 6.41 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产为 33.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 27.04 亿元，资产负债率为 20.22%；2018 年 1-6 月公司实现营业总收入 20.85 亿元，净利润 3.11 亿元，经营活动净现金流 3.32 亿元。

本次债券概况

表 1：本次公司债券基本条款

基本条款	
发行主体	绝味食品股份有限公司
债券名称	绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券
发行规模	本次发行募集资金总额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），具体发行数额由股东大会授权公司董事会及其授权人士在上述额度范围内确定。
债券期限	本次发行的可转债的期限为自发行之日起六年。
票面金额和发行价格	本次发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。
债券利率	本次发行的可转债票面利率确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式	本次发行的可转债每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次发行的可转债转股期限自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

初始转股价格的确定 本次发行可转换公司债券的初始转股价格不低于是募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

赎回条款 在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会及其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在转股期内，如果公司股票在连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次发行的可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照以本次发行的可转债的面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

回售条款 本次发行可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。在本次发行可转债存续期内，若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次回售的权利。

募集资金用途 天津阿正食品有限公司年产37,300吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、江苏阿惠食品有限公司年产30,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、武汉阿楚食品有限公司年产6,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目、山东阿齐食品有限公司30,000吨仓储中心建设项目、海南年产6,000吨卤制肉制品及副产品加工建设项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业环境

休闲食品行业整体情况

休闲食品是指消除正餐时间限制消费及食用的食品。根据 Forest&Sullivan 相关数据，2010-2015 年中国休闲食品行业零售额从 4,104 亿元升至 7,355 亿元，年复合增长率为 12.9%；预计在 2020 年达到 12,984 亿元的市场规模。其中，休闲卤制品虽然起步较晚导致规模较小，但增速最快，2010-2015 年间保持年均增长 17.6% 左右，高于其他类别。

休闲健康食品属于快速消费品的一类，是人们

闲暇和休息时所吃的非主食类食品。按照保质期长短和是否具有标准化包装归纳为三大类：（1）标准化长保零食（膨化类、坚果类、肉铺类、糖果类）；（2）短保类卤制品；（3）（非）标准化烘焙类。标准化长保零食过去主导休闲健康食品行业，如今依然占据着半壁江山，但短保类卤制品和烘焙类近几年发展强势，迅速占领了大片的休闲健康食品市场。

近年来，随着人均收入水平的提高以及闲暇时间的增多，人们对休闲食品的消费提出了更高的要求，尤其是人口结构转变带来的 80 后和 90 后消费主力对“品味”、“营养”和“颜值”的追求推动消费食品向健康化、高端化、品牌化以及高附加值的方向发展。例如，碧根果、巴旦木和夏威夷果等高端坚果相对于其他休闲食品更加营养健康，富含多种营养物质，受到广大消费者的追捧，其在休闲食品销售总额中的比重也呈现逐年增长的趋势。与此相反的是膨化食品自 2016 年起以更温和的速度增长。

受需求升级驱动，各主流企业在细分领域不断扩充品类来迎合多样的消费场景和人群，从侧面促进休闲食品供给侧新品迭出、旧品升级和包装更加精美。休闲健康食品与正餐、主食的边界不再泾渭分明。愉悦消遣之余，代餐功能的休闲健康食品逐渐发展起来，正在成为“一日三餐”中的第四餐甚至成为某一餐的可能。同时，健康化、高端化的多品类休闲食品更加适用高铁、旅游、茶歇和节日等多种消费场景，许多添加了“养生”、“保健”标签的休闲健康食品也正在俘获中老年群体、少年群体和青年白领等消费群体。

新零售的核心在于推动线上和线下的融合，使线上的互联网力量和线下的实体店终端形成合力，完善电商零售平台和实体零售店面在商业维度上的优化升级。新零售促进休闲健康食品的不同销售场景相互融合，进一步开发门店价值，实现不同品类跨界融合，为龙头企业提供了崛起机会。

休闲卤制品行业概况

休闲卤制品是以禽类、肉类、蔬菜、豆制品等为原料，采用香料和卤汁腌制的休闲食品，具备特有的香味和口感。休闲卤制品行业于 20 世纪 80 年

代起步，江浙地区率先出现较具规模的生产企业，但产品结构单一、风味较清淡、技术水平较低；在 90 年代，企业数量急剧增长，技术水平有所提升；2000-2010 年，市场规模进一步扩张，生产模式由传统作坊向流水线生产过渡，行业内开始关注品牌建设，连锁经营成为行业主流；2010 年以来，行业内企业品牌竞争加剧，卤制品从佐餐走向休闲。随着社会的发展，国民经济的持续增长和人民生活水平的不断提高，大众对休闲卤制品的偏好也在逐步提升。

目前按消费场景划分，休闲卤制品主要包括休闲食品市场、餐饮消费市场和场景消费市场，其中休闲食品消费市场占比达到 70%。休闲食品市场中，消费群体集中于 18-35 岁年轻人，受众群体较为广泛，购买后往往即食，门店多集中于商业区、写字楼、社区、娱乐场所和旅游景点等区域；在餐饮消费场景下，休闲卤味作为佐餐食品食用，订单量大，销量较稳定，销售地点多为酒店、夜市、快餐店、食堂等；情景消费指特定场景下进行的消费，一般用于送礼、特产消费等，受众为游客和差旅人士等，产品保质期偏长，单次购买量较大，销售价格较高，主要在机场、火车点和特产店等地点销售。在我国经济增长背景下，随着旅游业的发展以及机场和车站数量的逐步增加，情景消费市场潜力较大。

从经营模式来看，休闲卤制品主要有小作坊经营模式、区域性连锁品牌经营模式和全国性连锁品牌经营模式。小作坊模式的销售集中于特定区域，生产品种较少、产品品质缺乏保障、知名度较低，主要是夜市和低端餐饮渠道，未来随着食品安全政策趋严和消费者食品安全意识的提升，可能逐渐被淘汰；区域性连锁品牌模式拥有中等生产规模，销售集中于特定片区，但难以发挥规模效应，未来扩张难度较大；全国性连锁品牌模式具备较高的品牌知名度，在全国范围内设置销售网点，生产工艺水平较为成熟，产品品质和食品安全有所保障，在消费升级背景下符合未来行业发展趋势。

年轻群体是休闲卤制品的消费主力。由于年轻群体消费主观意愿较强，偏好追逐新鲜事物，具有

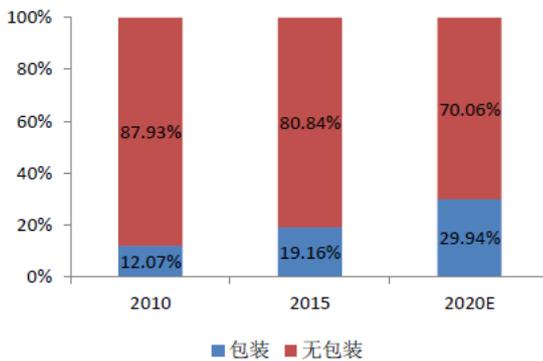
一定的冲动消费属性。卤制品一般具有五香、麻辣、甜辣等多种口味，符合年轻人追求食物美味刺激的口感，丰富的卤味味道可满足其多样化的需求。此外，年轻人品牌忠诚度较高，对休闲卤制品价格敏感度不太高。伴随消费群体的扩大、消费频次的提升和产品价格的增长，未来卤制品行业具备一定的发展潜力。

休闲卤制品行业发展趋势及竞争

行业发展趋势

休闲卤制品将逐渐向包装化发展。人均收入水平的提升使得消费者对食品的诉求逐渐由吃饱向吃好转变，因此对食品卫生安全提出了更高要求。近年来，休闲卤味的包装技术水平也在同步提升，目前市场主流包装为真空包装和 MAP（气调包装）锁鲜装。真空包装可大幅延长产品保质期，但在超高温处理过程中改变了卤味本身的风味；MAP 锁鲜装通过注入氮气、降低氧气含量达到延长保质期的效果，同时能够最大限度的保持食物原先的口感。根据 Forest&Sullivan 相关数据，2010~2015 年，我国包装卤制品产值从 28 亿元提升至 100 亿元，年复合增长率约 28.8%；同期无包装产品的复合年增长率为 15.6%；预计到 2020 年，包装类卤制品产值将进一步提升至 370 亿元，包装卤制品的占比将从 2010 年的 12.07% 提升至 2020 年的 29.94%，无包装产品将由 2010 年 87.93% 降至 70.06%。同时，包装化的改善亦将推动产品售价的提高。以周黑鸭为例，周黑鸭于 2012 年推出 MAP 包装并于 2014 年推广至所有门店，其 MAP 包装和真空包装的卤制品单价均高于无包装产品，尤其是真空包装，单价高出 25% 以上，周黑鸭依靠包装升级完成提价，2017 年上半年周黑鸭客单价达到 62.13 元，四年的年均提价幅度约为 11.3%。

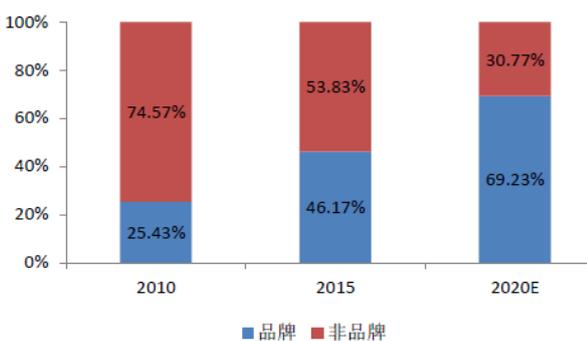
图 1：我国包装卤制品占比



资料来源：Frost&Sullivan，中诚信证评整理

消费者品牌意识的增强促使休闲卤制品朝向品牌化发展。卤制品的食品安全存在较大的隐忧，相较于小作坊生产的产品，品牌卤味更加卫生，品质相对具有保障。随着消费者食品卫生和品牌意识的提升，品牌产品的增速显著高于非品牌产品，消费占比不断增长。根据 Frost&Sullivan 相关数据，2010~2015 年，我国品牌休闲卤制品零售额从 59 亿元提升至 241 亿元，年复合增长率为 32.6%；同期非品牌产值年复合增长率仅为 10.1%；预计到 2020 年，品牌卤制品占比将从 2010 年的 25.43% 提升至 2020 年的 69.23%，非品牌产品占比将由 2010 年 74.57% 降至 30.77%。

图 2：我国品牌卤制品占比



资料来源：Frost&Sullivan，中诚信证评整理

由于卤制品对冷链运输要求较高，目前相应消费人群集中在城市和城镇，广大的农村地区处于相对空白的状态。根据国家统计局数据显示，我国城镇化率在 2011 年超过 50%，2017 年已达到 58.52%，城镇人口超过 8.13 亿，预计至 2020 年，中国城镇化率将超过 60%。在城镇化进程中，随着农村向城镇过渡，交通运输将更为便捷，卤制品厂商更易实现渠道下沉。

2013~2017 年，我国居民人均可支配收入从

18,311 元增长至 25,974 元，年均复合增长率达到 9.13%。居民收入水平的增长为我国整体消费能力的增强提供了有利的环境，人均居民消费支出亦由 2013 年的 13,220 元增长至 2017 年的 18,322 元，年均复合增长率为 8.50%。居民收入水平的提高或将带动消费能力增强，从而推动休闲卤制品行业增长。

根据 Frost&Sullivan 相关数据，2010~2015 年，休闲卤制品线上销售渠道销售额从 20.6 亿元提升至 61 亿元，年复合增长率为 24.3%；到 2020 年，休闲卤制品线上销售规模将达到 164.6 亿元。近年来，随着手机订餐日益普及，网上点单成为消费的一大趋势，极大便利了休闲卤制品的消费，线上渠道进一步拓宽企业营销范围。

根据饿了么公布的 2017 年大数据显示，2016 年我国在线支付用户规模达到 5.5 亿人，在线外卖人口数实际超过 1.5 亿人，外卖渗透率达到 47%。据艾媒咨询统计，2016 年我国在线订餐市场规模达到 1,662.4 亿元，预计至 2020 年，我国线上订餐市场规模超过 2,400 亿元。外卖行业的高速发展扩大了实体店的销售半径，单店的可覆盖区域更广，利于消费者购买的同事增加了企业的销售额。

情景消费市场空间较为广阔。城市节奏加快，现代生活更加强调效率，工作时间延长挤压争产事件，休闲卤制产品的即时、重口味成为都市生活解压的重要出口。在宵夜场景下，休闲卤制品作为口味较重的品类，为消费者刺激食欲或振奋精神，在宵夜类外卖中较为畅销。随着外卖行业和线上支付的高渗透和对传统消费渠道的补充，宵夜场景下的休闲卤味或将成为新的增长点。此外，随着消费者对卤制品的关注度和喜爱度提升，品牌卤制品逐渐成为当地特产，厂商在机场、火车站等高客流量地区增加门店，售卖盒装、手信礼盒等，将卤制品推广成旅行佐餐和访友伴手礼。情景消费成为卤制品销售越来越重要的形式之一，宵夜、旅游、特产等概念消费成为推动卤制品销售的因素之一。

政策方面，休闲卤制食品加工工业属于农副产品加工产业，我国对于食品安全的政策法规和标准体系有着严格监管程序。根据国务院颁布的《中华人

《中华人民共和国工业产品生产许可证管理条例》规定，对生产肉制品等直接关系人体健康的加工食品的企业实施生产许可证制度。根据国家食品药品监督管理总局颁布的《食品生产许可管理办法》规定，从事食品生产活动，应当依法取得食品生产许可。根据国家食品药品监督管理总局颁布的《食品经营许可管理办法》规定，在中华人民共和国境内，从事食品销售和餐饮服务活动，应当依法取得食品经营许可。

表 2：行业相关政策

实施时间	发布部门	产业政策	相关内容
2011.12	国家发改委、工业和信息化部	《食品工业“十二五”发展规划》	该规划指出，到 2015 年，肉类总产量达到 8,500 万吨，肉类制品及副产品加工达到 1,500 万吨，占肉类总产量的比重达到 17% 以上；推动畜禽主产区集中发展大型屠宰和加工骨干企业，主销区侧重发展肉制品加工、分割配送中心，减少活畜（禽）跨区域调运。
2012.01	商务部	《商务部关于“十二五”期间促进商业特许经营健康发展指导意见》	该意见指出，用五年时间，实现主要特许经营品牌的加盟门店数量、经营规模、规范水平有较大提高；实现商业特许经营管理体系进一步完善、商业特许经营备案率逐年提高、投诉率逐年下降；建立优秀商业特许经营品牌评价机制，以“商业特许经营连锁百强”为基础，进一步发掘优秀商业特许经营品牌、加强品牌建设和宣传、培育一批市场潜力大、扩张能力强、诚信经营的知名企业。
2012.02	工业和信息化部	《肉类工业“十二五”发展规划》	该规划指出，2015 年规模以上肉类工业企业数量将达到 5,000 家，占行业内企业总数的比例达到 50%，工业总产值达到 9,000 亿元（按 2010 年不变价格计算），年均增长 12.4%，销售额占全行业市场交易总额的 80% 左右。销售收入 100 亿元（按 2010 年不变价格计算）以上的大企业集团达到 10 家以上。
2016.03	国务院	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	该规划指出，适应消费加快升级，以消费环境改善释放消费潜力，以供给改善和创新更好满足、创造消费需求，不断增强消费拉动经济的基础作用；增强消费能

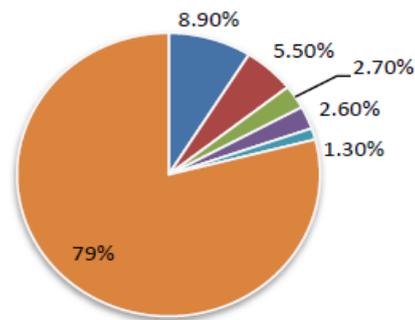
力，改善大众消费预期，挖掘农村消费潜力，着力扩大居民消费；以扩大服务消费为重点带动消费结构升级，支持信息、绿色、时尚、品质等新型消费。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业竞争

目前，我国卤制品生产技术水平较低，大部分卤制品企业仍处于小规模、作坊式、手工或半机械加工状态，生产力较为落后。目前市场中存在大量无品牌厂商，整体市场竞争格局较为分散。从零售额口径来看，截至 2016 年 6 月末，我国休闲卤制品前五大厂商市场占有率合计为 21%，其中绝味食品 8.9%、周黑鸭 5.5%、紫燕 2.7%、煌上煌 2.6%、久久丫 1.3%。

图 3：2016 年 6 月我国休闲卤制品市场份额



资料来源：Frost&Sullivan，中诚信证评整理

受益于品牌卤制品的发展，品牌企业市场份额有所提升，但行业内集中度仍较低，竞争格局较为分散。因为我国地域广阔，不同区域的口感偏好、购买力水平以及对品牌的偏好程度存在差异，非龙头厂商的渠道建设和下沉难度较大，难以扩大其市场份额；同时，卤制品目前尚未形成全自动化机械操作，规模化量产难度高，对人工依赖度较高，从而制约了各厂商扩张；此外，卤制品为保持其良好风味，对新鲜度具有极高的要求，大部分产品保质期短，并且要求冷链运输，加上部分省市对于运输时段的管制，产品销售半径较为有限，进一步增加了厂商扩张的难度，所以我国休闲卤制品行业集中度偏低。

目前，绝味食品和周黑鸭销售规模和市场占有率较为领先，处于行业内第一梯队，品牌知名度较高，竞争优势明显；煌上煌和紫燕的销售集中于特

定区域，处于第二梯队；此外，行业内存在大量地域性生产商，分布于各个市县。行业内前五大厂商均采用连锁店经营模式，包括加盟和直营两种类型，其中周黑鸭和紫燕采取直营模式，绝味食品和煌上煌以加盟模式为主。直营模式下由公司负责原料采购、生产加工、物流配送和终端销售等，公司统负盈亏，该模式下企业对门店能够直接监督和管理，便于高效地保障产品质量；加盟模式由总公司辅助加盟商选址经营，收取加盟费和管理费等，该模式下门店数量更易拓展、渠道下沉较为容易，便于深入社区和片区，利于全国性布局。近年来随着国内休闲食品市场的快速发展，各企业加大了渠道、品牌的投入和积累，销售规模逐年提升。截至2018年6月末，绝味食品门店数量达到9,459家，营业收入为20.85亿元，同比增长12.62%；周黑鸭门店数量为1,196家，营业收入为16.10亿元，同比增长1.3%。品牌厂商具备更雄厚的资金实力，在网点铺设、渠道下沉和营销方面占据更大优势，龙头企业市场占有率和行业集中度或将得到提升。

表3：业内规模厂商经营情况

企业	营销模式	主要销售区域	主要销售产品
绝味食品	加盟为主	除西藏地区，基本覆盖全国	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品；豆制品、素食等凉菜
周黑鸭	直营	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、藕片等凉菜
紫燕	直营为主	四川、重庆、上海、安徽、江苏、浙江等	百味鸡、芙蓉鸭、藤椒鸡、夫妻肺片等酱卤肉制品；海带、云丝等凉菜
煌上煌	直营+加盟	江西、广东、附件、辽宁、安徽、河南、天津、江苏等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品；豆制品、素食等凉菜以及米制品
久久丫	直营+加盟	北京、江苏、浙江、四川、上海、广东等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

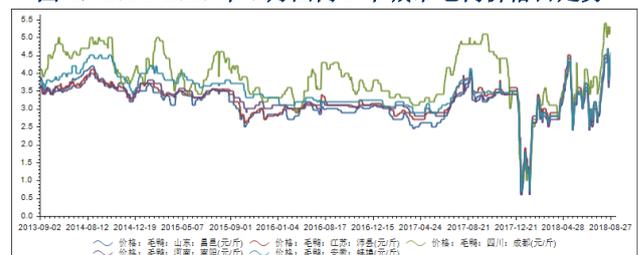
行业关注

原料价格波动影响行业盈利。休闲卤制品上游产业主要包括畜禽养殖业、蔬菜种植业和水产品养殖业，原材料成本占卤制品生产成本的比重达到80%以上，其中鸭脖、鸭翅、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠等鸭副产品在原料成本中占比较高，主要原料为毛

鸭。2014年由于行业主动去产能，毛鸭价格有所上升，之后开始波动回落。受环保因素影响，2017年肉禽养殖产能去化明显，二季度毛鸭价格开始上涨，2017年国内毛鸭均价为6.57元/kg，其中8月末鸭价达到高点8.62元/kg后二次回落。根据我国白羽肉鸭协会统计，2018年白羽肉鸭出栏量预计降至20-25亿羽，此外，2018年1月正式实施首部“绿色税法”《中华人民共和国环境保护税法》提出对不同危害程度的污染因子差别化征税，伴随着环保带动的去产能化，鸭产业供给紧缩带动鸭价上升。根据Wind及水禽网统计数据，2018年1-7月鸭苗均价2.98元/羽，同比上涨93.4%；毛鸭均价7.47元/公斤，同比上涨23.9%；鸭分割产品均价7,714.85元/吨，同比上涨11.9%；8月鸭链价格开启新一波上涨，截至2018年8月5日，鸭苗价3.89元/只，毛鸭价8.04元/公斤，鸭分割产品均价8,313.8元/吨，周环比分别上涨28%、3%、0.3%。

由于肉鸭主产区产能大幅下降25%左右，商品代的紧缺将持续至2019年上半年，加之2018年5-6月，中央再次启动环境保护督查，养殖场再次成为监管重点，供给端持续紧缺。另一方面，2018年三季度已进入传统肉鸭旺季，鸭产品的需求进一步强势。此外，截至2018年8月5日，生猪平均价格已超过13元/公斤，部分地区已接近14元/公斤，月环比上涨超过13%，山东毛鸡平均价格已超过8.5元/公斤，月环比上涨超过6.25%，鸡价和猪价的快速上行使替代效应逐渐显现，也将助推鸭价上涨。综上，肉鸭供需偏紧导致鸭链价格持续上涨，休闲卤制品企业成本支出压力同步增大。

图4：2014-2018年8月国内5个城市毛鸭价格日走势



资料来源：Chioce 数据，中诚信证评整理

环保政策趋严叠加消费者食品安全意识提升加大企业运营成本。目前，休闲卤制品行业集中度偏低，其中超过70%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，因为食品卫生、质量安全残次不齐。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》相继出台和实施，致使企业环保成本、人工成本、原辅料成本上行。此外，消费者食品安全意识随着生活水平的提高同步提升，在购买休闲卤制品的同时，也会考虑病死鸭、亚硝酸盐超标、大肠菌群超标和非法添加物等卫生问题，从而更偏向购买具有安全保障、品牌度较高的企业，消费者品牌认知度逐渐形成，从而促使市场占有率向具有成本优势和高环保标准投建的企业集中。

竞争实力

生产基地覆盖广，冷链配送网络完善

公司以各生产性分、子公司作为向全国销售网络配送产品的生产基地，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建了“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保险”的全方位供应链体系，实现直接、快捷、低成本的产品配送效果。截至2018年6月末，公司在全国拥有18个生产基地，覆盖全国17个省和自治区。公司采用以销定产的经营模式，每日指定时间前由门店向公司发送次日订单，经审核后各生产基地按生产任务单安排生产，配送过程实行全程“冷链”，使得鲜货卤制品能够最大程度保障新鲜度至门店销售，产品到达各销售网点后立刻装入专用冷柜中待销售。成熟的产品供应和物流配送体系为公司新市场的开拓提供了良好的供应保障，为其提高经营效率、降低成本、保障食品安全等提供有力支持。

加盟模式突显规模优势

以加盟为主的连锁经营模式使得公司门店数量在行业中领先。截至2018年6月末，公司在全国开设9,459家门店，形成了覆盖全国30个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络。2015-2017年，门店增速分别为15.92%、10.49%和14.25%，从而带动了销量增长。2015~2017年，营

业总收入分别同比提升11.09%、12.08%和17.59%。连锁门店数量的增多有利于公司有效地控制一定范围的最终市场，建立市场优势，支撑营业收入规模增长，2015~2017年公司分别实现主营业务收入28.59亿元、32.11亿元和37.64亿元。

表4：2018年上半年业内上市公司收入规模比较

单位：家、亿元

上市公司	门店数量	营业收入
周黑鸭	1,196	16.10
煌上煌	约3,000	10.33
绝味食品	9,459	20.85

资料来源：Choice，中诚信证评整理

品牌优势突出，产品结构多样

公司秉承“致力于让公众最便捷地获得安全、味美、丰富的特色美食”的使命，开发出了独特的工艺配方，与肉制品、蔬菜、水产品和豆制品等原料相融合，并经过卤制生产工艺，生产出以鲜、香、麻、辣为主要特色的休闲卤制食品。

随着休闲食品行业品牌竞争的日益激烈，以及消费结构的全面升级，具备较强品牌影响力的大型企业在行业整合过程中的优势明显。经过多年发展，“绝味”品牌已深入人心，拥有众多消费者，市场认可度较高。多年来，公司及公司产品获得的主要荣誉包括：“中国驰名商标”（国家工商总局商标局认定）；“中国特许经营连锁120强”（中国连锁经营协会颁发）；“全国食品工业优秀龙头企业”（中国食品工业协会颁发）。

此外，为提升公司产品竞争力，及应对各地差异化的饮食习惯，相比同行业内其他企业较为单一的产品结构，公司产品主要分为鲜货产品和包装产品两大类，其中鲜货产品包括“招牌系列”、“黑鸭系列”、“五香系列”、“盐焗系列”等，包装产品包括“简装系列”、“精装系列”、“礼品系列”等。产品组合涵盖畜禽副产品、素食、海鲜等产品中的大多数品类，产品组合丰富多样，满足人们不同口味偏好的需求，拓宽了受众范围。

业务运营

目前，公司立足于国内市场，并积极开拓了香港、新加坡和北美等华人聚集的地区和国家，形成

了以卤制鸭副产品等卤制肉食为主，卤制素食和包装产品为辅的经营格局，主营业务收入中95%以上来自于鲜货产品。得益于休闲卤制食品行业的发展，公司业务规模呈现稳定增长态势，2015~2017年分别实现主营业务收入28.59亿元、32.11亿元和37.64亿元，年均复合增长率为14.74%，休闲卤制食品销售占比均维持在98%以上，其次为加盟商管理费收入；其中，休闲卤制食品销售包括鲜货制品和包装产品，包装产品销售占比不足1%，鲜货制品又分为鲜货禽类、鲜货畜类、鲜货蔬菜和鲜货其他等种类，2015~2017年，鲜货禽类制品销售收

入分别为23.69亿元、26.26亿元和30.69亿元，系公司主打鲜货产品。从休闲卤制禽类食品销品类来看，鸭脖占据主导地位，2015~2017年收入占比分别为36.48%、34.14%和32.40%；鸭掌销售收入近三年维持在9.8%左右；随着产品组合的丰富，鸭锁骨占比有所下滑，分别为10.02%、9.88%和9.30%。2018年上半年，公司实现主营业务收入20.44亿元，同比增长12.99%，包括休闲卤制品销售20.12亿元、加盟商管理收入0.28亿元和其他0.03亿元。整体来看，公司以鸭副卤制产品为主导，产品结构布局稳定。

表 5: 2015~2018.H1 公司主营业务收入结构

单位：亿元、%

分行业	2015			2016			2017			2018.H1		
	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比	收入	毛利率	占比
休闲卤制食品销售	28.19	27.52	98.60	31.60	30.91	98.40	37.13	34.81	98.63	20.12	34.47	98.46
加盟商管理	0.38	83.62	1.33	0.49	87.45	1.53	0.47	96.51	1.24	0.28	100	1.39
其他	0.02	-10.41	0.07	0.02	-22.61	0.08	0.04	13.44	0.12	0.03	2.20	0.15
合计	28.59	28.24	100	32.11	31.74	100	37.64	35.55	100	20.44	35.35	100
休闲卤制食品	2015		2016		2017		2018.H1					
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率				
鲜货禽类制品	23.69	27.38	26.26	32.01	30.69	36.50	16.43	35.71				
鲜货畜类制品	0.23	5.22	0.26	2.81	0.35	8.59	0.18	15.46				
鲜货蔬菜制品	2.08	25.61	2.97	24.97	3.84	29.15	2.10	31.71				
鲜货其他产品	1.96	32.67	1.87	27.94	2.08	24.51	1.33	25.76				
包装产品	0.23	39.15	0.23	38.71	0.16	38.00	0.09	40.45				
合计	28.19	27.52	31.60	30.91	37.13	34.81	20.12	34.47				
主要禽类制品	2015		2016		2017		2018.H1					
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比				
鸭脖	10.43	36.48	10.96	34.14	12.20	32.40	6.35	31.05				
鸭掌	2.80	9.80	3.17	9.86	3.67	9.75	1.92	9.42				
鸭锁骨	2.86	10.02	3.17	9.88	3.50	9.0	1.78	8.70				
鸭翅	1.67	5.83	1.94	6.04	2.27	6.03	1.23	6.02				
鸭肠	1.14	3.98	1.26	3.92	1.58	4.20	0.90	4.43				
合计	18.90	66.11	20.50	63.84	23.22	61.68	12.18	59.62				

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产

休闲卤肉制品为公司主导业务，产品包括鸭脖、鸭锁骨、鸭掌等酱卤食品。公司共拥有18家生产基地，覆盖全国17个省市，其中广东2家工厂，负责广东以及香港地区的产品供给，新加坡设

有1家工厂供给当地销售市场。截至2018年6月末，公司各类卤制品实际产能12.70万吨，休闲卤制品产销无明显淡旺季，工厂基本维持全年生产状态。公司采用日订单模式安排生产，各个工厂以单班生产为主，产能日利用率约为80%，现有产能足

够消化日订单量，产能利用率较为稳定。2015~2018.H1，公司卤制食品产量分别为 83,557.47 吨、93,930.21 吨、107,838.27 吨和 54,628.82 吨，同期产能利用率分别为 79.58%、80.97%、83.60% 和 86.03%。

表 6：2015~2018.H1 公司卤制食品产能、产量情况

单位：吨、%

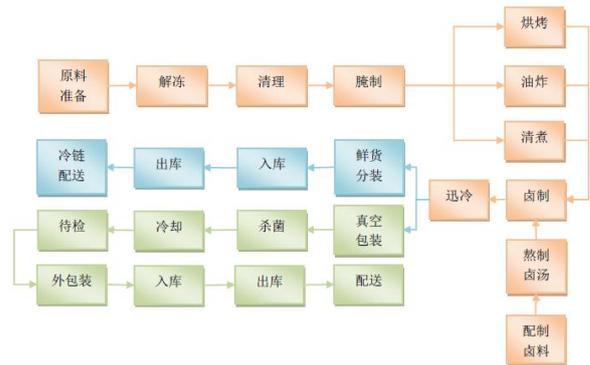
	2015	2016	2017	2018.H1
产能	105,000.00	116,000.00	129,000.00	63,500.00
产量	83,557.47	93,930.21	107,838.27	54,628.82
产能利用率	79.58	80.97	83.60	86.03

注：公司 2018 年上半年产能为半年数据，产能利用率指标已年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司卤制品生产流程大致分为原材料预处理、解冻、清洗、卤制、迅冷、包装和冷链等多道工序，其中拣配和卤制环节需要大量人工作业，自动化程度较低，近年来人工成本的持续增长对公司产品盈利造成一定的影响。公司生产线机器设备主要用于原料和成品检验环节、解冻与清洗环节、卤制环节、杀菌与包装环节、储藏环节等，前端生产设备多购于国内，包装机器以进口为主。公司深耕卤制食品多年，生产工艺及技术水平较为成熟，处于国内同类型企业中领先地位。公司卤制环节按统一标准调味，个别系列根据地域差异进行微调，并严格按照套卤模式来保证卤汁的充分利用和口味的饱满度。结合卤制深加工的特点，公司通过选料、配方、工艺、口味的创新，选用优质植物香辛料，开发出了以鲜、香、麻、辣为主要特色的工艺配方，但工艺配方构成难以通过专利方式进行保护。目前，公司采取了严密的保密措施，以减少配方对个人的依赖，降低技术流失风险。公司对配方配置环节实行工序隔离，将配方的设计与开发交由多个项目组分别完成，采用“核心配方+一般配方”的组合模式，即总部研发中心相关技术管理部门掌握核心配方，分、子公司技术管理部门掌握一般配方，并且公司与各相关技术部门的关键技术人员签订了《保密协议》，从而进行配方保护。

图 5：休闲卤制食品生产流程



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司休闲卤制食品采取自主生产模式，其中鲜货产品为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。公司包装产品按照月度生产计划排产，受自身生产设备及产能限制，公司对其采用委托加工模式生产，从原料到包装全权委托通过审核资质的代工厂生产，但选派产品质量控制人员、仓储管理人员、技术人员驻场监控生产的各个环节，确保委托加工产品的质量安全。公司包装产品销售收入规模有限，近年来收入占比不足 1%。

表 7：公司 IPO 募投项目情况

单位：万元

募投项目	投资金额	项目达到预定可使用状态日期或截止日项目完工程度
湖南阿瑞食品有限公司建设年产 16,500 吨酱卤食品加工建设项目	13,114.00	2016 年 3 月
江西阿南食品有限公司年产 14,000 吨酱卤食品加工建设项目	11,212.00	2017 年 3 月
黑龙江阿滨食品有限公司年产 8,000 吨酱卤食品加工建设项目	7,091.00	70.32%
上海阿康食品有限公司年产 10,000 吨酱卤食品加工建设项目	7,193.00	2017 年 12 月
贵州阿乐食品有限公司年产 5,000 吨酱卤食品加工建设项目	3,675.00	91.84%
河南阿杰食品有限公司年产 12,000 吨酱卤食品加工建设项目	8,367.00	变更为“山东阿齐食品有限公司年产 10,000 吨酱卤食品加工建设项目”

四川阿宁食品有限公司年产17,000吨酱卤食品加工建设项目	12,731.00	2017年11月
西安阿顺食品有限公司年产12,000吨酱卤食品加工建设项目	698.00	终止该项目实施
绝味食品股份有限公司营销网络建设和培训中心及终端信息化升级项目	5,976.00	由“江西阿南”项目结余资金投资
湖南阿瑞食品有限公司建设研发检验中心及信息化升级建设项目	4,002.00	重新规划,建设期由原12个月延长至36个月

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司 IPO 募集资金净额 7.41 亿元，均用于投建生产基地的建设及生产线的改造及升级等，截至 2018 年 6 月末已完成投资 5.70 亿元，变更用途的募集资金总额为 0.84 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司位于湖南、江西、上海和四川四个扩产项目已投产，生产规模进一步扩大，为市场的拓展提供支撑。此外，中诚信证评关注到，公司募投项目投产后，卤制食品产能大幅增加，短期内将面临较大的产能释放和消化压力，对公司门店的拓展速度提出更高要求。此外，公司产能扩张的同时也带来了卤制和拣配环节人工需求的增加，人工成本或将同步提升，加大成本控制难度。为了推动加盟门店的持续扩张，公司积极进行产能布局，拟通过发行可转债募集资金用于建设天津、武汉、江苏和海南的卤制食品生产线以及山东仓储中心，此项目的实施将进一步提升公司卤制食品产能 79,300 吨，提升综合竞争力，也对消费市场的开拓提出新的挑战。

食品安全方面，公司已通过 ISO9001 国际质量管理体系认证、ISO22000 食品安全管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、OHSAS18001 职业健康安全管理体系认证。目前公司在全国推广样板工厂，以提高包括计划管理、现场管理、设备管理、标准作业等方面在内的工厂精益化运营水平，在深加工环节及关键控制点制定了关键限值并严格监控。在上述质量管理体系的基础上，公司还制定了产品质量安全监督管理体系，明确了质量控制关键监测点和检测点，在国家标准的基础上制定了多个企业标准，把工作细节进一步量化，从而保证公司产品质量安全和食品卫生安全。

总体来看，公司产能规模优势明显，生产工艺较为成熟，随着 IPO 募投项目的完工投产和拟拓产

项目的实施，将增强区域性供货能力，但大规模产能扩张后将带来较大的产能释放压力。

原材料采购

公司生产所需原材料分为原料、辅料和包装材料，原材料成本占主营业务成本的 85% 左右。公司原料包括鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等各种肉类；辅料主要为植物香辛料、通用食品调味料和食品添加剂等；包装材料为塑料袋、底膜和盖膜等。公司从外部供应商采购生产休闲卤制食品所需的原料，根据原材料品种和供应商分布的情况，常规采购分为统一采购和地方采购两种方式，每种原料的采购均保有多家供应商以供选择。公司统一采购指在全国范围内寻找合适的供应商，集中原料资源，利于对品质以及成本的管控和监控，及时满足生产需求；地方采购指在产品生产基地附近筛选合适的供应商进行原材料采购，满足了生产适合当地特色产品与降低了新晋市场的各项成本费用支出的复合需求。

从供应商选择到物资验收入库，公司实行全程的食品安全质量管理。公司严格按照公司《供应商准入管理流程》等规章制度要求，筛选和管理供应商，对供应商采取分级的管理方式，供应商的不同评级对应不同的检验频次。公司采购的原材料，都是按照特定的方式运输和储存，尤其是冷冻原料严格按照冷链的温度要求控制，一旦发现有不合之处，立即予以退回，并反馈供应商（含物流供应商），要求限期予以整改；同时，在原材料质量检验方面，公司对每批次到货的原材料均实行详细审验，首先供应商要提供原料活体来自非疫区的证明、检疫合格证、产品检测合格报告、运载工具消毒证等，其次公司还设立总仓和实验室，对原材料进行抽样检查，且增加抽检频率。凡是证书证件不全或是经检验不合格的原材料一律不许验收入库，不得投入生产，并根据协议整批次退货或现场予以报废。

公司采购部于每月月初根据上月实际的生产情况、库存情况，并结合本月公司的销售计划、生产计划制定本月份的采购计划。在供应商选择方面，公司制定了供应商准入门槛、供应商评估体系、供应商招标采购方式等采购管理制度，确保公司采

购物资的质量、价格和数量合适。公司鸭副原料采购比重较大，供应商源较为稳定，一般采取年度框架协议，采购价格参照市场行情以周定价，以工厂采购申请定量。在推出新系列时，如藤椒系列、鸭软骨产品等，公司会对新的物料进行重新招标。公司实行供应商淘汰机制，具体体系按季度评估和年度总结相结合的方式，参考标准包括质量、价格、服务和交期等。

由于鲜货产品对运输半径要求较高，目前公司仅有邻近供应地的山东、天津和河南 3 个生产基地采购冰鲜原料，采购价格每半月进行调整，贮藏条件为 0~4 摄氏度，实行按需采购。公司主要原料多为保质期长的冷冻畜禽副产品，采购周期一般为一周，考虑到每年夏季毛鸭出栏率较低且饲养成本较高，公司通常在每年 10 月开始组织大规模的采购，同时，因屠宰行业春节前后开工率不足，为保持生产的供需平衡，公司会在一月份左右进行战略囤货，因此大规模的冻品囤货系公司经营常态。

从采购均价走势来看，受行业去产能影响，2015 年公司鸭副产品采购价格居于高位，鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠和鸭翅采购单价分别为 11.59 元/千克、7.45 元/千克、17.36 元/千克、9.94 元/千克和 11.16 元/千克。2016 年各单品采购价格回落，鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠和鸭翅均价变动幅度分别为 -17.99%、-23.23%、-5.17%、-8.85% 和 1.24%。2017 年环保趋近供给收缩导致各类鸭副产品采购价格普遍上升，但是鸭脖的销售渠道随着食品监管趋严而逐渐收窄，相应渠道竞争减弱使得消费能力较强的品牌休闲卤制食品企业议价能力渐强，加之公司有效实施原材料囤货策略，良好把握市场行情，鸭脖采购价格逐年下行，鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠和鸭翅采购单价分别达到 6.45 元/千克、6.98 元/千克、19.73 元/千克、9.24 元/千克和 11.63 元/千克，同比增长-32.15%、21.95%、19.81%、1.94% 和 2.95%。2018 年以来毛鸭价格持续强势，除鸭脖以外，鸭锁骨、鸭掌、鸭肠和鸭翅采购均价进一步增至 8.85 元/千克、26.60 元/千克、13.85 元/千克和 12.97 元/千克。在以冻品为主要采购原料的模式下，公司常规原料库存常年维持在较高水平，能够在一定程度上

缓解原料价格波动带来的不利影响。

表 8：2015~2018.H1 公司主要原材料采购均价

单位：元/千克

项目	2015	2016	2017	2018.H1
鸭脖	11.59	9.50	6.45	5.37
鸭锁骨	7.45	5.72	6.98	8.85
鸭掌	17.36	16.47	19.73	26.60
鸭肠	9.94	9.06	9.24	13.85
鸭翅	11.16	11.30	11.63	12.97

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

采购渠道方面，公司主要采购区域山东和江苏属于国内养殖和屠宰产业集聚省份，供应渠道相对稳定，能够满足公司日常生产经营的需要。公司鸭副产品储备供应商共 16 家，大宗原料（鸡、猪、水产等）和常规原料（素制品）每个物料一般对应 2~3 家供应商。2017 年，公司主要供应商有江苏益客食品有限公司及其下属公司、禹城和美食品有限公司及山东正兴食品有限公司、寿光圣洋食品有限公司及其下属公司、寿光市众泰食品有限公司和山东天成鑫利农业发展有限公司，上述 5 名供应商采购金额占原材料采购金额的比重分别为 12.41%、8.65%、6.95%、6.19% 和 5.89%，合计达到 40.09%。采购结算方面，公司与供应商采用银行转账的结算方式，账期一般为一个月。

物流运输方面，公司通过与第三方物流合作，运用专用物流车辆对原材料进行冷冻运输（-18℃ 以下），对所有成品实现冷链运输（0~10℃）。公司对发货时冷藏车检查、货物运输途中温度监控等两道关键控制点实施安全检测，并据安装在车辆上的 GPS 和温控器，全程动态监控冷藏车厢内的温度及行车路线，确保物流环节上的质量控制，使公司的产品能够在最合适的低温和卫生环境下储存、运输，从而最大限度地保证产品在运输过程中的食品安全。

仓储方面，公司设立冷冻库、辅料库、包装材料库、保鲜库、成品库等，对生产所需物料进行分类储存。在原材料入库贮存期间，除了按照生产日期做到先进先出、合理使用外，并要求公司品保部专人对库存期间的原材料进行定期检验，凡是库存期间检验不合格的原材料，一律不得投入生产，以保证产品和原料在仓储环节的安全。

综合而言，公司原材料采购议价能力较强，且原材料保质期较长，备货充足，一定程度上缓解了生产成本变动压力。但是，公司原料采购具备较强的季节性，阶段性资金需求较大，且大量资金沉淀于存货环节，对其资产流动性造成一定影响。

产品销售

公司主要采用“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式。直营连锁店由公司设立，统一财务核算，自负盈亏并承担门店的发生费用。加盟连锁店由公司与加盟商签订《特许加盟合同》，授权加盟商开设门店使用公司的商标、服务标记、经营技术、食品安全标准等，在统一形象下销售绝味品牌产品及提供相关服务。加盟店由加盟商独立负责会计核算和税费缴纳，加盟商拥有对加盟门店的所有权和收益权，但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督，公司对加盟门店采取预收发货的结算制度。公司秉承以直营店作为形象示范和品牌宣传，凭借加盟店进行全国化布局的原则，逐步实现全国各省市的覆盖以及消费人群的拓展。公司目前加盟费收取标准为 4,000-8,000 元/年，管理费收取标准为 4,000-8,000 元/年，加盟商保证金收取标准为 3,000-5,000 元/家。近三年及一期，公司加盟费收入分别为 0.38 亿元、0.49 亿元、0.47 亿元和 0.28 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司在全国共开设 9,459 家门店，包括 117 家直营门店和 9,342 家加盟门店，其中直营门店多位于城市综合体、中心商圈和交通枢纽等附近，加盟店多分布于社区和临街商铺等。2015 年以来，公司逐渐对加盟商进行精细化管理，对其进行分级评定，参考销售业绩、卫生规范等指标评分，并给予相对应的奖励、整改或淘汰措施。2017 年公司在特定区域成立样本门店，用于门店摆货和人员培训。此外，公司成立绝味商学院，旨在加强加盟商与公司的沟通，帮助加盟商成长，并积极扶持原有加盟商开设新店。通过建立良好的加盟商合作关系，公司加盟店数量稳步增长，2015-2018.H1，加盟门店的数量分别为 7,044 家、7,808 家、8,942 家和 9,342 家，同期，加盟店减少量分别是 471 家、482 家、549 家和 453 家，占年

末加盟门店总量的 6.69%、6.17%、6.14% 和 4.85%。

表 9：2015~2018.H1 公司销售情况

单位：家、万元

加盟门店	2015	2016	2017	2018.H1
年初	6,029	7,044	7,808	8,942
当年新增	1,486	1,246	1,683	853
当年减少	471	482	549	453
年末	7,044	7,808	8,942	9,342
直营门店	2015	2016	2017	2018.H1
年初	158	128	116	111
当年新增	13	14	18	12
当年减少	43	26	23	6
年末	128	116	111	117
销售渠道	2015	2016	2017	2018.H1
加盟销售	263,255.33	299,287.23	353,110.10	191,344.99
直营销售	18,644.98	16,669.73	18,191.27	9,879.46
加盟管理	3,798.16	4,911.38	4,682.00	2,840.52
其他	201.47	242.43	464.46	300.48
合计	285,899.94	321,110.78	376,447.82	204,365.45
单店销售	2015	2016	2017	2018.H1
加盟门店	37.37	38.33	39.49	20.48
直营门店	145.66	143.70	163.89	84.44

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

注：1. 直营销售包括直营门店和线上直售；2. 单店销售额以期末门店数量近似计算。

为了更好地保证休闲卤制食品中鲜货产品从出厂到终端零售的质量，公司在鲜货产品完成生产分装过程中，采用气调包装技术，以达到抑制生物活性及抑制氧化，减缓微生物繁殖速度，进而维持食品新鲜度、风味、质感和外观形象，有效延长保质期；产品配送过程中采用全程“冷链”运输，产品到达各销售网点后立即装入专用冷柜中待销售，对于运输车辆、储存转运设施等均进行严格的清洗消毒、微生物检测和控制。由于品种差异，鲜货产品的保质期分为 3 天、5 天和 7 天，公司采取以销定产模式以减少逾期产品数量，各个门店提前一天将所需的产品名称、品种和规格向生产基地报货，故除质量问题外，加盟商不能拒绝接货或退货，且因加盟商原因造成商品损坏或变质，公司生产基地不予退换，由此造成的损失由加盟商自行承担。公司品质保证部门设立门店质量管理的专职岗位，对销售过程中实施多道检测和控制，并依据 QSC 系统和门店报损记录表实时管控门店的食品安全。在日

常终端销售中，当顾客对产品、服务或其他方面有任何不满时，可通过电话、书信、网络等形式向公司总部门店管理部进行投诉，保障终端产品及服务问题得到及时反馈。公司将食品安全作为加盟商分级评定中的重要参考标准之一，与加盟商共同致力于销售端的品质管控，以保证绝味品牌价值。

表 10：2015~2018.H1 公司卤制品销量

单位：吨、%

项目	2015	2016	2017	2018.H1
销量	83,879.31	94,153.62	108,010.52	54,750.85
产销率	100.39	100.24	100.16	100.22

注：销量包括包装产品销量，故产销率大于 100%。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着公司门店数量的增长，公司销量同步提

升，2017 年销量达到 10.80 万吨。2015~2017 年公司营业收入分别为 28.59 亿元、32.11 亿元和 37.64 亿元，其中华东地区销售收入分别为 7.90 亿元、8.92 亿元和 10.01 亿元，华中地区业务收入分别为 6.80 亿元、7.83 亿元和 10.15 亿元，上述两个区域合计贡献超过 50% 主营业务收入，系公司核心销售区域；同期西南地区销售收入分别为 4.41 亿元、4.74 亿元和 5.67 亿元，华南地区销售收入分别为 4.08 亿元、4.97 亿元和 6.32 亿元，亦呈现逐年增长趋势。总体来看，公司在各地区的销售收入规模分布较为均匀，跨区域经营能力较强，对单一市场依赖程度较低。

表 11：2015~2018.H1 公司分区域销售情况

单位：万元、%

项目	2015		2016		2017		2018.H1	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
西南	44,137.44	15.44	47,409.80	14.76	56,686.28	15.06	30,429.83	14.89
西北	15,280.85	5.34	13,417.61	4.18	3,892.83	1.03	3,807.75	1.86
华中	68,025.74	23.79	78,288.79	24.38	101,475.36	26.96	54,837.21	26.83
华南	40,805.52	14.27	49,651.81	15.46	63,216.96	16.79	34,968.06	17.11
华东	78,985.82	27.63	89,247.32	27.79	100,120.53	26.60	53,637.97	26.25
华北	38,664.58	13.52	43,095.46	13.42	49,704.49	13.20	24,461.99	11.97
新加坡、香港	-	-	-	-	1,351.36	0.36	2,222.62	1.09
合计	285,899.94	100.00	321,110.78	100.00	376,447.82	100.00	204,365.45	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售价格方面，公司采用地区统一零售价，参照各区域的消费水平、当地同类卤制熟食价格水平，并结合市场调研来制定产品的销售价格。当区域市场趋于成熟、原材料价格上涨时，公司通过增加新品等形式，逐步淘汰毛利率较低的品种，同时提升主力销售品种的价格进行市场价格的调整。盈利方面，原料在公司生产成本中的占比达到 50% 以上，因此公司盈利能力对其价格的敏感度较高。2015 年，公司原料价格的上涨使得休闲卤制食品的单位生产成本同比增长 3.41%，当期单位销售价格同比提升 5.91%，当期休闲卤制食品的毛利率同比提高 1.75 个百分点；鸭脖、鸭掌、鸭锁骨的销售单价分别为 34.86 元/千克、38.35 元/千克和 28.73 元/千克。近年来，为降低原料价格波动带来的影响，公司采取积极灵活的定价策略，2016 年，公司休闲

卤制食品的单位生产成本较 2015 年下降 4.80%，单位销售价格较 2015 年下降 0.13%，当期休闲卤制食品的毛利率由 2015 年的 27.52% 上升至 2016 年的 30.91%；鸭脖、鸭掌、鸭锁骨的销售单价分别是 35.46 元/千克、39.24 元/千克和 29.62 元/千克。2017 年，公司休闲卤制食品的单位生产成本同比下降 3.35%，单位销售价格同比上升了 2.43%，相应毛利率提升至 34.81%；鸭脖、鸭掌、鸭锁骨的销售单价分别是 34.96 元/千克、40.20 元/千克和 30.49 元/千克。2018 年上半年，鸭脖、鸭掌、鸭锁骨的销售单价进一步上涨至 36.21 元/千克、45.80 元/千克和 34.29 元/千克，较上年末涨幅分别为 3.58%、13.93% 和 12.46%。公司向下游价格传导机制较为灵活，一定程度上缓解了原材料价格波动影响。

表 12: 2015~2018.H1 公司主要产品销售均价

单位: 元/千克

项目	2015	2016	2017	2018.H1
鸭脖	34.86	35.46	34.96	36.21
鸭掌	38.35	39.24	40.2	45.8
鸭翅	32.28	33.03	33.08	33.96
鸭锁骨	28.73	29.62	30.49	34.29
鸭肠	60.17	62.85	63.71	67.75

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售结算方面, 公司对加盟门店采取预收发货的结算制度, 仅对少部分优秀的加盟商给予一定的销售信用。

综合而言, 目前业务以鸭副卤制食品为主导, 产品主要通过加盟连锁模式销售, 并与加盟店建立了成熟的合作关系, 加盟门店数量逐年递增, 2017 年加盟门店单店收入达到 39.49 万元, 整体业务规模稳步增长, 且公司定价策略较灵活, 成本向下游传导速度较快。未来, 公司将继续以直营门店为引导, 大力拓展加盟门店数量, 进一步紧密与加盟商的合作关系, 保持卤制食品业务的增长势头。但中诚信证评也关注到, 公司募投项目和拟投资项目投产后短期内面临较大的产能消化和销售渠道拓展压力, 对公司业务的经营情况提出新的挑战。

同时, 中诚信证评注意到公司原材料采购及产品生产、储运及销售等环节较长, 且受制于休闲卤制品特殊的制作与销售方式, 食品安全风险管理难度相对较大。随着国家对食品安全的日益重视以及消费者权益保护意识的逐渐增强, 产品质量控制与食品安全风险管控已成为食品加工企业生产经营与品牌运营管理重中之重, 我们将对公司卤制食品安全风险保持持续关注。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》、《上市公司章程指引》及其他有关法律法规和规范性文件的规定, 已建立股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书等制度, 并在董事会下设战略发展委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、审计委员会等四个专门委员会建立了符合上市公司规范要求的法人治理结构, 形成了权力机构、决策机构、监督机构和执

行机构之间相互协调、相互制衡的管理机制。公司股东大会由全体发起人(股东)组成。股东大会是公司的权力机构, 其职权包括依法决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事、监事, 审议批准董事会、监事会报告, 审议批准年度财务预算、决算方案, 修改公司章程等事项。公司董事会由 7 名董事组成, 设董事长 1 名, 独立董事 3 名。董事会设董事会秘书 1 人; 董事会下设战略发展委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会四个专门委员会, 行使召集股东大会, 执行股东大会决议, 决定经营计划和投资方案, 决定内部管理机构等的设置等职权。公司监事会由 3 名监事组成, 监事会设主席 1 人。监事会包括股东代表和适当比例的公司职工代表, 其中职工代表为全体监事的三分之一, 监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会监事会对公司财务状况、董事、高管人员履行职责的合法合规性进行监督, 对违反法律、行政法规、本章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。2015 年 11 月 16 日, 经公司 2015 年第一次临时股东大会表决通过, 公司续聘姚民仆、廖建文、崔劲为公司第二届董事会独立董事, 其中崔劲为会计专业人士。公司召开第二届董事会第一次会议, 聘任彭刚毅为董事会秘书。董事会秘书是公司高级管理人员, 对董事会负责。自公司设立以来, 公司股东大会、董事会及各专门委员会、监事会、独立董事、董事会秘书和管理层均按公司有关章程、规则的要求, 忠实履行职责, 在提高公司治理水平、提升风险管理能力和科学决策能力等方面起到了积极作用。

内部管理

公司通过建立、健全各项内部控制制度, 确保公司股东大会、董事会、监事会和高管人员的职责及制衡机制基本能够有效运作, 并实现了公司决策程序和议事程序民主化、透明化, 公司内部监督和反馈系统基本健全。根据不相容职务必须分离的内部控制原则, 公司在经营业务的各个环节均制定了详尽的岗位职责分工。对于公司重大投资、关联交易、对外担保、募集资金使用等重大事项, 按金额及权限分别由董事长、董事会审批或经股东大会批

准，有效地控制了经营业务活动风险。

公司按照管理职能和事务设置总经理办公室、生产管理中心、品质保证部、营销管理中心、财务管理中心、研发中心、人力行政中心、管理学院、投资证券中心和审计部。公司对设立的组织机构均制定了相应的岗位职责，各职能部门和生产经营单位之间职责明确，相互牵制。

其中，品质保证部设立了对应供应商管理、过程控制、物流配送管理及门店质量管理的专职岗位，负责全供应链内的质量管理工作。同时总部对分子公司的采购、生产、储存、运输、销售等全过程实施多道检测和严格控制，最大限度地确保质量达标和食品安全。公司与中国质量管理协会质量保证中心合作开发建立企业 JQS 质量安全保证体系，与英格索兰（中国）冷链管理学院合作率先在行业内实施与应用全程冷链保障体系。同时，公司结合 SAP-ERP 系统将各项管理体系相融合，从而最大限度地消除食品安全隐患，不断提高产品质量。公司建立了以 ISO9001 国际质量管理体系和 ISO22000 食品安全管理体系为基准，结合自身结构特点的质量安全保证体系，并与 ISO14001 环境管理体系和 OHSAS18001 职业健康安全管理体系相融合，形成具备发行人特色的 JQS 质量管理体系。同时，发行人以产品的价值链为主线，以全程冷链系统为支撑，打造从原料、物流、仓储、生产、配送至门店的全供应链的质量安全管控综合系统，实现了品质体系管理、供应商品质保证、制程品质保证、市场品质保证、品质测试与验证管理、计量管理、品质数据分析与品质改进等核心职能。

生产管理中心负责公司物流计划、生产运营、供应链及基础建设管理工作；负责公司整体生产资源的合理规划与调配；负责产品质量、工艺技术、产品研发、食品安全等方面的监督管理；负责采购工作的计划编制、实施及效果监督；负责各企业、部门上报的物品采购计划审批；负责采购产品成本控制；负责供应商的管理及评定。

财务管理中心负责公司的财务管理、会计核算管理、财务预算决算管理、资金管理、纳税管理；负责编制财务报表、财务分析；负责编制并实施公司

的现金流计划；负责筹集公司经营和发展所需资金；负责财务盘点，建立和保管会计档案资料等。

研发中心负责根据公司发展战略制定公司技术发展和产品开发规划；负责公司研发团队建设；负责新产品信息的收集、整理、运用；负责新产品的研发及设计、系列化产品的开发工作；负责产品研发人员、设备设施的管理；负责公司技术标准化管理及专有技术管理；负责新工艺、新技术的引入及生产技术难题的攻关；承担公司产品试制过程的管理及生产、运行过程的技术保障。研发中心下设研发项目部、工艺管理部、质量安全部、农业技术部、综合管理部五个部门，各类专业技术人员 219 人。为充分利用外部研发资源，进一步开发新产品、新技术，增强产品的创新力和竞争力，公司先后与中国农业机械化科学研究院、江苏大学、湖南农业大学、英格索兰（中国）冷链管理学院等进行了合作研发，取得了积极的效果：公司与中国农业机械化科学研究院共同设计和研发食品加工车间的熟食加工工艺及制冷系统；与江苏大学合作进行卤菜连续生产设备的研发、设计与制作；与湖南农业大学进行产学研合作，并成为其教学实习和产学研的基地；与英格索兰（中国）冷链管理学院共同设计熟食制品冷链物流的解决方案。2015-2018.H1 公司研发投入分别为 4,454.61 万元、4,861.54 万元、5,250.33 万元和 2,447.36 万元。

总体看，公司治理结构较为健全，股东大会、董事会、监事会及管理层日常运作规范；内部组织机构完善，管理制度较为健全，整体内部管理规范有序。

战略规划

公司始终秉承“致力打造一流的美食平台”的企业愿景，在公司现有产品领域优势地位的基础上，基于行业未来的良好发展前景，公司进一步巩固鸭脖连锁行业的领先地位。聚焦门店品质，保持国内市场板块，销售收入持续增长，拓展海外市场。在保证主营业务发展的前提下，公司整合国内优秀的餐饮和食品连锁企业，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来利润成长储蓄强大的动能，藉此加快建立美食生态圈。

公司将继续“多开店、开好店、提高单店营收”的经营策略，不断进行市场开发与挖掘，深化战区和加盟商一体化建设，积极推进加盟商等级评估，形成稳固的铁三角关系，合力提升营收。同时继续加大连锁网络拓展，积极拥抱互联网，加快转型升级，创新研发，夯实产品质量，提高竞争力和服务力，使产品和企业品牌形象更加年轻化，不断巩固提升市场领先地位。

公司将继续贯彻“强化战区、细化片区、优化总部”管理思路。匹配组织内部变革，加强加盟商队伍的建设，强化加盟商的帮扶与管理。除了连锁网络组织建设，公司还将加强加盟商队伍的职业化建设，帮助加盟商建立职业化队伍。将公司内部“组织活力，员工成就”延伸到加盟商“系统活力，加盟商成就”。

公司面向柔性供应链转型升级，进一步完善自动化拣配和卤制环节的自动化，优化产品保质期，通过供应链的精益管理进一步提升效率。样板工厂标准将在全国工厂进行全面推广，部分核心工厂满足柔性供应链基础性要求。制造费率有效控制合理区间，人均劳效显著提升，基层员工满意度良好。同时，加大对年轻干部的培养。一个体系只有更多的新生力量进来，组织才有活力。进一步贯彻落实骨干力量的晋升、培训。

公司将继续依据自身对行业的了解及借鉴合作方的专业投资并购经验，整合并购优质项目，参投食品连锁及餐饮企业，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来利润成长储蓄强大的动能，为公司的资本运作和持续快速发展提供强有力的支持，加快美食生态圈的建设步伐。

未来公司将大力巩固主营业务领先地位，专注产品成长性。同时，公司将升级九统一加盟连锁体系和供应链转型，加快外延式增长，加速建设美食生态圈。

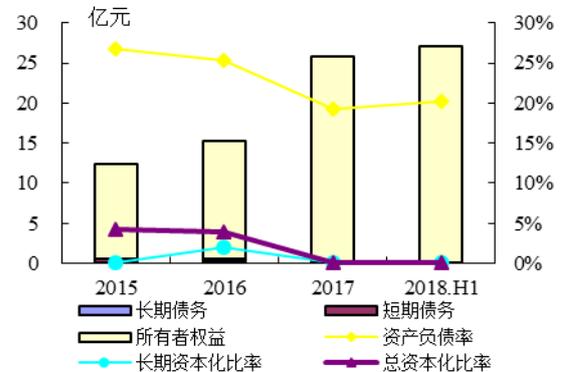
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告，以及未经审计的 2018 年半年度财务报表。公司所有财务报表均按照

新会计准则编制，均为合并口径。

资本结构

图 6：2015~2018.H1 公司资本结构



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2015~2017 年末，公司总资产分别为 16.13 亿元、19.62 亿元和 31.89 亿元。同期末，公司所有者权益分别为 11.82 亿元、14.65 亿元和 25.75 亿元。2017 年，经中国证券监督管理委员会批准，公司获准向社会公众发行人民币普通股 5,000 万股，发行价格为每股 16.09 元，募集资金净额 7.41 亿元，其中计入股本 0.50 亿元，计入资本公积 6.94 亿元，加之经营利润的留存，公司当年末净资产规模同比增长 75.71%。负债方面，公司自有资本实力较强，且对加盟店实现预收发货模式，流动性资金需求相对较小，在收入规模扩张的情况下，日常经营对外部融资的依赖程度较低，2015~2017 年末，公司总负债分别为 4.31 亿元、4.97 亿元和 6.14 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 26.72%、25.31% 和 19.26%，2015 年末和 2016 年末总资本化比率分别为 4.29% 和 3.93%。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产 33.89 亿元，所有者权益合计 27.04 亿元，总负债 6.85 亿元，资产负债率为 20.22%，财务杠杆比率较低。

从资产结构来看，公司流动资产和非流动资产规模基本相当。2015~2017 年末，公司流动资产合计 6.87 亿元、8.86 亿元和 16.33 亿元，占资产总额的比例分别为 42.60%、45.16% 和 51.21%。具体来看，2017 年末，公司流动资产包括货币资金 10.66 亿元、预付款项 0.73 亿元和存货 4.25 亿元。公司货币资金主要为银行存款，受首次公开发行股票并上市募集资金影响，公司当年末货币资金同比大幅

增长 166.58%；公司预付款项主要为原料采购款和租金等，账龄在一年之内的占比 93.29%；生鲜物流配送局限性较大，公司鸭副等卤制品原料主要为冰冻品，加之每年 10 月份及来年 1 月系肉鸭集中出栏期，为保障原料供给的顺畅，公司存货中原料备货规模占比较高，2017 年末，原材料规模为 3.95 亿元，占比 93.06%。此外，公司执行每日以销定产的经营模式，每日向各加盟店及直营门店配送所需产品，因此其存货中库存商品规模较小，2017 年末为 0.14 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司流动资产合计 15.24 亿元，包括货币资金、预付款项和存货分别为 8.54 亿元、1.38 亿元和 4.45 亿元。随着募投项目投资进度的推进，当期末公司货币资金较上年末下降 19.88%；2018 年以来公司收入规模仍保持增长态势，期末原料预付款规模相应增加，预付款项较上年末增长 89.28%；公司期末存货中，原材料和库存商品规模分别为 4.20 亿元和 0.13 亿元。

2015~2017 年末，公司非流动资产分别为 9.26 亿元、10.76 亿元和 15.56 亿元，占资产总额的比例分别为 57.40%、54.84%和 48.79%。2017 年末，公司非流动资产主要包括长期股权投资 3.31 亿元、固定资产 8.01 亿元、无形资产 1.40 亿元和其他非流动资产 1.24 亿元。公司长期股权投资对象主要为内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司、江苏和府餐饮管理有限公司、广州绝了股权投资基金合伙企业（有限合伙）和宁波番茄叁号股权投资合伙企业（有限合伙）等，投资对象主要为轻餐饮企业，2017 年取得投资收益 275.78 万元。公司年末固定资产主要为房屋建筑物、机器设备、运输工具和电子设备等，2017 年部分在建工程转固，年末固定资产同比增长 85.74%。公司年末无形资产主要为土地使用权、办公软件和商标权等；其他非流动资产主要为预付的设备款、工程款和土地款等。截至 2018 年 6 月末，公司非流动资产合计 18.65 亿元，主要包括长期股权投资 5.05 亿元、固定资产 8.73 亿元、无形资产 1.48 亿元和其他非流动资产 1.33 亿元。2018 年，公司追加对武汉零点绿色食品股份有限公司、广州绝了股权投资基金合伙企业（有限合伙）和宁波番茄叁号股权投资合伙企业（有限合伙）的投资，此

外新增了对福建淳百味餐饮发展有限公司和宁波番茄投资管理有限公司投资，当期末长期股权投资规模较上年末增长 52.79%。

从负债结构来看，公司负债集中于流动负债，2015~2017 年末，公司流动负债分别为 4.19 亿元、4.52 亿元和 5.95 亿元，分别占负债总额的 97.15%、91.11%和 96.94%。2017 年末，公司流动负债主要由应付账款 2.90 亿元、预收款项 0.94 亿元和其他应付款 1.07 亿元构成，其中其他应付款主要为公司收取的加盟商保证金、供应商履约保证金等往来资金。同期，公司非流动负债分别为 0.12 亿元、0.44 亿元和 0.19 亿元，主要为递延收益，2017 年公司偿付 0.30 亿元银行长期借款，当年末已无长期借款余额。

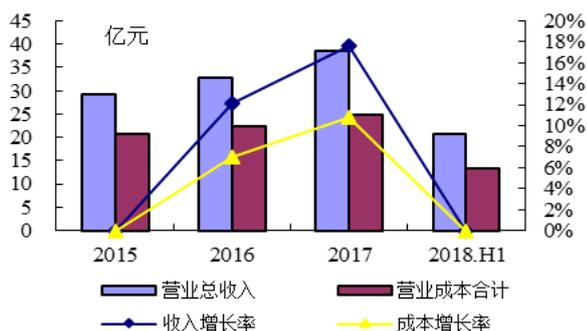
公司自有资本实力较强，现金流较为充裕，近三年总债务规模分别为 0.53 亿元、0.60 亿元和 0 亿元。随着公司募投项目的推进，以及在全国范围内生产基地布局规划的落实，未来外部融资需求或有所提升。

总体而言，得益于留存利润的积累及公开发行股票的成功，公司自有资本实力进一步增强，财务杠杆比率低，财务结构稳健，但需关注在全国范围内生产基地布局规划的落实或将带动外部融资需求提升。

盈利能力

公司经营模式以加盟经营为主，门店数量的快速扩张驱动了收入规模的增长。2015~2017 年末，公司加盟店数量分别为 7,044 家、7,808 家和 8,942 家，此外，在门店升级、高势能店数量提升等因素的影响下，公司单店销售额持续增加，同期分别为 37.37 万元、38.33 万元和 39.49 万元。2015~2017 年，公司分别实现营业收入 29.21 亿元、32.74 亿元和 38.50 亿元，年复合增长率为 14.80%。2018 年以来，公司生产基地进一步覆盖至全国 17 个省市，物流配送网络日臻完善，当年 6 月末加盟店和直营店数量分别为 9,342 家和 117 家。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 20.85 亿元，同比增长 12.62%。

图 7: 2015~2018.H1 公司成本收入构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2015~2017 年，以及 2018 年 1~6 月，公司营业毛利率分别为 28.59%、31.84%、35.79% 和 35.48%。分业务来看，近三年及一期，公司休闲卤制食品毛利率分别为 27.52%、30.91%、34.81% 和 34.47%，2016 年以来，主要原材料鸭脖的采购价格逐年下降，同时，随着业务规模的扩大及市场占有率的提高，公司对产品销售的定价能力亦相应提高。2016 年和 2017 年，公司卤制品单位生产成本较上年分别下降 4.80% 和 3.35%，单位销售价格同比分别下降 0.13% 和上升 2.43%，毛利率同比分别提高 3.39 个百分点和 3.90 个百分点。此外，公司加盟商管理主要为公司向加盟商收取的加盟费收入，毛利率较高，且保持稳定。

表 13: 2015~2018.H1 公司各业务板块毛利率情况

业务	2015	2016	2017	2018.H1
卤制食品销售	27.52	30.91	34.81	34.47
加盟商管理	83.62	87.45	96.51	100.00
其他	-10.41	-22.61	13.44	12.52
营业毛利率	28.59	31.84	35.79	34.47

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用逐年增长，2015~2017 年分别为 4.07 亿元、4.68 亿元和 6.89 亿元，三费收入占比分别为 13.93%、14.31% 和 17.89%，主要由销售费用和管理费用构成。公司销售费用包括广告费、运输费和职工薪酬等，近年来公司通过电视、楼宇液晶类广告和互联网等渠道进行全国范围内的广告投放和宣传，以提高品牌知名度。同时，随着公司门店网络覆盖范围的扩大以及门店数量的增加，物流运输成本相应提升。近三年，公司销售费用分别为 2.52 亿元、2.65 亿元和 4.26 亿元。公司

管理费用包括职工薪酬、咨询服务费、办公费 and 无形资产摊销等公司管理人员职工薪酬以及办公费等随着公司经营业绩的增长而影响增加，近三年管理费用分别为 1.56 亿元、2.00 亿元和 2.65 亿元。2017 年 IPO 募投资金到账导致存量资金增加，公司存款利息收入增加，当年财务费用为 -0.02 亿元。2018 年 1~6 月，公司三费合计 3.03 亿元，三费收入占比为 14.55%，费用控制能力尚可。

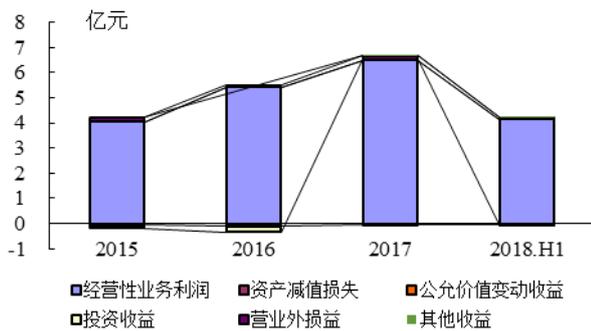
表 14: 2015~2018.H1 公司三费情况

项目	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	2.52	2.65	4.26	1.73
管理费用	1.56	2.00	2.65	1.31
财务费用	-0.01	0.03	-0.02	-0.01
三费合计	4.07	4.68	6.89	3.03
营业收入	29.21	32.74	38.50	20.85
三费收入占比	13.93%	14.31%	17.89%	14.55%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从利润总额构成来看，公司利润总额的主要构成部分为经营性业务利润。2015~2017 年公司利润总额分别为 4.04 亿元、5.17 亿元和 6.67 亿元，其中经营性业务利润分别为 4.05 亿元、5.42 亿元和 6.48 亿元。近年来，公司生产基地数量逐年增加，销售门店布局相应扩张，收入规模的增长以及初始业务获利能力的提升推动了经营性业务利润的提高。2015 年和 2016 年，受参股投资的内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司经营亏损影响，公司投资收益分别为 -0.13 亿元和 -0.22 亿元，2017 年，该公司经营业绩好转，公司取得投资收益 275.78 万元。截至 2018 年 6 月末，公司利润总额为 4.15 亿元，其中经营性业务利润和投资收益分别为 4.18 亿元和 -478.08 万元，投资收益为负的主要原因系江苏和府餐饮管理有限公司和深圳市幸福商场科技股份有限公司经营亏损。近三年及一期，公司分别实现净利润 3.01 亿元、3.80 亿元、4.97 亿元和 3.11 亿元，近三年所有者权益收益率分别为 25.45%、25.95% 和 19.31%，整体盈利能力较强。

图 8: 2015~2018.H1 公司利润总额构成



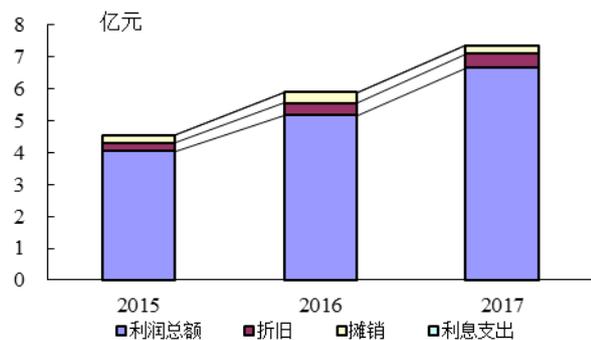
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，在消费升级的驱动下，公司凭借门店数量的持续扩张，在网点铺设和渠道下沉方面具备明显优势，收入规模和市场份额持续提升，盈利规模逐年提高。

偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由折旧、利息支出和利润总额构成，2015~2017 年分别为 4.57 亿元、5.94 亿元和 7.37 亿元。公司近年来有息债务规模较小，利息支出规模有限，EBITDA 对债务本息的覆盖程度良好，2015~2017 年 EBITDA 利息保障倍数分别为 311.28 倍、146.96 倍和 669.50 倍。

图 9: 2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

经营活动方面，2015~2017 年公司经营活动净现金流分别为 2.15 亿元、4.94 亿元和 6.41 亿元。近年来，公司收入规模持续扩张，上下游购销结算周期匹配，经营活动净现金流逐年向好，同期经营活动净现金流/利息支出分别为 146.59 倍、122.10 倍和 582.68 倍。公司近年来持续推进全国范围内的生产基地布局，2015~2017 年投资活动净现金分别为 -2.86 亿元、-2.32 亿元和 -5.26 亿元，2017 年募投

项目的推进使得投资性活动产生的现金流出规模加大；同期，公司筹资活动净现金流分别为 -0.72 亿元、-0.93 亿元和 5.53 亿元，2017 年公司于上海证券交易所上市，募集资金的到位使得筹资活动净现金流大幅改善。

表 15: 近年来公司偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.H1
资产负债率 (%)	26.72	25.31	19.26	20.22
EBITDA (亿元)	4.57	5.94	7.37	-
EBITDA 利息倍数 (X)	311.28	146.96	669.50	-
经营活动净现金流/利息支出 (X)	146.59	122.10	528.68	82.08

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，公司无未清对外担保，且无重大诉讼、仲裁等或有负债事项，亦无资产抵质押情况。

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2018 年 6 月末，公司已获得的银行授信额度共计 19 亿元，其中未使用额度 19 亿元。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

综合来看，依托加盟模式的迅速扩张，公司门店数量逐年提升，销售涉及区域覆盖全国 30 个省市，收入规模及经营业绩稳健增长。公司有息债务规模较小，财务结构稳健，货币资金充沛，经营性现金流保持持续的净流入，偿债能力很强。此外，随着公司生产基地全国布局的逐步落地，投资性资金需求相应增加，募投项目投资的逐步推进或将在一定程度上提升公司对外部融资的依赖程度，中诚信证评对此予以长期关注。

结论

综上，中诚信证评评定绝味食品股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“绝味食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”信用等级为 **AA**。

关于绝味食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

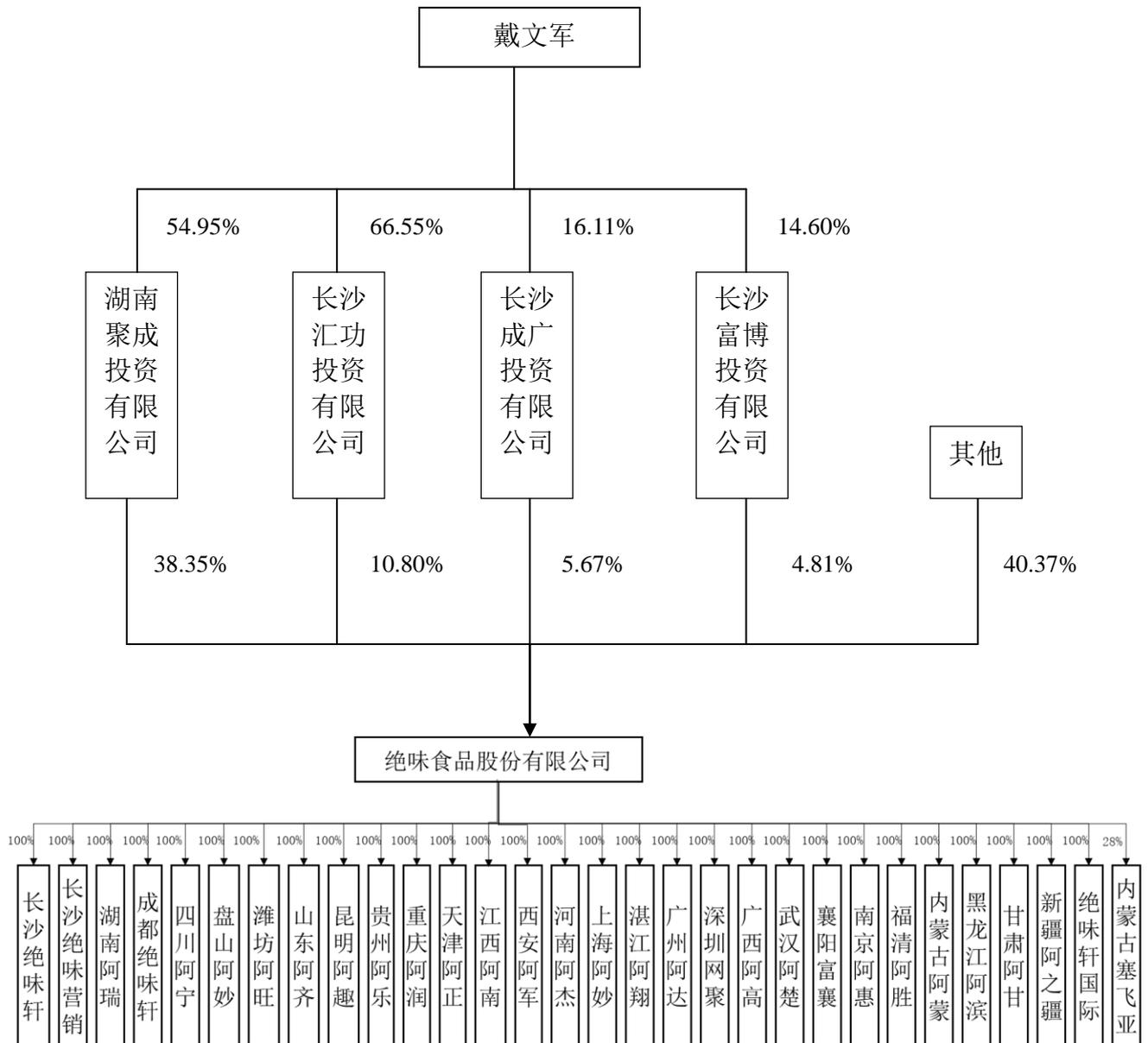
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

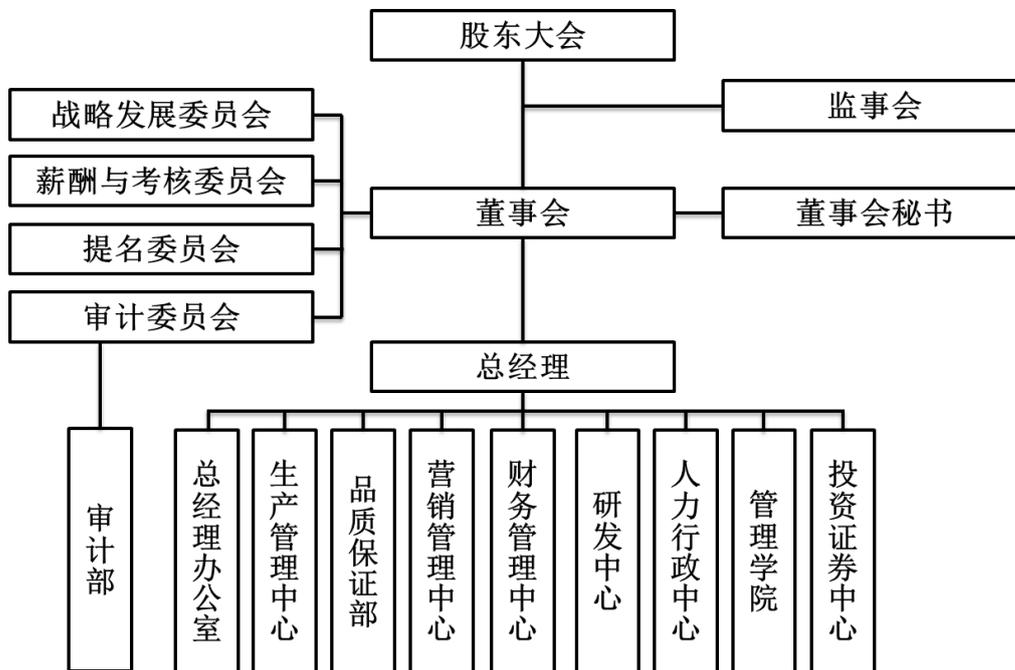
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：绝味食品股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：绝味食品股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：绝味食品股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	23,150.86	39,978.41	106,576.31	85,390.61
应收账款净额	157.49	353.17	434.94	568.23
存货净额	35,075.92	40,827.53	42,490.05	44,542.52
流动资产	68,722.99	88,594.87	163,320.54	152,422.19
长期投资	15,775.80	13,086.75	33,177.99	51,939.45
固定资产合计	53,572.59	72,099.74	90,910.14	101,165.21
总资产	161,334.43	196,189.61	318,900.82	338,945.49
短期债务	5,300.00	3,000.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	2,990.00	0.00	0.00
总债务（短期债务+长期债务）	5,300.00	5,990.00	0.00	0.00
总负债	43,113.87	49,658.69	61,424.55	68,532.18
所有者权益（含少数股东权益）	118,220.56	146,530.92	257,476.27	270,413.31
营业总收入	292,129.85	327,414.48	385,016.76	208,500.13
三费前利润	81,167.88	101,008.02	133,645.51	71,921.26
投资收益	-1,256.15	-2,236.32	275.78	-478.08
净利润	30,081.61	38,030.32	49,727.98	31,113.43
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	45,726.22	59,442.12	73,686.00	-
经营活动产生现金净流量	21,534.22	49,389.22	64,130.48	33,200.14
投资活动产生现金净流量	-28,604.23	-23,240.35	-52,612.82	-36,208.78
筹资活动产生现金净流量	-7,154.27	-9,321.32	55,318.86	-18,180.70
现金及现金等价物净增加额	-14,224.29	16,827.55	66,597.90	-21,185.70
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	28.59	31.84	35.79	35.48
所有者权益收益率（%）	25.45	25.95	19.31	23.01*
EBITDA/营业总收入（%）	15.65	18.16	19.14	-
速动比率（X）	0.80	1.06	2.03	1.62
经营活动净现金/总债务（X）	4.06	8.25	-	-
经营活动净现金/短期债务（X）	4.06	16.46	-	-
经营活动净现金/利息支出（X）	146.59	122.10	582.68	82.08
EBITDA 利息倍数（X）	311.28	146.96	669.50	-
总债务/EBITDA（X）	0.12	0.10	0.00	-
资产负债率（%）	26.72	25.31	19.26	20.22
总资本化比率（%）	4.29	3.93	0.00	0.00
长期资本化比率（%）	0.00	2.00	0.00	0.00

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、表中带“*”数据经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。