

审慎推荐-A (首次)

绝味食品 603517.SH

目标估值: 42.9-53.1 元

当前股价: 41.05 元

2017 年 04 月 27 日

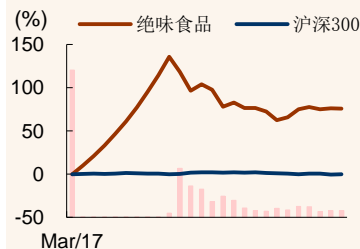
覆盖全国的卤味食品巨头

基础数据

上证综指	3135
总股本 (万股)	41000
已上市流通股 (万股)	5000
总市值 (亿元)	167
流通市值 (亿元)	20
每股净资产 (MRQ)	5.7
ROE (TTM)	17.7
资产负债率	19.3%
主要股东	湖南聚成投资有限公司
主要股东持股比例	38.35%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	154	154
相对表现	22	152	145



资料来源: 贝格数据、招商证券

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

鸭脖作为具备“辣+肉+嚼”三重上瘾因素的食品,起源于餐桌,近年来成为风靡全国的卤味零食。绝味食品正是以鸭脖为核心产品,依托加盟门店模式,在全国范围内,形成具有七千余家门店的卤味食品巨头。公司起源大众,走的是覆盖全国、渠道下沉的道路,未来空间来自渠道下沉、品类拓展。我们测算,公司门店仍有翻倍空间。期待公司在门店精细化管理及提升盈利等方面加大投入。预计未来三年可保持 20%左右增速,17-19 年 EPS 为 1.16, 1.43 和 1.77 元,按照 18-19 年 30 倍 PE,两年目标价区间 42.9-53.1 元。首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

- **行业剖析: 小鸭脖, 大生意。**鸭脖起源于湖北地区,以其“辣+肉+嚼”三种上瘾元素迅速风靡全国,并从餐桌走向零食,迈入休闲食品市场。2015 年,我们预计对应的卤味休闲零食市场规模在 500 亿左右,未来行业复合增长率 20%左右。鸭脖及卤制品产业进入门槛较低,独特的风味成为竞争的关键,独特的口味和口碑,是企业竞争的核心优势。
- **绝味探秘: 加盟驱动, 覆盖全国。**公司成立于 2008 年,专注于休闲卤制品的生产销售。通过“加盟连锁为主体,直营连锁为引导”的方式快速发展门店,截至 2016 年末,公司共设 7924 家门店,覆盖全国 29 个省市、自治区。
- **对标竞品: 两家鸭脖, 两种模式。**全面对比两家卤制品厂商:绝味主打麻辣、起源大众,以加盟驱动覆盖全国,散称占比高;周黑鸭主打甜辣、定位休闲时尚,追逐客流,以核心商圈直营店为经营模式,锁鲜盒装面市。从门店数据看,绝味单店收入 69 万元(考虑经销商折扣),低于周黑鸭,但门店数目 10 倍于周黑鸭,基本实现全国覆盖,且看未来仍有翻倍空间。布局范围看,绝味的区域布局相比更为均衡,而周黑鸭则集中于华中、华南地区。
- **募投项目: 扩大产能, 研发升级。**公司拟公开发行不超过 5000 万流通股,募集资金主要用于:(1)多地扩产能建设项目,合计规划新增产能 94500 吨,建设期 2 年;(2)营销网络建设及培训升级,计划在长沙组建全国运营中心,提高物流管理及市场运作能力;(3)研发中心升级建设项目。
- **未来空间: 绝味空间来自加大渠道覆盖。**截止 2015 年,我国共有 1397 个县,11315 个乡镇,20515 个镇,小型门店加盟商的渠道下沉空间仍然广阔。保守估计,未来开店密度按照地级市 2 家,县 1 家,乡 2/3 家,镇 1/3 家,县级市 1 家来计算,渠道下沉的加盟商门店空间在 16400 家左右,对比目前仍有一倍空间。
- **投资建议: 上瘾的味道, 垂涎的生意, 首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。**公司营销网络强大,产品全国布局覆盖广泛,品牌认可度高,随着未来公司的渠道加盟持续下沉,门店扩张仍有一倍空间,支撑业绩放量增长。结合考虑加盟门店发展前景,以及未来 O2O 的品类扩张等模式创新,不考虑其他业务整合,17-19 年 EPS 为 1.16, 1.43 和 1.77 元,按照 18-19 年 30 倍 PE,两年目标价区间 42.9-53.1 元。
- **风险提示: 门店管理风险、门店扩张不及预期、食品安全**

正文目录

一、行业剖析：小鸭脖，大生意.....	6
（一）休闲食品：消费升级，持续升温.....	6
（二）鸭脖卤味：从餐桌走向零食，步入高成长期.....	7
（1）产品萌发：起源于餐桌，发扬于零食.....	7
（2）空间增速：卤味零食空间 500 亿，复合增速 20%.....	7
（三）鸭脖生意经：上瘾的味道，垂涎的生意.....	9
（1）解馋才是休闲食品的真谛.....	9
（2）流行不必健康，上瘾才是王道.....	9
（3）鸭脖坐拥“辣+肉+嚼”三重瘾，美味享不尽.....	11
（4）线下门店是主要渠道.....	11
（四）行业壁垒不高，独特口味是关键.....	13
（1）生产加工链条不长，壁垒不高.....	13
（2）口味是核心，配方是关键.....	13
（五）行业集中度提升，品牌化加强.....	13
二、绝味探秘：起源大众，加盟驱动，覆盖全国.....	16
（一）公司概况：覆盖全国的卤味食品巨头.....	16
（1）产品介绍：卤味鲜食，主打鸭脖.....	16
（2）销售区域：辐射全国，以销定产.....	18
（3）股权结构：民营企业，机制灵活.....	20
（二）模式探秘：起源大众，加盟驱动，覆盖全国.....	21
（1）口感特征：起家长沙，主打麻辣.....	21
（2）产品策略：散称为主，贴近大众.....	21
（3）渠道模式：加盟驱动，覆盖全国.....	22
（4）品牌宣传：近年来加强消费者互动.....	23
三、对标周黑鸭，绝味空间来自加大渠道覆盖.....	24
（一）绝味 VS 周黑鸭：两只鸭，两条路.....	24
（二）差异根源：门店选址带来消费群体有所差异.....	26
（三）未来空间：完善模式，加大覆盖.....	26
（四）绝味发展建议：提升管理，提升盈利.....	26

(1) 提升门店精细化管理.....	26
(2) 聚焦鸭脖, 储备新品.....	27
(3) 丰富品牌内涵, 打造年轻化形象.....	27
四、募投项目: 扩大产能, 研发升级	28
(一) 多地扩建产能, 满足市场需求.....	28
(二) 扩大直营门店规模.....	29
(三) 研发创新升级, 适销对路.....	30
五、空间及估值: 坚持下沉, 门店仍有翻倍空间	31
(一) 空间测算: 门店仍有翻倍空间.....	31
(二) 盈利预测	31
(三) 投资策略	32

图表目录

图 1: 中国休闲食品行业产值 (亿元)	6
图 2: 城镇居民人均年可支配收入 (元)	6
图 3: 我国城镇人口变化情况 (万人)	6
图 4: 中国休闲卤制品市场产值 (亿元)	8
图 5: 卤味食品企业近年来营收增速	9
图 6: “辣味”零食代表——卫龙辣条.....	10
图 7: “辣味+嚼劲”零食代表——有友风爪.....	10
图 8: “甜味”零食代表——芝士蛋糕.....	10
图 9: “肉味”零食举例——猪肉脯	10
图 10: 富有嚼劲成为休闲食品特点-牛板筋.....	11
图 11: 休闲食品拆解过程本身成为趣味.....	11
图 12: 不同渠道休闲食品销售额 (亿元)	12
图 13: 休闲卤制品企业市场占有率 (按收益划分)	14
图 14: 休闲卤制品企业市场占有率 (按零售额划分)	14
图 15: 中国品牌休闲卤制品产值 (亿元)	14
图 16: 中国非品牌休闲卤制品产值 (亿元)	14

图 17: 2010 年品牌休闲卤制品份额	14
图 18: 2015 年品牌休闲卤制品份额	14
图 19: 绝味食品加盟店数量 (家)	16
图 20: 绝味食品分业务营收占比情况	16
图 21: 绝味食品休闲卤制品营收情况 (亿元)	17
图 22: 鸭副产品销售占比高	17
图 23: 绝味门店数前五省份情况 (家)	18
图 24: 加盟商构成情况 (2015 年销售额占比)	18
图 25: 绝味食门店情况及销售金额	19
图 26: 绝味食品生产基地全国分布	19
图 27: 绝味食品经营模式	20
图 28: 绝味食品股权结构图	20
图 29: 绝味鸭脖口味主打麻辣	21
图 30: 周黑鸭锁鲜包装	21
图 31: 绝味散称售卖	21
图 30: 分类业务收入来源 (亿元)	23
图 31: 北京首发“绝味号” 开往欧洲杯地铁	23
图 32: 绝味食品生产基地全国分布	25
图 33: 同类企业覆盖省市对比 (个)	25
图 34: 绝味休闲卤制品实际产能情况 (吨)	28
图 35: 规划新建产能项目对比	28
图 36: 新建产能具体规划 (吨)	29
图 37: 绝味食品直营店总数 (家)	29
图 38: 绝味食品研发投入 (万元)	30
表 1: 主要鸭脖品牌集中于两湖地区	7
表 2: 绝味食品与主要竞争对手门店情况	12

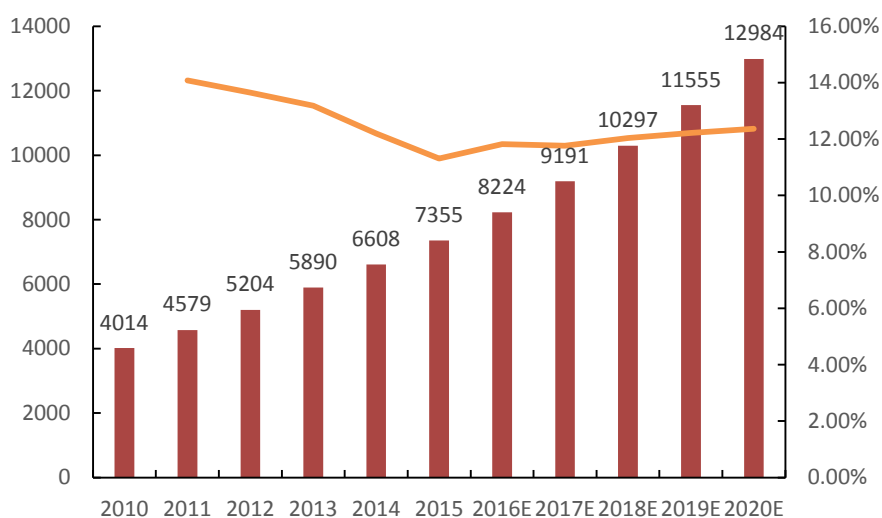
表 3: 休闲卤制品主要企业销售产品	15
表 4: 绝味休闲卤制食品分类	17
表 5: 绝味产品价格对比.....	22
表 6: 休闲卤制品行业经营模式.....	22
表 7: 绝味食品 / 周黑鸭核心指标对比.....	24
表 8: 绝味/周黑鸭主要产品价格对比	24
表 9: 绝味及对手企业门店情况比较	25
表 10: 2015 年休闲食品企业分地域收入情况对比 (亿元)	25
表 11: 公司募集资金规模及用途 (万元)	28
表 12: 公司募集资金建设直营店计划	29
表 13: 公司营销升级资金运用规划 (万元)	30
表 14: 绝味食品门店拓展空间假设	31
表 15: 绝味食品盈利预测基本假设	31

一、行业剖析：小鸭脖，大生意

(一) 休闲食品：消费升级，持续升温

我国休闲食品行业产值近万亿，未来仍将持续升温。休闲食品主要包括休闲卤制品、糖果、蜜饯、面包、蛋糕及糕点、膨化食品、炒货及饼干等。根据咨询机构 Frost&Sullivan 的市场数据，2015 年我国休闲食品行业产值达 7355 亿元，过去五年复合增长率约 12.9%。预计 2020 年我国休闲食品行业产值将达到 12984 亿元，年复合增长率维持 12% 水平。

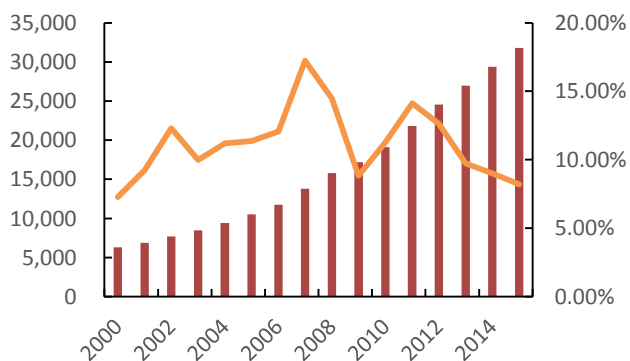
图 1：中国休闲食品行业产值（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、招商证券

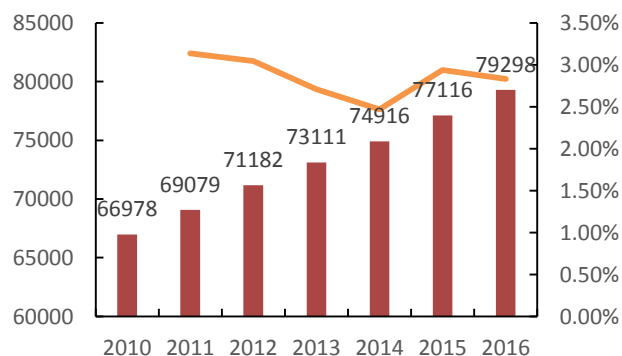
可支配收入增多，市场享城镇化红利。随着我国城镇化进程的推进和宏观经济的发展，休闲食品的主要消费群体-城镇人口总数逐年攀升，2016 年人口规模达到 7.92 亿，对应潜在消费群体巨大。同时，我国人均年可支配收入逐年攀升，2015 年城镇居民人均可支配收入 31790 元，休闲食品市场有望受益于收入增加带来的增量食品消费。

图 2：城镇居民人均年可支配收入（元）



资料来源：wind、招商证券

图 3：我国城镇人口变化情况（万人）



资料来源：wind、招商证券

(二) 鸭脖卤味：从餐桌走向零食，步入高成长期

(1) 产品萌发：起源于餐桌，发扬于零食

鸭脖起源于两湖地区餐桌。卤制鸭脖最初起源于湖南、湖北地区，街头餐馆将原先无人利用的鸭脖“变废为宝”，创新成卤味下酒菜。鸭脖因其独特的口味，在餐桌上逐渐流传开来，由湖南、湖北及四川地区起始，风靡全国。同时，两湖地区的鸭脖公司也在全国快速铺设开来，而后江西、上海也发展出了全国性连锁的卤制品公司。

表 1：主要鸭脖品牌集中于两湖地区

企业名称	简介	地区
绝味食品	中国驰名商标,国内休闲食品连锁经营行业领先企业,湖南省农业产业化龙头企业	湖南
周黑鸭	创于 1997 年,中国驰名商标,湖北省著名商标,武汉市名牌,农业产业化重点龙头企业	湖北
煌上煌	创建于 1993 年,中国驰名商标,江西省著名商标,江西省名牌,农业产业化国家重点龙头企业	江西
久久丫	鸭副产品制造销售的企业,中华名小吃,休闲食品连锁经营领先企业,知名品牌	上海
精武人家	始于 1989 年,武汉市著名商标,中华民族特色食品,知名品牌,武汉鸭脖协会理事单位	湖北
好棒美	中国驰名商标,湖南省著名商标,湖南名牌,高新技术企业,农业产业化龙头企业	湖南
汉口精武	湖北省著名商标,湖北名牌,国内最大、产业链最完整的鸭脖加工企业之一	湖北
九九精武	由精武鸭脖创始人汤腊九于 1987 年创立,具有较高知名度的鸭脖品牌	湖北
小胡鸭	湖北省名牌产品,湖北省著名商标,农业产业化省级重点龙头企业,知名品牌	湖北

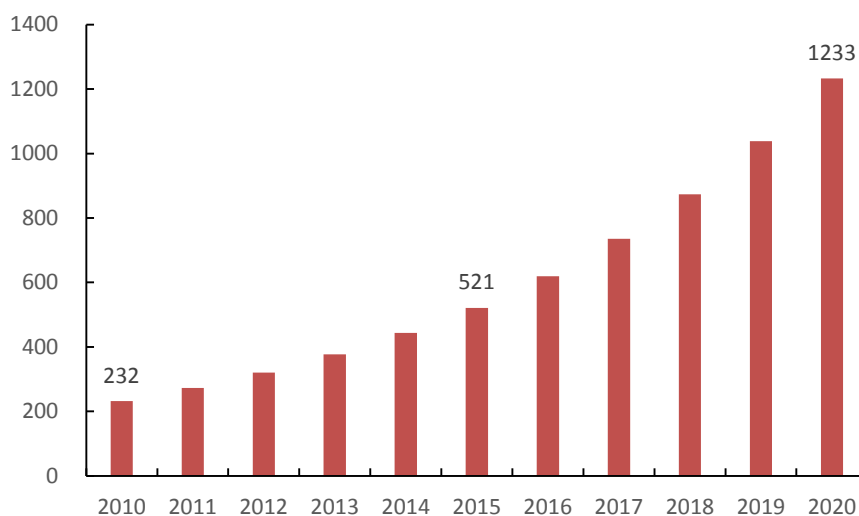
资料来源：公司网站、招商证券

鸭脖发扬于休闲零食定位。从下酒菜、佐餐食品到休闲零食的定位解放了鸭脖等卤制品的发展空间，消费场景的增多（不仅仅限于餐桌）为鸭脖带来了更多的消费群体和消费需求。零食消费更为单纯，而餐桌上鸭脖仅为配角身份（相对于主菜，其他肉类菜品），一定程度上，与餐桌消费区分为鸭脖等肉类卤制品带来了放量空间，人均消费量远大于佐餐食品的定位。

(2) 空间增速：卤味零食空间 500 亿，复合增速 20%

目前市场对规模数据差异较大。根据绝味食品招股书，我国休闲卤制食品市场规模在 2011 年就已达到 1301.43 亿元，预计 2016 年达 2230.59 亿元。根据 Frost&Sullivan 市场数据（周黑鸭招股说明书），2010 年休闲卤制品零售价值 232 亿元，2015 年则为 521 亿元，年复合增长率 17.6%，预计 2020 年将达 1235 亿元，年复合增长率 18.8%，成为消费者在休闲食品中的重要选择之一。两家公司的数据差异明显。

图 4：中国休闲卤制品市场产值（亿元）



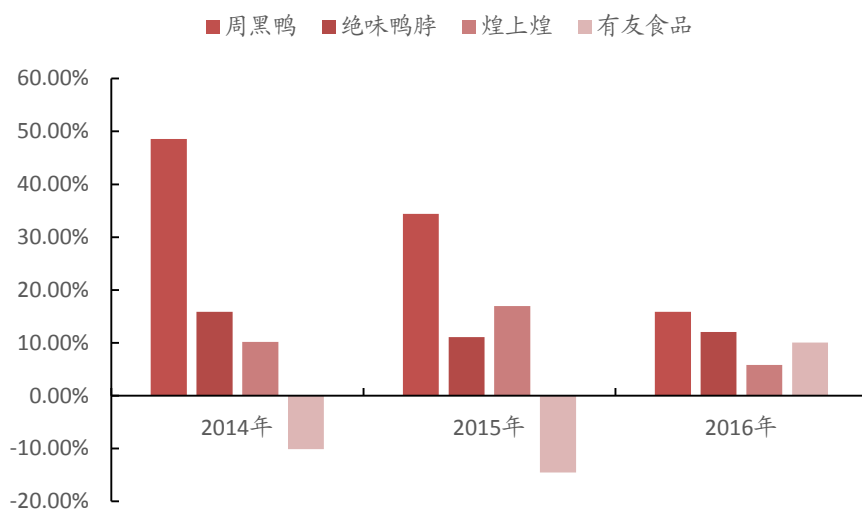
资料来源：Frost&Sullivan、招商证券

数据差异源自统计口径不同，休闲卤味零食及佐餐卤菜有所差异。两家公司不同的产品结构影响了对于休闲卤制品市场的划分，不同的界定从各自视角均有参考意义。我们认为，休闲卤味零食与传统卤菜之间，从统计上有所重叠，但行业属性和消费者习惯有很大差异，需要仔细甄别。目前看，绝味门店贴近社区，消费者以卤味零食为主，也兼顾了部分佐餐需求，周黑鸭门店多开在交通枢纽及商圈，产品需求基本以零食为主，煌上煌、紫燕百味鸡则更多是满足社区居民佐餐需求。

对于绝味而言，500 亿的市场规模预测更加有效。对于绝味而言，产品核心定位于卤味休闲零食，未来可以考虑向其他零食拓展。虽然门店贴近社区，兼顾了部分佐餐需求，但我们认为，此类需求不是公司未来发展的重点，与休闲零食相比，消费者对价格更加在意，品类需求更多，小品项产品过多会导致供应链及门店管理边际效率下降，也会带来品牌辨识度的模糊。所以 500 亿的卤味零食市场规模预测更有意义。不过我们预计，未来几年，两家公司除了在鸭副产品上，会适当拓展其他品类，届时市场整体规模数据的界定范围，将进一步得到延伸。

行业增速中枢在 15%-20%，龙头企业高增速，布局发展快。休闲卤制品市场的主要企业近年来均保持高速发展，从营收数据来看，周黑鸭在 14-15 年爆发增长，营收翻倍（14 年增速 59.8%，15 年增速 34.4%）；绝味食品近 5 年内收入增长 1.5 倍（2011 年营收 13 亿元增长至 2016 年 32.7 亿元）；有友食品也在 2016 年恢复增长，营收增速 10%。行业整体向好，在龙头企业快速扩张的环境下保持稳定发展。综合近三年龙头企业营收增速情况，及各企业门店扩张情况来看，休闲卤制品行业的增速合理区间在 15%-20%，增速的主要贡献将来源于龙头企业渠道扩张，以及品牌影响扩大释放的增量需求。从周黑鸭招股书中的预测，预计未来零食消费的比重将进一步提升（周黑鸭、绝味的发展明显好于其他竞品），休闲卤制品零食的市场将稳步扩大，持续受益于消费升级。

图 5：卤味食品企业近年来营收增速



资料来源：wind、招商证券

（三）鸭脖生意经：上瘾的味道，垂涎的生意

（1）解馋才是休闲食品的真谛

消费场景多元化，解馋、过瘾是动因。消费者购买休闲食品的目的，并非像主食或代餐产品一样果腹，而是用来打磨时间、解馋。看电视剧、电影、看球、旅途、等候，一切闲暇的时间，都可伴以零食度过。根据尼尔森的零食调研报告显示，全球消费者选择零食的主要动因均为满足渴望或过瘾，多数中国受访者将零食看成提升幸福感必不可少的因素，30%受访者将零食作为辛苦工作的犒赏，24%认为是紧张工作中的放松。

（2）流行不必健康，上瘾才是王道

零食流行不必健康，在意的是满足感。坚果、膨化、果冻、肉干、卤制品仍然是休闲食品中的主打产品，消费者在追求休闲食品带来的愉悦感时考虑的更多是短暂的满足感，而非健康问题。膨化食品的咸鲜、坚果的香味、果冻的口感和卤制品的独有风味都可能成为消费者上瘾的因素，而上瘾是对接休闲食品厂商和消费者至关重要的核心。

上瘾消费能大幅提高消费者复购率。畅销书《上瘾 500 年》中总结了酒精、烟草、咖啡因、鸦片、大麻、古柯叶等瘾品对于生活的渗透和影响，无论是酒水饮料，还是烟草或食品，一旦上瘾，产品就摆脱了昙花一现的流星式命运，也能够尽享更高的消费者重复购买率。

休闲食品的上瘾有多种元素：辣、肉、甜、嚼。休闲食品能够具备的上瘾因素可以有很多种，根据不同消费者自身偏好因人而异。辣味，肉香，甜蜜和耐嚼等特性都可以成为消费者情有独钟的理由：

- **辣——辣味零食在于短暂的精神刺激。**辣是舌头所感受到的一种痛觉，大脑在痛觉刺激的时候会释放内啡肽来减少刺激，而内啡肽产生的愉悦感易让人上瘾。鸭脖、辣条、肉干等休闲食品均以辣味主打，正是依靠独特风味把握住了嗜辣消费者的瘾性需求。最为知名的辣味零食，当属国民零食——卫龙辣条。

图 6：“辣味”零食代表——卫龙辣条



资料来源：天猫超市、招商证券

图 7：“辣味+嚼劲”零食代表——有友风爪



资料来源：天猫超市、招商证券

- **肉——产生内啡肽，带来愉悦感。**肉类食品和甜食上瘾的原理类似，高糖高脂的食物同样会让人产生内啡肽。对于内啡肽带来愉悦感的依赖会使得消费者不断寻找类似的来源，从而形成瘾性。“无肉不欢”、“肉味十足”等日常词汇便体现了消费者对于“肉味”和肉食品带来的“快感”的追求，猪肉脯、肉松饼等零食也是电商零食热销的产品之一。

图 8：“甜味”零食代表——芝士蛋糕



资料来源：食之秘官网、招商证券

图 9：“肉味”零食举例——猪肉脯



资料来源：天猫超市、招商证券

- **甜——甜食成为减压方式。**甜味休闲食品的发展从曲奇、饼干、小蛋糕到复合甜味的芝士产品，其统一特征是外形精致，口感不腻人。糖分进入到血液后，会导致血糖含量提高，胰岛素加速分泌，同时刺激大脑产生脑啡肽，起到调节情绪的作用。甜食在心理层面带来的放松也使之成为减压的一种方式。
- **嚼——咀嚼和拆解食物的过程，也是享受的过程。**正因为休闲食品逐渐被消费者定位成为消磨闲暇时间的伴侣，食物处理的过程也成为享受之一，有时甚至大于获取食物本身的快感，例如瓜子、小核桃等坚果类食品的去壳过程，鸭脖的咀嚼等。

图 10: 富有嚼劲成为休闲食品特点-牛板筋



资料来源: 天猫超市、招商证券

图 11: 休闲食品拆解过程本身成为趣味



资料来源: 天猫超市、招商证券

(3) 鸭脖坐拥“辣+肉+嚼”三重瘾，美味享不尽

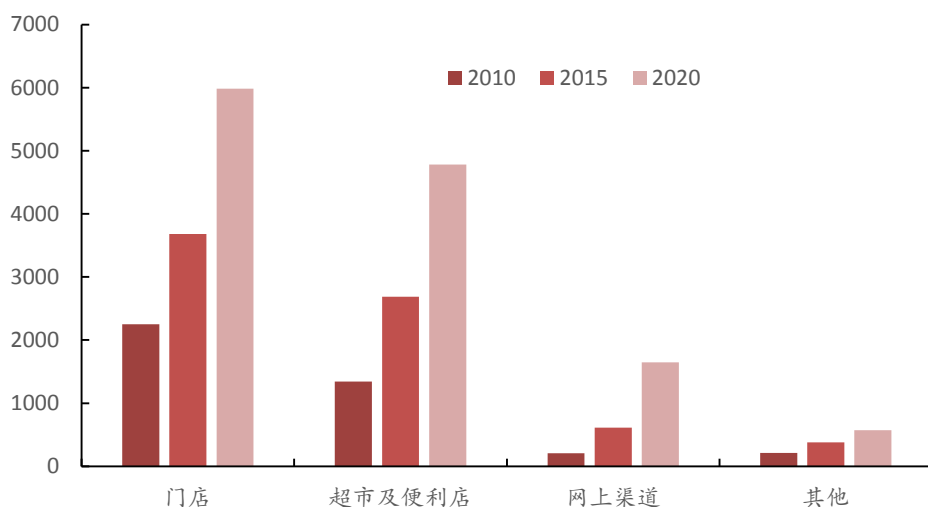
鸭脖具备至少三种上瘾元素，消费者天然复购率高。从上瘾的元素来看，鸭脖等鸭肉类卤制品至少占 3 类上瘾因素：辣+肉+咀嚼，三重因素为鸭脖捕获了一群忠实消费者。欲罢不能的辣味加之中国广大的受众群体，已经为辣味卤制品提供了坚实的消费市场基础，加上全国消费者对于辣味的尝试及对于肉制品和口感的追逐，05 年起，鸭脖开始走出湖北，风靡全国。

借助辣元素，从鸭脖到周边。从辣延伸开来，绝味在鸭副食品的开发商呈现多元化。以鸭脖为主（营收占比 35%），开发周边产品如鸭掌（营收占比 10%）、鸭锁骨（营收占比 10%）、鸭翅（营收占比 6%）和鸭肠（营收占比 4%）。此外，绝味在卤菜和豆制品方面也做出了产品研发（毛豆、藕片、海带等），且销售收入表现不俗。近年来，鸭副产品的营收占比在 65% 左右，其余接近 35% 收入由鸭副食品以外产品贡献。海带、藕片、毛豆等即满足了辣瘾需求，也促进了产品荤素结构多元化。

(4) 线下门店是主要渠道

门店及互联网成为重要销售渠道。门店一直是中国休闲食品的最大销售渠道，2015 年 50% 休闲食品通过门店销售。另一方面，互联网成为享有高增长率的重要销售渠道，根据 Frost&Sullivan 预测，2020 年网上销售休闲食品规模将达到 1646 亿元，年复合增长率达 21.8%。

图 12: 不同渠道休闲食品销售额 (亿元)



资料来源: Frost&Sullivan、招商证券

门店成为休闲卤味核心渠道。对于鸭脖而言,由于工艺问题,高温灭菌消毒会导致口感上略差,产品新鲜度至关重要,另外零食的购买多源自即时冲动消费,故对于休闲卤味零食而言,门店成为业内核心销售渠道。从实际情况看也是如此,除了来伊份有少量鸭脖,有友食品的泡椒凤爪采取的卤制工艺不同,在行业内有一席之地外,绝味、周黑鸭、久久丫等采取的都是门店销售模式。

表 2: 绝味食品与主要竞争对手门店情况

企业名称	门店情况	主要销售区域
煌上煌	2,500 家左右 (直营+加盟)	江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南、天津和江苏等
周黑鸭	700 家左右 (直营为主)	北京、江西、湖北、湖南、广东、河南、上海等
久久丫	1,000 家左右 (直营+加盟)	北京、江苏、浙江、四川、上海、广东等
紫燕	1,500 家左右 (直营为主)	四川、重庆、上海、安徽、江苏、浙江等
绝味食品	7,538 家 (直营+加盟)	湖南、湖北、江西、福建、辽宁、陕西、北京、上海、天津、浙江、河南、广西、四川、重庆、云南、贵州、山东、山西、内蒙古等

资料来源: 招股说明书、招商证券

（四）行业壁垒不高，独特口味是关键

（1）生产加工链条不长，壁垒不高

加工环节多，生产链条长，但准入壁垒不高。绝味结合卤制深加工的特点，通过选用优质植物香辛料，开发出了独特的工艺配方。卤制食品的产品质量和口味取决于原材料采购、生产工艺和仓储流通等多环节的系统控制。卤味食品对食材原料的加工链条较长，虽然性状上并未发生明显变化，但卤制的过程仍然具备一定的技术含量，一般企业和新进入者较难在短期内达到较高的质量标准和相似口感，但认真模仿，还是能做成八九成相似。

（2）口味是核心，配方是关键

口味是核心区分度，绝味主打麻辣，周黑鸭主打甜辣。绝味产品以麻、辣、鲜、香为主要特色，经过特殊辅料配置调味出的独有口味成为产品标签，与市场竞品区分开来。鸭及鸭副食品卤制品销售商的产品结构大致雷同（主要以鸭脖、鸭架、鸭肠、鸭翅等为主），所以口味成为了区分产品的关键。

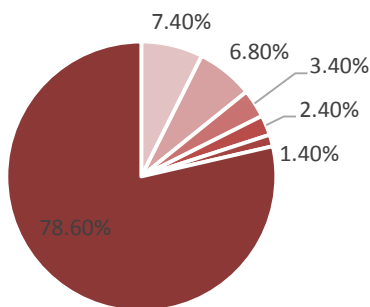
核心配方+一般配方组合保护。工艺配方是决定公司休闲卤制食品口味的主要因素，对口味的调试和把控，需要通过长期摸索和改良，一旦形成独特风味，消费者的认知很难发生变化。公司对配方配制环节实行工序隔离，将配方的设计与开发交由多个项目组分别完成，采用“核心配方+一般配方”的组合模式进行配方保护。总部研发中心相关技术管理部门掌握核心配方、分子公司技术管理部门掌握一般配方，产品的生产需要将上述两种配方组合后才能实现。配方的良好控制，使得绝味产品的独特风味难以被模仿，也为庞大的加盟店发展坚定了核心竞争力。

（五）行业集中度提升，品牌化加强

80%以上企业处于小规模、作坊式状态，行业集中度待提升。目前，我国休闲卤制食品加工的产业集中度和技术装备水平较低，80%以上的企业还处于小规模、作坊式、手工或半机械加工的落后状态，与食品安全要求不相适应。随着食品行业卫生要求的不断提高，小作坊、路边摊等零售方式将逐渐被取缔，卤制品行业的市场有望进一步向龙头企业靠拢，集中度提升尚有空间。目前统计看，绝味市场占有率为 8.9%，排名第一，行业 CR5 为 21%。

图 13: 休闲卤制品企业市场占有率 (按收益划分)

■ 绝味 ■ 周黑鸭 ■ 紫燕 ■ 煌上煌 ■ 久久丫 ■ 其他

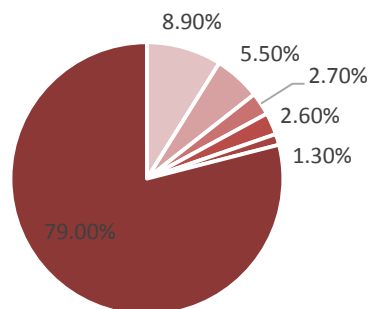


资料来源: Frost&Sullivan、招商证券

注: 绝味数据系公司财报口径, 未考虑给予经销商折扣部分 (6折左右), 若考虑终端零售额, 绝味市占率应超过 10%, 粗略估计约为 12.3%。

图 14: 休闲卤制品企业市场占有率 (按零售额划分)

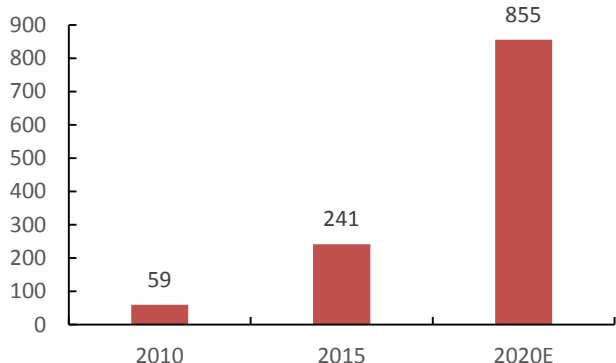
■ 绝味 ■ 周黑鸭 ■ 紫燕 ■ 煌上煌 ■ 久久丫 ■ 其他



资料来源: Frost&Sullivan、招商证券

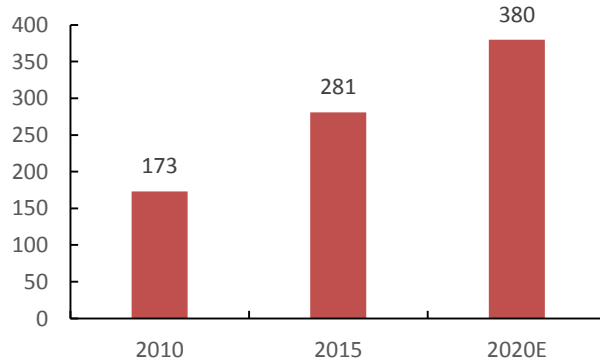
品牌知名度影响消费者选择。休闲卤制品的选择逐渐向卫生、健康发展, 品牌休闲食品因此被认为是食品质量和高标准生产的标签。数据显示, 消费行为中品牌休闲卤制品被选择较多, 这使得品牌类休闲卤制品的市场份额快速增长, 2015 年品牌类休闲卤制品市场份额约 46.2%, 预计 2020 年品牌类休闲卤制品将占比 69.2%。

图 15: 中国品牌休闲卤制品产值 (亿元)



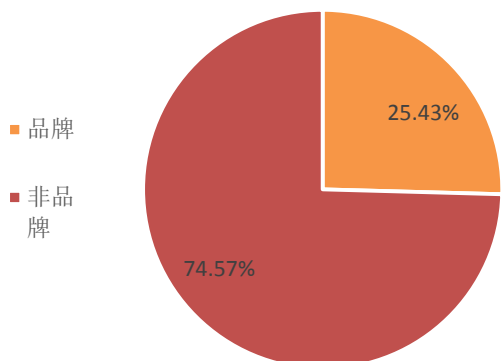
资料来源: Frost&Sullivan、招商证券

图 16: 中国非品牌休闲卤制品产值 (亿元)



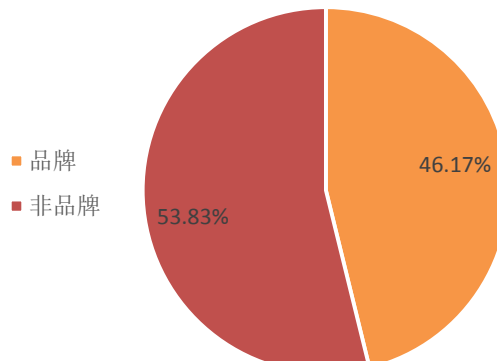
资料来源: Frost&Sullivan、招商证券

图 17: 2010 年品牌休闲卤制品份额



资料来源: Frost&Sullivan、招商证券

图 18: 2015 年品牌休闲卤制品份额



资料来源: Frost&Sullivan、招商证券

表 3: 休闲卤制品主要企业销售产品

企业名称	主要销售产品
煌上煌	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜，米制品
周黑鸭	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，香干、藕片等佐餐凉菜
久久丫	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品
紫燕	百味鸡、芙蓉鸭、油烫鸭、藤椒鸡、凤爪、鹅翅、鸭脖、夫妻肺片等酱卤肉制品，海带、云丝等佐餐凉菜
绝味食品	卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜

资料来源：招股说明书、各公司官网、招商证券

全国性连锁品牌模式优势明显。全国营销网络使得公司产品突破区域食品的销售半径限制，同时先进工艺和较高的产品质量建立了消费者信任，为大规模产能提供了良好的市场基础。

二、绝味探秘：起源大众，加盟驱动，覆盖全国

（一）公司概况：覆盖全国的卤味食品巨头

绝味食品成立于 2008 年，自公司成立以来，一直专注于休闲卤制品的生产销售。公司通过“加盟连锁为主体，直营连锁为引导”的方式快速发展门店，成为了全国规模最大，拥有门店数量最多的食品连锁企业之一。截至 2016 年末，公司共设 7924 家门店，覆盖全国 29 个省市、自治区。公司商业模式呈现“大众化”、“休闲化”、“下沉化”特点。

大众化：从选址到单价，绝味起源于大众消费。由于加盟店数量占据绝对地位，绝味的门店选址多由市场参与者选定，而加盟商往往更加接近于生活，贴近大众。从实际落位情况看，从商场、高铁等核心商圈，到街道、菜场周边等生活场所，绝味的门店更加融入大众消费，面向多年龄阶段、不同生活水平的消费者。另一方面，绝味散装散售的模式免去了包装费用在终端产品上的溢价，使得产品市场价格低于同类竞品，更加亲民和大众化。

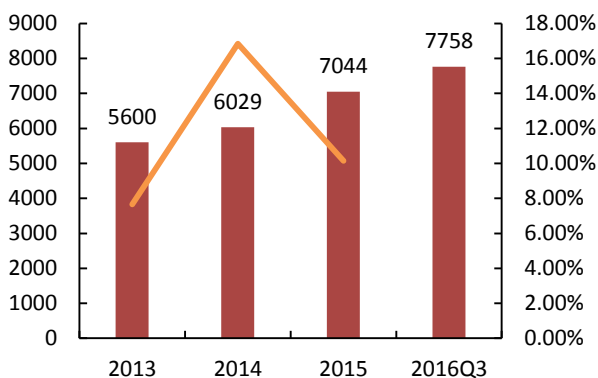
休闲化：绝味引领鸭脖从卤菜到休闲食品。鸭脖的定位已经逐渐“远离餐桌”，不再是餐饮配菜，转型为休闲食品。公司专注于鸭副产品生产，几乎没有其他肉类或整鸭的销售，从而真正区别于其他卤肉制品销售商，将卤制品休闲化，零食化，从主菜或配菜中区分出来。

下沉化：三四线市场所向披靡。绝味在三四线城市的下沉是竞品无法比拟的。门店要求小，加盟门槛低为三四线城市加盟商提供了生存空间。对比直营模式自负租金、装修和经营成本，部分三四线城市的客流量难以满足大型门店或核心商圈地带的盈亏平衡，限制了渠道下沉的空间。

（1）产品介绍：卤味鲜食，主打鸭脖

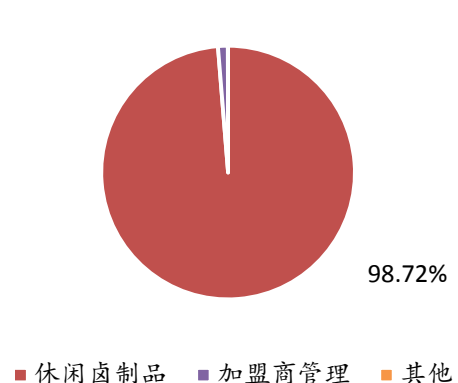
休闲卤制品是营收主要来源，增长速度快。公司 98% 的主营业务收入来自休闲卤制品的食品销售收入，加盟管理费及其他收入（屠宰业务、产品包装收入、周转箱清理）贡献占比相对较小。受益于近年来公司门店数量的快速增长，绝味卤制食品销售额近三年复合增长率达 13.3%，2016 年前三季度销售额 23.44 亿元，公司快速发展营销网络和具有良好复制性的销售模式，持续推动着营业收入的较快增长。

图 19：绝味食品加盟店数量（家）



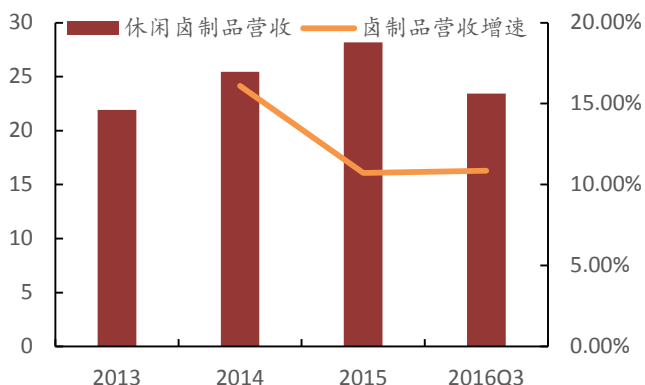
资料来源：公司公告、招商证券

图 20：绝味食品分业务营收占比情况



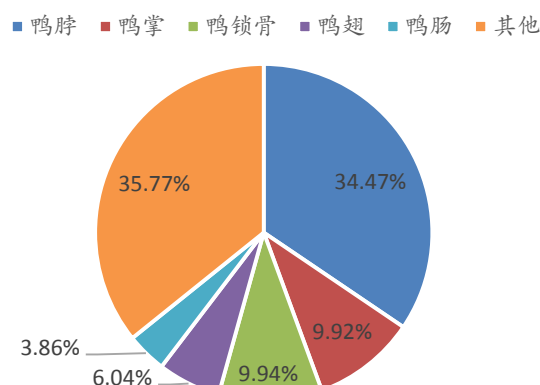
资料来源：公司公告、招商证券

图 21: 绝味食品休闲卤制品营收情况 (亿元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 22: 鸭副产品销售占比高



资料来源: 公司公告、招商证券

产品种类丰富, 鸭副鲜货产品为主。公司产品主要涵盖卤制肉制品、卤制素食、包装产品、礼品产品, 共近 200 个品类相互组合, 以满足全国不同区域消费者偏好。按产品群分类, 公司分为鲜货产品和包装产品两类: 鲜活产品保质期较短, 主要为门店直接销售的鸭脖、鸭架、鸭翅、鸭肠、招牌藕片等散装零售卤制品, 主要由地方采购、当地加工子公司、冷链物流及加盟商形成销售网络。公司 95% 以上的主营业务收入来源于鲜货产品, 包装产品、礼品产品销售主要依靠门店及网络, 但总体占比较少, 2016 年前三季度包装产品销售收入占营收比重为 0.7%。

表 4: 绝味休闲卤制食品分类

品名	部分产品图示		
鲜货产品 招牌风味系列	 <p>绝味招牌鸭脖</p>	 <p>绝味招牌鸭架</p>	 <p>绝味招牌鸭翅中</p>
	 <p>绝味招牌藕片</p>	 <p>绝味招牌毛豆</p>	 <p>绝味招牌海带</p>

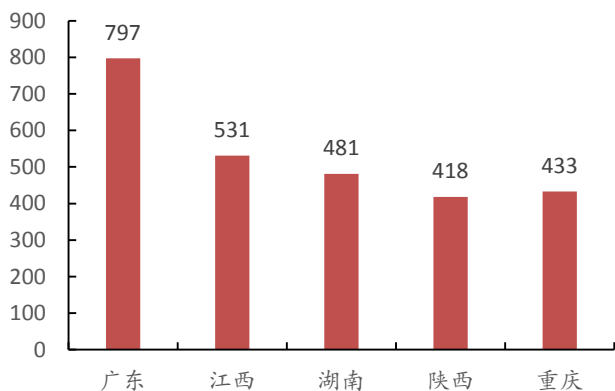


资料来源：公司网站、招商证券

(2) 销售区域：辐射全国，以销定产

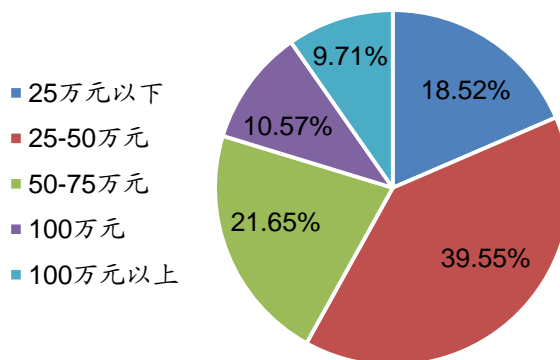
销售网络覆盖全国。公司销售网络覆盖全国 29 个省市，其中广东省门店数量最多，达 797 家。已布局省份中，湖北省门店数目较少（145 家），主要受区域内同类品牌竞争影响。总体来看，由于公司对于加盟商门店面积无特别要求，且加盟费门槛较低，绝味食品门店数目持续增长，密集辐射全国销售网络。

图 23：绝味门店数前五省份情况（家）



资料来源：招股说明书、招商证券

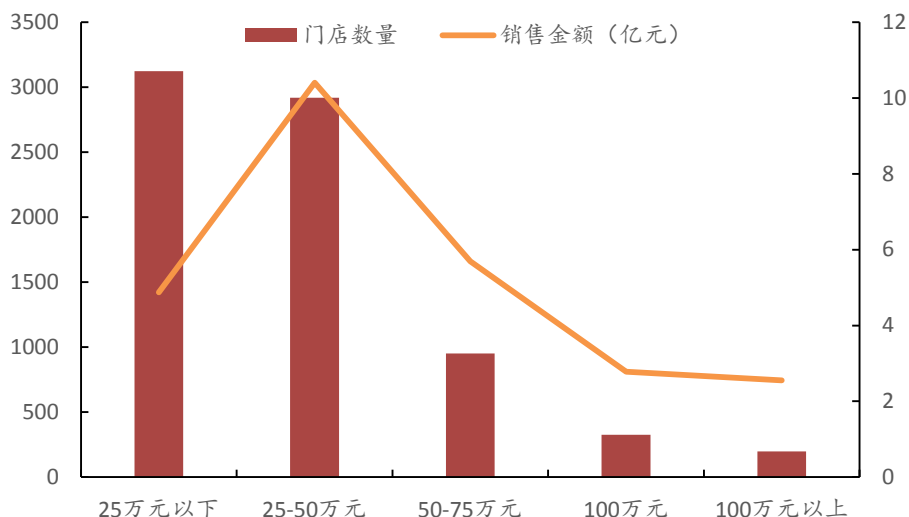
图 24：加盟商构成情况（2015 年销售额占比）



资料来源：招股说明书、招商证券

中小加盟门店成主力。从加盟门店的销售金额来看,93%的门店销售额在75万元以下,80%门店销售额在50万元以下,中小型门店成为绝味加盟店快速发展的主力,也促成了全国网络的高速布局。从渠道占比看,2015年中小型门店收入(销售额75万元以下)占加盟商渠道销售收入79.8%,门店数达到6992家。

图 25: 绝味食门店情况及销售金额



资料来源: 招股说明书、招商证券

生产配合销售, 基地辐射全国。公司产品生产基地分布广泛, 主要以冷链物流的有效配送距离作为辐射半径参考, 设置区域性生产基地。从而形成低成本、高效快速的区域供应体系。从地理位置看, 除西部地区部分省及黑龙江、吉林外, 绝味在各省均有设立生产网点, 区域联合辐射了全国绝大部分地区。

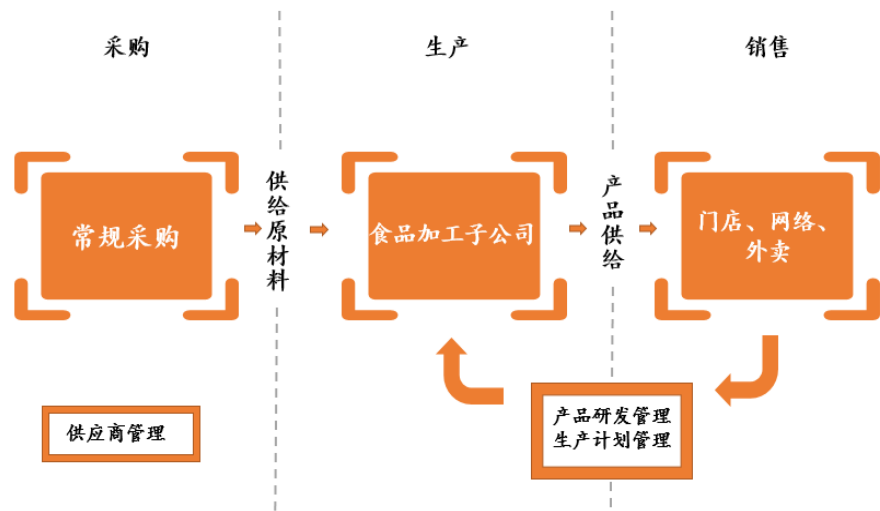
图 26: 绝味食品生产基地全国分布



资料来源: 招股说明书、招商证券

每日以销定产, 日配新鲜到货。公司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。

图 27: 绝味食品经营模式

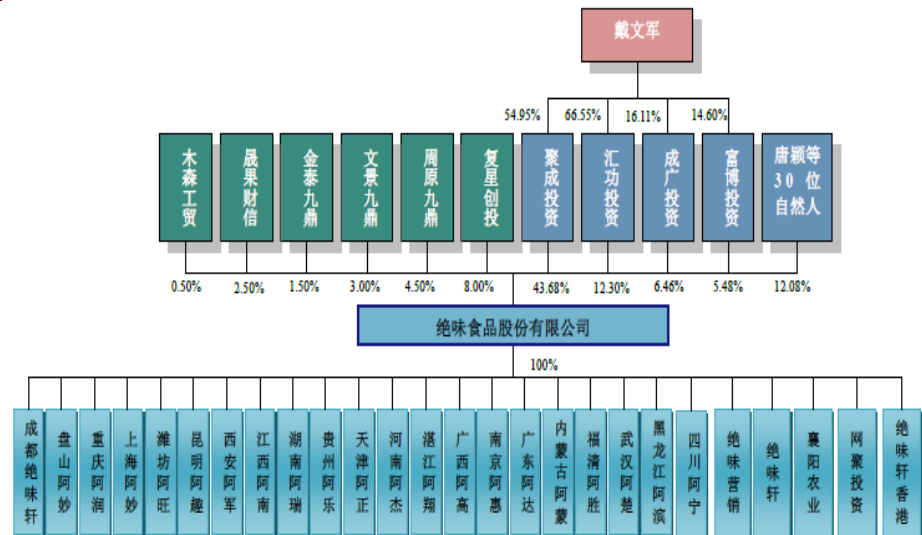


资料来源：招股说明书、招商证券

(3) 股权结构：民营企业，机制灵活

公司系民营企业，四次增资获资本青睐。公司实际控制人、董事长戴文军通过聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资间接持有公司共 34.03% 的股份，合计控制公司 67.92% 的股份。此外，家族其他成员亦参与间接控股：戴文杰间接持有发行人约 0.55% 股份（兄长），翁凯通过成广投资间接持有发行人约 0.12% 股份（妻弟）。

图 28: 绝味食品股权结构图



资料来源：招股说明书、招商证券

公司先后进行四次增资，增资过程中受资本青睐，复星创投、周原九鼎、文景九鼎、金泰九鼎、晟果财信、汇通投资等均有认购相应股份，其中周原九鼎、文景九鼎、金泰九鼎系一致行动人，合计持有发行人 9% 股份。

（二）模式探秘：起源大众，加盟驱动，覆盖全国

（1）口感特征：起家长沙，主打麻辣

绝味起源武汉，起家长沙，口感偏麻辣。绝味起源于武汉，起家于长沙，口感兼具独特麻感、浓郁香气、清新鲜味于一体，适合爱好辣味消费者，同时调味料丰富，鲜味足。与周黑鸭的甜辣略有不同。

图 29：绝味鸭脖口味主打麻辣



<绝味鸭>，脖有四重体验。初入口，肉嫩香滑，再品，微生麻意，又品，辣感喷涌而出，直冲天灵，往往激起你眼眶一层泪花，最后，辣感减弱，流连忘返，此时麻、辣、鲜、香彼此交汇，充分激发你舌中的每一个味蕾。绝味的美食尤以辣感而著名。此辣不同于常辣，可谓百转千回，回味无穷。常见人食绝味以冰水佐之，大汗淋漓，双唇鲜红亦欲罢不能，大喊痛快。这就是绝味的销魂魅力之所在。又兼具独特麻感、浓郁香气、清新鲜味于一体，以成今日绝味之绝妙独特之味。

资料来源：网络资料、招商证券

（2）产品策略：散称为主，贴近大众

绝味产品散称为主，价格更加亲民。绝味门店全部以散称零售，少数有礼盒装（直营店）销售，产品当天生产、销售，保质期取决于消费者自行保存的方式。散称售卖因地制宜，价格亲民，适合绝味鸭脖的渗透下沉，更加生活化地接近消费者。从公司年报统计数据也可以看出，周黑鸭平均产品售价 85.8 元/千克，其中鸭及鸭副（收入占比 89%）千克均价 88.1 元，远高于绝味市场价格。

图 30：周黑鸭锁鲜包装



资料来源：互联网、招商证券

图 31：绝味散称售卖



资料来源：互联网、招商证券

表 5: 绝味产品价格对比

		产品	元/500g	产品	元/500g	产品	元/500g
绝味鸭脖	招牌系列	鸭脖	39.8	鸭肝	22	鱿鱼	68
		鸭架	36.8	鸭肠	76	鸭掌	48.8
		二节翅	34.8	脆脆肠	62	毛豆	17.8
		鸭头	5 元/个	翅尖	34.8	海带	17.8
		鸭舌	168	凤爪	39.8	花生	16.8
		鸭肫	68	牛肉	88	腐竹	16.8
	五香系列	鸭心	36.8	耳尖	72	土豆	12.8
		鸭脖	39.8		鸭脖	39.8	
		鸭架	36.8		鸭架	36.8	
		二节翅	34.8	黑鸭系列	鸭翅中	39.8	
		鸭爪	48.8		鸭爪	48.8	
		鸭舌	168		鸭头	5 元/个	
				小方干	17.8		

资料来源: 门店调研、招商证券

(3) 渠道模式: 加盟驱动, 覆盖全国

绝味门店数十倍于竞争对手, 覆盖更广。对比竞品的店面盈利能力, 绝味和煌上煌的单店盈利水平弱于周黑鸭, 主要原因有两点: 第一, 加盟模式存在的加盟商这一中间环节, 厂商并不能直接获利于终端市场, 销售价格通常为市场价的 6 折左右。第二, 加盟门店位置并不全部位于核心商业圈, 小门店和偏远门店的分布拉低了平均销售水平。

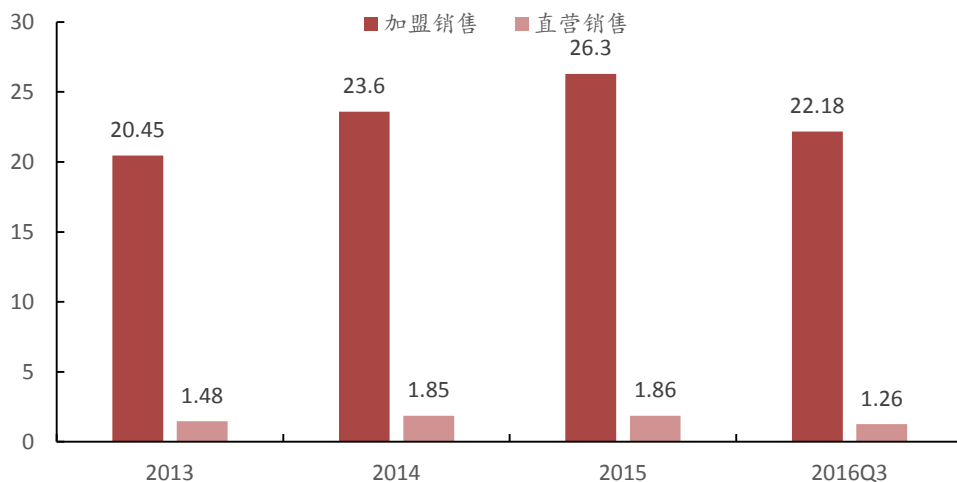
表 6: 休闲卤制品行业经营模式

经营模式	特点	局限
小作坊经营模式	地域性强、品种相对少、产品质量差, 但在行业中仍然占比较大	销售半径有限
区域性连锁品牌模式	中等规模, 集中加工生产	产能规模化有限
全国连锁品牌模式	品牌知名度高, 工艺先进, 品种丰富, 全国范围内设有营销网点	-

资料来源: 招股说明书、招商证券

公司以加盟店为主, 在同类企业中的门店数量占绝对优势。对比全市场同类企业, 绝味食品是全国连锁店最多的休闲卤制品企业。7500 余家加盟店布局使得公司销售网络覆盖范围大, 成为同类企业中覆盖省市最多, 最为密集的连锁品牌。截至 2016 年三季度, 公司 93.42% 收入来源于加盟店销售, 直营销售占比 5.3%。

图 30: 分类业务收入来源 (亿元)



资料来源: 公司招股书、招商证券

(4) 品牌宣传: 近年来加强消费者互动

绝味起源大众。价格亲民, 散称散卖, 渠道下沉(选址广泛)体现出了绝味品牌更加大众化的定位。即买即食和门店广布局(地铁站, 街道, 甚至菜场周边)的特性让人们生活中接触产品的频率大幅提高, 而加盟商相对自由的定价权也给予了产品因地制宜的空间, 使得价格更加亲民, 符合大众消费的要求。

公司营销策略也侧面反映了卤制食品的休闲定位。2016年6月, 北京地铁1号线化身欧洲杯“绝味鸭脖专列号”, 整个车厢涂装成红色, 绝味鸭脖的大胆创新受到年轻人追捧, 纷纷在各大社交媒体上晒出合影。

图 31: 北京首发“绝味号” 开往欧洲杯地铁



资料来源: 绝味官网、招商证券

三、对标周黑鸭，绝味空间来自加大渠道覆盖

绝味与周黑鸭是卤味休闲零食中的两大巨头，对绝味的研究无法回避与周黑鸭的比较。梳理下来，两家公司虽然都是做鸭脖生意，但在商业模式和财务表现上，有较大差异——绝味起源大众，走的是覆盖全国的道路，未来的发展空间来自渠道下沉、品类拓展及产品升级；周黑鸭定位高端，选的是卤味极客、占领核心市场的方式，未来空间来自网点加密，单价提升。

（一）绝味 VS 周黑鸭：两只鸭，两条路

表 7：绝味食品 / 周黑鸭核心指标对比

绝味/周黑鸭核心指标对比		
科目	绝味食品	周黑鸭
门店数量 (家)	7924	778
员工数量 (人)	4148	3905
入驻省份 (个)	29	12
营业收入 (亿元)	32.74	28.18
毛利润 (亿元)	5.08	9.15
净利润 (亿元)	3.8	7.16
净利率 (%)	11.61%	25.41%
产品售价 (元/千克)	37	85.8
单店收入 (万元/店)	69	362
门店模式	加盟为主	全部直营
开店位置	贴近社区	优选交通枢纽及核心商圈
ROE (%)	25.95%	35.96%

资料来源：招股说明书、招商证券 注：绝味单店收入考虑加盟商折扣部分（约六折）。

对标竞品，绝味产品定价亲民，门槛更低。绝味产品的单价比较实惠，定位亲民，除了标牌价格的差异外，绝味的包装以散称为主，20 元就能买到两种品类，零食佐餐两相宜，草根调研绝味门店的客单价在 20-30 元之间，有大量的消费者就是三四线城市的年轻人，钱不多，只图解馋。周黑鸭则定位高端客户，不但单价高出一截，而且通过 MAP 包装，提高购买门槛，如果想买两种口味，则至少需要花费 50 元以上。

表 8：绝味/周黑鸭主要产品价格对比

主要产品价格对比表（折算成元/KG）			
绝味鸭脖		周黑鸭（盒装）	
鸭脖	79.6	鸭脖	100
鸭锁骨	73.6	鸭锁骨	112.5
鸭掌	97.6	鸭掌	110.2
鸭肠	152	鸭肠	-
鸭翅	69.6	鸭翅	108

资料来源：公司招股说明书、招商证券

对标竞品，绝味门店面积小，坪效较低。绝味对门店的面积没有特别要求，因此加盟门店的营业面积通常较小(15-20 平米)，且公司加盟店占比较大。绝味直营店面积平均在 35 平米左右，与周黑鸭直营店平均面积 31 平米相近，略大于煌上煌的门店面积(20-30 平米)。绝味直营店单店平均营收为 113 万元（2013-2015 年平均数），2016 年公司对加盟店销售产品的单店营收约 69 万元（考虑经销商折让），低于周黑鸭单店营收 362

万元（以 16 年营收 28.16 亿元，门店 778 家计算），亦低于同类竞品煌上煌单店营收 48 万元。

表 9：绝味及对手企业门店情况比较

项目	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
门店面积	加盟店（15-20 平） 直营（35 平）	直营 31 平米	20-30 平米
单店效益	69 万元	362 万元	48 万元
门店总数	7924	778	2500

资料来源：公司公告、招商证券

对标竞品，绝味覆盖范围更广，已实现全国布局。绝味门店目前已经覆盖全国 29 个省市，除偏远地区外，均有网点覆盖，且产能布局上，能够实现对这些网点的产品日配。门店的广泛渗透也给绝味带来了更广阔的市场空间。下沉三四线城市和社区街道，以 10 倍于周黑鸭的门店数目覆盖全国，渗透率更高。如果考虑到绝味加盟模式，将经销商加价部分考虑进来，绝味的终端市场占有率是周黑鸭的 1.5 倍。对比来看，周黑鸭在西部地区的网络布局存在缺陷和空白，销售收入主要来源于华中地区（湖北、湖南），品牌区域性特征明显；煌上煌则主要来源于华东地区（浙江等），西南地区成为空白。

表 10：2015 年休闲食品企业分地域收入情况对比（亿元）

地区	绝味食品		周黑鸭		煌上煌	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
西南地区	4.41	15.44%	0.04	0.40%	-	-
西北地区	1.52	5.34%	-	-	0.05	0.45%
华中地区	6.8	23.79%	7.53	73%	0.09	0.77%
华南地区	4.08	14.27%	1.42	13.80%	2.41	21.47%
华东地区	7.89	27.63%	0.63	6.10%	8.29	73.83%
华北地区	3.86	13.52%	0.69	6.70%	0.39	3.48%
合计	28.56	100%	10.31	100%	11.23	100.00%

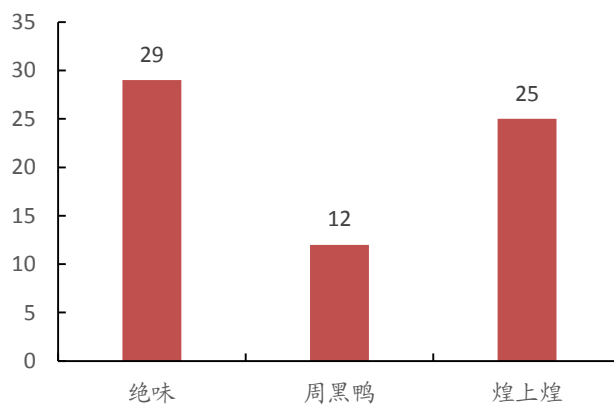
资料来源：公司年报、招商证券

图 32：绝味食品生产基地全国分布



资料来源：公司招股书、招商证券

图 33：同类企业覆盖省市对比（个）



资料来源：公司招股书、招商证券

对标竞品，绝味门店选址贴近社区，主打社区消费。周黑鸭门店多选址于机场高铁及核

心商圈，选址人流密集区，以高坪效支撑高房租，面向的主要是年轻客户的零食需求。绝味目标二三线及以下城市的大众消费，门店多围绕社区，方便家庭消费者购买，推出卤藕片、海带等新品，同时以散称为主，降低购买金额壁垒，20元就能买上两种品类的零食，满足普通消费者零食需求，兼顾一部分佐餐需求。

（二）差异根源：门店选址带来消费群体有所差异

消费群体：两者指标差异的核心因素。绝味鸭脖的门店有不少贴近社区，平时的客户有相当比例是普通的社区居民，满足的是解馋的零食需求，同时也兼顾了社区居民的部分佐餐需求，单次购买价值不高，但购买频次和购买人群可以很高，无论是当地住户居民，还是外来打工者，或是逛街遛弯的年轻人，都可以随时路过购买，即买即吃。周黑鸭则专注购买力较强的一二线城市客户，价格敏感度不高，品牌意识强。

（三）未来空间：完善模式，加大覆盖

财报是表，模式是根。企业的成长背景和基因，决定了两者的消费客户存在巨大差异，这种消费者的差异是根，商业模式和财务指标是表，所有的商业模式设计，都是为了更加迎合消费者的需求，所有财务指标的差异，都是结果。企业需要做的，是如何在自己的格局中做到极致。

未来空间：完善商业模式，覆盖更多客户，最大化营收规模。两家公司的门店选址，带来消费群体有所差异，未来公司应当尽力完善自身商业模式，加大自身在核心市场的优势地位，同时尽力覆盖更多市场和客户，最大化营业收入规模。绝味依托加盟模式，最大化扩张自身的覆盖范围，面向尽可能多的消费者，同时顺应消费升级，推动产品升级，加码人流密集地区门店，覆盖更多客户。周黑鸭则继续加码直营，继续选择高流量地段开店，依靠高客单价、高坪效，支撑高房租。

（四）绝味发展建议：提升管理，提升盈利

从绝味角度来讲，虽然模式上与周黑鸭有较大差异，但在消费升级、食品安全等背景下，公司可以通过改进，让自己做的更好。

（1）提升门店精细化管理

继续强化卫生管理，提升服务体验。食品加盟店管理的最大风险在于卫生和安全，继续提升门店卫生管理水平将有利于维护公司品牌形象，专业的服务利于提升门店效益。从草根调研情况来看，门店销售人员对于卫生服务的意识仍有提升空间，例如无口罩上岗，门店内部设施摆放随意等现象仍有出现。

完善 ERP 系统，帮助门店高效销售。绝味门店采取统一配送，当日销售的产品供销模式，但市场仍对当日未售完产品的处置问题存在顾虑。建议公司进一步完善 ERP 系统，在分销和运输上更加细致的处理数据，监控门店销售情况，准确额度回收尾货，同时反馈给加盟商合理的销售配额建议。既能使市面产品保持新鲜形象，又能提高产品的销售销量和产能利用的效益。

（2）聚焦鸭脖，储备新品

口味聚焦，专注鸭脖及禽副。招牌鸭脖是绝味最为畅销的产品，也是消费者对于品牌最直观的印象。建议公司专注口味与品类，充分发挥配方和口味的进入壁垒优势，突显鸭脖品牌，集中优势将招牌鸭脖打造成经典。

增加盒装，物料包材（袋子、保冷剂等）提质量。从升级产品的角度来看，增加盒装产品使包装多元化有利于提高消费体验。散称熟食不利于稍长路程的携带，易散落，气味重，建议在公司门店完成充分下沉布局之前，增加盒装产品包装品类，以满足不同消费者购买和贮存的需求。另一方面，在物料包材的质地上也有提升空间。食品袋、手套、保冷剂等质量可进一步提高。例如更好的处理手套渗油等问题，提升消费体验。短期建议公司小步慢走，尤其是价格上不宜步伐过快，谨防低端客户流失，但长期看，此举势在必行，否则面对消费升级，未来会陷入被消费者淘汰的境地。

储备新品，建议关注下一个可能的爆款卤味——凤爪。公司无论从门店范围，还是购买人群，还是食用场景，都是希望尽可能扩大销售范围，增加覆盖面，所以公司需要储备新品，加强研发。我们认为，凤爪可能是下一个卤味零食的爆款，凤爪同样具备了三大要素——“辣+肉+嚼”，同时凤爪还有鸭脖不具备的特征，不是以肉为主，而是以胶原蛋白为主，减少了女士吃肉发胖的担忧。

（3）丰富品牌内涵，打造年轻化形象

增加消费者互动，品牌年轻化。“欧洲杯”的营销案例是绝味贴近年轻人的典型互动，但与竞品相比(周黑鸭打造美食娱乐潮牌，在广告、终端、会员管理和品牌公关方面均娱乐化发展)，绝味仍然缺少与年轻消费者的互动。

广告娱乐化，把握青年内心。对于零食类产品的广告宣传，大规模的投入有时不如有意创意的文案更有吸引力，对于青年消费群体尤为明显。广告娱乐化，以创意文案和精品互动组成的营销手法或更能把握青年群体的消费意愿。

四、募投项目：扩大产能，研发升级

公司拟公开发行不超过 5000 万流通股，募集资金主要用于：（1）多地扩产能建设项目；（2）营销网络建设及培训升级；（3）研发中心升级建设项目。

表 11：公司募集资金规模及用途（万元）

项目名称	投资总额	募集资金总额	建设期
湖南阿瑞食品 16500 吨酱卤食品加工建设项目	13114	13114	2 年
江西阿南食品 14000 吨酱卤食品加工建设项目	11212	11212	2 年
黑龙江阿瑞食品 8000 吨酱卤食品加工建设项目	7091	7091	2 年
上海阿康食品 10000 吨酱卤食品加工建设项目	7193	7193	2 年
贵州阿乐食品 5000 吨酱卤食品加工建设项目	3675	3675	2 年
河南阿杰食品 12000 吨酱卤食品加工建设项目	8367	8367	2 年
四处阿宁食品 17000 吨酱卤食品加工建设项目	12731	12731	2 年
西安阿顺食品 12000 吨酱卤食品加工建设项目	9698	698	2 年
绝味食品营销网络建设和培训中心升级项目	17808	5976	3 年
湖南阿瑞研发检验中心及信息化建设项目	4002	4002	1 年
合计	94891	74059	

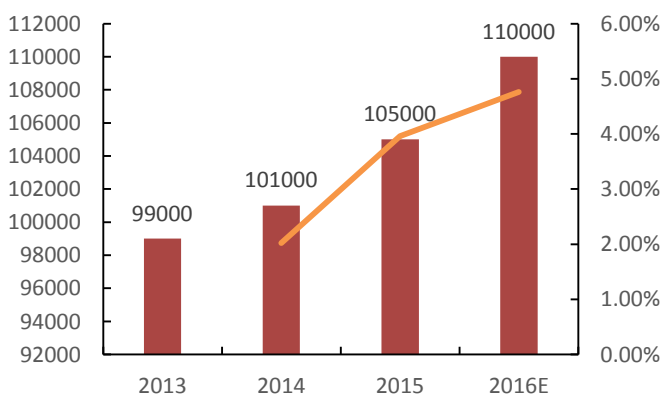
资料来源：公司招股说明书、招商证券

（一）多地扩建产能，满足市场需求

公司拟将募投资金主要投向各地区的产能扩建项目。公司在全国市场快速发展的同时也带来了供货能力不足的问题，产能不足的问题逐渐显现。通过募集资金投资项目，公司将进一步扩大生产规模，优化产品结构，巩固“绝味”品牌在全国的知名度。

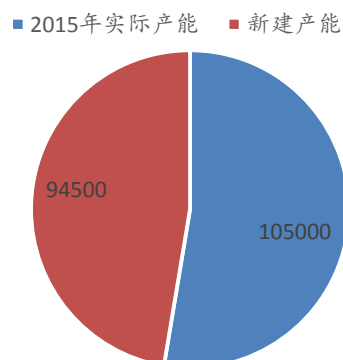
公司合计规划新增产能 94500 吨，建设期 2 年。对比公司 2015 年实际产能 105000 吨，预计新增产能项目达产后，公司实际产能将对应增长 90%。考虑到近年来休闲卤制品市场的强烈需求，以及公司扩展新市场的产能需求，新增产能在市场消化方面阻力较小，预计产能释放后将对公司业绩产生大幅提升。

图 34：绝味休闲卤制品实际产能情况（吨）



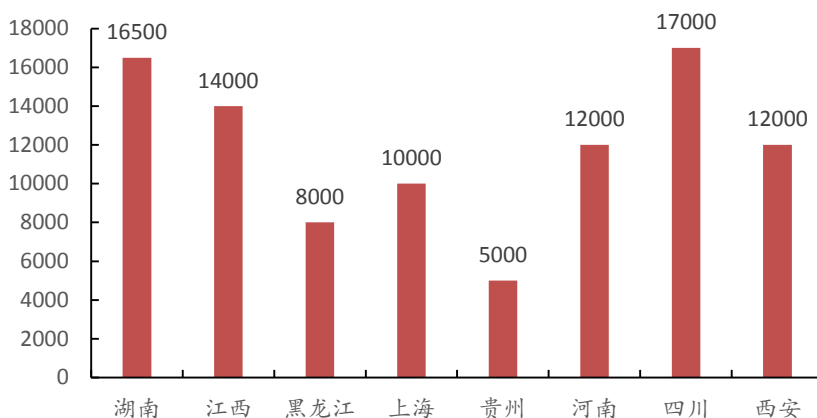
资料来源：公司公告、招商证券

图 35：规划新建产能项目对比



资料来源：公司公告、招商证券

图 36: 新建产能具体规划 (吨)



资料来源: 招股说明书、招商证券

(二) 扩大直营门店规模

新建 180 家直营旗舰店。为了满足营销网络需求, 公司计划在国内重点大中城市设立 180 家直营旗舰店, 完善营销渠道。直营旗舰店包括交通枢纽店和核心商圈店两大类, 交通枢纽店又分为高铁店和机场店, 核心商圈店又分为地铁店和传统核心商圈店。

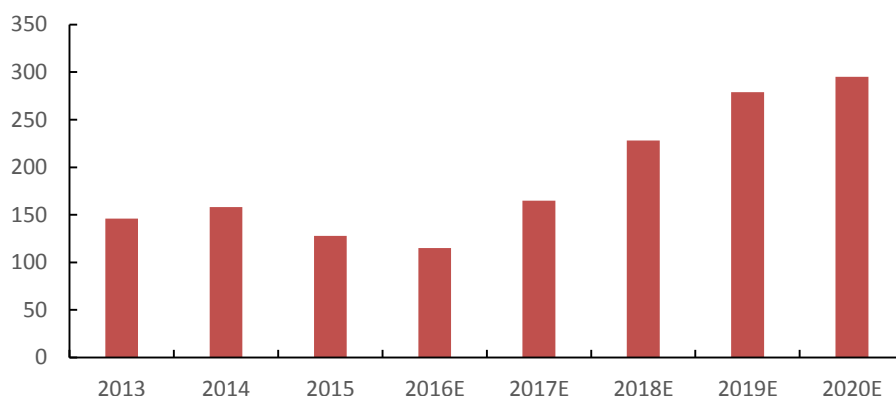
表 12: 公司募集资金建设直营店计划

渠道	规划门店数	第一年	第二年	第三年
高铁	100	72	26	2
机场	15	12	3	
地铁	30	12	13	5
传统核心商圈	35	17	9	9
合计	180	113	51	16

资料来源: 公司招股说明书、招商证券

公司未来直营店规划重点在高铁车站布局, 按照公司建设计划推算, 2018 年公司直营规模将达 228 家, 增长 98.2%, 利好公司品牌的持续建设。直营店项目建设完成后, 公司直营门店总数将接近 300 家。

图 37: 绝味食品直营店总数 (家)



资料来源: 招股说明书、招商证券

营销网络培训升级。公司计划在长沙组建全国运营中心（购置 2,500 平米写字楼，设置约 25 间大小不等的教室、2 间会议室、3 间办公室，以满足不同课程的需要。），完善其配货调度、品牌策划、销售管理等方面的职能。同时，公司投入 2000 万元进行终端系统信息化升级，将全国运营中心与营销网点终端连接，提高物流管理及市场运作能力。

表 13：公司营销升级资金运用规划（万元）

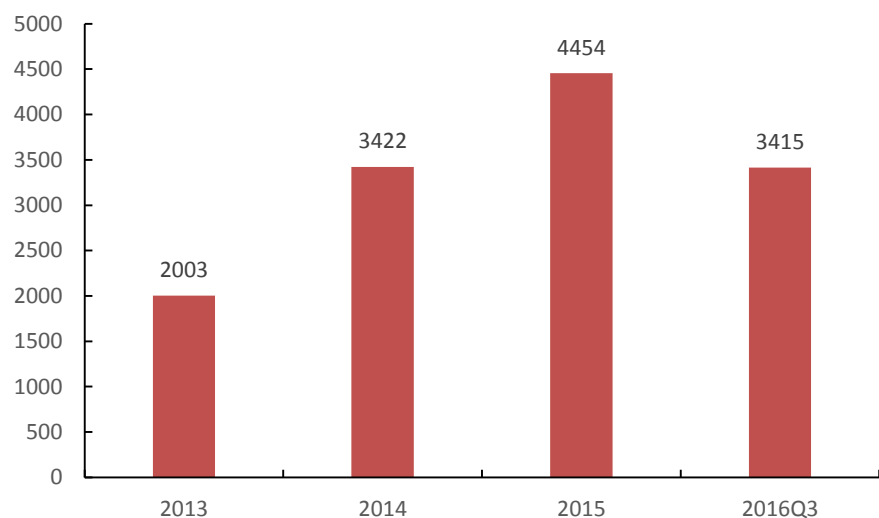
项目名称	投资金额	占投资比例
直营旗舰店建设	10560	59.30%
终端信息化系统升级	2000	11.23%
营销网络培训中心	4978	27.95%
铺底流动资金	270	1.52%
合计	17808	100%

资料来源：公司招股说明书、招商证券

（三）研发创新升级，适销对路

公司拟对研发环境及硬件设施升级。强大的研发实力是公司扩大产品种类、提高市场份额、增加销售收入的重要措施。项目主要建设内容为：新建研发检验综合楼 3,895.70 平方米，购置检测仪器设备 273 台套，完善内部质量控制、监测系统和产品溯源体系信息系统的建设。

图 38：绝味食品研发投入（万元）



资料来源：招股说明书、招商证券

五、空间及估值：坚持下沉，门店仍有翻倍空间

（一）空间测算：门店仍有翻倍空间

加盟渠道坚持下沉仍有空间。截止 2015 年，我国共有 1397 个县，11315 个乡，20515 个镇，小型门店加盟商主要以社区店、街道店为主，加盟渠道向三四线城市，甚至乡镇下沉的空间仍然广阔。

直营门店远未达天花板。对于公司来说，直营店或大型加盟商选址对应的拓展空间(高铁、车站、机场等)也远未到达天花板。全国铁路客运站 2000 余个，高铁站 514 个，民用机场 210 个，潜在可选大型门店或直营店场所近 3000 处。仅按高铁和机场各一家来计算，直营门店潜在市场 720 余家，对应公司现有 120 家+募集项目 180 家，空间仍然较大。

长期来看，门店仍有翻倍空间。保守估算未来开店密度：按照地级市 2 家，县（含县级市）1 家，乡 2/3 家，镇 1/3 家来计算，渠道下沉的门店空间在 16400 家左右，对比公司目前 7400 余家，仍有一倍空间。

表 14：绝味食品门店拓展空间假设

加盟店潜在空间	行政规划 (个)	直营店潜在空间	规划 (个)
县	1397	铁路客运站	2000+
乡	11315	高铁站	514
镇	20515	民用机场	210

资料来源：招股说明书、招商证券

（二）盈利预测

1. 门店总数。公司未来加盟推广力度将进一步加大，预计公司未来加盟门店增速在 1400-1600 家/年左右，整体规模有望接近 2 万家。直营门店按募集项目规划，将在两年内实现体量翻倍。公司合计门店总数的快速成长，将兑现渠道下沉带来的市场空间释放。

2. 单店收入水平。按照公司当前数据测算，绝味食品加盟店平均单店收入在 43.4 万元/店。预计在未来门店拓展过程中，在达到门店测算饱和度之前，单店收入水平有望持平，加上产品升级及价格调整，有望略微上升，预计未来三年单店收入在 43.5-45.9 万元。

3. 营收测算。如上所述，我们按照门店数量（加盟与直营），具体销售价格（加盟销售价格、直营销售价格）与销售成本（平均材料成本和加工费用）进行了基本假设，预计公司 2017/2018/2019 营收分别为 39.3/47.3/57.1 亿元。

表 15：绝味食品盈利预测基本假设

模型关键假设	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
门店数量合计	6187	7172	7924	9028	10680	12440
加盟店	6029	7044	7800	8800	10400	12100
增长率 (%)	7.66%	16.84%	10.73%	12.82%	18.18%	16.35%
直营店	158	128	124	228	280	340
增长率 (%)	8.22%	-18.99%	-3.13%	83.87%	22.81%	21.43%

加盟销售价格						
鸭脖	35	35	37	38	39	40
鸭锁骨	31	31	32	33	34	35
鸭掌	42	42	43	44	46	48
鸭肠	67	67	68	69	71	73
鸭翅	33	33	34	34	36	38
其他卤制品	25	30	31	31	33	35
直营销售价格						
鸭脖	75.6	77.6	79.6	79.6	83.6	87.6
鸭锁骨	69.6	71.6	73.6	73.6	77.6	81.6
鸭掌	93.6	95.6	97.6	97.6	101.6	105.6
鸭肠	148	150	152	152	156	160
鸭翅	65.6	67.6	69.6	69.6	73.6	77.6
其他卤制品	50	55	60	60	62	62
平均售价(元/KG)	75.6	77.6	79.6	79.6	83.6	87.6
营业收入(百万元)	2630	2921	3274	3909	4697	5615
增速	15.85%	11.08%	12.07%	19.40%	20.15%	19.55%

资料来源: wind、招商证券

(三) 投资策略

公司全国布局前景广阔，门店扩张继续释放业绩空间。公司目前拥有 7500 余家门店，营销网络强大、渠道深耕经验丰富。“鸭脖”产品全国布局覆盖广泛，品牌认可度高，上市后有望获得加速成长。随着未来公司的渠道加盟持续下沉，辅以募集项目投建直营门店的示范带动效应，公司的渠道拓展将更上一层楼，门店扩张仍有一倍空间，支撑对应业绩放量增长。

首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。结合考虑连锁门店发展前景，及未来 O2O 的品类扩张等模式创新，不考虑其他业务整合，预计 17-19 年 EPS 为 1.16, 1.43 和 1.77 元，按照 18-19 年 30 倍 PE，两年目标价区间 42.9-53.1 元。

风险提示：门店管理风险、门店扩张不及预期、食品安全

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	687	886	1621	1779	2272
现金	232	400	1045	1090	1455
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2	4	4	5	6
其它应收款	44	19	22	27	32
存货	351	408	483	575	683
其他	60	56	68	81	96
非流动资产	926	1076	1429	1738	1815
长期股权投资	158	131	150	150	150
固定资产	302	431	785	1102	1186
无形资产	143	133	119	107	97
其他	323	381	375	378	383
资产总计	1613	1962	3051	3516	4088
流动负债	419	452	532	615	710
短期借款	53	30	50	50	50
应付账款	153	175	207	247	293
预收账款	91	92	109	130	155
其他	122	155	166	188	213
长期负债	12	44	44	44	44
长期借款	0	30	30	30	30
其他	12	14	14	14	14
负债合计	431	497	576	659	755
股本	360	360	410	410	410
资本公积金	73	73	773	773	773
留存收益	750	1033	1292	1674	2151
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1182	1465	2475	2857	3333
负债及权益合计	1613	1962	3051	3516	4088

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	215	494	502	641	803
净利润	301	380	475	585	725
折旧摊销	52	73	67	101	132
财务费用	1	3	(11)	(17)	(21)
投资收益	13	22	0	0	0
营运资金变动	(150)	16	(31)	(29)	(34)
其它	(1)	(1)	1	1	0
投资活动现金流	(286)	(232)	(421)	(410)	(210)
资本支出	(240)	(261)	(400)	(400)	(200)
其他投资	(46)	29	(21)	(10)	(10)
筹资活动现金流	(72)	(93)	565	(185)	(228)
借款变动	220	92	20	0	0
普通股增加	0	0	50	0	0
资本公积增加	0	0	700	0	0
股利分配	(288)	(162)	(216)	(202)	(249)
其他	(4)	(23)	11	17	21
现金净增加额	(142)	168	645	46	365

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2921	3274	3909	4697	5616
营业成本	2086	2232	2645	3155	3744
营业税金及附加	24	32	39	46	55
营业费用	252	265	344	418	500
管理费用	156	200	254	310	365
财务费用	(1)	3	(11)	(17)	(21)
资产减值损失	5	11	11	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(13)	(22)	0	0	0
营业利润	387	508	627	774	962
营业外收入	20	19	20	20	20
营业外支出	3	11	11	11	11
利润总额	404	517	636	783	971
所得税	103	137	161	198	246
净利润	301	380	475	585	725
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	301	380	475	585	725
EPS (元)	0.84	1.06	1.16	1.43	1.77

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	11%	12%	19%	20%	20%
营业利润	32%	31%	23%	23%	24%
净利润	27%	26%	25%	23%	24%
获利能力					
毛利率	28.6%	31.8%	32.3%	32.8%	33.3%
净利率	10.3%	11.6%	12.2%	12.5%	12.9%
ROE	25.4%	26.0%	19.2%	20.5%	21.8%
ROIC	23.5%	25.0%	18.0%	19.2%	20.6%
偿债能力					
资产负债率	26.7%	25.3%	18.9%	18.7%	18.5%
净负债比率	3.3%	3.1%	2.6%	2.3%	2.0%
流动比率	1.6	2.0	3.0	2.9	3.2
速动比率	0.8	1.1	2.1	2.0	2.2
营运能力					
资产周转率	1.8	1.7	1.3	1.3	1.4
存货周转率	7.6	5.9	5.9	6.0	6.0
应收帐款周转率	2561.5	1282.3	1034.9	1060.6	1058.2
应付帐款周转率	13.0	13.6	13.8	13.9	13.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.84	1.06	1.16	1.43	1.77
每股经营现金	0.60	1.37	1.22	1.56	1.96
每股净资产	3.28	4.07	6.04	6.97	8.13
每股股利	0.80	0.45	0.49	0.61	0.75
估值比率					
PE	48.6	38.4	35.0	28.4	22.9
PB	12.4	10.0	6.7	5.8	5.0
EV/EBITDA	25.9	19.4	15.6	12.4	10.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，8 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。