

Wwo 分类号\_\_\_\_\_

密 级\_\_\_\_\_

U D C \_\_\_\_\_

学校代码\_\_\_\_\_10689\_\_\_\_\_

雲南財經大學

YUNNAN UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

基于改进 Interbrand 模型的品牌价值评估  
研究 ——以周黑鸭为例

Research on Brand Value Evaluation Based on Improved  
Interbrand Model——Taking Zhou Heiya as an Example.

姓 名：\_\_\_\_\_徐梦笛\_\_\_\_\_

导 师（职称）：\_\_\_\_\_吕磊（讲师）\_\_\_\_\_

申 请 学 位 类 别：\_\_\_\_\_专 硕\_\_\_\_\_

专 业：\_\_\_\_\_资产评估\_\_\_\_\_

研 究 方 向：\_\_\_\_\_资产评估\_\_\_\_\_

学院（中心、所）：\_\_\_\_\_城市与环境学院\_\_\_\_\_

论文完成时间：2022 年 6 月 1 日

## 学位论文原创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律结果由本人承担。

学位论文作者签名：徐梦笛 日期：2022年6月9日

## 学位论文版权使用授权书

本人完全了解有关收集、保存、使用学位论文的规定，即：按照有关要求提交学位论文的印刷本和电子版本；学校有权保留并向国家有关部门或机构送交论文和论文电子版，允许学位论文被查阅或借阅；学校可以公布学位论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其它复制手段保存、汇编、发表学位论文；授权学校将学位论文的全文或部分内容编入、提供有关数据库进行检索。

（保密的学位论文在解密后遵循此规定）

论文作者签名：徐梦笛  
日期：2022年6月9日

导师签名：吕晨  
日期：2022年6月9日

## 摘要

品牌建设是供给侧改革的重要组成部分，各省市应国务院的号召着力推动供给侧结构性改革，积极实施品牌强省战略。强大的品牌具有极高的价值，它能在提高企业业务绩效方面发挥重要的作用。近年来企业和社会越来越认识到品牌的重要性，企业之间的竞争也上升到品牌的竞争。中外企业并购潮不断，在经济全球化趋势下对品牌资产的价值进行评估必不可少。综上所述，研究品牌资产评估十分重要。随居民可支配收入的增长及消费观的升级，方便快捷的休闲食品受到大众的青睐，其行业规模不断扩大，其中卤制品行业增速第一。周黑鸭致力于打造现代新零售国潮品牌，进行品牌年轻化布局，因此本文选择周黑鸭为评估案例。

本文首先整理国内外现有的品牌概念之间的关系、品牌价值评估方法的文献以及关于休闲食品卤制品行业的研究进行总体述评；其次梳理现有估价模型，分析其特点，再结合评估方法的适用性，选择相应评估方法；再次在梳理前人研究的基础上对 **Interbrand** 进行改进；然后将改进的 **Interbrand** 评估模型运用到周黑鸭品牌价值评估这一具体评估案例中进行方法验证，本文以 2020 年 12 月 31 日为基准日，对该公司的财务状况及公司所处行业状况进行分析，采用 **Interbrand** 贴现现金流模型进行评估；最后通过对比模型改进前后的结果进行分析与思考，为品牌价值评估提出理论意见。

通过研究分析，周黑鸭在 2020 年 12 月 31 日的品牌价值如下：通过改进 **Interbrand** 模型估算的线上、线下品牌价值分别为：4.67 亿元、7.66 亿元，周黑鸭品牌收益为 12.33 亿元。改进前模型评估的周黑鸭品牌价值为 10.19 亿元。两个模型计算结果相差 2 亿元左右，原因在于：未改进的 **Interbrand** 模型将周黑鸭品牌看作整体考虑，忽略了线上市场的重要性和成长性。目前周黑鸭线上市场表现优于线下市场，改进模型充分考虑了线上市场的价值。而因此改进模型评估结果更准确。

通过本篇文章的研究，得出以下结论：首先，本文研究过程中发现对品牌市场进行细分会得出更准确的评估结论以及更清晰的品牌价值提升路径。根据具体品牌销售的地理位置、业务单位、产品、服务、客户群或渠道来细分市场。

## 摘 要

然后在品牌经济利润、品牌作用指数、品牌强度分析这三个方面均体现细分市场的差别，提高估值的准确度。其次，在品牌强度乘数分析时选择一到两个具有代表性的评估标准，在合适的部分结合定量指标进行确定。品牌强度乘数分析有三个方面，财务分析层面，消费者层面，行业研究层面。引入细化定量指标评估使品牌强度乘数的确定更准确。最后，周黑鸭品牌价值提升路径：整体而言要加大产品创新力度，用产品抓心消费者的心，升级品牌整体建设；在线下市场针对高校扩张线下门店数量，提升门店覆盖率；打造线上市场，借助电商、直播、社区团购有等线上平台构建线上销售网络，立线上线下的全渠道覆盖模式。

**关键词：**品牌价值；Interbrand 模型；周黑鸭

## Abstract

Brand building is also an important part of the supply-side reform. In response to the call of the State Council, all provinces and cities should focus on promoting the supply-side structural reform and actively implement the strategy of strengthening the province by brand. A strong brand is extremely valuable and can play an important role in improving business performance. In recent years, enterprises and society have increasingly recognized the importance of brands, and the competition between enterprises has also risen to the competition of brands. With the continuous wave of mergers and acquisitions by Chinese and foreign companies, it is essential to evaluate the value of brand equity under the trend of economic globalization. To sum up, it is very important to study brand equity assessment. With the growth of residents' disposable income and the upgrade of consumption concept, convenient and fast snack food is favored by the public, and its industry scale is constantly expanding, among which the growth rate of the braised product industry is the first. Zhou Hei Ya is committed to building a modern new retail national trendy brand and making a brand rejuvenation layout. Therefore, this article selects Zhou Hei Ya as an evaluation case.

This paper firstly summarizes the existing domestic and foreign brands, their connotation and extension, the literature on brand value evaluation methods, and the research on the snack food braised product industry. Applicability, select the corresponding evaluation method; improve Interbrand based on the previous research; then apply the improved Interbrand evaluation model to the specific evaluation case of Zhou Hei Ya brand value evaluation to verify the method. March 31 is the base date, analyze the company's financial status and the industry status of the company, and use the Interbrand discounted cash flow model for evaluation; finally, analyze and think by comparing the results before and after the improvement of the model, and put forward theories for brand value evaluation Opinion.

Through research and analysis, the brand value of Zhou Hei Ya on December 31, 2020 is as follows: The online and offline brand values estimated by the improved Interbrand model are 467 million yuan and 766 million yuan respectively, and the

Zhou Hei Ya brand revenue is 1.233 billion yuan. The Zhou Hei Ya brand value assessed by the model before the improvement is 1.019 billion yuan. The difference between the calculation results of the two models is about 200 million yuan. The reason is that the unimproved Interbrand model considers the Zhou Hei Ya brand as a whole and ignores the importance and growth of the online market. At present, Zhou Hei Ya's online market is outperforming the offline market, and the improved model fully considers the value of the online market. Therefore, the improved model evaluation results are more accurate.

The following conclusions are drawn from the research in this article. First, during the research process of this article, it is found that segmenting the brand market will lead to a more accurate assessment conclusion and a clearer brand value promotion path. Segment the market based on the geographic location, business unit, product, service, customer segment, or channel where a specific brand is sold. Then, the differences in market segments are reflected in the three aspects of brand economic profit, brand function index, and brand strength analysis, which improves the accuracy of valuation. Second, select one or two representative evaluation criteria in the brand strength multiplier analysis, and determine the appropriate part in combination with quantitative indicators. The brand strength multiplier analysis has three aspects: financial analysis, consumer and industry research. The introduction of refined quantitative indicator evaluation makes the determination of brand strength multipliers more accurate. Finally, the path to enhance the brand value of Zhou Hei Ya: on the whole, it is necessary to increase product innovation, use products to grasp the hearts of consumers, and upgrade the overall brand construction; expand the number of offline stores in the offline market for colleges and universities, and increase store coverage; On the market, build an online sales network with the help of online platforms such as e-commerce, live broadcast, and community group purchases, and establish an omni-channel coverage model of online and offline linkage.

**Key words:** brand value; Interbrand model; Zhou Hei Ya

# 目 录

|                                   |           |
|-----------------------------------|-----------|
| <b>第一章 绪 论</b>                    | <b>1</b>  |
| 第一节 研究背景及意义                       | 1         |
| 一、研究背景                            | 1         |
| 二、研究意义                            | 2         |
| 第二节 文献综述                          | 2         |
| 一、品牌、品牌价值、品牌价值评估相关研究              | 2         |
| 二、文献述评                            | 6         |
| 第三节 研究内容、方法与创新点                   | 7         |
| 一、研究内容                            | 7         |
| 二、研究方法                            | 8         |
| 三、研究的贡献与可能创新                      | 8         |
| <b>第二章 品牌价值理论与评估模型</b>            | <b>9</b>  |
| 第一节 品牌价值内涵                        | 9         |
| 一、休闲食品品牌                          | 9         |
| 二、品牌价值                            | 9         |
| 第二节 品牌价值评估方法梳理与评价                 | 10        |
| 一、基本评估方法                          | 10        |
| 二、品牌评估主要模型                        | 11        |
| 第三节 评估方法评价                        | 18        |
| 一、基本评估方法评价                        | 18        |
| 二、品牌评估主要模型评价                      | 18        |
| <b>第三章 Interbrand 评估模型与改进模型评析</b> | <b>20</b> |
| 第一节 Interbrand 评估基本介绍与评价          | 20        |
| 一、Interbrand 乘数模型                 | 20        |
| 二、Interbrand 贴现现金流模型              | 22        |
| 三、Interbrand 评估模型评价               | 24        |
| 第二节 Interbrand 评估模型具体改进思路         | 25        |

## 目 录

|                           |           |
|---------------------------|-----------|
| 一、细分市场 .....              | 25        |
| 二、经济利润的确定 .....           | 25        |
| 三、品牌作用乘数的确定 .....         | 25        |
| 四、品牌强度倍数的确定 .....         | 27        |
| <b>第四章 案例分析 .....</b>     | <b>28</b> |
| 第一节 行业分析 .....            | 28        |
| 一、行业市场概述 .....            | 28        |
| 二、目前零售休闲熟卤制品市场主要竞争者 ..... | 29        |
| 第二节 案例背景介绍 .....          | 31        |
| 一、周黑鸭简介 .....             | 31        |
| 二、周黑鸭公司的经营状况分析 .....      | 31        |
| 三、周黑鸭的成长状况分析 .....        | 33        |
| 第三节 周黑鸭品牌价值评估 .....       | 34        |
| 一、评估基本事项 .....            | 34        |
| 二、周黑鸭市场细分 .....           | 35        |
| 三、品牌收益的确定 .....           | 35        |
| 四、品牌强度倍数确定 .....          | 45        |
| 五、品牌价值评定估算 .....          | 54        |
| 第四节 品牌评估价值分析 .....        | 55        |
| 一、与改进前周黑鸭品牌价值对比 .....     | 55        |
| 二、品牌价值提升建议 .....          | 57        |
| <b>第五章 研究结论与前景 .....</b>  | <b>58</b> |
| 第一节 研究结论 .....            | 58        |
| 第二节 研究不足与前景 .....         | 58        |
| <b>参考文献 .....</b>         | <b>59</b> |
| <b>致谢 .....</b>           | <b>62</b> |



## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景及意义

#### 一、研究背景

品牌建设也是供给侧改革的重要组成部分，应国务院的号召各省市着力推动供给侧结构性改革，积极实施品牌强省战略。强大的品牌具有极高的价值，它能在提高企业业务绩效方面发挥重要的作用。强大的品牌主要通过影响三个主要利益相关群体来提高业务绩效，它可以影响或者说引导客户的选择并创造忠诚度；强大的品牌可以吸引、留住并且激励企业人才；强大的品牌可以给股东信心，以此降低融资成本。近几年，企业和社会对品牌的重视程度日益提高，企业间的较量也逐渐升级为品牌战。

近年来，中外企业并购潮不断，对品牌资产的价值进行评估必不可少。品牌资产可用于提供担保、抵押、进行资产重组、确定品牌特许权使用费率以及出售品牌资产，以上经济行为的发生都基于对品牌资产的价值评估。品牌资产评估能够显示企业实力，也可用于考察品牌建设绩效，更主要的是可以帮助企业理清其品牌资产所代表的内容、价值、定位以及目标受众等，由此得到提升品牌资产价值的路径，打造强大的品牌。除此之外，品牌资产评估也为投资者提供信息，让投资者对企业品牌实力有一定认识，吸引投资者投资，提高投资者交易效率。

中国人口众多，消费市场庞大，改革开放以来经济腾飞，人均可支配收入持续上升，对各类食品餐饮的需求膨胀，休闲食品行业发展前景广阔。卤味历史可以追溯到先秦时期，历史悠久，口味大众化，有广泛的群众基础。卤味以咸辣重口味为主，非常适合年轻人用来纾解压力。千年卤味，千亿市场，卤制品市场前景广阔。虽然卤味消费市场巨大，但卤味市场品牌众多，卤味赛道再掀资本热，众多新品牌崛起，如何在激烈的竞争中脱颖而出成为每个品牌的重要工作。比如绝味鸭脖，采用加盟模式，利用行业爆发期的红利急速加盟扩张，在体量、股价和利润水平上都大幅超过周黑鸭，实现弯道超车。

品牌价值的评估方法体系建立的时间较短而且难度较大。品牌价值评估需要通过分析各种不确定性因素来获得确定价值，大部分的评估方法都带有一定的主

观色彩。国内外关于品牌、品牌资产、品牌价值等概念的研究理论繁杂，国内梳理相关理论的文献并不多。国内外品牌评估的方法和模型研究也很多，体系繁杂，真正运用于实践应用中的模型不多且有的评估模型有所更新。因此本文选择品牌价值评估进行研究，希望尽一份绵薄之力。

## 二、研究意义

本文梳理目前主要的品牌价值评估模型，对其进行评价，然后选择适当模型，并对所选择的模型进行完善和改进。完善休闲食品行业的评估方法有利于提高休闲食品行业品牌价值。目前国内的品牌评估方法有：Sinobrand 模型；品牌信用指数模型；忠诚因子法；北京名牌资产评估公司评估方法等；国外的品牌评估方法有：Interbrand 模型；Hirose 模型；BrandZ 模型；Financial World 模型；品牌财产评估（BAV）模型等。国内对品牌评估方法的研究较少且公信力不高；国外的品牌评估方法各有所长，但并不完全适用于我国的品牌价值评估。

本文在研究分析的基础，结合一个评估案例，计算出案例的品牌价值，提出对卤味产品的品牌经营和经营决策具有一定的参考价值的建议。中国的市场日趋成熟，与品牌有关的经济活动也日益增多，例如商标转让、抵押担保、公司收购、产权转让等，都要求对品牌进行合理地评价。在我国休闲食品生产企业实行品牌战略时，必须对其品牌价值进行有效地评价。品牌价值的评价可以帮助经营者清晰地认识品牌定位、目标受众、品牌价值，并注重品牌经营与发展，寻找品牌增值的途径。

## 第二节 文献综述

### 一、品牌、品牌价值、品牌价值评估相关研究

目前看来，国内外学者在品牌价值方面的研究，从对品牌、品牌资产、品牌价值的理论探析开始，到品牌评价、品牌评估的方法研究，到具体评估模型构建，到评估模型实践操作以及模型改进。

#### （一）品牌、品牌资产、品牌价值

从“品牌”这个概念被提出之日起，在探索其本质以及价值来源的过程中，

专家学者都对“品牌、品牌资产、品牌价值”发表了许多自己的看法。菲利普·科特勒的品牌概念是一种综合性的概念，它把品牌从六个层面上体现出来：特性、利益、价值、文化、个性、用户。狭义上来讲，《营销学词典》的品牌定义：“品牌是汉字、标记、符号或设计或以上要素的组合，作用是将自己的品牌与其他厂商或卖方团体的产品或服务区分开来。”（Keller, 2009），这一定义被广泛接受。而从广义上来说，品牌是基于商品或服务，以关系为核心的情感价值，理性估价的功能价值与感性估价的情感价值的总称（何颖，2010）。品牌与商标、商誉常被混淆，下表比较了他们在概念、特征、功能效用、评估特性等方面的不同。

表 1.1 品牌、商誉、商标比较

|    | 品牌   | 商标                                     | 商誉                                       |
|----|--|--|--|
| 概念 | 品牌是一种与市场营销有关的无形资产，它包含但不局限于商标的作用，它可以在利益相关者的脑海中形成一种特殊的印象和联系，并由此带来经济收益。 | 商标是文字、图案、颜色或上述因素结合起来的一种标志，用以区别于其他商品。   | 商誉是指在相同的情况下，公司能够获得高于一般投资回报的超额回报。         |
| 特征 | 风险性；<br>依附性；<br>形成过程的长期性；<br>存在于产品或企业                                | 区域性；<br>法律性；<br>可转让性；<br>时效性；<br>存在于产品 | 依附性；<br>累积性；<br>动态变化；<br>不可确指性；<br>存在于企业 |
| 评估 | 财务、管理、消费者层面；<br>衡量指标繁多复杂难以量化   | 与法律状态相关；<br>所有权与使用权评估不同                | 不能单独评估；<br>企业的超额收益                       |

品牌资产这个概念最初是从品牌管理角度提出的。美国市场营销协会（1990）将品牌资产界定为：品牌资产是品牌的顾客、市场渠道和公司行为的集合，它能让品牌在没有品牌的情况下获得更多的销售和利润，品牌资产使得长时间地品牌在差异化的竞争中胜过其他竞争者。大卫·阿克（1991）将品牌资产视为一组与品牌、名称和标识相关的资产或债务，这些资产或债务能够通过商品或服务提高或降低公司或客户的价值。Kevin Lane Keller（1993）从顾客角度对品牌资产进行界定：消费者因品牌营销对品牌产生不同认知从而产生的不同的消费行为。其中品牌认知等于品牌形象加上品牌知名度。关于品牌资产的定义，目前已有三个

不同的概念模式：会计、市场品牌力、品牌与消费者之间的关系等概念模型（卢泰宏，2002，阮咏华，2014）。品牌与消费者关系的概念模型是以品牌关系理论为基础的，其最接近于品牌的核心，其价值主要表现在品牌与消费者之间的关系，认为消费者是品牌资产的核心。但是在理论上如何对品牌和顾客之间的关系强度进行测量还没有得到很好地解决。目前国内外认同的品牌资产是 Brand Equity，品牌资产是一种可以持续稳定地为企业带来超额利润的无形资产。

品牌价值和品牌资产的概念和构成在早期品牌研究中都没有被明确区分，直到 CBBE 理论出现（龚艳萍，2014；汪海粟和吴祺，2013）。CBBE( customer - based brand equity)， “以消费者为基础的品牌资产” 将品牌资产定义为以客户为基础的理念，即品牌资产是消费者在实现其承诺时所产生的的一系列心理信念和认知；品牌价值的实质是“消费者基于已有的品牌认知，对品牌市场行为产生的不同的反应。” (Keller, 1998)，这个差别会给商品带来溢价或附加价值。CBBE 理论和其后的相关研究将品牌资产来源和品牌资产的市场结果区别开了。在《品牌价值评估》（ISO 10668）中，国际标准化组织将品牌价值界定为可转让货币单位的经济价值。朱瑞庭、许林峰（2003）认为可以把品牌价值理解为品牌本身在市场或者其使用者当中所享有的声誉。

### （二）品牌价值评估

品牌估价是一个过程，在此过程中，具有资质的专家基于一系列前提或假设，并考虑到其专家意见所针对的目标和受众，形成对品牌价值的意见。通常品牌价值评估的目的有三大类型：用于品牌管理目的的估值、用于会计目的的估值以及用于交易目的的估值。出于会计或交易目的的估值用于资产负债表报告、税务筹划、诉讼支持、证券化、并购和投资者关系，此时评估专注于给定时间点的价值。出于品牌管理目的的估值对于品牌架构、品牌组合管理、营销策略、营销预算分配和管理记分卡是必要的。它们基于动态的商业模式和品牌在模型的关键变量中所起的作用。

有许多品牌价值评估模型，国外的品牌评价已经发展得相当成熟，中国大多数模型在借鉴国外的理论和模型的基础上中国化。基本的品牌评估方法有：收益法、成本法、市场法。收益法通过计算品牌的未来收益或现金流量来评价品牌价值（王成荣等，2005）。收益法中核算收益路径有：价格优惠；版权节省；需求

驱动因素结合品牌强度分析；与相关竞争对手的毛利比较；与相关竞争对手的营业利润比较；与非专利产品理论利润的比较；与基准公司的现金流量或收入差异（“减法”）；现金流量增量的现值（公司“有”和“无”品牌的价值）；自由现金流（FCF）减去其他与非品牌相关资产的要求回报（Salinas, 2009）。成本法是指核算品牌创立和发展的最初费用，例如品牌的开发，专利的创造和申请，商标的设计和注册，试销和推广所花费的费用。市场法即在公开市场上找到三个及以上相同的或相似的品牌交易案例，对比分析被评估资产与可比交易案例、调整差异，最后得出品牌价值。除此之外，还有许多评估机构、学者提出了其他的品牌评估方法。国内提出的品牌评估方法有：忠诚因子法、TBCI 模型、北京名牌资产评估公司评估方法、Sinobrand 评价法等。（张珏、张振宇，2020；陆娟，2001；周晓东、张胜前等，2004）。范成秀（2009）提出忠诚因子法，认为品牌价值等于五个因素的乘积，核心因素为忠诚因子。北京名牌资产评估公司的评估方法是根据中国的具体国情，参照英特公司的企业价值评估系统。其主要考量的是品牌的市场份额、品牌的超值获利能力、品牌发展的潜力。Sinobrand 方法是以金融世界的产品品牌评估为参考框架，以企业品牌作为评估目标，并以品牌优势值与品牌强度乘数作为衡量标准。以孙曰瑶为代表的研究员将 TBCI 模型

（Trademark's Brand Credit Index）结合到评估品牌价值中，该模型共包括十项评估指标，2010 年升级为 TBCI2.0 版本（胡梦，2019；袁杰，2011）。国外的估值法有 Interbrand 模型、BrandZ 模型、Brand Finance 模型、品牌财产评估电通模型、Hirose 模型。Interbrand 方法从财务、市场、品牌三个方面对品牌价值进行分析。英特公司认为，主要有七个因子类别综合反映了品牌实力，用以衡量品牌强度，并以 S 型曲线将品牌强度得分转化为品牌未来收益所适用的贴现率，二者成反比关系（刘红霞、杨杰，2005；夏娟，2012；Rocha, 2014；Rendon, 2013）。BrandZ 模式的方法由三个计算阶段组成：财务价值，品牌贡献和品牌价值。BrandZ 假设企业品牌存在的话，企业收益全归因于品牌；通过财务报告或者 Kantar Retail 和 Kantar World panel 分析品牌贡献率；最后用财务价值乘以品牌贡献的结果，得出品牌价值（L.Duguleana, 2014）。Hirose 模型提出三个主要驱动品牌价值的因素：声望优势、忠诚驱动和扩展驱动。

Interbrand 模型适用于处于成熟且稳定的市场品牌，基于品牌的未来收益对

品牌进行估值。Interbrand 品牌资产评估模型将金融、市场、品牌等多种视角相结合,但是目前的品牌实力分析多以定性分析为主,在具体指标的选择上尚有争议,而且在实际运作中,将品牌对盈利的贡献与非品牌因素的影响分离较为困难。

(梁城城, 2018; 刘国华、苏勇 2010; 符国群 1999; 顾伟 2012; 肖雯, 2013)。

学者们针对 Interbrand 的局限性提出了一些改进建议。邹文涛等(2007)提出采用模糊数学法,对多种影响因素的评价对象进行综合评判。王伟、吴松飞(2011)提出对品牌实力综合评价时引入集值统计法,利用数学理论建立 S 曲线关系式。李继承、王芳芳(2016)提出用超额定价法计算品牌超额收益值(BAV)。贺倩(2017)、金晨(2020)等提出可以考虑剔除稳定性、国际性这两个指标,运用 AHP 层次分析法对品牌收益进行确定。韩旭(2014)提出了基于 Interbrand 模型的品牌强度评价方法,并借鉴大卫·艾克评价方法的将消费者视角纳入到了评价体系中。杨卫(2006)提出用“主成分分析法”计算 Interbrand 评估方法中的 RBI。

## 二、文献述评

品牌是指在消费者获得高品质的商品和服务后,通过运营行为而产生的不同印象。品牌和商标主要不同在于商标是载体,品牌是内涵凝练;品牌是基于市场的概念,商标是基于法律的概念。品牌的价值范围比商标权的价值范围更宽泛。站在不同视角对品牌价值的内涵理解就有所不同。国内外主要的品牌价值内涵视角有财务管理视角、市场营销视角。品牌权益可以分解为企业权益和其他权益,而对品牌权益的评估则主要是对企业的权益进行评估。

基本品牌评估方法有收益法、市场法和成本法。国内外品牌价值评估模型众多,Interbrand、Brand Finance、BrandZ 等模型公信力较高。Interbrand 是收益法的延伸,于 2010 年成为首家通过 ISO 10668 认证的品牌价值评价方法。Interbrand 以财务和市场分析为基础,是一套比较完整的评价系统。

### 第三节 研究内容、方法与创新点

#### 一、研究内容

本研究一共有五个部分，第一章是对本文的基本介绍；第二章分析归纳品牌概念与评估理论，理清主要概念关系及评估模型；第三章是对 Interbrand 模型的详细介绍，以及提出改进思路；第四章是对休闲食品行业发展现状进行梳理以及以周黑鸭为案例进行分析。最后，分析评估结论，将评估结论与改进前模型价值相比较验证改进的合理性。技术路线图如下：

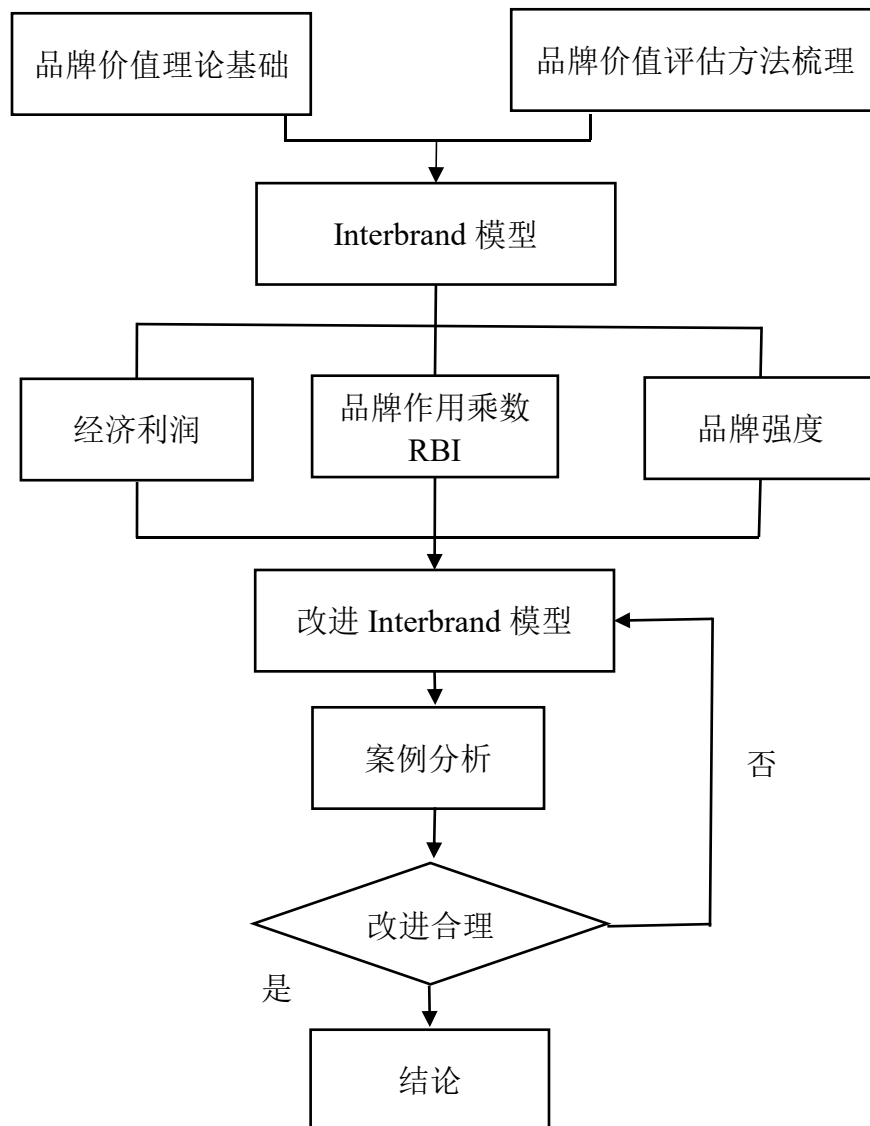


图 1.1 技术路线图

## 二、研究方法

### （一）文献研究法

通过梳理文献整理改进 Interbrand 模型。梳理后发现可以用于改进 Interbrand 模型的方法有：灰度聚类分析法、模糊数学法、AHP 层次分析法、大卫·艾克评估法、主成分分析法等

### （二）对比分析法

在选择评估模型时，通过对比分析选择更优的 Interbrand 模型进行评估。在分析品牌强度七因素时，通过于同类公司相应指标对比设定基准，由此得到被评估对象品牌强度七因素得分。

### （三）案例分析法

以周黑鸭为例进行案例分析，将改进前后评估结论进行分析比较，验证改进的合理性。

## 三、研究的贡献与可能创新

品牌评估研究繁杂，本研究系统地梳理了品牌价值理论、国内外品牌评估模型，对比整理出各模型的优缺点，理清 Interbrand 模型的发展历程，并详细对比介绍两版模型。在优化 Interbrand 模型的基础上，结合周黑鸭品牌资产进行案例分析，为周黑鸭的品牌价值提升提出切实建议，唤起大众对卤味品牌建设的重视。

创新方面本文提出在进行品牌价值评估可以根据品牌销售的地理位置、业务单位、产品、服务、客户群或渠道来细分市场，细分市场后在品牌经济利润、品牌作用指数、品牌强度分析这三个方面分市场进行研究。在品牌强度分析因素方面，替换不适宜指标，将“国际形象”因素替换为“品牌发展潜力”。其次从指标适用性和可获取性角度出发加入了具体衡量因素（见表 3.6）。在品牌强度分析指标与品牌强度得分转化方面，本文采用市场比较法。将被评估对象与可比对象比较，通过修正得出被评估对象得分。



## 第二章 品牌价值理论与评估模型

### 第一节 品牌价值内涵

#### 一、休闲食品品牌

品牌这个概念涉及多个专业领域，如会计、心理学、经济学与战略学等，不同的学者也对品牌的定义不同。从外在形式来看，品牌与烙印在产品上的标记、颜色、气味密不可分，这些外在形式组成品牌的一部分。从经济学角度来看，品牌能为企业带来超额收益，这些超额收益不仅来自消费者，也可以来自企业其他利益相关者，例如知名企业可以更好地融资、更好地吸引优秀的人才。从消费者的角度来看，品牌是一个企业区别于其他企业的独有特征，在长期经营过程中给消费者留下的内在印象。

结合上文，定义休闲食品品牌。在外在形式上，休闲食品品牌是一些标记、文字、字母、气味、颜色以及它们的组合，以此区别于其他休闲零食企业。从内在来看，休闲食品品牌要承载企业的文化、产品的特点和质量以及在消费者心中的内在印象。

#### 二、品牌价值

早期研究中品牌资产与品牌价值概念混淆，CBBE理论的出现将两者分开。品牌资产存在三种不同的概念模式，其中以财务会计理论为基础，视其为一种无形资产，期望在并购或合并中以货币来衡量其价值；以市场为基础的概念模式，着重于品牌的发展与延伸；基于消费者的概念模型偏向于品牌如何满足消费者，怎样建立在消费者心中的形象。《品牌价值术语》（GB/T29185-2012）将品牌资产界定为一组资产和负债，这些资产和负债与品牌、品牌名称或商标相关，可以提高或降低品牌拥有者出售的商品或服务的价值。

ISO将品牌价值定义为品牌可转让货币单位的经济价值。CBBE理论指出品牌价值来自基于消费者的品牌资产，是品牌资产的货币化体现。品牌价值形成链如下图所示：

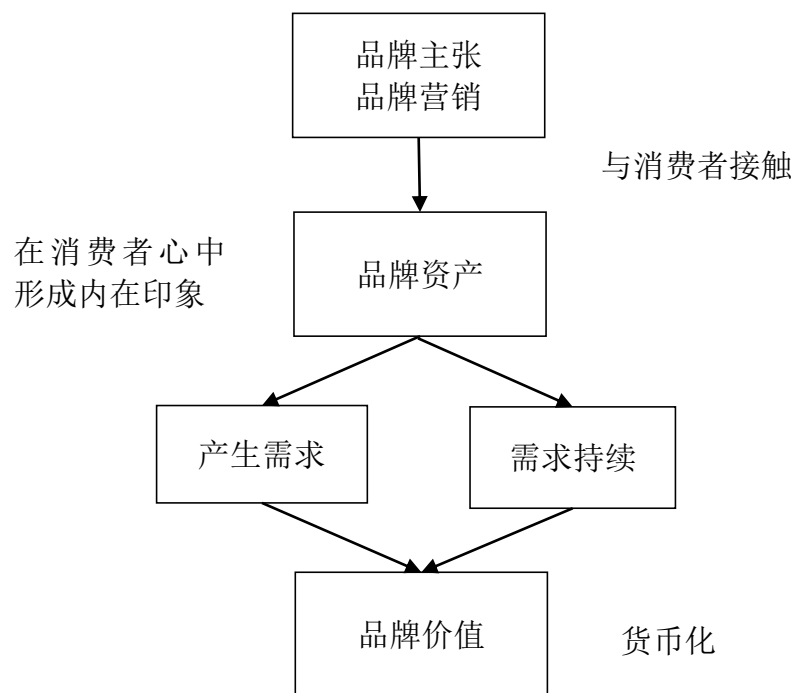


图 2.1 品牌价值形成链

企业推出自己的品牌，通过经营活动宣传品牌主张，在该过程中与消费者建立连接以及建立在消费者心中的内在形象。优秀的品牌创造消费者的需求并且让消费者持续购买产品。品牌价值是以货币单位表示的品牌资产。

## 第二节 品牌价值评估方法梳理与评价

### 一、基本评估方法

资产评估的基本方法有三种：收益法、成本法以及市场比较法。三种方法各有优缺点，都不完全适用于品牌价值评估。

#### （一）收益法

收益法的经济学理论基础是效用价值论。品牌的价值由其能为企业带来的超额收益和附加价值决定。收益法有三大参数：预测期收益、折现率和收益期限。

现行收益法中确定归属于品牌的收入较为常用的方法有：溢价、特许权使用费、需求驱动结合品牌实力分析、毛利率对比、营业利润比较、与通用产品的理论利润比较、现金流量或与基准的收入差异、增量现金流量、自由现金流减去有

形资产要求的回报、超额收益以及实物期权法。

折现率与资本化率不同，前者适用于有限期折现，后者适用于无限期折现。折现率可以通过加和法（折现率等于无风险报酬率与风险报酬率相加）；资本资产定价模型（折现率等于无风险报酬率与 $\beta$ 乘以平均风险报酬率相加， $\beta$ 系数衡量该企业相比于其他企业的特殊风险）；加权平均资本成本模型来计算。能够合理客观地衡量品牌资产的预期收益、折现率以及收益期限就可以评估出品牌的价值，在实际操作中收益法的运用要求较高。

### （二）成本法

成本法的经济学理论基础是生产费用价值论。建立资产的成本就是资产的价值。资产价值等于复原或更新重置成本减去三类贬值。但是品牌资产的价值不能仅仅由建立品牌所花费的费用支出决定。首先建立品牌的成本本身不易界定，建立品牌的一部分成本资本化，一部分成本费用化，成本不能全面核算。其次，品牌的成本和收益并不呈现正相关关系。品牌建设初期投入成本巨大，收益微薄，后期维护成本较低，收益颇丰。巨额的品牌投资不一定带来高额报酬。而且品牌属于无形资产不存在实体性贬值。综上所述成本法不适用于品牌价值评估。

### （三）市场比较法

市场比较法的经济学理论基础是均衡价值论。资产的价值受市场上的供求关系影响。市场比较法评估结果合理的前提是存在充分活跃的市场。在公开市场上寻找三个或三个以上可比参照物，修正被评估资产与所有可比对象在交易时间、交易地点、资产功能以及交易情况等方面的差异，最后取这些修正值的算数或加权平均数作为评估值。首先，目前我国市场发展不够完善，其次每个品牌都有自己的独特性，很难找到可比或类似的品牌交易案例，因此市场法也不适用于品牌价值评估。

## 二、品牌评估主要模型

正如上文所述，三种基本评估方法不完全适用于品牌价值评估。国内外学者在基本评估方法的基础上探索了品牌价值评估方法。国内主要的品牌评估方法有忠诚因子法；Sinobrand 模型；北京名牌资产评估公司评估方法；TBCI（品牌信用指数）模型等。国外主要的品牌评估方法有 Interbrand 模型；BrandZ 模型；

Financial World 模型；Hirose 模型；品牌财产评估（BAV）模型等。

国内品牌评估方法：

### （一）忠诚因子法

范秀成、冷岩认为基于品牌作用机理，品牌的未来收益决定品牌价值，而品牌未来收益依赖于广义的品牌客户忠诚度。品牌忠诚度由忠诚因子来衡量，忠诚因子表示所有的目标消费者会在将来购买或重新购买该品牌商品的比例。忠诚因子是一个体现消费者群体行为的指标，受多种因素影响：消费者的体验感、消费者需求度、市场竞争激烈程度、广告营销效果、品牌口碑等。以上的资料均根据市场调研与过去的经验资料进行测算。

忠诚因子的公式如下：

$$\text{品牌价值} = \text{忠诚因子} \times \text{周期购买数量} \times \text{评估期的周期数} \times \text{目标消费者基数} \times (\text{P}_{\text{单位产品}} - \text{P}_{\text{单位无品牌产品}})$$

从上式得出，忠诚因子=重复或开始购买该产品的顾客数/全部目标顾客数，其中该公式引入周期概念，假定顾客的两次购买之间的时长。该模型的所有数据都基于大量的市场调查。

### （二）北京名牌资产评估公司评估方法

北京名牌资产评估有限公司由国有资产管理局批准成立，其推动建立 MSD 评估模型。MSD 模型也是基于世界通用品牌评估模型研究出来的，其中 M 是指市场力，S 是指品牌获利能力，D 是指品牌发展潜力。这三种要素的比例是 4: 3: 3，品牌价值  $V=M+S+D$ ，三种要素比例之和。市场力以销售收入为核心衡量指标；品牌获利能力比较品牌利润率与行业平均利润率；品牌发展潜力有五个衡量指标：品牌受法律保护程度、技术创新、品牌历史、品牌国际性以及品牌维护。

### （三）Sinobrand 模型

Sinobrand 模型以 Financial World 评估模型为基础，提出品牌资产价值=品牌优势值×品牌强度乘数。品牌优势值用公司年报近 3 年的品牌超额利润衡数据衡量，以减少经营数据波动。该模型从品牌历史、品牌状态、品牌趋势三个方面评价品牌强度。每个指标具体评价如下：品牌历史是指品牌轨迹、品牌发展模式数据；品牌状态是指分析品牌所在行业性质、品牌领导地位、品牌保护力度；品牌

趋势是分析品牌的持续发展能力、市场竞争力。然后选取层次分析法（AHP）确定品牌强度因素的权重。将评分转化为品牌强度乘数的工具是分值映射直线。

### （四）TBCI（品牌信用指数）模型

TBCI（品牌信用指数）模型由山东大学教授孙曰瑶提出。TBCI 模型首先区分了商标和品牌，认为品牌是消费者对企业通过某个商标所作出承诺的评价。商标是品牌的基础，企业在此基础上进行品牌建设。TBCI 模型用商标到品牌的距离来进行品牌价值评估。该模型共有目标顾客精准性；品牌需求的敏感性；媒体传播的可信性等十个评级要素。然后对上述指标进行细分、研究、打分，得到厂商品牌信用度。

国外品牌评估方法：

#### （一）Interbrand 模型

Interbrand 模型是由知名公司 Interbrand Group 通过严格的技术开发的一种评估模型，权威性较高。Interbrand 公司基于其核心公式提出其他衍生模型。

Interbrand 模型的核心公式：品牌价值=经济利润×RBI×BSS。其中经济利润=企业税后营业利润-投入资本；投入资本=投资品牌的费用+资金利息；RBI（Role of Brand Index）品牌作用指数通过市场调查决定，表示品牌占购买决策中的百分比；BSS（Brand Strength Score）品牌实力评分通过 Interbrand 设立 10 个因素打分而来。

品牌作用指数和品牌实力评分这两个参数是由英特品牌集团公司顾问保密的公式估算的，因此 Interbrand 模型不能被任何其他从业者使用。

#### （二）BrandZ 模型

1998 年 Millward Brown 基于 Brand Dynamics 研究的全球品牌调查推出了 BrandZ 模型。BrandZ 模型有三个主要部分：品牌动态金字塔（Brand Dynamics Pyramid）；品牌特征（Brand signature）；品牌实力（Brand voltage）。

品牌动态金字塔象征着品牌与其顾客之间的关系，表示消费者与品牌关系的性质和深度。它由五个层次组成，每个层次代表与品牌的不同程度。

图 2.2 以图形方式描述了“消费者的忠诚之路”。如图所示金字塔与品牌关系自下而上增强，随着消费者爬上金字塔，在品牌上花费的金额预计会增加。

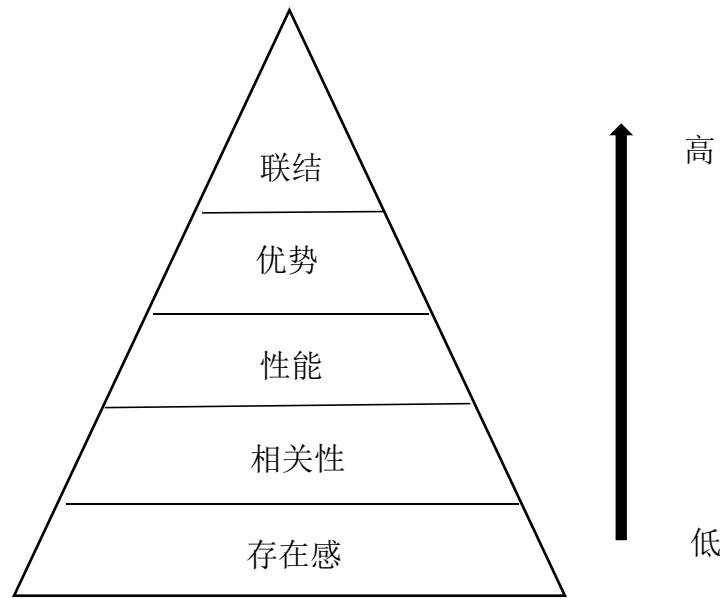


图 2.2 品牌动态金字塔

1. 存在感（**Presence**）：消费者对品牌有一定的熟悉度但不一定忠于品牌，在购买过程中并不总是考虑品牌因素。该存在感指的是品牌的知名度，打开品牌知名度是建立品牌忠诚度的第一步。

2. 相关性（**Relevance**）：品牌满足了消费者的需求且消费者有能力购买该品牌的产品或服务。

3. 性能（**Performance**）：品牌产品性能是否真实满足了消费者的需求。消费者一旦发现产品性能不可接受会立刻停止购买行为。

4. 优势（**Advantage**）：市场中有许多产品性能相近的品牌，消费者需要感知目标品牌所拥有相对于该类别中其他品牌在情感或者理性上的差异化和优势。

5. 联结（**Bonding**）：消费者只购买该品牌的产品。目标品牌在所属类别中提供具有关键优势的产品，消费者与品牌建立更紧密的联系并且忠诚度很高。

品牌特征可以区别该品牌相对于该类别中其他品牌的优势和劣势，它衡量与该类别的平均品牌表现相比，目标品牌能将人们从金字塔中的一个级别提升到下一个级别的程度。

品牌实力，一种用数字表达品牌优势和劣势并量化品牌保持或增加销售潜力的指标，对目标品牌在品牌忠诚度的各个层次上留住消费者的能力的综合衡量标准。它将品牌特征概括为一个数字表示该品牌在不久的将来维持、增加或减少

其市场份额的能力；它可以预测品牌的增长潜力。竞争环境、市场条件和品牌定位的各种因素也必须考虑在内。对品牌实力指标不能仅仅停留在数字层面理解，例如可口可乐或麦当劳等品牌巨头，品牌实力数字为正数并不表示该品牌还能在成熟市场增加市场份额，而是有能力保持主导地位。

BrandZ 通过自己构建的强大数据库来计算得出重要参数，需要处理的信息量巨大。

### （三）Financial World 模型

Financial World 模型是收益法的衍生方法。该模型将品牌价值视为已建立的品牌产品与通用产品之间的资本化利润或现金流量差异。品牌价值是根据公开信息（年报、商会刊物等）以及对分析师和公司高管的采访计算得出。Financial World 模型也属于 Interbrand Group 公司，类似 Interbrand 原始模型。Financial World 模型的核心公式是年历史收入 $\times$ 品牌实力倍数。

品牌相关收益，金融世界（Financial World）将品牌价值计算为给定年份的品牌收益与同等无品牌产品获得的收益之间的差值。然后，计算两年加权平均与品牌相关的年收入。

品牌实力倍数是一个适用于品牌收益的函数。1995 年之前 Financial World 仅根据以下五个维度来计算品牌实力：领导力、稳定性（客户忠诚度）、国际性、品牌在其行业内的地位以及品牌法律保障力度。1995 年之后，通过分析分配了不同权重因子的七个品牌维度来确定品牌强度：领导力（最高分 25）；地理延伸（最高分 25）；稳定性（最高分 15）；市场（最高分 10）；趋势（最高分 10）；支持（最高分 10）；保护（最高分 5）。在这个评分系统中，一个品牌可以获得 0 到 100 分之间的任何分数。根据上述标准，品牌获得的分数越高，适用于收益的倍数就越高，因此品牌价值就越高。

品牌实力倍数的理论范围受该行业内竞争公司的市盈率（P/E）限制。市盈率等于每股股票价格除以每股盈利。Financial World 品牌估值的倍数范围为 4.4 到 19.3。高品牌倍数表明对品牌收益保持稳定的信心，并转化为高分；低分表明对品牌盈利稳定性的信心较低，并转化为低倍数。

### （四）Hirose 模型

Hirose 模型由日本经济产业部品牌评估委员会制定，以会计数据为计算基础。

该模型认为品牌功能有三个：声望优势 Prestige Driver (PD)；忠诚驱动 Loyalty Driver (LD)；扩展驱动 Expansion Driver (ED)。

基于这些品牌功能的定义和决定品牌价值的变量，委员会提出了关于品牌价值的估值函数公式： $BV=f(PD, LD, ED, r)$ 。

其中， $r$  为贴现率，表示无风险利率；PD 为价格优势， $PD = \text{超额利润率} \times \text{品牌归因率} \times \text{销售成本}$ ，表示该品牌始终高能够以于竞争对手收取的价格销售产品；LD 为客户忠诚度，计算的基本逻辑是高度忠诚的客户的存在确保了稳定的销售额；ED 为品牌扩张力，品牌扩张的建设是强大的品牌能够扩展到相似或不同的行业、市场和地理区域。

具体而言，价格优势 (PD) 分为三个步骤进行计算。首先，筛选出该行业里的基准企业。所谓基准企业是指该行业中可以生产质量、特征与品牌企业相似产品的企业，但该企业没有价格优势。然后，假定单位销售成本具有相同的质量和功能，选择五年的时间框架来计算平均超额盈利能力。超额盈利能力计算为单位价格指数差异的过去五年平均值，即公司与基准企业销货成本比率。最后，计算品牌归因率。该模型定义“品牌归因比率”为品牌创建、开发和管理费用（品牌管理费用）相对于公司总运营成本的比例或以“广告费用率”代表品牌归因率。

客户忠诚度 (PD) 计算的基本逻辑是高度忠诚的客户的存在确保了稳定的销售数字。在选定客户忠诚度指标时考虑过销售数量的市场份额、销售额、销售成本。最后决定使用“销售成本的稳定性”作为忠诚度指标。

品牌扩张力 (ED) 建立在一个假设之上，即强大的品牌能够扩展到相似或不同的行业、市场和地理区域。它由两个主要指标组成：

- 1、地域扩张能力衡量：海外销售增速。
- 2、非相关行业扩张能力的衡量指标：非核心板块的销售额增长率。

由此，将品牌扩张力定义为海外销售额和非相关领域销售额的平均增长率。

### （五）品牌财产评估 BAV 模型

BAV 模型认为品牌资产由四个关键部分组成：充满活力的差异化 (energized differentiation)，衡量目标品牌与其他品牌的差异程度；关联性 (relevance)，衡量品牌的消费者基础；美誉度 (esteem)，衡量消费者对品牌产品质量和营销活动的反应；认知度 (knowledge)，衡量消费者对该品牌的了解和喜爱程度。



差异化和关联性决定品牌力度( brand Vitality)，即品牌未来的潜力。美誉度和认知度决定品牌地位( brand stature )，即品牌目前的业绩和价值。品牌力度和品牌地位构成动态的“力量象限”（power grid）”。

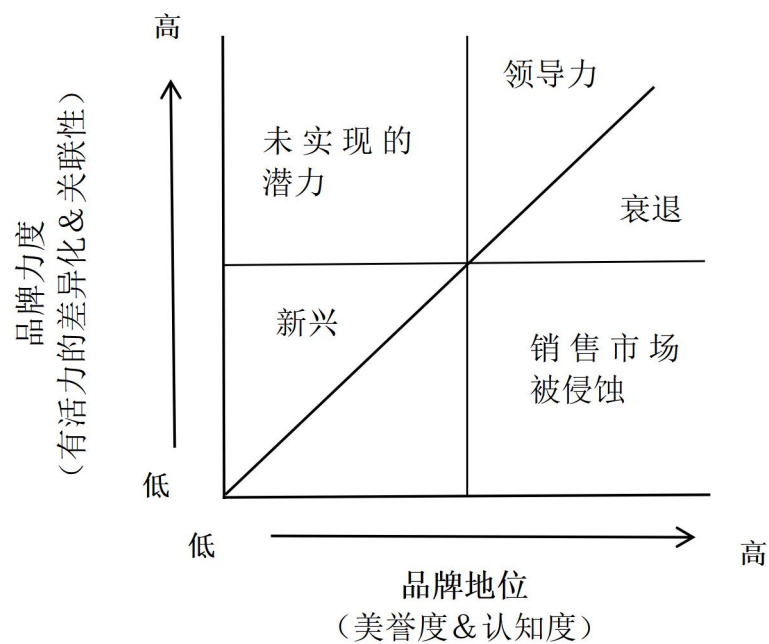


图 2.3 力量象限

品牌健康度从两个方面进行衡量：品牌实力重点关注品牌的潜力，它可以用于预测财务业绩；品牌地位反映了品牌当前的存在和销售情况，它可以用财务业绩来体现。品牌力度和地位都低时是新兴品牌；品牌力度高且品牌地位低时品牌具有未实现的潜力；品牌力度高且品牌地位高时品牌在行业中处于领导地位；品牌力度有所下降时品牌处于衰退期，市场份额被侵占。

### 第三节 评估方法评价

#### 一、基本评估方法评价

如前文所述：收益法中可以用于确定归属于品牌收益的指标很多，溢价法、与通用产品理论利润比较、增量现金流的现值以及实物期权法都在理论上可行，实际应用中取值困难。运用超额收益法、品牌实力分析法依赖于品牌评估专家的分析判断。收益法三个参数在实务操作中难以确定。

成本法无法反映品牌经营所带来的增值，也就是品牌与竞争对手的竞争地位、品牌实力或风险差异；如果品牌已在市场上销售很长时间，那么所有已发生的成本可能难以确定，而且在确定创造的历史成本时，很难确定无形资产的初始开发时间；建立品牌的成本本身不易界定且品牌的成本和收益并不呈现正相关关系，因此成本法不适用于品牌评估。

市场法要求公开市场，在市场中存在大量的可比较交易案例，但我国目前市场的发展还不够成熟。除此之外每个品牌都是独特的，很难找到可比或类似的品；可比交易案例还要求交易是在独立各方之间进行的；交易日期应该是近期的，因此市场法不适用于品牌价值评估。

基本评估方法虽不完全适用于品牌价值评估，但为品牌价值评估模型提供良好的基础，各模型都是基础方法上的衍生品。

#### 二、品牌评估主要模型评价

北京名牌资产评估法、Financial World 模型、Sinobrand 模型都是基于 Interbrand 模型，都通过对品牌资产的预期收益进行折现得到评估价值，只是在具体评估参数衡量中各有不同。Financial World 评估法品牌资产纯利润通过专家的主观判断获得；北京名牌资产评估法以市场占有有力为中心，指标较为单薄；Sinobrand 模型的品牌强度乘数衡量指标与 Interbrand 有所不同，不够全面。忠诚因子法、TBCI 模型影响力远不如 Interbrand 模型，且 TBCI 模型更多倾向于评价品牌可投资性，而非品牌价值。因此，本文选择 Interbrand 模型进行研究。

将上文各评估模型主要内容梳理到表 2.1。

表 2.1 各评估模型比较

| 模型              | 公式  | 主观衡量指标   | 评估要素          |
|-----------------|---|--|---------------|
| 忠诚因子法           | $V = \text{忠诚因子} \times \text{评估期购买量} \times \text{评估期内的周期数} \times \text{理论目标消费者基数} \times (P_{\text{单位产品}} - P_{\text{单位无品牌产品}})$ | 忠诚因子   | 消费者要素<br>财务要素 |
| MSD             | $V = M + S + D$   | D 品牌发展潜力   | 财务要素<br>市场要素  |
| Sinobrand       | $V = \text{品牌优势值 (BAV)} \times \text{品牌强度乘数 (MOS)}$   | 品牌强度乘数   | 市场要素<br>财务要素  |
| TBCI            | $\text{TBCI} = \frac{(1 + B_{10}) \sum_{i=1}^9 B_i}{9}$   | 评级十要素  | 消费者要素<br>财务要素 |
| Interbrand      | 品牌价值=经济利润×RBI×BBS   | RBI: 初级研究/现有研究+Interbrand 观点/定性评估<br>BBS: 由内部四个因素、外部六个因素共同决定 | 财务要素<br>市场要素  |
| Financial World | $V = \text{年历史收入} \times \text{品牌实力倍数}$   | 品牌实力倍数: 领导力; 地理延伸; 稳定性; 市场; 趋势; 支持                           | 财务要素<br>市场要素  |
| Hirose          | $BV = f(PD, LD, ED, r)$   | Hirose 模型以绝对的数字化来评估品牌价值                                      | 财务要素          |

## 第三章 Interbrand 评估模型与改进模型评析

### 第一节 Interbrand 评估基本介绍与评价

Interbrand 至少开发了两种不同的品牌估值模型，学术文献中不断引用的是原始乘数模型，以及基于需求驱动分析的较新模型。下面详细介绍这两种模型。

#### 一、Interbrand 乘数模型

Interbrand 乘数模型中的品牌价值  $V = (A - B - C) \times \text{乘数} = D \times \text{乘数}$

其中 A 为品牌利润；B 为品牌产品并行生产的无品牌产品线的利润；C 为品牌实力没有贡献的产品的利润；D 为品牌净利润。

品牌利润是指分配管理费用后利息前归属于品牌的利润。为了避免短期行业变化造成的扭曲，该模型使用归属于品牌的三年加权平均收益。

$$\text{品牌收益} = \frac{3 \times \text{当期收益} + 2 \times \text{上期收益} + \text{上两期收益}}{6}$$

Interbrand 的乘数方法是基于这样一个假设，即品牌实力决定了应用于品牌利润的乘数，以得出品牌价值。品牌实力分析要求对品牌在其经营所在市场中的地位进行彻底审查，并仔细审视其业绩和未来战略计划。在 Interbrand 模型中，品牌强度是根据七个加权因素计算的（见表 3.1）。

表 3.1 品牌强度加权因素

| 因素   | 定义   | 最大值分数 |
|------|--|-------|
| 领导   | 品牌作为市场领导者和占据主导市场份额的能力越强，它在这个因素上的得分就越高。             | 25    |
| 稳定   | 品牌长期保持其形象和消费者忠诚度的能力越强，该因素的得分就越高。                   | 15    |
| 市场   | 处于增长和稳定市场且具有强大进入壁垒的品牌比处于更容易受到技术或时尚变化影响的市场中的品牌更有价值。 | 10    |
| 国际形象 | 国际品牌被认为比区域或国内品牌更强大。                                | 25    |

表 3.1 续表

| 因素   | 定义  | 最大值分数 |
|------|---|-------|
| 趋势   | 品牌与消费者保持相关性和一致性的能力越强，它在这个因素上的得分就越高。                         | 10    |
| 支持   | 获得支持并得到持续管理的品牌比没有任何组织投资的品牌获得更高的分数。为了评估这个因素，品牌投资的数量和质量被考虑在内。 | 10    |
| 保护   | 合法商标的保护越强越广泛，它在这个因素上的得分就越高。                                 | 5     |
| 品牌实力 |   | 100   |

然后该模型通过函数关系将品牌实力与乘数联系起来,用 S 曲线决定品牌收益乘数。它类似于市盈率 (P/E ratio)，以品牌收益为分母，以品牌价值为分子。Interbrand 审查了市场上大量交易产生的市盈率，或与被评估品牌相媲美的公司的市盈率。由此得出品牌实力得分和市盈率之间的关系产生了一条 S 曲线（见图 3.1）。

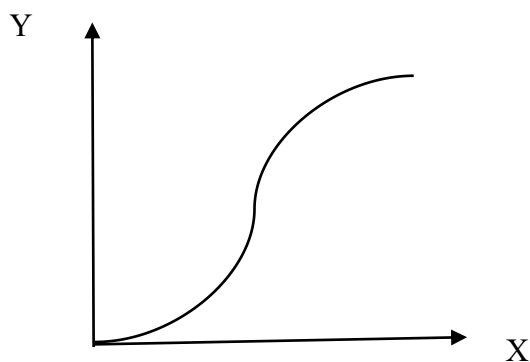


图 3.1 S 曲线

X 轴等同于品牌强度得分 (0-100)，Y 轴等同于乘数值 (0-20)。

S 曲线表示未知品牌新品牌在一段时间内处于弱势，随着品牌的发展壮大，其认知度提高和市场地位逐步提高，品牌强度增大；一旦该品牌达到主导地位，增长速度就会放缓。

## 二、Interbrand 贴现现金流模型

Interbrand 贴现现金流模型用四个阶段进行品牌价值评估。

### 阶段一：财务分析

此阶段要计算品牌当前的“经济收益”或 EVA（经济附加值）或“无形收益”，并预测未来五年的值。在 Interbrand 模型中“经济收益”、EVA、“无形收益”这三个概念混淆不清，没有明确界限。在 Interbrand 官网上的公式为：每个分析年度经济利润=NOPAT-资本费用。资本费用用行业加权平均 WACC 核算。在中文文献中，多使用历史沉淀收益进行核算。沉淀收益=（主营业务收入-主营业务成本-期间费用-主营业务税金及附加）-有形资产×r。

### 阶段二：需求分析

通过需求分析确定品牌指数的作用(RBI)，确定品牌收益。贡献于估值总额的品牌收益=RBI×品牌产品或服务的经济利润。

RBI 用于识别需求驱动因素或促使消费者购买特定品牌的因素，用百分比表示。在官网上有三种方式确定 RBI：通过统计学模型来确定；将研究购买驱动因素的相对重要性的报告与 Interbrand 关于品牌影响产品或服务对每个驱动因素的精确度的影响程度的观点相结合；当没有可用的市场研究时，基于管理层的讨论和过去的经验来定性评估。

### 阶段三：品牌实力分析

第一步，计算品牌强度。品牌实力分析与乘数模型中品牌强度因素相似且同样用 S 曲线进行确定乘数，但不同之处在于进一步细化了那些因素的标准。

表 3.2 按因素划分的品牌实力特定属性或评估标准

| 因素   | 评估标准                  | 最大得分 |
|------|-----------------------|------|
| 领导   | 市场份额、市场地位、市场细分、品牌知名度  | 25   |
| 稳定   | 历史、当前位置、满意度、客户忠诚度     | 15   |
| 市场   | 竞争结构（集中度）、市场增长、数量、销售额 | 10   |
| 国际形象 | 在国外市场的存在，出口历史         | 25   |
| 趋势   | 考虑，吸引力                | 10   |
| 支持   | 质量、一致性、广告份额、身份        | 10   |
| 保护   | 注册日期、法律范围和监控          | 5    |

在 Interbrand 官网上品牌实力影响因素为十个要素，内部四个要素：清晰、承诺、保护、反应能力；外部六个要素：真实性、关联、差异化、一致性、存在感、理解程度。各影响因素具体内涵见表 3.3。

表 3.3 品牌实力影响十要素

| 影响因素 |      | 具体内涵  |
|------|------|---|
| 内部因素 | 清晰   | 在整个企业内部清晰明确品牌所代表的内容、价值、定位、主张、目标受众以及客户洞察力、驱动力。 |
|      | 承诺   | 企业内部对品牌重要性的信念，企业对品牌在时间、影响力和投资方面的支持程度          |
|      | 保护   | 企业对品牌在法律、专有成分或设计、规模以及地理分布等维度的保护               |
|      | 反应能力 | 企业应对市场变化、挑战和机遇的能力                             |
| 外部因素 | 真实性  | 品牌基于内在真理和能力，有品牌明确的传统和价值观念                     |
|      | 关联   | 符合消费者的需求、决策标准                                 |
|      | 差异化  | 在消费者心中区别于竞争对手的差异化定位程度                         |
|      | 一致性  | 品牌所有门店消费体验的一致性，品控一致                           |
|      | 存在感  | 消费者、客户、大 V 在社交媒体/传统媒体上讨论品牌的活跃度                |
|      | 理解程度 | 消费者对品牌的认可程度、理解程度                              |

第二步，确定贴现率。该模型假设品牌实力与折扣率之间存在关系：在其他条件不变的情况下，品牌实力得分越高，折现率越低。

$$\text{贴现率} = \frac{1}{\text{品牌实力乘数}}$$

#### 阶段四：品牌价值的计算

基于上文分析得出的数据，分别对细分市场的品牌未来现金流量进行折现，品牌价值等于各细分市场预测期和永续期折现值之和。

Interbrand 贴现现金流模型评估流程如下图所示：

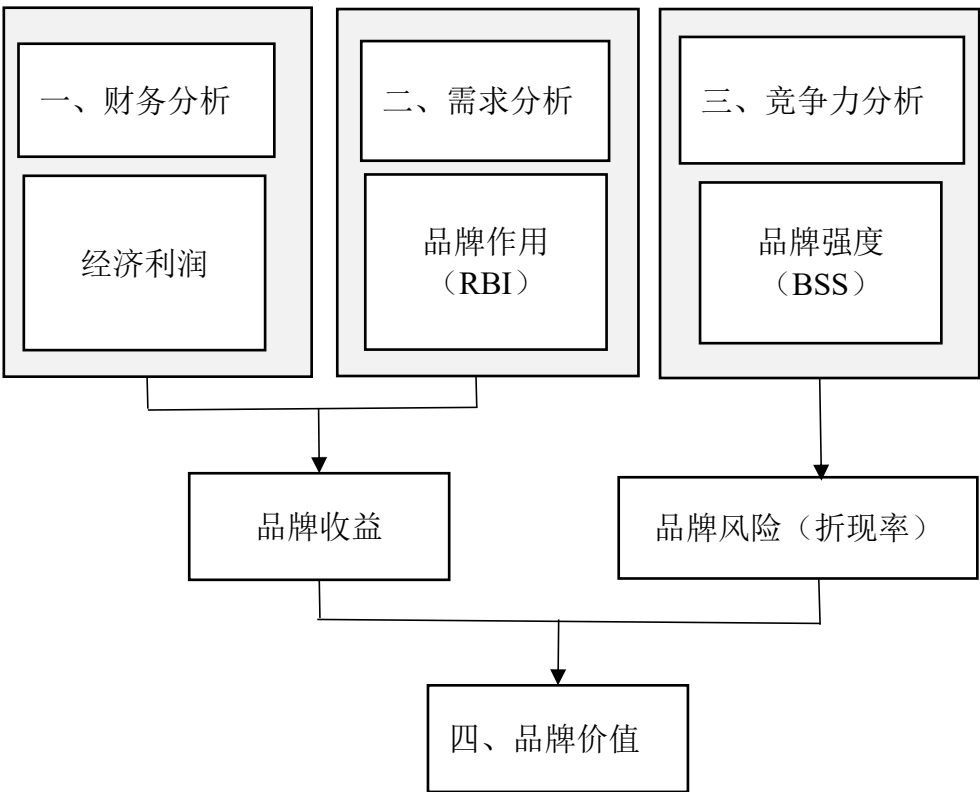


图 3.2 评估流程图

### 三、Interbrand 评估模型评价

Interbrand 乘数模型和 Interbrand 贴现现金流模型主要区别：前者确定品牌乘数，后者通过确定品牌乘数推出折现率；前者是历史收益资本化模型，后者是未来现金流折现模型。

Interbrand 模型是国际知名度很高的品牌评估模型，其所属公司英特公司拥有覆盖全世界的资源网络，致力于为全球大型品牌客户提供全方位的品牌咨询服务。与其它的评估模型相比，Interbrand 模型更加全面，它囊括了财务因素、品牌因素和消费者因素。同时它也有局限性，即品牌影响力指标与品牌强度的判断具有主观性。



## 第二节 Interbrand 评估模型具体改进思路

由于品牌的市场地位会影响品牌的市场份额以及其竞争力,而且企业对相同产品有不同的市场定位,因此提出对 Interbrand 模型的第一个改进是进行市场细分。第二个改进的地方是替换品牌强度倍数表中不符合中国国情的影响因素,将“国际形象”因素替换为“品牌发展潜力”,并加入具体衡量因素。

### 一、细分市场

品牌的市场地位会影响品牌的市场份额以及其竞争力。美国战略规划研究所在研究报告 Profit Impact of Market Share 中表明:在盈利率影响因素中,市盈率是影响最大的因素,而盈利率则会随着市场占有率的增加而增加。科特勒进一步研究发现,盈利率与市场份额的相关性不是简单的线性关系,而是呈抛物线趋势。存在一个市场份额最佳点,不同市场的最佳点不同,此点前两者呈正相关,之后负相关。简而言之,品牌的市场份额会影响其盈利率,从而品牌市场会影响品牌价值。不同的细分市场的生命周期、盈利模式、竞争力等客观情况不同,因此对 Interbrand 模型中品牌作用乘数和品牌强度倍数这两个参数的确定也不同。梳理文献后发现几乎所有品牌评估模型都没有考虑细分市场,但是现实中许多品牌对自己的产品定位有市场区分。

综上所述,因此改进 Interbrand 模型考虑细分市场。根据具体品牌销售的地理位置、业务单位、产品、服务、客户群或渠道来细分市场,并且在三个关键指标:经济利润、品牌作用乘数和品牌强度倍数上均考虑细分市场。

### 二、经济利润的确定

根据 Interbrand 改进模型——贴现现金流模型,经济利润=税后净营业利润减去总投入资本 $\times$ 行业 WACC。根据细分市场具体情况测算不同细分市场的经济利润。

### 三、品牌作用乘数的确定

Interbrand 模型中建议采用统计建模获得品牌作用指数。层次分析法将一个目标分解为多层次多目标的结构,再构建成对比较分析矩阵,最终获得底层方案

对于总目标的权重。在 Interbrand 模型我们希望获得取得品牌对品牌经济利润的贡献值，品牌经济利润的构成因素复杂，众多因素相互关联、相互制约，可以运用层次分析法求得品牌的贡献值。

通过对大量企业和网站数据的分析，将问题条理化、层次化。找出不同市场中消费者对品牌产品的偏好，并运用 AHP 分析方法对其进行分析，得出了各个市场的品牌效应乘数。

首先构建有层次的结构模型，分为：顶层（目的），中层（准则），底层（方案）。

第二步将准则层的因素进行两两比较，根据判断矩阵标度表来确定准则层中各准则在目标衡量中所占的比重。

表 3.4 判断矩阵相对重要性标度表

| 标度         | 含义   |
|------------|--|
| 1          | 两个因素具有相同重要性  |
| 3          | 前者比后者稍重要   |
| 5          | 前者比后者明显重要  |
| 7          | 前者比后者强烈重要  |
| 9          | 前者比后者极端重要  |
| 2, 4, 6, 8 | 上述相邻判断的中间值   |
| 倒数         | 因素 i 与因素 j 的重要性之比为 $a_{ij}$ , 因素 j 与因素 i 重要性之比为 $1/a_{ij}$ |

第三步进行层次单排序及一致性检验。

(1) 计算一致性指标 CI

$$CI = \frac{\lambda_{\max} - n}{n - 1}, \quad \lambda_{\max} \text{ 为判断矩阵的最大特征值}$$

(2) 计算一致性比例 CR

$$CR = \frac{CI}{RI},$$

RI 通过表 3.5 得到

表 3.5 平均随机一致性指标

| n  | 1 | 2 | 3    | 4    | 5    | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   | 13   | 14   |
|----|---|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| RI | 0 | 0 | 0.52 | 0.89 | 1.12 | 1.24 | 1.36 | 1.41 | 1.46 | 1.49 | 1.52 | 1.54 | 1.56 | 1.58 |

当  $CR < 0.10$  时，可以接受判断矩阵的一致性，否则需要对判断矩阵作出适

当修正。

第四步对层次总排序并进行一致性检验，计算各层要素对最高层总目标的合成权重。最终得到最低层中各方案对目标的排序权重。

#### 四、品牌强度倍数的确定

Interbrand 公司发布的品牌实力评估标准表不完全适用于中国市场，比如其中的“国际形象”因素，中国大多数品牌影响力有限，品牌辐射范围仅局限于地区或者中国境内。其次，由于保密问题，Interbrand 模型没有详细说明品牌强度的确定过程。因此要对品牌实力评估标准表进行改进。将“国际形象”因素替换为“品牌发展潜力”，并加入具体衡量因素，将部分定量指标加入品牌实力评估标准表。

表 3.6 改进的品牌强度倍数表

| 因素   | 衡量因素                           | 得分 |
|------|--------------------------------|----|
| 领导力  | 相对市场占有率 绝对市场占有率 净资产收益率 总资产周转率  | 25 |
|      | 资产负债率 品牌产品技术 规模效益 品牌综合竞争力      |    |
| 稳定性  | 品牌知名度 品牌美誉度 顾客复购率 消费者满意度       | 15 |
| 市场性质 | 市场供求情况 市场竞争情况 市场进入难易度 市场政策     | 10 |
| 发展潜力 | 品牌延伸能力 品牌创新能力 品牌产品销售增长率 市场增长情况 | 25 |
|      |                                |    |
| 趋势   | 品牌年龄 品牌标识印象度 净资产收益率 存货周转率      | 10 |
| 支持   | 政府支持 媒体支持 公众支持 产品推荐率 广告投入      | 10 |
| 保护   | 品牌保护 品牌体系 品牌制度 品牌管理机构          | 5  |

在计算品牌强度时，在综合考虑上述指标的数据可获取性以及代表性选取一到二个指标进行分析。接着选取上市卤制品企业作为比较，设置各个指标最优表现的为 100 分，与待评估品牌指标的表现比较以得出其得分。继续沿用 S 曲线公式得到品牌强度倍数，S 曲线公式为：

$$\begin{cases} 250G = X^2, & X \in [0,50] \\ (G-10)^2 = 2X-100, & X \in (50,100] \end{cases}$$

其中 X 为品牌强度得分，G 为品牌乘数。

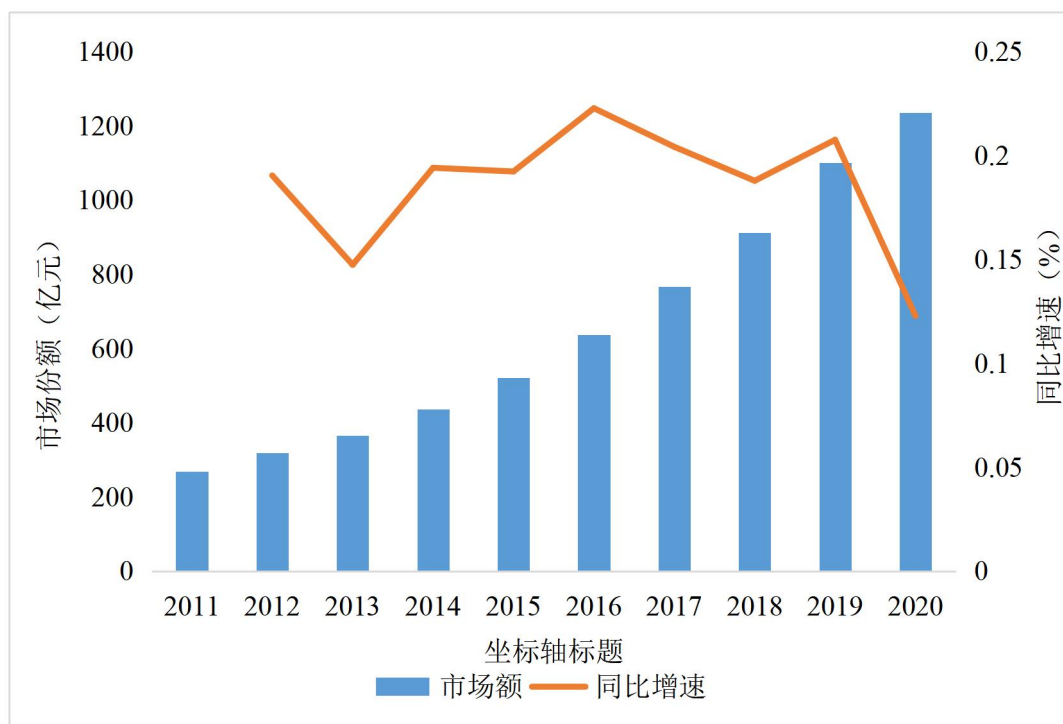
最后以公式  $\text{贴现率} = \frac{1}{\text{品牌实力乘数}}$  确定折现率。

## 第四章 案例分析

### 第一节 行业分析

#### 一、行业市场概述

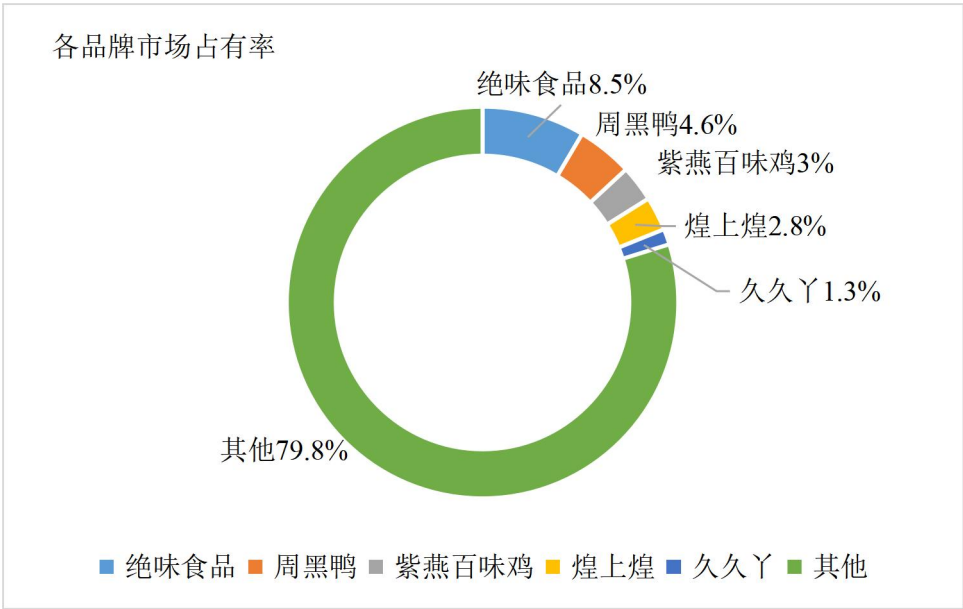
休闲食品是人们可以在闲暇时食用的快消品。其主要类别为：膨化食品，干果，糖果，肉食等。休闲食品消费周期短，消费速度快，单位产品的价格较低，消费者在消费时更多地依靠情感和冲动（秦琳琳，2015）。随居民可支配收入的增长及消费观的升级，方便快捷的休闲食品受到大众的青睐，我国的休闲食品产业发展迅速。但目前我国休闲食品市场上充斥着大量的无品牌甚至“三无”产品，企业品牌意识薄弱；行业同质化现象严重，企业研发能力不足；品牌休闲食品危机事件层出不穷，企业社会责任感较弱，法律素养较低（田玲玲，2019；刘翰文2018）。中国休闲食品行业 2015-2020 年报告数据显示休闲卤制品复合增长率最快，达到 17.6%，预计其未来增速依然保持最快。2011 年-2020 年卤制品行业市场规模如下图所示，行业市场不断扩大，扩张速度有所下降。



资料来源：Frost&Sullivan，艾媒数据中心

图 4.1 2011-2020 年卤制品行业市场规模

卤制品行业历史悠久、进槛低而且行业参与者众多，竞争格局分散。目前卤制品行业主要是三种模式：全国性连锁品牌、区域性连锁品牌以及加工作坊并存。当前，国内卤制品行业前五大企业集中指数（CR5）仅为 20.2%，卤制品加工作坊数量占比大，行业整体集中度低，如图 4.2 所示。



资料来源：沙利文、国元证券经纪

图 4.2 中国休闲卤制品行业集中度分析

销售渠道不同，休闲食品的表现不同。目前的销售渠道有：食品市场、超市及便利店、网上渠道以及其他渠道。其中食品市场销售额一直独占鳌头；同时网上渠道销售额增长率也不容小觑。受疫情影响，企业要把战略重心转向网络营销。产业链延长、实现数字化管理、冷链、物流技术进步都推动卤制品行业形成新业态。除了常规的影响品牌价值的因素：企业品牌资产、专利技术、企业管理水平以及营销战略等，线上市场还强调消费者的购买渠道，线上平台的网点设计、线下物流情况都会对品牌收益产生影响。

## 二、目前零售休闲熟卤制品市场主要竞争者

目前零售休闲熟卤制品市场主要由其他加工作坊占领，全国性连锁品牌中的主要竞争者：周黑鸭、绝味食品、江西煌上煌、上海紫燕食品、上海顶誉食品有限公司旗下的久久丫。其中已经上市的品牌只有周黑鸭、绝味食品、江西煌上煌且这三家公司市场份额占比较大，因此本文主要针对这三家公司进行分析。从三

个公司的产品种类来看，产品种类大致相似但在口味上有些许差别。从 2020 年的营业收入的表现来看，绝味鸭脖以绝对优势压倒性胜利。周黑鸭以华中地区为重点区域布局，疫情对公司打击巨大。从门店数量也能有所发现，绝味以加盟店形式快速扩张，门店数量高到上万家，是卤制品线下市场的霸主。周黑鸭的毛利率明显高于其他两家公司，因为周黑鸭采用气调包装，紧紧抓住了消费者对食品卫生和新鲜程度的追求，利用价格、口味、净重等因素，将非目标人群过滤，让周黑鸭的忠实粉丝更有粘性、更有凝聚力、更有购买力。但周黑鸭 2020 年的净利率表现不佳，因为周黑鸭决定扩张店面数量。与绝味采用加盟的形式不同，周黑鸭因供应问题、保证品控采用直营模式。直营模式下的销售成本大幅上升，挤压了企业的利润。

表 4.1 零售休闲熟卤制品市场主要竞争者对比

|              | 周黑鸭     | 绝味食品          | 煌上煌                |
|--------------|---------|---------------|--------------------|
| 产品主要种类       | 卤鸭货、素食品 | 卤鸭货、豆制品、素食、凉菜 | 卤鸭货、豆制品、素食、凉菜、米制品等 |
| 卤制食品营业收入（亿元） | 21.48   | 48.56         | 18.36              |
| 卤制食品营收占比     | 98.47%  | 92.04%        | 75.36%             |
| 卤制食品毛利率      | 55.47%  | 33.48%        | 39.78%             |
| 卤制食品净利率      | 6.93%   | 13.12%        | 11.74%             |
| 门店数量（家）      | 1755    | 12399         | 4627               |
| 重点区域布局       | 华中      | 华东、华中、华南      | 江西、浙江、广东           |

资料来源：上述各公司 2020 年年报

如下表所示，周黑鸭线上市场业务收入为 4.58 亿元，同比增长 28.29%，占同期总营业收入的 20.99%。绝味食品线上市场开拓不足，2020 年其线上销售额占同期总营业收入的 1%不到，仅有 3900 万元。从表 4.2 可以看出周黑鸭天猫旗舰店粉丝数量最多，远多于竞争对手。周黑鸭线上市场营业收入远高于绝味鸭脖，在线上市场表现出色。

表 4.2 主要竞争者线上市场表现

|               | 周黑鸭   | 绝味食品 | 煌上煌  |
|---------------|-------|------|------|
| 线上业务收入（亿元）    | 4.58  | 0.39 | 4.52 |
| 天猫旗舰店粉丝数量（万人） | 394.5 | 29   | 34   |

资料来源：淘宝、前瞻产业研究院

周黑鸭不仅在淘宝、外卖等平台布局，还紧跟时代潮流赶上“社区团购”的

风口，入驻叮咚买菜、兴盛优选、十荟团等多个社区团购平台，收获巨大效益。财报显示 2020 年周黑鸭实现社区团购收入近 7000 万元，同比增长超 3 倍。同时在 2020 年疫情期间周黑鸭董事长周富裕也参与薇娅直播间带货，为周黑鸭助力。

## 第二节 案例背景介绍

### 一、周黑鸭简介

2005 年周富裕申请注册“周黑鸭”商标，06 年注册成立公司，08 年开始品牌连锁直营，2010 年开始铺设网上售卖渠道。销售铺盖范围广阔，由华中地区逐渐拓展至全国，目前重点业务开展区域在华中及华南地区。2016 年是周黑鸭历史性的一年，它在香港联交所上市。2018 年、2019 年由于原材料供应价格大涨周黑鸭年内溢利略有下降，2020 年受疫情影响各关键指标大跌。周黑鸭痛定思痛推动六大发展战略。

表 4.3 周黑鸭公司概况

| 经营信息     | 公司概况  |
|----------|---|
| 企业名称     | 周黑鸭食品股份有限公司（简称“周黑鸭”）                          |
| 统一社会信用代码 | 914201127893155780；                           |
| 类型       | 股份有限公司(上市、自然人投资或控股)                           |
| 住所       | 武汉市东西湖区走马岭汇通大道 8-1 号(2)                       |
| 法定代表人    | 周富裕   |
| 注册资本     | 10,427.0068 万元人民币                             |
| 成立日期     | 2006 年 06 月 13 日                              |
| 营业期限     | 2006 年 06 月 13 日至无固定期限                        |
| 经营范围     | 散装食品、预包装食品批发兼零售；调料研发；食品研发；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。 |

目前周黑鸭的产品包装形式主要有气调保鲜包装、真空颗粒包装。而且在众多竞争者中目前只有周黑鸭采用非散装包装方式。周黑鸭的品牌理念是“没滋味就吃周黑鸭”；周黑鸭以打造年轻、有活力、有生活品味的品牌为目标。

### 二、周黑鸭公司的经营状况分析

从周黑鸭年报中整理出其近年营收开支状况，如表 4.4、4.5 所示。周黑鸭营收增长率在 2017 年及之前状况较好，但从 2018 年开始急剧下降，连续三年负增

长。2020 年表现不佳有疫情的因素导致，但 2018 和 2019 年的营业表现不佳已显示出周黑鸭经营模式有问题。除去 2020 年，其余年份同期的营业成本增长率保持为正，周黑鸭年报对此做出解释：原材料成本上升，导致毛利率急转直下；而且同期的销售费用和行政支大幅上涨。2019 年销售费用和行政支出合计占营业收入的 42.6%，营业成本占 43.5%，三者合计 86%；到 2020 年两者占比继续上升，分别占 52.5%、44.5%，合计占比高达 97%。周黑鸭成本费用过高并且越来越高，这些因素综合导致了净利润的增速状况非常差，连续两年在负 25%左右，2020 年因疫情影响更是惨淡。周黑鸭虽然毛利水平高，但到了 2020 年净利率只有 6.93%，且呈下降趋势；对比绝味食品，在毛利率为 33.48%的情况下净利率达到 13.12%，赚钱能力比周黑鸭强，并且除了 2020 年受疫情影响以外一直呈上升趋势。究其原因是两个品牌经营模式的不同，周黑鸭采用直营模型，绝味食品采用加盟模式。直营店所需的销售费用是周黑鸭的第一大费用支出，2019 年的销售费用为 11.33 亿元，占营收比 35.5%，而同期绝味的销售费用占营收比只有 8%。高额的直营店销售及分销开支是制约公司快速扩张、定价过高的主要原因。

表 4.4 周黑鸭近年营收利润状况

| 年份       | 2016   | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入（亿元） | 28.16  | 32.49  | 32.12   | 31.86   | 21.82   |
| 营收增长率    | 15.81% | 15.35% | -1.15%  | -0.79%  | -31.53% |
| 营业成本（亿元） | 10.61  | 12.69  | 13.64   | 13.85   | 9.71    |
| 营业成本增长率  | -      | 19.60% | 7.49%   | 1.54%   | -29.89% |
| 毛利率      | 62.32% | 60.93% | 57.53%  | 56.54%  | 55.47%  |
| 净利率      | 25.41% | 23.44% | 16.82%  | 12.79%  | 6.93%   |
| 净利润（亿元）  | 7.16   | 7.62   | 5.4     | 4.07    | 1.51    |
| 净利率增速    | -      | 6.42%  | -29.13% | -24.63% | -62.90% |

资料来源：根据周黑鸭年报整理

表 4.5 周黑鸭近年费用开支状况

| 年份        | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020    |
|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 销售费用（亿元）  | 7.01   | 9.48   | 10.82  | 11.33  | 9.17    |
| 销售费用增速    | -      | 35.24% | 14.14% | 4.71%  | -19.06% |
| 销售费用/营业收入 | 24.89% | 29.18% | 33.69% | 35.56% | 42.03%  |
| 行政开支（亿元）  | 1.42   | 1.42   | 1.79   | 2.24   | 2.28    |
| 行政开支增速    | -      | 0.00%  | 26.06% | 25.14% | 1.79%   |
| 行政开支/营业收入 | 5.04%  | 4.37%  | 5.57%  | 7.03%  | 10.45%  |

资料来源：根据周黑鸭年报整理



### 三、周黑鸭的成长状况分析

本文用比率分析法衡量周黑鸭在 2016 年-2020 年的经营能力,根据周黑鸭年报数据整理出下表。

表 4.6 周黑鸭成长性指标

| 年份        | 2016    | 2017   | 2018    | 2019    | 2020    |
|-----------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 总资产增长率    | 329.60% | 11.35% | 1.82%   | 17.68%  | 26.19%  |
| 固定资产增长率   | 14.39%  | 75.32% | 61.31%  | 52.98%  | -4.64%  |
| 主营业务收入增长率 | 15.79%  | 15.38% | -1.14%  | -0.81%  | -31.51% |
| 净利润增长率    | 29.48%  | 6.42%  | -29.13% | -24.63% | -62.90% |

资料来源：根据周黑鸭年报整理

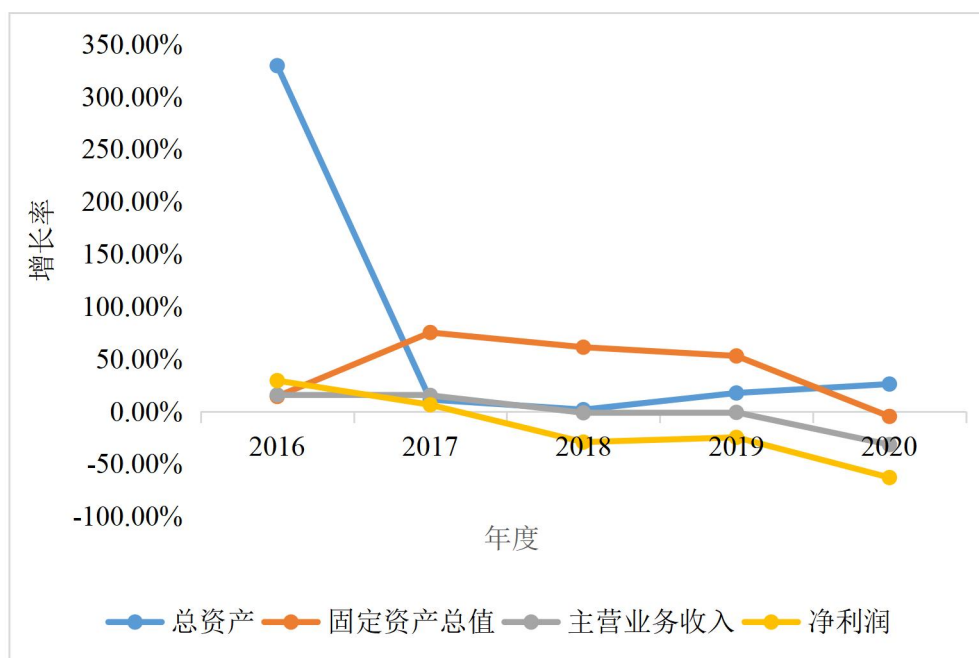


图 4.3 周黑鸭近 5 年成长性指标

从以上图表数据可以看出,2016 年因成功上市所有者权益增加,周黑鸭总资产规模极速扩张。2019 年、2020 年周黑鸭放发展式特许经营权总资产规模增长。2017-2019 年周黑鸭陆续兴建投产华北、华南工业园,固定资产逐年增长。周黑鸭近 5 年的主营业务收入和净利润表现均不佳,成长性较差。

周黑鸭 2019 年底决定开放发展式特许经营权,根据年报整理数据(图 4.3)看出 2020 年周黑鸭线下门店数量激增,达到 1755 家,其中 33%是特许经营门店。

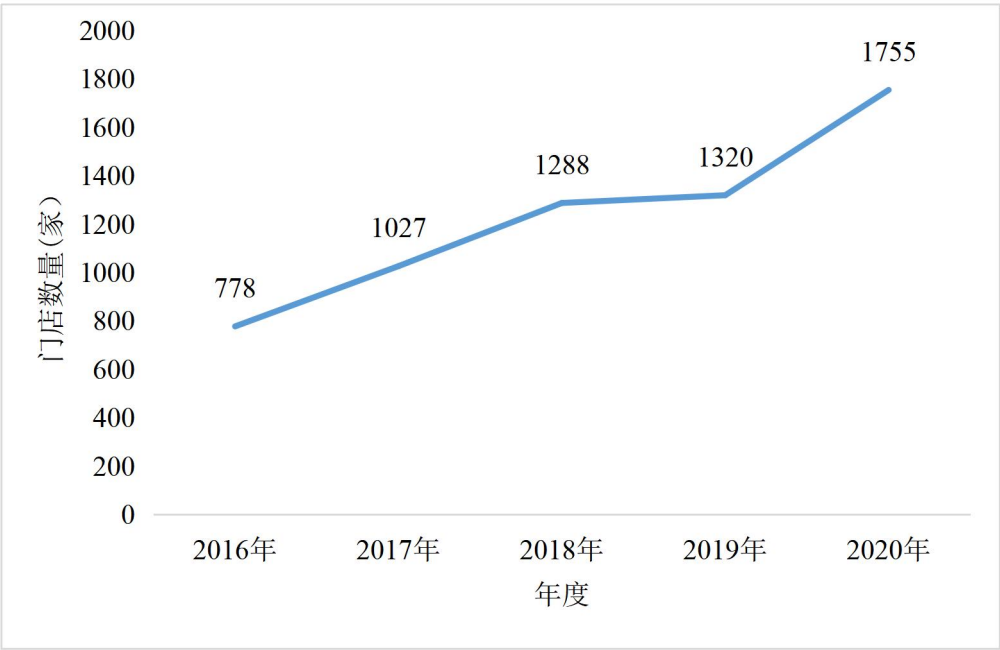


图 4.4 周黑鸭近 5 年门店数目

目前中国卤制品行业市场尚未定型，周黑鸭仍处于卤味绝佳赛道，其自身具有良好的品牌根基，期待看到周黑鸭改革所释放的弹性。

### 第三节 周黑鸭品牌价值评估

#### 一、评估基本事项

##### （一）评估目的

为周黑鸭国际控股有限公司经营评价中的财产重新估价，确定周黑鸭品牌资产在 2020 年 12 月 31 日的市场价值。

##### （二）评估对象及范围

评估对象是截止 2020 年 12 月 31 日周黑鸭国际控股有限公司品牌价值。

评估范围是截止 2020 年 12 月 31 日周黑鸭国际控股有限公司的全部资产和负债。评估前流动资产 43.24 亿元，非流动资产 25.91 亿元，流动负债 12.61 亿元，非流动负债 15.53 亿元，总资产合计 69.14 亿元，总负债合计 28.14 亿元。

##### （三）价值类型

价值类型为市场价值。

##### （四）评估基准日

评估基准日为 2020 年 12 月 31 日。

### （五）评估假设

评估假设是指在评估时，评估师依据客观发展趋势对一些不确定的情况进行合理推定。本文评估的假设包括基本假设、一般假设以及本次评估假设。基本假设包括交易假设、公开市场假设以及资产持续经营假设。一般假设包括国家和社会宏观环境无重大变化；休闲食品行业未来发展速度保持目前水平；企业未来不会发生对其经营状况有重大影响的事项以及无其他不可抗力及不可预见因素对资产造成重大不利影响。本次评估假设包括资产未来收益期相关现金流入、现金流出为均匀发生；Interbrand 模型假定品牌实力决定应用于品牌利润的乘数。

本文评估结论在评估基准日以及上述评估假设下成立。

## 二、周黑鸭市场细分

由于疫情、配送链、保鲜技术、社区团购、外卖等发展，除了以往的线下直营模式，周黑鸭目前及未来还会重点发展线上市场。新冠肺炎疫情在一定程度上制约了人们的日常生活，对零售业造成了很大的冲击，消费场景也在逐步向线上转移。周黑鸭公司顺应时代潮流，快速地进行在线经营战略的调整。周黑鸭在短视频和直播领域的发展，在抖音、快手等 10 个新的电商平台上建立了自己的销售渠道。基于用户的洞察力，利用大数据构建新品，更新产品品类，推出 20 余款新品。周黑鸭线上销售情况表现良好，实现流量和销量双增长。因此，本文将周黑鸭分为线上市场和线下市场。

## 三、品牌收益的确定

品牌收益是指品牌所带来的利润。首先计算出过去 5 年的经济利润，再结合市场研究报告、周黑鸭年报数据分市场预测品牌未来五年税后净营业利润的增长率、总投资情况、行业加权资本成本计算得出品牌未来 5 年的经济利润。其次分市场计算出品牌作用乘数，最后分市场用未来 5 年经济利润预测值乘以品牌作用乘数得到品牌各细分市场未来 5 年的品牌收益。

### （一）经济利润的确定

改进 Interbrand 模型公式为：每个分析年度经济利润=NOPAT-资本费用。

根据周黑鸭集团年报整理出的 2015-2020 年各项数据如下：

表 4.7 2015-2020 年税后净营业利润

| 单位：亿元 |       |       |       |      |        |        |         |
|-------|-------|-------|-------|------|--------|--------|---------|
| 年度    | 销售收入  | 销售成本  | 销售费用  | 行政开支 | 财务费用   | 税项     | 年内溢利    |
| 2015  | 24.32 | 10.59 | 5.28  | 1.25 | 0.00   | 1.59   | 5.61    |
| 2016  | 28.16 | 10.61 | 7.01  | 1.42 | 0.00   | 1.95   | 7.17    |
| 2017  | 32.49 | 12.69 | 9.48  | 1.42 | 0.00   | 2.38   | 6.52    |
| 2018  | 32.12 | 13.64 | 10.82 | 1.79 | 0.00   | 1.87   | 4       |
| 2019  | 31.86 | 13.85 | 11.33 | 2.24 | 0.3212 | 1.38   | 2.7388  |
| 2020  | 21.82 | 9.71  | 9.17  | 2.28 | 0.3955 | 0.4883 | -0.2238 |

资料来源：根据周黑鸭年报整理

表 4.8 2015-2020 年线上、线下销售额

| 单位：亿元 |       |        |        |      |       |
|-------|-------|--------|--------|------|-------|
| 年度    | 销售收入  | 线上销售率  | 线下销售率  | 线上收入 | 线下收入  |
| 2015  | 24.32 | 7.10%  | 92.90% | 1.73 | 22.59 |
| 2016  | 28.16 | 9.40%  | 90.60% | 2.65 | 25.51 |
| 2017  | 32.49 | 9.54%  | 90.46% | 3.10 | 29.39 |
| 2018  | 32.12 | 9.79%  | 90.21% | 3.14 | 28.98 |
| 2019  | 31.86 | 11.53% | 88.47% | 3.67 | 28.19 |
| 2020  | 21.82 | 20.99% | 79.01% | 4.58 | 17.24 |

资料来源：根据周黑鸭年报整理

#### (1) 预测线上、线下市场未来 5 年销售收入

如表 4.5 所示，2020 年周黑鸭线下市场销售收入受疫情影响较大，因此在预测线下市场未来 5 年收益时剔除 2020 年的数据。线上市场销售收入受影响较小，因此沿用 2020 年数据。如表 4.7 所示 2016-2019 年线上销售收入平均增长率为 22.67%；线下销售收入平均增长率为 6.00%。

表 4.9 线上、线下销售收入增长率

| 年度    | 线上销售增长额  | 线上销售增长率 | 线下销售增长额 | 线下销售增长率 |
|-------|----------|---------|---------|---------|
| 2016  | 0.92     | 53.30%  | 2.92    | 12.92%  |
| 2017  | 0.45     | 17.09%  | 3.88    | 15.20%  |
| 2018  | 0.05     | 1.45%   | -0.42   | -1.41%  |
| 2019  | 0.53     | 16.82%  | -0.79   | -2.72%  |
| 2020  | 0.906542 | 24.68%  | -       | -       |
| 平均增长率 | -        | 22.67%  | -       | 6.00%   |

在 2020 年线上销售收入的基础上以 22.67%、2019 年线下销售收入的基础上以 6.00% 的增长率预测的 2021-2025 年的线上、线下销售收入如下表所示：

#### 第四章 案例分析

表 4.10 2021-2025 年线上、线下销售收入预测

| 单位：亿元  |       |       |       |       |       |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年度     | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
| 线上销售收入 | 5.54  | 6.70  | 8.11  | 9.81  | 11.87 |
| 线下销售收入 | 29.88 | 31.67 | 33.57 | 35.58 | 37.72 |

#### (2) 预测未来 5 年销售成本和各项费用

用 2016-2020 年各项成本费用占销售收入比例计算出一个平均数(见表 4.9)，乘以预测的未来 5 年收益得到周黑鸭线上、线下市场未来 5 年的销售成本和各项费用。

表 4.11 2016-2020 年销售成本和各项费用占销售收入比例

| 年度                     | 成本/销售收入 | 销售费用/销售收入 | 行政开支/销售收入 | 财务费用/销售收入 | 税项/销售收入 |
|------------------------|---------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 2016                   | 37.68%  | 24.89%    | 5.04%     | -         | 6.92%   |
| 2017                   | 39.06%  | 29.18%    | 4.37%     | -         | 7.33%   |
| 2018                   | 42.47%  | 33.69%    | 5.57%     | -         | 5.82%   |
| 2019                   | 43.47%  | 35.56%    | 7.03%     | 1.01%     | 4.33%   |
| 2020                   | 44.50%  | 42.03%    | 10.45%    | 1.81%     | 2.24%   |
| 5 年平均<br>成本费用/<br>销售收入 | 41.43%  | 33.07%    | 6.49%     | 0.56%     | 5.33%   |

表 4.12 2021-2025 年线上市场销售成本和各项费用预测

| 单位：亿元 |      |      |      |      |      |
|-------|------|------|------|------|------|
| 年度    | 成本   | 销售费用 | 行政开支 | 财务费用 | 税项   |
| 2021  | 2.30 | 1.83 | 0.36 | 0.03 | 0.30 |
| 2022  | 2.78 | 2.22 | 0.44 | 0.04 | 0.36 |
| 2023  | 3.36 | 2.68 | 0.53 | 0.05 | 0.43 |
| 2024  | 4.07 | 3.25 | 0.64 | 0.05 | 0.52 |
| 2025  | 4.92 | 3.93 | 0.77 | 0.07 | 0.63 |

表 4.13 2021-2025 年线下市场销售成本和各项费用预测

| 单位：亿元 |       |       |      |      |      |
|-------|-------|-------|------|------|------|
| 年度    | 成本    | 销售费用  | 行政开支 | 财务费用 | 税项   |
| 2021  | 12.38 | 9.88  | 1.94 | 0.17 | 1.59 |
| 2022  | 13.12 | 10.47 | 2.06 | 0.18 | 1.69 |
| 2023  | 13.91 | 11.10 | 2.18 | 0.19 | 1.79 |
| 2024  | 14.74 | 11.77 | 2.31 | 0.20 | 1.90 |
| 2025  | 15.63 | 12.47 | 2.45 | 0.21 | 2.01 |

## (3) 预测未来 5 年税后净营业利润

根据上文数据以及公式：税收净营业利润=销售收入－（销售成本+销售费用+行政开支+财务费用+税项），得出周黑鸭线上、线下市场未来 5 年税后净营业利润（见表 4.14、表 4.15）。

表 4.14 2021-2025 年线上市场税后净营业利润

单位：亿元

| 年度   | 收入   | 成本   | 销售费用 | 行政开支 | 财务费用 | 税项   | NOPAT |
|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 2021 | 2.30 | 1.83 | 0.36 | 0.03 | 0.30 | 0.73 | 2.30  |
| 2022 | 2.78 | 2.22 | 0.44 | 0.04 | 0.36 | 0.88 | 2.78  |
| 2023 | 3.36 | 2.68 | 0.53 | 0.05 | 0.43 | 1.06 | 3.36  |
| 2024 | 4.07 | 3.25 | 0.64 | 0.05 | 0.52 | 1.29 | 4.07  |
| 2025 | 4.92 | 3.93 | 0.77 | 0.07 | 0.63 | 1.56 | 4.92  |

表 4.15 2021-2025 年线下市场税后净营业利润

单位：亿元

| 年度   | 收入    | 成本    | 销售费用  | 行政开支 | 财务费用 | 税项   | NOPAT |
|------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|
| 2021 | 29.88 | 12.38 | 9.88  | 1.94 | 0.17 | 1.59 | 3.92  |
| 2022 | 31.67 | 13.12 | 10.47 | 2.06 | 0.18 | 1.69 | 4.16  |
| 2023 | 33.57 | 13.91 | 11.10 | 2.18 | 0.19 | 1.79 | 4.40  |
| 2024 | 35.58 | 14.74 | 11.77 | 2.31 | 0.20 | 1.90 | 4.67  |
| 2025 | 37.72 | 15.63 | 12.47 | 2.45 | 0.21 | 2.01 | 4.95  |

## (4) 预测未来 5 年周黑鸭总投资情况

周黑鸭总投资情况以每年的长期债务额加上股东权益来衡量。

表 4.16 2016-2020 年周黑鸭总投资情况

单位：亿元

| 年度   | D     | E     | D+E   |
|------|-------|-------|-------|
| 2016 | 0.22  | 35.96 | 36.18 |
| 2017 | 0.41  | 40.01 | 40.42 |
| 2018 | 0.48  | 41.26 | 41.74 |
| 2019 | 5.02  | 42.38 | 47.40 |
| 2020 | 15.53 | 41.01 | 56.54 |

计算出 2016-2020 年周黑鸭总投资情况增长率的平均数，据此预测未来 5 年总投资情况。

表 4.17 2016-2020 年总投资增长率

| 年度   | 总投资增长额（亿元） | 总投资增长率 |
|------|------------|--------|
| 2017 | 4.24       | 11.71% |
| 2018 | 1.32       | 3.27%  |

表 4.17 续表

| 年度   | 总投资增长额（亿元） | 总投资增长率 |
|------|------------|--------|
| 2019 | 5.66       | 13.56% |
| 2020 | 9.14       | 19.28% |
| 平均数  | 5.09       | 11.95% |

根据周黑鸭年报数据显示，周黑鸭 2019 年进行大力投资宣告“王者归来”，但由于疫情放缓了进程。因此 2019、2020 年总投资大额上升。结合东方财富网研报调查结果将总投资增长率定为 5%。

表 4.18 2021-2025 年总投资情况预测

单位：亿元

| 年度    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总投资预测 | 59.37 | 62.34 | 65.45 | 68.72 | 72.16 |

以线上、线下市场预测销售收入占预测总销售收入的比例来拆分两个市场的总投资额。

表 4.19 2021-2025 年线上、线下市场总投资比例情况预测

单位：亿元

| 年度       | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 预测线上销售收入 | 5.54   | 6.70   | 8.11   | 9.81   | 11.87  |
| 预测线下销售收入 | 29.88  | 31.67  | 33.57  | 35.58  | 37.72  |
| 两者之和     | 35.42  | 38.37  | 41.68  | 45.40  | 49.59  |
| 线上/总销售收入 | 15.65% | 17.47% | 19.46% | 21.62% | 23.94% |
| 线下/总销售收入 | 84.35% | 82.53% | 80.54% | 78.38% | 76.06% |

表 4.20 2021-2025 线上、线下市场总投资情况预测

单位：亿元

| 年度    | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总投资预测 | 59.37 | 62.34 | 65.45 | 68.72 | 72.16 |
| 线上投资额 | 9.29  | 10.89 | 12.74 | 14.86 | 17.28 |
| 线下投资额 | 50.08 | 51.44 | 52.71 | 53.87 | 54.88 |

#### （5）计算行业 WACC

目前零售休闲熟卤制品行业主要竞争者只有三家上市公司：周黑鸭、绝味食品以及江西煌上煌。因此以这三家公司 2020 年加权资本成本的平均数代替行业 WACC。

加权平均资本成本公式为：
$$WACC = \frac{D}{D+E} \times i \times (1+t) + \frac{E}{D+E} \times r,$$

即：企业投资资本折现率 =  $\frac{\text{长期负债}}{\text{投资资本}} \times \text{长期负债成本} \times (1-t) + \frac{\text{权益资本}}{\text{投资资本}} \times \text{权益资本成本}$

三家公司 2020 年长期债务、权益资本占投资资本比例如表 4.19 所示：

表 4.21 长期债务、权益资本占投资资本比例

|      | D (亿元) | E (亿元) | D+E (亿元) | D/D+E  | E/D+E  |
|------|--------|--------|----------|--------|--------|
| 周黑鸭  | 15.53  | 41.01  | 56.54    | 27.47% | 72.53% |
| 煌上煌  | 1.477  | 24.72  | 26.20    | 5.64%  | 94.36% |
| 绝味鸭脖 | 0.6346 | 49.9   | 50.5346  | 1.26%  | 98.74% |

资料来源：根据上述三家公司年报整理

长期负债成本根据年报数据中利息费用除以付息债务核算（见表 4.22）

4.22 长期负债成本 i

|      | 计息债务 (亿元) | 利息费用 (亿元) | i     |
|------|-----------|-----------|-------|
| 周黑鸭  | 1.1       | 0.04755   | 4.32% |
| 煌上煌  | 0.9274    | 0.048     | 5.18% |
| 绝味鸭脖 | 0.425     | 0.03469   | 8.16% |

资料来源：根据上述三家公司年报整理

权益资本成本用 CAPM 模型计算： $r = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$ ，即：权益资本成本 = 无风险利率 +  $\beta \times$  市场风险溢价

周黑鸭在香港上市，因此周黑鸭的市场无风险利率  $r_f$  以 2020 年底一年期的香港银行同业拆借利率（HIBOR）表示，为 0.69%；煌上煌、绝味食品均在大陆上市，因此用 2020 年五年期国债利率 4.27% 代入  $r_f$ 。 $\beta$  数据根据国泰安数据库专题研究数据得出周黑鸭、煌上煌、绝味鸭脖分别为 0.6012、1.00074、0.6965。周黑鸭的市场收益率用 2020 年恒生指数年化收益率表示，为 6.9%；绝味、煌上煌的市场收益率用 2020 年沪深 300 指数年化收益率表示，为 10.86%。2020 年这三家公司的权益资本成本测算如下表所示：

表 4.23 权益资本成本测算

|      | $r_f$ | $r_m$  | $\beta$ | r      |
|------|-------|--------|---------|--------|
| 周黑鸭  | 0.69% | 6.90%  | 0.6012  | 4.42%  |
| 煌上煌  | 4.27% | 10.86% | 1.00074 | 10.86% |
| 绝味鸭脖 | 4.27% | 10.86% | 0.6965  | 8.86%  |



由此推算出以此三家公司为代表的行业平均加权资本成本率

表 4. 24 WACC 测算

|         | D/D+E  | E/D+E  | i     | r      | t   | WACC   |
|---------|--------|--------|-------|--------|-----|--------|
| 周黑鸭     | 27.47% | 72.53% | 4.32% | 4.42%  | 25% | 4.10%  |
| 煌上煌     | 5.64%  | 94.36% | 5.18% | 10.86% | 25% | 10.47% |
| 绝味鸭脖    | 1.26%  | 98.74% | 8.16% | 8.86%  | 25% | 8.83%  |
| 平均 WACC |        |        |       |        |     | 7.80%  |

（6）预测线上、线下市场未来 5 年周黑鸭经济利润

根据上文数据预测出未来 5 年周黑鸭线上、线下经济利润如表 4.23 所示：

表 4. 25 2021-2025 年周黑鸭线上市场经济利润

单位：亿元

| 年份   | 税后净营业利润<br>① | 总投资<br>② | WACC  | 经济利润<br>③=①-②×WACC |
|------|--------------|----------|-------|--------------------|
| 2021 | 0.73         | 9.29     | 7.80% | 0.0026             |
| 2022 | 0.88         | 10.89    | 7.80% | 0.0302             |
| 2023 | 1.06         | 12.74    | 7.80% | 0.0707             |
| 2024 | 1.29         | 14.86    | 7.80% | 0.1288             |
| 2025 | 1.56         | 17.28    | 7.80% | 0.2103             |

表 4. 26 2021-2025 年周黑鸭线下市场经济利润

单位：亿元

| 年份   | 税后净营业利润<br>① | 总投资<br>② | WACC  | 经济利润<br>③=①-②×WACC |
|------|--------------|----------|-------|--------------------|
| 2021 | 3.92         | 50.08    | 7.80% | 0.0138             |
| 2022 | 4.16         | 51.44    | 7.80% | 0.1425             |
| 2023 | 4.40         | 52.71    | 7.80% | 0.2927             |
| 2024 | 4.67         | 53.87    | 7.80% | 0.4670             |
| 2025 | 4.95         | 54.88    | 7.80% | 0.6680             |

（二）品牌作用乘数的确定

周黑鸭将品牌受众定位到 90、00 后年轻人。综合上文分析以及美团、淘宝等评论来看，年轻消费者在线消费时除了看重品牌、产品包装、技术创新水平等线下市场需求驱动因素外，还看中企业的物流管理水平、销售平台以及线上营销战略。其中线上市场的营销战略有品牌在直播间的折扣活动、联合产品等。本文选择运用层次分析法计算品牌作用乘数。

(1) 线上市场品牌作用乘数确定

对于线上市场构建层次结构模型。线上市场的目标层为确定线上市场经济利润；准则层：品牌资产、产品包装、技术创新水平、物流管理、销售平台、线上营销战略；方案层：提高售价、增加销量和减少成本。

线上市场建模如下图所示：

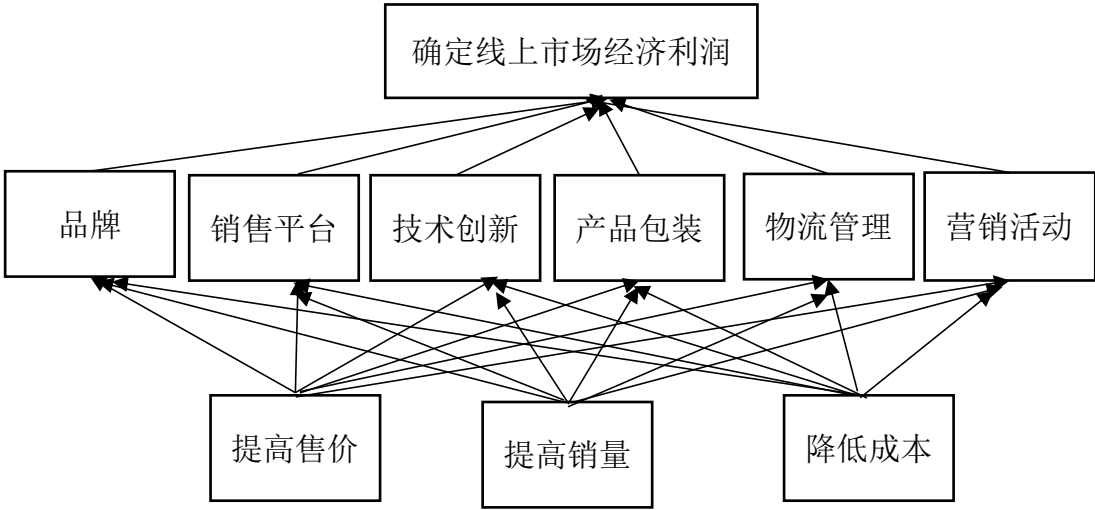


图 4.4 线上市场层次结构模型

由此建立判断矩阵 A。

$$A = \begin{bmatrix} & B_1 & B_2 & B_3 & B_4 & B_5 & B_6 \\ \text{品牌}B_1 & 1 & 3 & 2 & 3 & 3 & 3 \\ \text{销售平台}B_2 & 1/3 & 1 & 2 & 1/2 & 2 & 1/2 \\ \text{技术创新}B_3 & 1/2 & 1/2 & 1 & 1/2 & 1/2 & 1/2 \\ \text{产品包装}B_4 & 1/3 & 2 & 2 & 1 & 2 & 2 \\ \text{物流管理}B_5 & 1/3 & 1/2 & 2 & 1/2 & 1 & 1/2 \\ \text{线上营销活动}B_6 & 1/3 & 2 & 2 & 1/2 & 2 & 1 \end{bmatrix}$$

矩阵 A 的一致性检验结果检验结果如下：

表 4.27 一致性检验结果

| 指标                              | 结果     |
|---------------------------------|--------|
| $\lambda$                       | 6.5372 |
| CI                              | 0.0714 |
| CR                              | 0.0567 |
| CR=0.0567<0.1，通过一致性检验，可继续构造判断矩阵 |        |

依次构建判断矩阵  $B_1B_2B_3B_4B_5B_6$ ，及其一致性检验结果如下：

$$\begin{aligned} B_1 &= \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 2 & 3 \\ \text{提高销量}C_2 & 1/2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/3 & 1/3 & 1 \end{bmatrix} & B_2 &= \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 2 & 2 \\ \text{提高销量}C_2 & 1/2 & 1 & 2 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/2 & 1/2 & 1 \end{bmatrix} \\ B_3 &= \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 2 & 3 \\ \text{提高销量}C_2 & 1/2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/3 & 1/3 & 1 \end{bmatrix} & B_4 &= \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 2 & 3 \\ \text{提高销量}C_2 & 1/2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/3 & 1/3 & 1 \end{bmatrix} \\ B_5 &= \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 1/2 & 2 \\ \text{提高销量}C_2 & 2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/2 & 1/3 & 1 \end{bmatrix} & B_6 &= \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 1/3 & 2 \\ \text{提高销量}C_2 & 3 & 1 & 3 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/2 & 1/3 & 1 \end{bmatrix} \end{aligned}$$

表 4.28 一致性检验结果

| 指标 | B <sub>1</sub> | B <sub>2</sub> | B <sub>3</sub> | B <sub>4</sub> | B <sub>5</sub> | B <sub>6</sub> |
|----|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| λ  | 3.056          | 3.056          | 3.056          | 3.056          | 3.0092         | 3.056          |
| CI | 0.0268         | 0.0268         | 0.0268         | 0.0268         | 0.0046         | 0.0268         |
| CR | 0.0516         | 0.0516         | 0.0516         | 0.0516         | 0.0088         | 0.0516         |

CR 均<0.1，通过一致性检验。

最后品牌、产品包装、线上营销活动、销售平台、物流管理、技术创新权重计算结果分别为 0.3488、0.1928、0.1535、0.1222、0.0973、0.0854。

因此线上市场品牌作用乘数为 0.3488。

(2) 线下市场品牌作用乘数确定

对于线下市场构建层次结构模型。线下市场的目标层为确定线下市场经济利润；准则层：品牌资产、产品包装、技术创新、营销战略；方案层：提高售价、增加销量和减少成本。线下市场建模如下图所示：

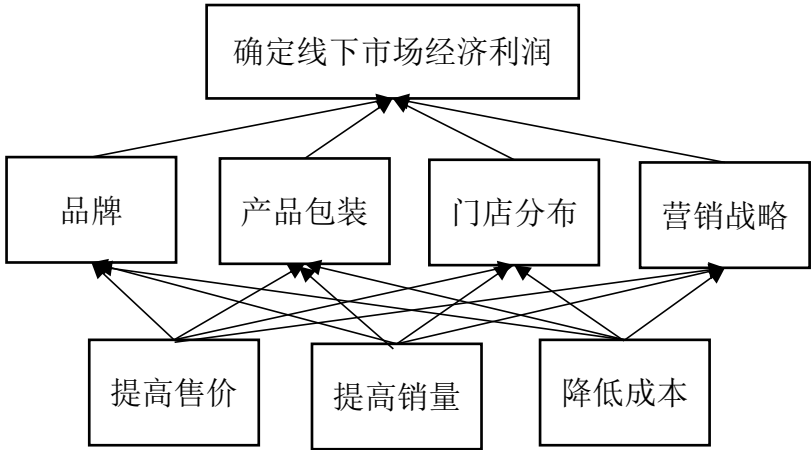


图 4.5 线下市场层次结构模型

由此建立准则层相比于目标层的判断矩阵  $A$ 。

$$A = \begin{bmatrix} & B_1 & B_2 & B_3 & B_4 \\ \text{品牌} B_1 & 1 & 3 & 3 & 3 \\ \text{产品包装} B_2 & 1/3 & 1 & 2 & 2 \\ \text{门店分布} B_3 & 1/3 & 1/2 & 1 & 1/2 \\ \text{营销战略} B_4 & 1/3 & 1/2 & 2 & 1 \end{bmatrix}$$

矩阵  $A$  的一致性检验结果检验结果如下：

表 4.29 一致性检验结果

| 指标                              | 结果     |
|---------------------------------|--------|
| $\lambda$                       | 4.1431 |
| CI                              | 0.0477 |
| CR                              | 0.0536 |
| CR=0.0454<0.1，通过一致性检验，可继续构造判断矩阵 |        |

依次构建判断矩阵  $B_1B_2B_3B_4$ ，及其一致性检验结果如下：

$$B_1 = \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价} C_1 & 1 & 2 & 3 \\ \text{提高销量} C_2 & 1/2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本} C_3 & 1/3 & 1/3 & 1 \end{bmatrix} \quad B_2 = \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价} C_1 & 1 & 2 & 3 \\ \text{提高销量} C_2 & 1/2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本} C_3 & 1/3 & 1/3 & 1 \end{bmatrix}$$

$$B_3 = \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 1/2 & 3 \\ \text{提高销量}C_2 & 2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/3 & 1/3 & 1 \end{bmatrix}$$

$$B_4 = \begin{bmatrix} & C_1 & C_2 & C_3 \\ \text{提高售价}C_1 & 1 & 1/2 & 2 \\ \text{提高销量}C_2 & 2 & 1 & 3 \\ \text{提高成本}C_3 & 1/2 & 1/3 & 1 \end{bmatrix}$$

表 4.30 一致性检验结果

| 指标 | B <sub>1</sub> | B <sub>2</sub> | B <sub>3</sub> | B <sub>4</sub> |
|----|----------------|----------------|----------------|----------------|
| λ  | 3.0536         | 3.0536         | 3.0536         | 3.0092         |
| CI | 0.0268         | 0.0268         | 0.0268         | 0.0046         |
| CR | 0.0516         | 0.0516         | 0.0516         | 0.0088         |

CR 均<0.1，通过一致性检验。

最后品牌、产品包装、门店分布、营销战略权重计算结果分别为 0.3219、0.1653、0.4091、0.1038。

因此线下市场品牌作用乘数为 0.3219。

（3）计算线上、线下市场品牌收益

综合上文分析，以预测期五年经济利润乘以品牌作用乘数得到周黑鸭未来五年两个市场的品牌收益。

表 4.31 未来五年两个市场的品牌收益

单位：万元

| 年份     | 2021  | 2022   | 2023   | 2024    | 2025    |
|--------|-------|--------|--------|---------|---------|
| 线上品牌收益 | 8.93  | 105.20 | 246.71 | 449.29  | 733.44  |
| 线下品牌收益 | 44.42 | 458.60 | 942.29 | 1503.41 | 2150.14 |

四、品牌强度倍数确定

（一）分析品牌强度七因素

本文选择了绝味食品、煌上煌、紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡等四家企业作为比较案例。之所以选择这四家企业是因为绝味食品、煌上煌这 2 家企业均为已上市的卤制食品企业，财务数据可获取。紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡的部分数据可以从行业报告中获取。久久丫、天府烤卤等未上市卤制品企业数据难以获得，不适宜于作为比较案例。

通过对四家卤味品牌进行对比，设置最佳绩效为 100 分，并将周黑鸭的各项指标与指标的最佳绩效进行对比，从而得到周黑鸭七项指标的综合评分。本文选

取的品牌强度倍数七因素、评价指标及权重如表 4.32 所示。

表 4.32 品牌强度倍数七因素、评价指标及权重

| 因素   | 衡量因素                    | 权重 (%) |
|------|-------------------------|--------|
| 领导力  | 绝对市场占有率                 | 25     |
| 稳定性  | 消费者满意度                  | 15     |
| 市场   | 市场供求情况 市场竞争情况 市场进入难易度   | 10     |
| 发展潜力 | 品牌延伸能力 品牌创新能力 品牌产品销售增长率 | 25     |
| 趋势   | 品牌年龄 净资产收益率             | 10     |
| 支持   | 政府支持 广告投入               | 10     |
| 保护   | 品牌保护 品牌管理机构             | 5      |

### 1.线上市场

#### (1) 周黑鸭品牌领导力

周黑鸭品牌领导力衡量品牌的行业地位。“绝对市场占有率”可以衡量周黑鸭的品牌领导力。绝对市场占有率=该品牌产品的市场销量/在同一市场上该类产品的销售总量，根据《2021 卤制品行业消费趋势报告》数据表明 2020 年卤制品行业市场总规模约为 1235 亿元，线下市场依旧是卤制品销售的主要渠道，占渠道销售份额达 63%，因此卤制品线上市场总额为 456.95 亿元。

表 4.33 各品牌线上绝对市场占有率

| 品牌  | 销售收入 (亿元) | 绝对市场份额 (%) |
|-----|-----------|------------|
| 周黑鸭 | 4.58      | 1          |
| 绝味  | 0.39      | 0.09       |
| 煌上煌 | 4.52      | 0.99       |

资料来源：根据上述三家公司年报整理、前瞻经济学人

卤制品行业集中度较低，相较于其他品牌，周黑鸭占到卤制品线上市场的 1%已是十分不易。从上表数据也可知周黑鸭的线上销售收入最高，因此周黑鸭线上市场品牌领导力得分为 100。

#### (2) 周黑鸭品牌稳定性

周黑鸭品牌稳定性，表示长期以来顾客对周黑鸭的品牌感知，对周黑鸭的满意度。针对线上市场，本文选用“消费者满意度”这个指标来衡量。周黑鸭在外卖平台、口碑、天猫商城运营优秀，它售后服务完善、及时处理客户评价反馈，好评度较高，顾客消费满意度度很高。基于数据可取得性以及天猫是卤制品销售的线上主要渠道，本文使用天猫旗舰店 DSR (Detail Seller Rating) 数据来衡量消费者满意度。DSR 是天猫平台基于品质体验、物流时效、售后服务、服务咨

询等八大维度严格考核，按照公式：好评分数×比率对周黑鸭进行打分。

表 4.34 各品牌 DSR 得分

| 品牌               | 周黑鸭         | 绝味              | 煌上煌             | 紫燕百味鸡           | 廖记棒棒鸡            |
|------------------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 粉丝数量（万人）         | 398         | 65.4            | 34.4            | 22.0            | 88.7             |
| 描述相符度<br>（与同行比较） | 4.8<br>（持平） | 4.7<br>（-1.3%）  | 4.7<br>（-1.01%） | 4.7<br>（-1.18%） | 4.8<br>（+6.45%）  |
| 服务态度<br>（与同行比较）  | 4.8<br>（持平） | 4.8<br>（-0.58%） | 4.8<br>（持平）     | 4.8<br>（持平）     | 4.8<br>（+27.91%） |
| 物流服务<br>（与同行比较）  | 4.8<br>（持平） | 4.8<br>（-0.71%） | 4.8<br>（-0.59%） | 4.8<br>（+6.14%） | 4.9<br>（+37.59%） |

数据来源：淘宝天猫旗舰店

假设周黑鸭的综合得分为基数 1，根据廖记棒棒鸡与同行对比所得的数据计算出与周黑鸭对比的综合得分。 $(1.0645+1.2791+1.3759)/3=1.24$ 。从表 4.34 的数据可知，消费者对廖记棒棒鸡的满意度最高，则假设廖记棒棒鸡的品牌稳定力得分为 100。则周黑鸭线上市场稳定性得分为  $100 \times (1/1.24) = 80.65$  分。

### （3）周黑鸭品牌市场力

本文从市场供求情况、市场竞争情况、市场进入难易度三个方面来分析品牌市场力。近年中国休闲食品市场规模不断扩大，其中卤制品增长速度最快，销售额、销售量除受疫情影响以外，都在不断增长。整体来看，卤制品行业发展前景明朗。线上市场竞争者众多，不过从旗舰店粉丝数量来看，周黑鸭在线上市场独占鳌头。由于运输距离，线上市场需要标准化生产、保鲜技术等投资来保障产品的产品质量和食品安全，进入卤制品线上市场的难度较大。综上所述，周黑鸭品牌市场力得分为 80。

### （4）周黑鸭发展潜力

本文从品牌延伸能力、品牌创新能力、品牌产品销售增长率三个方面分析周黑鸭线上市场的品牌发展潜力。周黑鸭目前没有跨界发展，没有将周黑鸭这个品牌延伸到新产业上，品牌延伸能力弱。在创新方面，周黑鸭积极进行研发力的创新和提升，发售周黑鸭“不辣系列”、小龙虾虾球虾尾等新品。周黑鸭拥抱年轻用户，与消费群体互动性较高，开设智慧门店、会员体验店、各类主题店，都有益于周黑鸭品牌建设。绝味鸭脖、煌上煌的卤制品口味创新力不如周黑鸭。绝味联手小红书，煌上煌联手良品铺子出联名款，品牌宣传力增强。

表 4.35 各品牌线上销售收入情况

|        | 单位：亿元  |         |        |
|--------|--------|---------|--------|
|        | 周黑鸭    | 绝味      | 煌上煌    |
| 2019 年 | 3.56   | 0.07    | 3.24   |
| 2020 年 | 4.58   | 0.39    | 4.52   |
| 销售增长率  | 28.65% | 457.14% | 39.51% |

数据来源：choice 数据

由上表可知，从销售收入额来看，周黑鸭表现最佳，从销售增长率来看，绝味鸭脖由于基数太小增长率最高，煌上煌增长率优于周黑鸭。综上所述，周黑鸭线上市场品牌发展潜力得分为  $100 \times (28.65\%/39.51\%) = 72.51$  分。

#### （5）周黑鸭品牌趋势

品牌趋势力可回顾品牌的历史，更多地是衡量品牌未来是否能健康可持续发展。净资产收益率是衡量企业品牌经营效益的核心指标，资产负债率是品牌的负债水平及风险程度的重要判断标准。存货周转量可以显示产品销售状况。本文综合分析以上指标来得到周黑鸭品牌趋势得分。

周黑鸭 2005 年申请该商标，截至 2020 年品牌年龄长达 15 年。真正将周黑鸭品牌推广向全国在 2011 年，周黑鸭借助资本力量，迅速进入发展快车道。周黑鸭致力于打造年轻化、趣味化、多元化品牌，成功从佐食转型为娱乐潮牌美食，品牌标识印象度较高。绝味鸭脖 2008 年申请该商标，2013 年取得注册商标，截至 2020 年品牌年龄 12 年。煌上煌的前身是 1993 年成立的南昌皇上皇烤禽社，煌上煌集团有限公司成立于 2001 年 6 月，截至 2020 年其品牌年龄为 19 年。

表 4.36 各品牌营业利润增长率

|     | 单位：%   |        |        |           |
|-----|--------|--------|--------|-----------|
|     | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 平均营业利润增长率 |
| 周黑鸭 | -6.72  | -2.49  | -32.82 | -14.01    |
| 绝味  | 27.08  | 21.12  | -4.97  | 14.41     |
| 煌上煌 | 16.49  | 20.89  | 27.21  | 21.53     |

数据来源：choice 数据

表 4.37 各品牌财务指标分析

|     | 净资产收益率 (%) |       |       | 资产负债率 (%) |       |       | 存货周转率 |      |      |
|-----|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|------|------|
|     | 18 年       | 19 年  | 20 年  | 18 年      | 19 年  | 20 年  | 18 年  | 19 年 | 20 年 |
| 周黑鸭 | 13.29      | 9.74  | 3.63  | 11.39     | 22.64 | 40.70 | 4.61  | 3.93 | 3.16 |
| 绝味  | 23.07      | 23.28 | 14.66 | 20.78     | 16.43 | 15.74 | 5.55  | 5.35 | 4.6  |
| 煌上煌 | 9.33       | 11.12 | 11.27 | 22.56     | 20.59 | 18.34 | 2.53  | 2.25 | 2.12 |



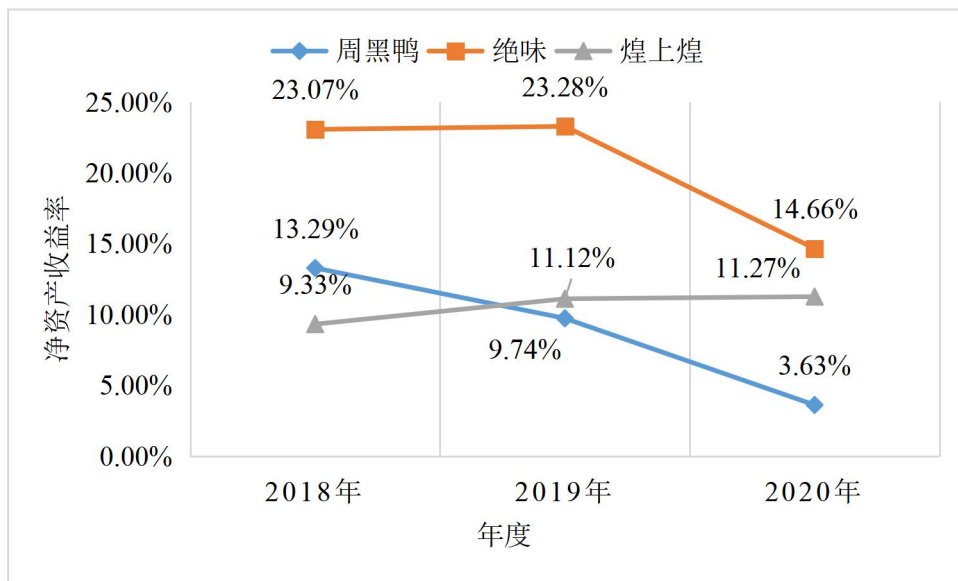


图 4.6 各品牌净资产收益率趋势

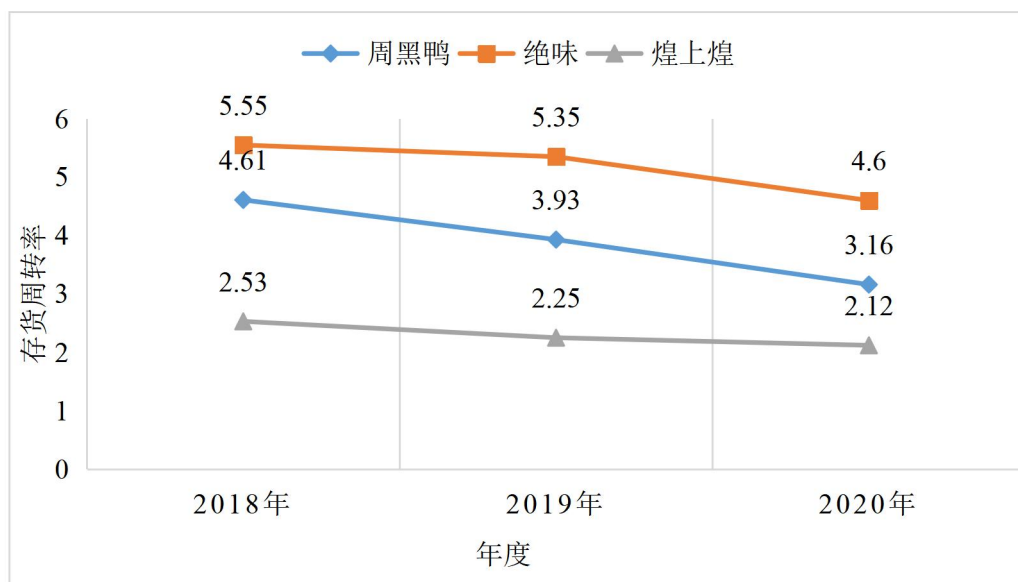


图 4.7 各品牌存货周转率趋势

从以上图表数据可以看出周黑鸭、绝味 2018-2020 年的营业增长率、净资产收益率、存货周转率都在逐渐下降，煌上煌营业增长率上升但绝对值较小，净资产收益率、存货周转率基本稳定。但总体而言绝味鸭脖品牌趋势力表现最佳，为了剔除疫情影响，本文选取 2019 年的净资产收益率作为周黑鸭品牌趋势评价指标。假设绝味的品牌趋势得分为 100。则周黑鸭的品牌趋势得分为  $100 \times (9.74/23.28) = 41.84$  分。

#### （6）周黑鸭品牌支持

从企业的外部支持和企业的内部支持来分析企业的品牌支持能力，选择“政

府补助”作为企业的外部支持，“企业的广告推广成本”作为企业的内部支持。

周黑鸭是湖北省武汉市的国家级龙头企业，促进湖北省肉鸭产业的转型升级，带动周边养殖农户脱贫致富，构建现代农业体系，得到政府的大力支持。周黑鸭善于掀起网络热潮，进驻抖音、快手等 10 余家电商新平台；疫情期间与薇娅直播互动，进行直播售卖；即使是在微博，微信等这样的非电商平台活跃度也很高，在网民心中评价地位较高，广告力度和效果较为显著。周黑鸭、绝味、煌上煌都拥有上游供应链，都是现代化农业企业，享有政府补助。周黑鸭、绝味、煌上煌公司政府补助金额及广告支出明细如表 4.38、4.39 所示。

表 4.38 各品牌政府补助金额

|     |         |         |         | 单位：万元   |
|-----|---------|---------|---------|---------|
|     | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年  | 3 年平均值  |
| 周黑鸭 | 3981.1  | 4938.2  | 5604.2  | 4841.17 |
| 绝味  | 2558.25 | 4624.27 | 4089.75 | 3757.42 |
| 煌上煌 | 954.68  | 2431.2  | 2892.16 | 2092.68 |

数据来源：公司年报、披露易

表 4.39 各品牌广告宣传费用

|     |         |        |        | 单位：万元   |
|-----|---------|--------|--------|---------|
|     | 2018 年  | 2019 年 | 2020 年 | 3 年平均值  |
| 周黑鸭 | 7560.1  | 6143.9 | 3803.6 | 5835.87 |
| 绝味  | 4807.92 | 3494.8 | 3432.6 | 3911.77 |
| 煌上煌 | 177.1   | 299.46 | 184.07 | 220.21  |

数据来源：公司年报、披露易

从上表数据可知无论是政府补助金额还是广告宣传费用周黑鸭都排在第一位，内外支持力度最强，因此周黑鸭品牌支持力得分为 100。

#### （7）周黑鸭品牌资产保护

本文从品牌受法律保护和企业保护意识两方面衡量其保护力度。在中国未注册商标不受法律保护，但驰名商标除外。2011 年周黑鸭已经成为中国驰名商标。截至 2020 年 12 月 31 日各品牌商标注册数量以及侵害商标权诉讼情况如下表所示。

表 4.40 各品牌注册商标数量

|    |        |         | 单位：个 |
|----|--------|---------|------|
| 品牌 | 注册商标数量 | 侵害商标权诉讼 |      |

表 4.40 续表

| 品牌  | 注册商标数量 | 侵害商标权诉讼 |
|-----|--------|---------|
| 周黑鸭 | 526    | 323     |
| 绝味  | 315    | 148     |
| 煌上煌 | 14     | 0       |

数据来源：中国商标网、<https://www.tianyancha.com>

周黑鸭早期商标意识较落后，没有申请防御商标，导致线下市场充斥着各类仿冒产品。从企查查数据来看近年来周黑鸭公司一直就侵害商标权纠纷用法律武器维护自己的权益，2016 年纠纷案数量达到顶峰，目前仍有一桩案件在审。在品牌形象维护方面，周黑鸭与卓朴战略营销达成整体咨询战略合作，借鉴卓朴在快消、食品连锁等领域的丰富实践经验，为周黑鸭品牌的提升提供建议。无论是注册商标数量、针对侵害商标权的诉讼以及品牌资产管理，周黑鸭对品牌资产的保护力度都是最强的，因此其品牌资产保护力得分为 100。

## 2. 线下市场

### （1）周黑鸭品牌领导力

根据上文信息可知，2020 年卤制品线下市场规模约为 778.05 亿元。

表 4.41 周黑鸭线下市场品牌领导力

| 品牌  | 销售收入（亿元） | 绝对市场份额（%） |
|-----|----------|-----------|
| 周黑鸭 | 17.24    | 2.21%     |
| 绝味  | 52.37    | 6.73%     |
| 煌上煌 | 14.81    | 1.90%     |

从上表数据可以看出，周黑鸭的线下销售收入额为 17.24 亿元，市场份额约为 2.21%，排名第二。绝味的市场份额为 6.73%，排名第一，将最高市场份额 6.73% 记为 100 分，则周黑鸭的线下市场品牌领导力得分为  $100 \times (2.21\% / 6.73\%) = 32.84$  分。

### （2）周黑鸭稳定性

根据 NCBD 发布的《2020 中国卤味熟食差评大数据分析与研究报告》中的数据得出周黑鸭线下市场的得分。

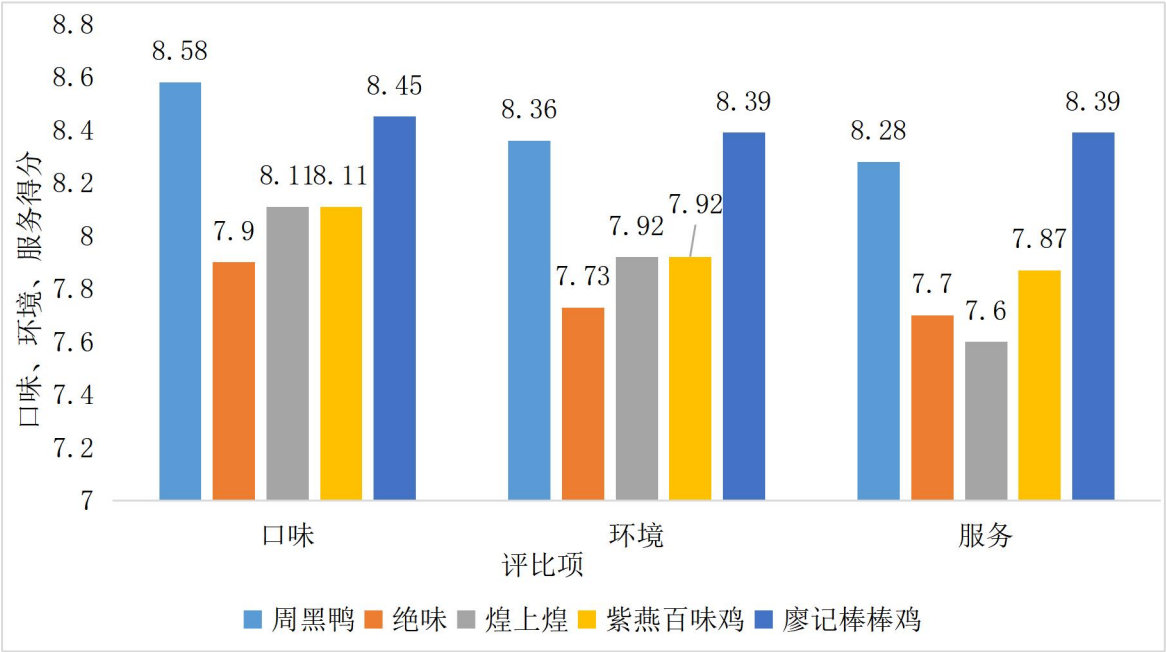


图 4.8 卤味熟食品牌口味、环境、服务对比



图 4.9 卤味熟食品牌满意度对比

根据上图数据可以看出，卤制品线下市场中周黑鸭无论是品牌满意度，还是口味、环境及服务评价都得分最高，因此假定周黑鸭线下市场品牌稳定力得分为100。

(3) 周黑鸭品牌市场力

线下市场的需求情况与线上市场相似。市场竞争情况更激烈，卤制品行业集中度较低，将近 80% 的市场都由其他加工作坊占领，周黑鸭占整个行业的 5% 左右。周黑鸭在线下市场营销不足，线下大型门店数量较少是影响其市场份额的最

大因素，直营模式、物流管理水平、工厂分布都影响了周黑鸭线下市场快速扩张。线上市场营销力度大，销售收入表现佳。卤制品行业壁垒较低，特别是小型加工作坊不需要太多资金技术，但行业整体趋势是全国性连锁店侵蚀加工作坊的市场份额，线下市场进入难易度较低。综上所述，周黑鸭线下市场力得分为 70。

#### （4）周黑鸭发展潜力

周黑鸭线下市场的品牌延伸能力、品牌创新能力与线上市场一致，品牌产品销售增长率不同。

表 4.42 各品牌线下市场销售收入情况

|        | 周黑鸭（亿元） | 绝味（亿元） | 煌上煌（亿元） |
|--------|---------|--------|---------|
| 2018 年 | 28.98   | 43.68  | 15.67   |
| 2019 年 | 28.19   | 51.65  | 17.93   |
| 2020 年 | 17.24   | 52.37  | 19.84   |
| 销售增长率  | -2.73%  | 18.25% | 14.42%  |

周黑鸭总部在湖北武汉，疫情期间使其遭受重创。因此用 2018、2019 年的数据代替 2020 年的数据。由上表可知，从销售收入额来看，绝味表现最佳，从销售增长率来看，也是绝味鸭脖表现最佳。综上所述，周黑鸭线下市场品牌发展潜力得分为 65。

#### （5）周黑鸭品牌趋势

周黑鸭线上市场和线下市场的品牌趋势相近，因此其线下市场品牌趋势得分也为  $100 \times (9.74/23.28) = 41.84$  分。

#### （6）周黑鸭品牌支持

周黑鸭线上、线下市场的品牌支持战略是一体的，因此其线下市场品牌支持力得分也为 100。

#### （7）周黑鸭品牌资产保护

周黑鸭线上、线下市场的品牌资产保护是一体的，因此其线下市场品牌支持力得分也为 100。

### （二）品牌强度七因素得分

综合上文分析，周黑鸭线上、线下市场品牌强度七因素得分结果如下表所示：

表 4.43 线上、线下市场品牌强度得分

|        |       | 线上市场   |       | 线下市场   |       |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 因素     | 权重（%） |        | 得分（X） |        | 得分（X） |
| 领导     | 25    | 100.00 | 25.00 | 32.84  | 8.21  |
| 稳定     | 15    | 80.65  | 12.10 | 100.00 | 15.00 |
| 市场     | 10    | 80.00  | 8.00  | 70.00  | 7.00  |
| 发展     | 25    | 72.51  | 18.13 | 65.00  | 16.25 |
| 趋势     | 10    | 41.84  | 4.18  | 41.84  | 4.18  |
| 支持     | 10    | 100.00 | 10.00 | 100.00 | 10.00 |
| 保护     | 5     | 100.00 | 5.00  | 100.00 | 5.00  |
| 合计 BBS | 100   |        | 82.41 |        | 65.64 |

（三）折现率的确定

将品牌实力得分带入公式，分别得出线上、线下市场品牌实力乘数。

$$\begin{cases} G_{\text{线上市场}} = \sqrt{2 \times 82.41 - 100} + 10 = 18.05 \\ G_{\text{线下市场}} = \sqrt{2 \times 65.64 - 100} = 15.59 \end{cases}$$

由此分别得出线上、线下市场折现率为：

$$r_{\text{线上市场}} = \frac{1}{18.05} = 5.54\% \qquad r_{\text{线下市场}} = \frac{1}{15.59} = 6.41\%$$

五、品牌价值评定估算

用两阶段模型分别对线上市场和线上市场品牌经济利润进行折现。两阶段模型公式如下：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{\text{品牌经济利润}}{(1+r)^t} + \frac{\text{品牌经济利润} \times (1+g)}{(r-g) \times (1+r)^n}$$
，其中 n 指预测年数，r 表示折现率，g 表示永续增长率。

表 4.44 中国 GDP 年度增长率

| 年份     | GDP 增长率 |
|--------|---------|
| 2020 年 | 2.35%   |
| 2019 年 | 5.95%   |

数据来源：www.kylc.com

本文以 2019 年和 2020 年的 GDP 增长率的平均数 4.15%作为永续增长率。

综合上述分析和数据计算出周黑鸭线上、线下品牌价值分别为：4.67 亿元、7.66 亿元。具体计算过程见下表。

表 4.45 线上市场品牌价值计算

| 单位：万元      |          |        |        |        |        |
|------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 年份         | 2021     | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   |
| 品牌资产预期收益   | 8.93     | 105.20 | 246.71 | 449.29 | 733.44 |
| 折现率        | 5.54%    | 5.54%  | 5.54%  | 5.54%  | 5.54%  |
| 折现值        | 8.46     | 94.44  | 209.87 | 362.13 | 560.12 |
| 五年预测期折现值之和 | 1235.01  | -      | -      | -      | -      |
| 永续增长率      | 4.15%    | -      | -      | -      | -      |
| 永续期折现值     | 45443.37 | -      | -      | -      | -      |
| 线上市场品牌价值   | 46678.38 | -      | -      | -      | -      |

表 4.46 线下市场品牌价值计算

| 单位：万元      |          |        |        |         |         |
|------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| 年份         | 2021     | 2022   | 2023   | 2024    | 2025    |
| 品牌资产预期收益   | 44.42    | 458.60 | 942.29 | 1503.41 | 2150.14 |
| 折现率        | 6.41%    | 6.41%  | 6.41%  | 6.41%   | 6.41%   |
| 折现值        | 41.74    | 405.01 | 782.06 | 1172.59 | 1575.99 |
| 五年预测期折现值之和 | 3977.40  | -      | -      | -       | -       |
| 永续增长率      | 4.15%    | -      | -      | -       | -       |
| 永续期折现值     | 72628.21 | -      | -      | -       | -       |
| 线下市场品牌价值   | 76605.61 | -      | -      | -       | -       |

最终得到周黑鸭品牌价值为 12.33 亿元。

## 第四节 品牌评估价值分析

### 一、与改进前周黑鸭品牌价值对比

用未细分市场的 Interbrand 贴现现金流模型计算出周黑鸭品牌价值，与改进后模型进行对比。

#### （一）计算品牌收益

同样因为 2020 年疫情原因，根据周黑鸭年报数据剔除 2020 年得到数据来预测品牌未来收益。2015 年-2019 年周黑鸭的销售收入情况如表 4.47 所示。

表 4.47 2015-2020 销售收入增长率

| 单位：亿元 |       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年度    | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
| 销售收入  | 24.32 | 28.16 | 32.49 | 32.12 | 31.86 |

表 4.47 续表

| 年度      | 2015 | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   |
|---------|------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入增长额 |      | 3.84   | 4.33   | -0.37  | -0.26  |
| 销售收入增长率 |      | 15.79% | 15.38% | -1.14% | -0.81% |
| 五年平均值   |      |        |        |        | 7.30%  |

沿用前文所得数据以及上表中的增长率预测周黑鸭未来总体品牌收益。

表 4.48 周黑鸭未来五年品牌收益

| 单位：亿元 |        |        |        |        |        |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年度    | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
| 销售收入  | 34.19  | 36.68  | 39.36  | 42.23  | 45.32  |
| 销售成本  | 14.16  | 15.20  | 16.31  | 17.50  | 18.77  |
| 销售费用  | 10.88  | 11.68  | 12.53  | 13.44  | 14.42  |
| 行政开支  | 2.22   | 2.38   | 2.55   | 2.74   | 2.94   |
| 财务费用  | 0.19   | 0.21   | 0.22   | 0.24   | 0.25   |
| 税项    | 1.82   | 1.96   | 2.10   | 2.25   | 2.42   |
| 投入资本  | 59.37  | 62.34  | 65.45  | 68.72  | 72.16  |
| WACC  | 7.80%  | 7.80%  | 7.80%  | 7.80%  | 7.80%  |
| 经济利润  | 0.28   | 0.40   | 0.55   | 0.70   | 0.88   |
| RBI   | 0.3219 | 0.3219 | 0.3219 | 0.3219 | 0.3219 |
| 品牌收益  | 0.09   | 0.13   | 0.18   | 0.23   | 0.28   |

## （二）品牌实力乘数

周黑鸭整体市场情况贴近其线下市场情况，因此品牌实力乘数沿用上文线下市场的品牌实力乘数值，为 15.59，折现率为 6.41%。

## （三）品牌价值计算

综合上述信息进行折现，可得周黑鸭品牌价值为 10.19 亿元。

表 4.49 周黑鸭未来五年品牌收益折现

| 单位：亿元     |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 年度        | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
| 品牌收益      | 0.09   | 0.13   | 0.18   | 0.23   | 0.28   |
| 折现率       | 6.41%  | 6.41%  | 6.41%  | 6.41%  | 6.41%  |
| 永续增长率     | 4.15%  | 4.15%  | 4.15%  | 4.15%  | 4.15%  |
| 未来五年折现值   | 0.08   | 0.12   | 0.15   | 0.18   | 0.21   |
| 未来五年折现值之和 | 0.73   | -      | -      | -      | -      |
| 永续期折现值    | 9.46   | -      | -      | -      | -      |
| 品牌价值      | 10.19  | -      | -      | -      | -      |



细分市场和细分市场的 **Interbrand** 模型计算结果相差 2 亿元左右。两个模型评估结果不同的原因：未改进模型没有细分市场，没有将周黑鸭分成线上、线下两个市场进行评估，忽略了线上市场的潜力。目前周黑鸭线上市场表现优于线下市场，改进模型充分考虑了线上市场的价值。而未改进的 **Interbrand** 模型将周黑鸭品牌看作整体考虑，忽略了线上市场的重要性和成长性。综上所述改进模型计算结果更准确。

## 二、品牌价值提升建议

自 2018 年以来周黑鸭销售收入增长速度放缓，被绝味鸭脖后来者居上。2020 年疫情爆发后，周黑鸭总部就位于当时的疫情中心武汉，销售情况进一步恶化。近年周黑鸭为品牌建设做了非常多概念性建设，比如电竞体验店、江豚体验店等，噱头十足但不比加盟店提高整体销售收入。结合后疫情时代背景，对周黑鸭品牌建设提出以下建议：

第一，周黑鸭要重点布局高校区域，进一步扩张线下门店数量。目前周黑鸭全国线下门店布局集中在交通枢纽和大型商圈，线下门店数量远少于其竞争对手。而卤制品消费带有冲动消费性质，周黑鸭品牌定位是要针对年轻群体，在高校附近设置门店会刺激高校学生消费。因此周黑鸭应该继续下沉市场，重点在全国高校区域布局。

第二，周黑鸭要加速线上市场布局，拓展线上销售渠道以及营销。疫情导致宅家场景的关联消费提升，强化了社区消费场景，社区团购发展如火如荼。周黑鸭应布局社区团购消费，紧跟时代热潮，进一步渗透市场。线上购物深入现代人的生活，周黑鸭要加强电商平台销售，拓展抖音、直播平台、外卖平台，建立线上线下联动的全渠道覆盖模式。

第三，周黑鸭要潜心研究爆款新品，以良好的口碑吸引并留住消费者。周黑鸭靠自己独特的配方走过十多个年头，近年虽有创新做虎皮鸡爪和香辣虾尾，但市场销量大头仍是老牌产品鸭脖、鸭翅等。周黑鸭在口味、材料创新方面应具备前卫意识，在创新方面走在行业前列。

## 第五章 研究结论与前景

### 第一节 研究结论

首先，通过对品牌价值评估方法的梳理分析，发现通过对品牌进行市场细分可以得到更加精确的评价结果，从而为品牌价值的提升提供一个更加明确的路径。可以根据品牌销售的地理位置、业务单位、产品、服务、客户群或渠道来细分市场。然后在品牌经济利润、品牌作用指数、品牌强度分析这三个方面均体现细分市场的差别，提高估值的准确度。

其次，在品牌强度乘数分析时选择一到两个具有代表性的评估标准，在合适的部分结合定量指标进行确定。品牌强度乘数分析有三个方面，财务分析层面，消费者层面，行业研究层面。引入细化定量指标评估使品牌强度乘数的确定更准确。可以引入的细化定量指标包括市场占有率、净资产收益率、总资产周转率、资产负债率、品牌产品技术、顾客复购率、消费者满意度、市场竞争情况、市场进入难易程度、品牌产品销售增长率、品牌标识印象度、政府支持等。

最后，周黑鸭品牌价值提升路径：整体而言要加大产品创新力度，用产品抓心消费者的心，升级品牌整体建设；在线下市场针对高校扩张线下门店数量，提升门店覆盖率；打造线上市场，借助电商、直播、社区团购有等线上平台构建线上销售网络，立线上线联动的全渠道覆盖模式。

### 第二节 研究不足与前景

本论文并未克服原有模型在决定品牌效应乘数与品牌强度倍数方面的主观因素；其次周黑鸭品牌的部分数据只能来源于企业内部，数据难以取得，所提供的对策建议仅限于本文的整体分析，可能存在一定的偏差。

本文的研究对于品牌资产评估的理论和实践都是有益的，同时也为同类企业的品牌资产评价工作提供了有益的借鉴。在未来研究中要进一步探究品牌作用指标和品牌强度因素指标选取的科学性和可获取性，继续探索品牌作用乘数和品牌强度乘数的转化问题。

## 参考文献

- [1]陈佩.主成分分析法研究及其在特征提取中的应用[D].西安: 陕西师范大学,2014.
- [2]董思.Interbrand 模型的改进及其在比亚迪汽车品牌价值评估的应用[D].湖南: 湖南大学,2018.
- [3]邓雪,李家铭等.层次分析法权重计算方法分析及其应用研究[J].数学的实践与认识,2012,42(7):95-100 .
- [4]范成秀、冷岩. 品牌价值评估的忠诚因子法[J].科学管理研究, 2000, 2(8):50-56
- [5]符国群.Interbrand 品牌评估法评介[J].外国经济与管理, 1999(11):37-41.
- [6]范丽丽,高喜超,叶常发. 企业基于整体无形资产的核心竞争力评价[J]科学出版社, 2010.
- [7]龚艳萍,湛飞龙.品牌价值评估的理论演进与实践探索[J].求索, 2014, (3):24-30.
- [8]顾伟.Interbrand 品牌资产评估模型述评[J].商业经济, 2012(12):26-27+43.
- [9]何颖.基于消费者视角的品牌资产研究[D].上海: 上海交通大学, 2010.
- [10]胡梦.基于 TBCI 模型的房地产开发企业品牌建设研究[D].济南: 山东大学, 2019.
- [11]贺倩.Interbrand 模型在我国品牌价值评估市场中的改进[J].时代金融, 2017(11): 234-235.
- [12]韩旭.品牌价值评估方法的改进与案例研究[D].成都: 西南交通大学, 2014.
- [13]ISO10668,《品牌评估——品牌货币价值评估要求》[S].
- [14]金晨.基于 Interbrand 模型的体育品牌价值评估研究以安踏体育为例[D].南昌: 江西财经大学, 2020.
- [15]Kevin.Lane.Keller.战略品牌管理(第三版)[M].北京:中国人民大学出版社, 2009; 04.
- [16]卢泰宏.品牌资产评估的模型与方法[J].中山大学学报, 2002(3): 88-96.
- [17]李沛霖.品牌资产评估问题研究[D].成都: 西南财经大学, 2010.
- [18]刘立阳.品牌资产评估方法研究[D].北京: 首都经贸大学, 2014, 25-35.
- [19]陆娟.品牌资产价值评估方法评介[J].统计研究, 2001, (09) 34.37.
- [20]刘红霞,杨杰等.英特公司的品牌评估模型[J].中华商标, 2005(04): 33-35.
- [21]梁城城等.国际品牌价值评价方法及最新进展[J].管理现代化, 2018(06): 86-91.
- [22]刘国华、苏勇.基于全球视角下的品牌资产评估模型[J].工业技术经济, 2010, (08): 60-64.
- [23]李继承,王芳芳.基于 Interbrand 的我国品牌价值量化评估模型研究[J].科技与管理, 2016(01):29-32+57.
- [24]李娜娜,周小婷,张红霞等.基于 Interbrand 的地理标志农产品品牌价值量化评估研究

## 参考文献

- 以柞水木耳为例[J].湖北农业科学, 2021, 60 (10): 156-161.
- [25]裴飞, 李胜男等.国内外品牌价值评估方法初探[J].现代商业, 2010, (32): 164-165.
- [26]秦琳琳.休闲食品企业营销策略研究以来伊份公司为例[D].成都: 西南交通大学, 2015.
- [27]权忠光, 李婕.新时代下品牌价值评价的挑战和机遇[J].中国资产评估, 2018 (7): 29-33.
- [28]田玲玲.基于修的 Interbrand 模型的食品行业品牌价值评估——以伊利品牌为例[D].天津: 天津财经大学, 2019.
- [29]汪海粟, 吴祺.关于品牌价值评估基本问题的几点思考[J].中国资产评估, 2013,(4): 19-25.
- [30]王成荣.品牌价值的评价与管理研究[D].湖北: 华中科技大学,2005.
- [31]王伟、吴松飞.品牌乘数估算方法的探讨[J].中国资产评估, 2011 (02): 23-25.
- [32]王少华.“新零售”背景下休闲食品零售业转型发展研究——以三只松鼠和良品铺子为例[D].山东: 山东建筑大学, 2020.
- [33]夏娟.品牌价值评估方法的比较分析[J].对外经贸, 2012 (05): 102-103.
- [34]肖雯.基于 Interbrand 评估法的格力品牌资产评估研究[D].长沙: 湖南大学, 2013.
- [35]阮咏华.品牌价值内涵探讨及评估应关注的问题[J].中国资产评估, 2014 (3): 24-30.
- [36]苑泽明、马玉.中外品牌评估比较研究国内外品牌价值评估方法初探[J].现代财经, 2008(03):73-78.
- [37]袁洁.基于 TBCI 饮食品牌发展分析——以怀石料理和历家菜为例[J].2011,(05):122-123.
- [38]杨卫.品牌价值评估客观性研究——对 INTERBRAND 评估方法的几点改进[D].江西: 华东交通大学,2006.
- [39]朱瑞庭、许林峰.品牌价值的理论、模型及其评估[J].商业时代, 2003 (13): 44-45.
- [40]张珏, 张振宇.品牌价值评估方法研究综述[J].价值工程, 2020, (11): 291-292.
- [41]周晓东、张胜前.品牌资产评估方法的分析与比较[J].经济师, 2004, (04): 252-254.
- [42]邹文涛、严奉宪.品牌强度评价方法研究[J].安徽农业科学, 2007 (21): 6611-6612.
- [43]曾红.基于 Interbrand 法的品牌资产评估方法的改进[J].商, 2016 (14): 141-121.
- [44]朱梅.品牌绩效影响因素和评价方法研究[D].上海: 东华大学, 2007
- [45]朱会静.基于 Interbrand 模型品牌价值评估研究——以华为为例[D].云南财经大学,2018.
- [46]Aaker.D.Managing Brand Equity: capitalizing on the value of a brand name[M]. New York: Free press1991.
- [47]F.M and M.H. Miller. The Cost of Capital [DJ. Corporation Finance and the Theory of Investment American Economic Review, 1958, 48:267-297.

## 参考文献

- [48] Gabriela Salinas. The International Brand Valuation Manual[M]. Hoboken : John Wiley & Sons, 2009: 65-103.
- [49] Keller, K. Conceptualizing, measuring, and managing customer-based brand equity[J]. The Journal of Marketing, 1993, 57 (1): 1-22.
- [50] Keller, K. L. Strategic Brand Management [M]. Beijing: Prentice Hall and Renmin University of China Press, 1998.
- [51] L. DUGULEANĂ 1 、 C. DUGULEANĂ. Brand valuation methodologies and practice[J]. Bulletin of the Transilvania University of Brasov, 2014 (56) : 43-52.
- [52] Leif Evanston, Patrick Sullivan. Developing a Model for Management Intellectual Capital [J]. European Management Journal, 1996, 4(14): 358-364.
- [53] Marketing Science Institute (MSI). Research Topics 1988-1990 Cambridge. In Marketing Science Institute, 1990.
- [54] Mike Rocha. Financial applications for brand valuation [DB/OL]. [www.interbrand.com](http://www.interbrand.com).
- [55] Paulo Duarte, Mario Raposo, Marlene Ferris. Drivers of snack foods impulse buying behaviour among young consumers[J]. British Food Journal, 2013, 115(9): 1233-1254.
- [56] Kenneth C. Geert. Situational Segmentation Opportunities in the Snack Food Market[J]. Journal of Food Products Marketing, 2000, 54: 1-17.
- [57] Rendon, Morales. BRAND VALUATION: A REVIEW OF INTERBRAND™ AND BRAND CAPABILITY VALUETM MODELS[J]. International Journal of Management Research and Business Strategy, 2013 (2) : 121-129.
- [58] Shelley G. Is food service a part of your marketing strategy?[J]. American Health Care Association. Provider, 1986, 12(11): 11-19
- [59] Sibyl E. The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge Based Assets [M]. San Francisco: Beret Koehler, 1997: 28-35.
- [60] Veloso C. M., Ribeiro H., Alves S. R., et al. Determinants of customer satisfaction and loyalty in the traditional retail service[C]. Economic and Social Development (Book of Proceedings), 22nd International Scientific Conference on Economic, 2017: 470.
- [61] Wang K, Goldfarb A. Can offline stores drive online sales?[J]. Journal of Marketing Research, 2017, 54(5) : 706-719.

## 致 谢

### 致 谢

时光荏苒，转眼我的学习生活就要结束了。完成论文定稿的这一刻，我心中既觉得如释重负，又充满不舍。我在这三年里收获的成长与满满感动都离不开我的良师益友们，非常感谢他们的帮助与陪伴。

首先我要感谢我敬爱的老师们，吕老师教会了我如何建理清表达框架，教给我许多搜索文献的方法，百忙之中也会关心我的学习和生活。刘老师也对我帮助很大，非常感谢刘老师抽时间倾听我的心声，和我一起讨论我的困惑。同时我也要感谢师兄师姐们在工作 and 学业上对我的支持和帮助。

其次我要感谢我的小伙伴们，感谢在我开心、不开心的时刻都有你们的陪伴，感谢你们在我压力山大时向我伸出援助之手，我很有幸在云财与你们相遇相知，希望我们的友谊长存。

最后我要感谢我的父母，我的父母是我强大的精神支柱和后盾，正是他们的无限包容和付出让我能拥有今天的幸福。

送君千里，终须一别，祝所有老师同学学习工作顺利，诸事顺心。也祝我自己能听从我心，砥砺前行。