

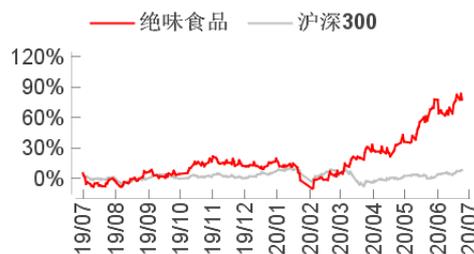
## 优质赛道绝对龙头，成长仍可期



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年06月24日)	69.08元
目标价格	80.56元
52周最高价/最低价	71.3/35元
总股本/流通A股(万股)	60,863/60,863
A股市值(百万元)	42,044
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年06月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.32	13.13	41.59	88.08
相对表现	-1.70	4.89	27.41	80.33
沪深300	3.02	8.24	14.18	7.75



资料来源: WIND、东方证券研究所

我们认为卤制品是休闲食品行业内的优质赛道，绝味作为行业中的后进者，弯道超车，成为业内绝对龙头，究其原因，除了加盟模式和平价定位以外，更体现其加盟商获利的核心理念、卓越的管理能力和完善的供应链体系。公司核心竞争力突出，加盟商持续开店动能充沛，成长空间仍可期，保持看好。

## 核心观点

- 好赛道：增速大、空间广的蓝海市场，加盟业态的培养皿。**1) 休闲卤制品市场规模近千亿元，休闲食品子品类中，复合增速最快，10-18年CAGR达18.6%。当前行业内集中度偏低，CR10仅为20%+，龙头企业尚有较大的市场整合空间。2) 卤制品行业处于发展快车道，产品前台标准化程度高、差异性有限，叠加其即时消费品的属性，通过加盟模式跑马圈地扩大规模、增加产品曝光率是符合行业特征的优质打法。
- 好公司：加盟方式快速扩规模，已成业内绝对龙头。规模效应背后，卓越的管理能力和完善的供应链体系，加盟商开店动能充沛。**1) 公司定位大众消费市场，通过加盟门店数量扩张的方式驱动规模增长，全国饱和开店，成为行业内的绝对龙头。2) 加盟门店持续增长的动能来自于新开门店的投资回报期望，根据单店模型，加盟商平均回收期12个月左右，净利润率10%+，资金准入门槛低，获利概率极大，是一门创业的好生意。3) 加盟的推进离不开公司卓越的管理能力和完善的供应链体系，管理机制（加委会、加盟商培训、巡店等监管）激发加盟商能动性，促进双赢格局，供应链体系实现信息流和产品流高效运行，保障有效供应。
- 好成长：量利空间仍可期。**1) 量：门店数量尚有翻倍空间。我们认为公司一线/新一线/二线/其他城市长期门店数量中枢为2324/3943/4547/11071家，合计21886家，相较于目前近11000家的门店数量，尚有翻倍的增长空间。2) 利：产品结构优化+单品毛利率增长，利润仍有提升空间。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司2020-2022年每股收益分别为1.52/1.80/2.08元，使用可比公司估值法，我们认为目前公司的合理估值水平为2020年的53倍市盈率，对应目标价为80.56元，首次给予买入评级。

## 风险提示

- 疫情的不确定性；新开门店不及预期；食品安全问题

## 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,368	5,172	5,808	6,640	7,549
同比增长(%)	13.4%	18.4%	12.3%	14.3%	13.7%
营业利润(百万元)	831	1,006	1,197	1,423	1,647
同比增长(%)	27.8%	21.1%	19.0%	18.9%	15.7%
归属母公司净利润(百万元)	641	801	926	1,097	1,266
同比增长(%)	27.7%	25.1%	15.6%	18.5%	15.4%
每股收益(元)	1.05	1.32	1.52	1.80	2.08
毛利率(%)	34.3%	33.9%	35.8%	36.6%	36.9%
净利率(%)	14.7%	15.5%	15.9%	16.5%	16.8%
净资产收益率(%)	22.9%	21.1%	18.4%	18.2%	17.5%
市盈率	62.1	49.6	43.0	36.2	31.4
市净率	13.1	8.7	7.2	6.0	5.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 施红梅  
021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

联系人 徐椰香  
021-63325888\*6129  
xuyexiang@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 目 录

一、	卤制品行业绝对龙头，盈利能力亮眼 .....	5
1.1、	发展历程：专注卤制品广开店，成就业内龙头品牌 .....	5
1.2、	股权结构：控制权稳定，高管食品行业经验丰富 .....	7
1.3、	财务情况：营收利润中高速稳增，ROE 亮眼.....	8
二、	卤制品行业分析：高增速，广空间.....	9
三、	核心竞争力：规模优势背后，卓越的管理能力+完善的供应链体系	
	11	
3.1、	卤制品行业绝对龙头，公司规模效应显现.....	11
3.2、	缘何公司弯道超车，成为行业内绝对龙头？ .....	13
3.3、	规模背后：加盟商获利的理念、卓越的管理能力、完善的供应链体系 .....	14
四、	看公司空间：量利齐升.....	21
4.1、	量：门店数量尚有翻倍空间 .....	21
4.2、	利：结构性提升叠加单品毛利率增长，利润仍有提升空间.....	23
五、	对于估值的思考：优质消费品标的，值得市场溢价 .....	24
	盈利预测与投资建议 .....	28
	盈利预测 .....	28
	投资建议 .....	29
	风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1: 公司明星产品: 绝味鸭脖.....	5
图 2: 2019 年公司鲜货类各产品营收占比.....	5
图 3: 公司门店数量(家)及新增门店比例 .....	7
图 4: 公司股权结构.....	7
图 5: 2011-2019 年公司营收规模及增速.....	9
图 6: 2011-2019 年公司净利润规模及增速.....	9
图 7: 绝味食品、周黑鸭生产基地情况对比.....	9
图 8: 休闲卤制品市场空间及增速 .....	10
图 9: 卤制品行业集中度 .....	11
图 10: 品牌化、非品牌化零售值比较.....	11
图 11: 绝味以每年近 1000 家的速度扩张门店.....	12
图 12: 绝味门店覆盖全国各个省份 .....	12
图 13: 绝味、周黑鸭单位吨成本对比(单位: 元/kg) .....	13
图 14: 绝味、煌上煌销售和管理两费率比较.....	13
图 15: 企业适合加盟的四个要素.....	14
图 16: 绝味、周黑鸭客单价(元).....	14
图 17: 绝味、周黑鸭门店分布 .....	14
图 18: 绝味不同势能店的单店平均收入(出厂口径) .....	16
图 19: 绝味不同势能店数量占比(出厂口径) .....	16
图 20: 加盟门店的一单利润拆解.....	16
图 21: 绝味单店年收入稳中有升(万元).....	17
图 22: 绝味每年保持一定的新开门店数量 .....	17
图 23: 多级加盟商委员会架构 .....	18
图 24: 加盟门店筛选和管理流程.....	18
图 25: 绝味前五大加盟商收入占比提升 .....	19
图 26: 绝味前五大加盟商门店数量(估算).....	19
图 27: SAP 系统建立了全产业链的信息管理体系 .....	20
图 28: 绝味、周黑鸭、煌上煌单位运输费用对比(单位: 元/吨) .....	20
图 29: 绝味长期门店数量预测(家) .....	23
图 30: 鲜货类分产品毛利率比较.....	23
图 31: 鲜货类分产品营收增速情况.....	23
图 32: 公司 2013-2019 年单价及增速.....	24
图 33: 公司 2013-2019 年销量及增速.....	24

图 34：绝味、周黑鸭、煌上煌销售费用率对比 .....	24
图 35：绝味、周黑鸭、煌上煌管理费用率对比 .....	24
图 36：公司历史走势及大事复盘 .....	25
表 1：公司发展大事记 .....	5
表 2：公司管理层介绍 .....	8
表 3：绝味、周黑鸭、煌上煌 ROE 及杜邦三要素拆解（2019 年） .....	8
表 4：卤制品行业发展历程 .....	10
表 5：卤制品行业主要公司对比 .....	12
表 6：加盟销售增长的因素拆解：加盟门店数量贡献 80% .....	13
表 7：绝味单店模型 .....	15
表 8：绝味、周黑鸭、煌上煌盈利能力对比 .....	17
表 9：绝味食品门店数测算（一线/新一线/二线城市） .....	21
表 10：公司股价波动驱动因素拆解 .....	25
表 11：食品板块公司历史增速及增长波动性复盘 .....	26
表 12：食品行业主要公司 PEG 情况 .....	27
表 13：收入分类预测表 .....	28
表 14：可比公司估值 .....	29

## 一、 卤制品行业绝对龙头， 盈利能力亮眼

### 1.1、 发展历程： 专注卤制品广开店， 成就业内龙头品牌

绝味第一家门店开于 2005 年，2008 年正式成立绝味食品股份有限公司，并于 2017 年于上交所上市，是一家拥有 10954 家门店的休闲卤制食品连锁龙头企业，拥有鲜货产品和包装产品两大产品群，鲜货产品营收占比超过 95%，其中禽类制品贡献最大。目前公司已确立第四代门店形象，以四代公司门店确立时点分界回顾公司发展，主要可以分为四个阶段：

**一、2005-2007 年：全国化拓展+加盟模式确立。**绝味第一家门店 2005 年于长沙开业，次年确立了第一代标准化门店，逐步拓展广东、江西等省外市场。2007 年确立了“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的商业运营模式和“9 个统一”的连锁管理模式。

**二、2008-2009 年：公司正式成立+导入全程冷链系统。**2008 年，绝味食品正式成立，公司继续“跑马圈地，饱和开店”，并携手美国冷链工业巨头——英格索兰，全面导入全程冷链系统，确立了基于全程冷链的第二代门店。

**三、2010-2014 年：信息化管理+产业整合。**2010 年，公司携手德国 SAP 公司，全面上线 SAP-ERP 系统，开启信息化管理时代，2011 年销售额突破 10 亿大关。2013 年，公司注资内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司，进入上游产业链。

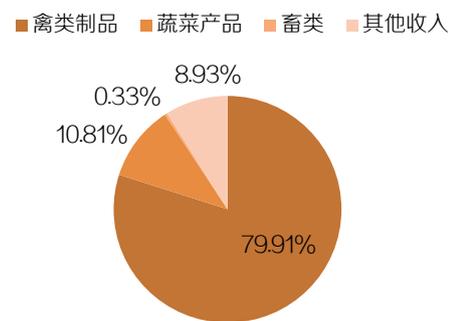
**四、2015-至今：O2O+海外拓张+上市。**2015 年是公司成立的第十年，销售规模突破 29 亿元，并开始建设第四代门店形象。次年公司全面推广绝味 O2O，截至年底线上会员数突破 1000 万。2017 年启动新加坡市场，11 月 8 日新加坡海外工厂正式投入生产使用。同年 3 月，公司正式登陆上海证券交易所，开启资本市场新征程。

图 1：公司明星产品：绝味鸭脖



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：2019 年公司鲜货类产品营收占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 1：公司发展大事记

年份	主题	发展大事记
2005 年	激情起航	第一家门店开业
2006 年	市场扩张	拓展广东、江西等省外市场，确立第一代标准化门店

2007年	模式确立	确立“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的商业模式
2008年	跑马圈地， 全程冷链	确立“跑马圈地，饱和开店”的经营战略；携手美国冷链巨头英格索兰导入全程冷链系统；确立基于全程冷链的第二代门店
2009年	加盟商一体化	绝味管理学院成立，培养加盟连锁人才
2010年	信息化建设	4月携手德国SAP公司，全面导入SAP-ERP系统，开启信息化管理时代；携手罗兰贝格；第三代门店形象确立
2011年	资本市场	引入战略资本合作伙伴；SAP-ERP系统全面上线； 销售额突破10亿
2012年	绝味纲领	企业文化的核心精神——绝味纲领出台
2013年	产业整合	通过注资内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司，进入上游产业链； 横向整合产品，实施多品牌、多渠道运营战略；纵向整合产品，打造 产、供、销一体化全产业链
2015年	十年盛典	成立十周年，湖南绝味食品股份有限公司更名为绝味食品股份有限公司； 推广第四代门店形象
2016年	O2O+自动 化工厂	绝味北京数字营销公司成立，全面推广绝味O2O，年底线上会员数突破 1000万人；4月，第一个自动化工厂-湖南阿瑞工厂投产；8月， 与日本船井综研开启战略合作关系，全面梳理和提升绝味供应链体系
2017年	开拓 海外市场	启动新加坡市场；3月，登陆上海证券交易所；6月，全资子公司深圳 网聚与饿了么、广州聚毅组建的私募股权投资基金广州绝了股权投资 基金合伙企业(有限合伙)成立
2019年	变更 营销策略	公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为 “深度覆盖，渠道精耕”

数据来源：公司公告，东方证券研究所

从“跑马圈地，饱和开店”到“深度覆盖，渠道精耕”。2018年以前公司跑马圈地，以“直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的方式进行标准化门店运营管理，快速拓展加盟门店数量，其中加盟门店占比接近99%。2019年营销策略升级为“深度覆盖，渠道精耕”，步步为营实现复合式饱和开店，针对各级渠道实施精准营销策略。截至19年年底，公司在全国共开设了10954家门店（不含港澳台），搭建了深入全国各省、自治区和直辖市的门店网络。

图 3：公司门店数量(家)及新增门店比例

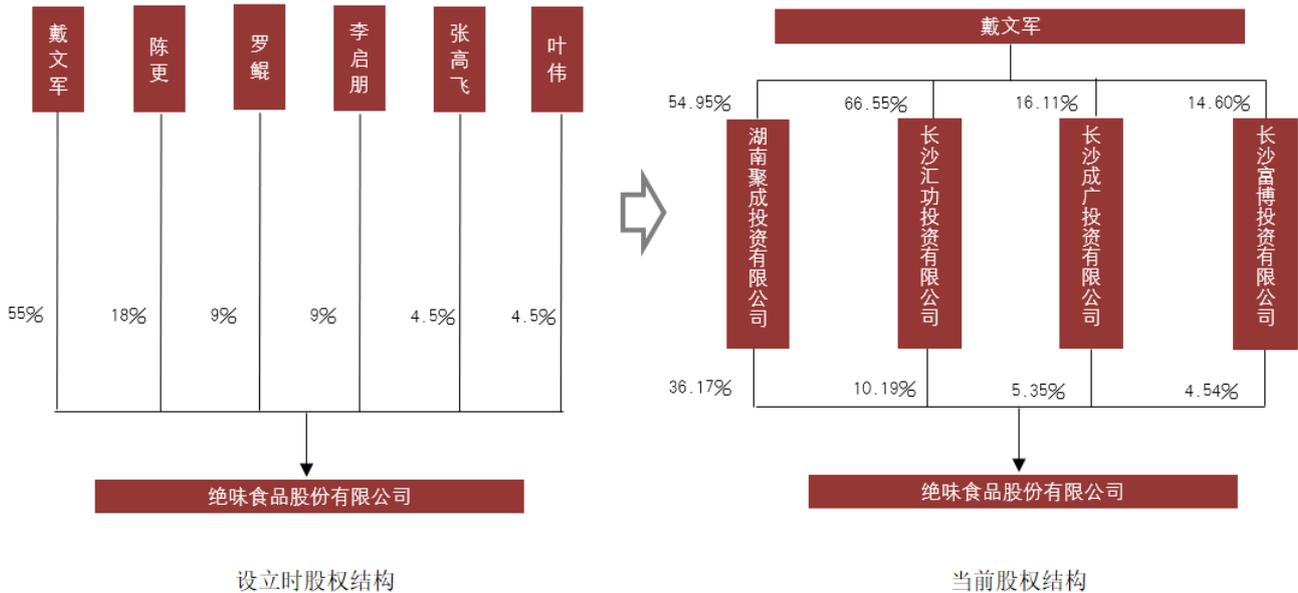


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 1.2、股权结构：控制权稳定，高管食品行业经验丰富

公司实控人为创始人戴文军先生，控制权较稳定。2011 年公司成立四家员工持股平台，核心员工、供应商、加盟商等出资入股该持股平台，绑定多方利益。经过多次增资、股权转让，目前创始人戴文军先生通过聚成投资等四家持股平台间接控制公司近 50% 的股份，为公司实际控制人。

图 4：公司股权结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

高管多医药行业市场部出身，转向食品行业后业内深耕，任职时间较长，对公司忠诚度高。公司高管戴文君先生、陈更先生、彭刚毅先生等人均从医药行业出身，拥有较好的市场开拓和管理经验。转向食品行业后，长期在公司任职，如董事陈更先生、副总经理刘全胜先生等高管从 2012 年开始任职，至今已在绝味工作 8 年，对公司战略把握精准，运营经验丰富。

**表 2：公司管理层介绍**

姓名	职位	主要工作经历
戴文军	董事长, 总经理	长江商学院 EMBA, 2000-2005 年任株洲千金药业市场部经理; 2005-2008 年创业鸭脖; 2008 年至今任绝味食品董事长, 总经理。
陈更	董事	1995-2011 年任株洲千金药业部门经理、营销总监、副总经理; 2012 年至今, 任绝味食品有限公司董事。
刘全胜	副总经理	高级食品安全师, 2015-2016 年任内蒙古塞飞亚农业科技发展董事长; 2012 年至今任绝味食品股份有限公司副总经理。
彭刚毅	副总经理, 董秘	中级经济师, 2004-2006 年任株洲金泰制药董事; 2012 年起任绝味食品股份有限公司副总经理, 董事会秘书, 2015 年起任武汉零点绿色食品股份有限公司董事。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.3、财务情况：营收利润中高速稳增长，ROE 亮眼

公司营收、净利润保持高速增长，高盈利+高周转带来亮眼 ROE。13-19 年公司营收/利润复合增速达 10.8%/19.3%，2019 年实现营收 51.72 亿元/+18.41%，归母净利润 7.91 亿元/+25.43%，维持高速增长。此外，公司 ROE 水平亮眼，19 年 ROE 为 21.11%，远高于可比公司周黑鸭与煌上煌，高 ROE 主要来源于公司高资产周转率及优秀的盈利能力。

**表 3：绝味、周黑鸭、煌上煌 ROE 及杜邦三要素拆解（2019 年）**

	ROE	净利率	资产周转率	权益乘数
绝味	21.11%	15.49%	1.11	1.22
周黑鸭	9.74%	12.76%	0.63	1.21
煌上煌	10.89%	10.41%	0.80	1.30

数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 5：2011-2019 年公司营收规模及增速**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 6：2011-2019 年公司净利润规模及增速**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

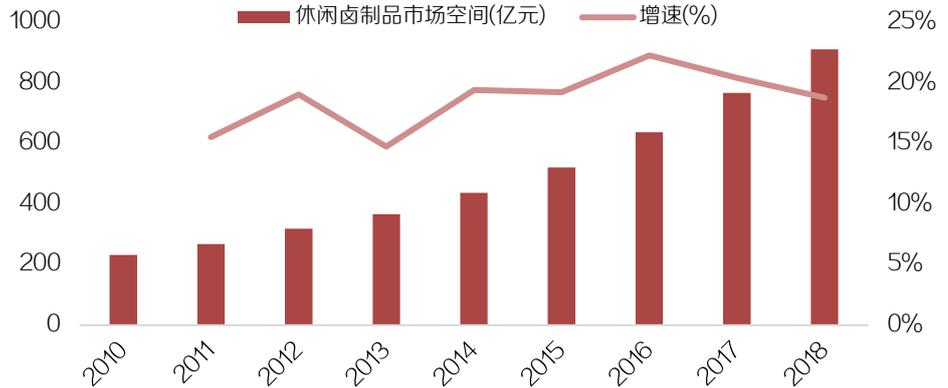
公司的高周转来自因地制宜的产能与供应链优势。公司拥有 14 万吨(18 年年报)产能，拟在建产能 8 万余吨，产能储备充分，26 个生产基地遍布全国。公司针对卤制品保质期短，运输半径受限制的特点，就近建厂、高效配送、快速周转，供应链优势显著。而周黑鸭、煌上煌生产基地分别为 3 个、6 个，相较于公司全国范围的产能布局与供应链体系仍有一定距离。

**图 7：绝味食品、周黑鸭生产基地情况对比**


数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 二、 卤制品行业分析：高增速，广空间

在休闲食品行业中，卤制品行业增长最快，已经历了从区域性到全国四个发展阶段。随着国内经济的发展和消费水平的提高以及消费人群的增长，城镇化推动休闲消费场景增多，消费者对于休闲食品数量和品质的需求不断增长。在众多休闲零食品类中，休闲卤制品销售额占比虽然较低，仅 8%~9% 左右，但其增速最快，2010 年到 2018 年 CAGR 达 18.6%。

**图 8：休闲卤制品市场空间及增速**


数据来源：wind，东方证券研究所

卤制食品历史悠久，早在《史书》中就有关于卤制品的记载，是以鸡、鸭、猪、蔬菜、豆制品等为主要原料，根据当地饮食习惯和特点，加入姜、蒜、盐、醋、辣椒等调味料及香辛料进行调味，用水加热煮制而成的卤制品。现代卤制品行业从上世纪八十年代起步，经历了四轮发展历程，由传统手工作坊发展到规模化生产，区域性龙头品牌逐步扩张全国形成全国优势性品牌。

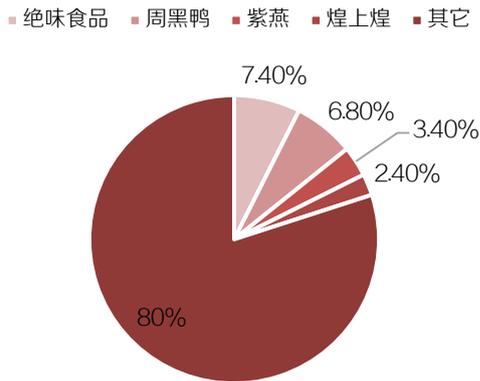
**表 4：卤制品行业发展历程**

时期（年份）	发展概览	主要经营模式	模式特点
1980-1990	休闲卤制食品工业逐渐起步。江浙地区率先出现较具规模的生产企业，但产品结构单一、风味较清淡，影响其跨区域销售。	小作坊经营模式	成品色、香、味等不理想，并格局分散，难成规模
1990-2000	卤制品企业数量迅速增长，打破了江浙企业领先的局面。行业技术水平有所提升。技术装备从炉灶生产向蒸汽锅生产过渡，缩短生产周期，减少食品安全，提高制品价值。	小作坊经营模式	地域性强，品种相对较少，产品品质控制能力差，品牌知名度低，食品销售半径有限
2000-2010	企业生产模式由传统作坊向流水线生产过渡，行业龙头企业出现，连锁经营成为主流	区域性连锁品牌经营模式	中等规模，集中加工生产
2010 以后	业内企业展开了激烈的品牌竞争，提升管理水平，抢占市场份额，出现具有规模和品牌优势的龙头企业	全国性连锁品牌经营模式	品牌知名度较高，全国范围内设有营销网点，工艺水平先进，食品安全管理体系较完善，产品品种丰富

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

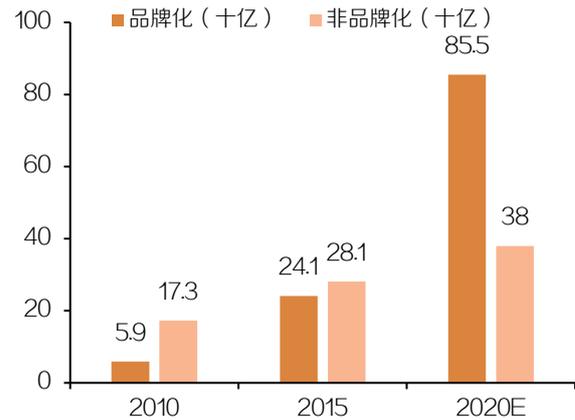
目前，我国休闲卤制品行业集中度偏低，城市化倒逼供给端出清+龙头规模优势壁垒，连锁化龙头仍有较大市场整合空间。根据 Frost&Sullivan 数据，2016 年卤制品行业 CR10 仅为 23.7%，CR4 为 20%，其中两大龙头企业绝味食品/周黑鸭分别为 7.4%/6.8%，市场较为分散，龙头整合空间仍大。我们认为：（1）一方面随着消费者品牌意识的增强和行业监管的日趋严格，新进入的小作坊和夫妻老店缺乏品牌效应，同时城市化推进带动传统菜市场逐步出清，倒逼供给端夫妻小店退出市场（参考冷鲜肉与热鲜肉）；（2）连锁企业在生产基地、销售渠道的建设上难打破龙头已有规模效应产生的壁垒，新进入者或单体夫妻小店难以和现存龙头企业抗衡。且随着行业品牌化趋势的发展，品牌企业的销售占比将不断增大，行业集中度有望继续提升。

图 9：2016 年卤制品行业集中度



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

图 10：品牌化、非品牌化零售值比较



数据来源：Frost&Sullivan，东方证券研究所

### 三、核心竞争力：规模优势背后，卓越的管理能力+完善的供应链体系

公司作为卤制品行业的“后来者”，发展至今无论是门店数量、收入规模还是盈利能力，相较于同行均遥遥领先，已经成为业内的绝对龙头。我们认为在这主要得益于其发展初期即确立的加盟模式和平价定位战略。但不可忽视的是，公司规模背后更体现其让加盟商获利的核心理念、卓越的管理能力和完善的供应链体系，在这套体系之下，加盟商利益得到充分保障，具备持续开店的动能。公司的核心竞争力正在于此。

#### 3.1、卤制品行业绝对龙头，公司规模效应显现

无论从门店数量还是收入规模上，绝味都是卤制品行业内的绝对龙头。绝味于 2005 年正式成立，起步就定下连锁加盟的商业模式，借力外部加盟商实现门店数量的快速扩张，扩大市场份额。近几年更是以 1000 家/年左右的净新增门店速度扩张版图。当前，公司收入规模超过 50 亿元，门店数量 11000 家左右，除 100 多家直营店外，均为加盟门店，其门店广泛覆盖全国各个省份。无论是门

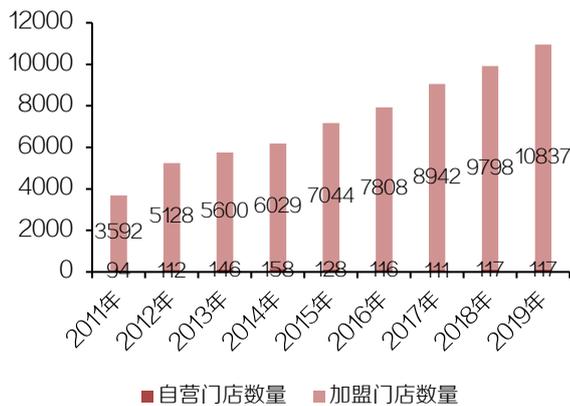
店数量还是收入规模，绝味相较于行业内第二梯队企业都有明显优势，是卤制品行业当之无愧的龙头企业。

**表 5：卤制品行业主要公司对比**

	绝味食品	周黑鸭	煌上煌	久久丫
公司地点	湖南长沙	湖北武汉	江西南昌	上海
成立时间	2005 年	1997 年	1993 年	2002 年
2019 年收入规模 (亿元)	51.72	31.93	17.82	约 7 亿 (2017 年)
2019 年门店数量	10954	1306	3706	1300
门店主要分布	全国	华中, 华东, 华南	江西, 福建, 广东, 广西	长三角地区, 北京, 广州, 四川地区

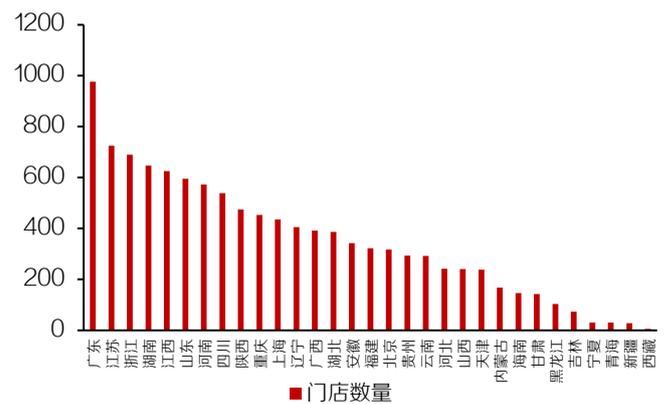
数据来源：公司公告，互联网，东方证券研究所

**图 11：绝味以每年近 1000 家的速度扩张门店**



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 12：绝味门店覆盖全国各个省份**



数据来源：公司官网(截止 2020 年 5 月)，东方证券研究所

规模效应下单吨成本和费用率具备显著优势，公司盈利能力突出。2019 年公司营业利润率达 19.45%，远高于周黑鸭的 14.13%、煌上煌的 12.46%，盈利能力突出。主要系规模效应下，公司的单吨成本仅周黑鸭的 70%，且随着规模的扩大，相对单吨成本持续改善。此外，管理和销售费用摊薄，两费率相比同样采取加盟模式为主的煌上煌具有 10pcts 左右的优势。

**图 13：绝味、周黑鸭单位吨成本对比（单位：元/kg）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 14：绝味、煌上煌销售和管理两费率比较**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2、缘何公司弯道超车，成为行业内绝对龙头？

公司并非行业先进者，成立时间晚于周黑鸭、煌上煌等竞争者，但发展至今，无论是门店覆盖规模，亦或是终端销售规模看，都实现了一个身位的领先。对于以门店销售的消费品而言，规模的扩张亦不是自我实现的过程，而是公司在多个方面精细化运作的集中反映。

门店数量，尤其是加盟门店数量扩张是公司规模快速增长的最主要驱动因素。公司加盟渠道营收占比基本都在 90% 以上，其中 2018 年加盟渠道销售额达 39.6 亿元，占营业总收入的 90.7%。将加盟渠道销售收入进行连环替代拆解，得到加盟销售的增长主要来源于加盟门店数量的扩张，其贡献了加盟销售增长的 80%，也就是说收入增长的主要驱动力是加盟门店数量的增加。

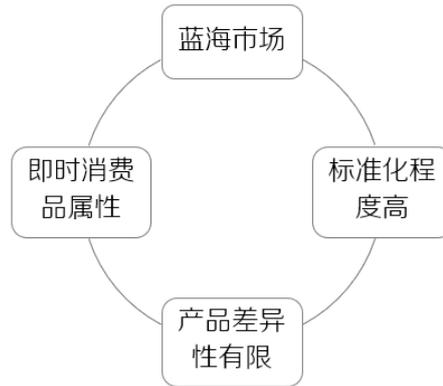
**表 6：加盟销售增长的因素拆解：加盟门店数量贡献 80%**

连环替代法	2014	2015	2016	2017	2018
加盟门店销售额/亿元	23.60	26.33	29.93	35.32	39.60
销售额的变化/亿元	3.15	2.73	3.60	5.39	4.29
加盟门店数的贡献	49.70%	145.93%	79.26%	80.73%	78.77%
加盟单店销售额的贡献	50.30%	-45.93%	20.74%	19.27%	21.23%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

加盟门店数量扩张有赖于其加盟模式与平价定位。我们认为：1) 加盟是符合卤制品行业特征的商业模式。卤制品行业处于发展快车道，消费潜力尚有待挖掘。当前阶段，在全国范围内广泛开店，扩大规模抢占市场无疑是非常重要的。此外，卤制品由中央工厂统一制作和配送，前端门店一般仅负责陈列和销售，相较于现制餐饮前端标准化程度更高，产品口味和质量更易保持一致。卤制品口味以鲜辣为主，产品差异性有限，叠加其即时消费品的属性，通过加盟扩大门店覆盖范围，让更多消费者看到，从而萌生出想要购买的欲望，是一种重要的需求刺激方式。因此，对于尚处蓝海市场的卤制品行业来说，由于其标准化程度高、产品差异性有限以及即时消费品的特征，通过加盟的方式跑马圈地是符合行业特征的优质打法。

图 15：企业适合加盟的四个要素



数据来源：东方证券研究所

2) 平价定位是渠道不断下沉到低线城市的核心要素。绝味定位大众消费，客单价在 30 元左右，相比于周黑鸭客单价 60 元以上的中高端定位，消费者受众来得更广，下沉到低线城市仍能保障一定数量的客群。因而，不同于周黑鸭门店主要集中在一线、新一线城市，在平价定位下，绝味的销售市场更大，其门店分布也更为均匀，渠道下沉动力更足。

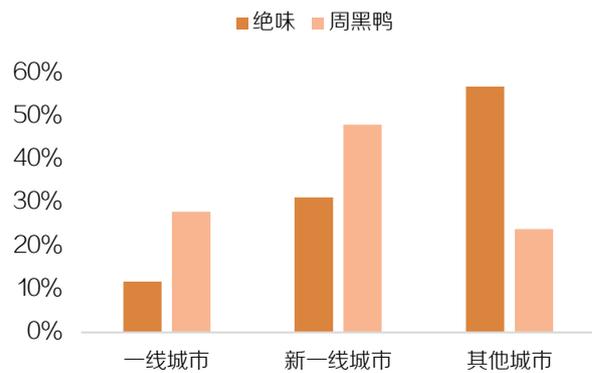
图 16：绝味、周黑鸭客单价(元)



注：绝味客单价约 30 元

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：绝味、周黑鸭门店分布



数据来源：大众点评，公司官网，公司公告，东方证券研究所

### 3.3、规模背后：加盟商获利的理念、卓越的管理能力、完善的供应链体系

通过加盟撬动门店数量，是公司在十余年间快速发展，弯道超车成为业内第一大企业的主要原因，而加盟商持续新开门店的根本动能来自于有吸引力的投资期望回报。加盟商选择加盟开店生意之前，通常会考虑加盟品牌的影响力、企业对加盟商的支持和协助、前期投入金额、单店盈利能力等因素，其中最根本的还是投资开店的期望回报，只有当期期望回报为正，且具备一定吸引力，才能够源源不断的吸引加盟商新开门店。

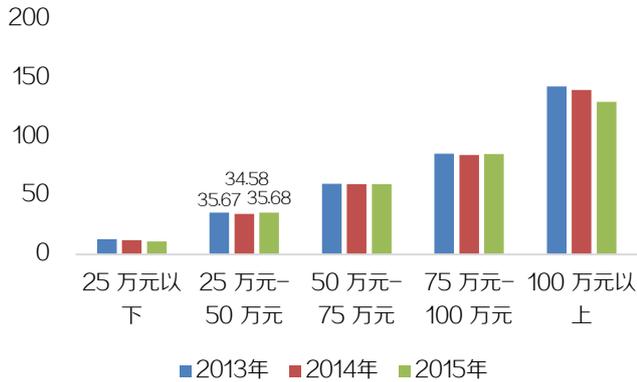
通过拆解加盟单店模型（一线城市社区店），我们认为：

- 1) 加盟商平均回收期在 12 个月左右，加盟绝味门店从平均意义来看，是一门快速回本的好生意；
- 2) 单店的盈亏平衡点为月营业额 4.77 万元，对应出厂口径单店月收入(按照毛利率 58%计)为 2.77 万元，根据 13-15 年不同势能门店收入分布的数据推算，单店月收入(出厂口径)在 3 万元以下的门店数量不超过 1/3。考虑到低线城市房租、员工工资等可变成成本更低，实际亏损门店数量应该远低于 1/3，也就是说，加盟绝味门店获利概率极大。
- 3) 加盟绝味门店的一次性投资额在 10 万元（不含房屋租金）左右，相比于其他知名加盟品牌（如一点点前期投入近百万），资金准入门槛低，更适合一般创业者加盟做生意。
- 4) 因此，从加盟商角度来看，加盟绝味的前期投入相对较低，单店期望回报高，投资具有吸引力。这也正符合了公司始终坚守的加盟商获利的发展理念，这是公司持续吸引加盟商开新店，拓张规模，稳步发展的基础。

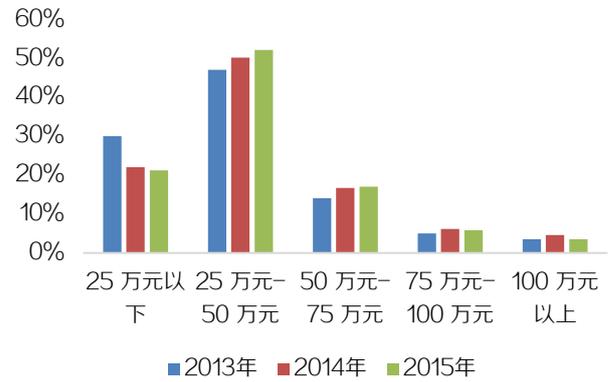
**表 7：绝味单店模型**

前期投入(元)	金额	备注
加盟费	4000~8000/年	一般一次性投入 3 年，2 万元左右
装修和设备费	80000	
保证金	5000	可返还，不计入投资额
货款	10000	首批进货款，不计入投资额
总计	100000	
<b>月收入</b>		
客单数(单/日)	75	
客单价(元)	30	
月营业额(元)	67500	
<b>月成本</b>		
房租	9000	20 平左右，一线城市社区店
员工工资	9000	假设两名员工
水电杂费	2000	
原料成本	39150	假设门店端毛利率 42%
加盟商月利润	8350	
利润率	12.4%	

数据来源：公司公告，草根调研，东方证券研究所

**图 18：绝味不同势能店的单店平均收入（出厂口径）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

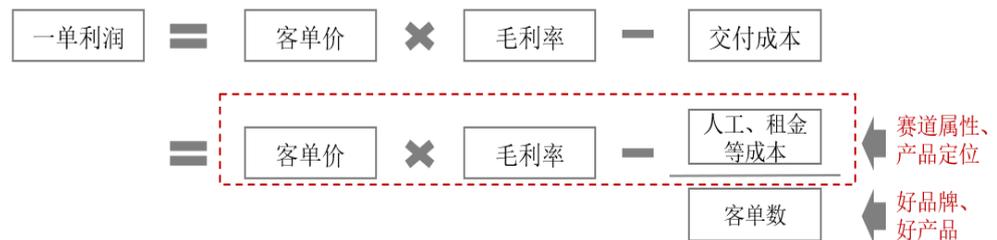
**图 19：绝味不同势能店数量占比（出厂口径）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

为什么加盟门店能挣钱？我们从门店端和公司端两个维度去考虑：

### 1、门店端：好品牌+好产品保证客单数，单笔生意交付成本低

将门店端的一单利润拆解为三个因素：客单金额\*毛利率-交付成本，其中交付成本指每单分摊的租金、人工等成本。毛利率由公司设定，客单价和人工、租金等成本主要由赛道属性、产品定位和门店选址决定。因而，在加盟商实际运营门店的过程中，影响门店端盈利最为核心的要素为客单数，客单数越多，越能够摊薄人工、租金等成本，交付成本越低，一单利润就越高。以上述的单店模型为例，盈亏平衡点的客单数为 55 单/日，根据我们的估算，实际客单数高于盈亏平衡点近 40%，能够达到平均 75 单/日。除了选址因素以外，绝味持续提供标准化高质量的好产品，品牌深入人心，在消费者心目中得到了高度认可，是客单数的有力保障。

**图 20：加盟门店的一单利润拆解**


数据来源：东方证券研究所

### 2、公司端：规模效应强化公司盈利能力，保障加盟门店利润空间

公司的盈利能力突出，是加盟商门店端能够被赋予较大利润空间的基础所在。公司盈利能力突出，无论是营业利润率、净利率维度还是 ROE 维度均遥遥领先于同行，主要得益于规模效应带来的向上议价能力，从而降低单吨成本，以及供应链体系带来的高周转低损耗。根据调研数据，绝味门店

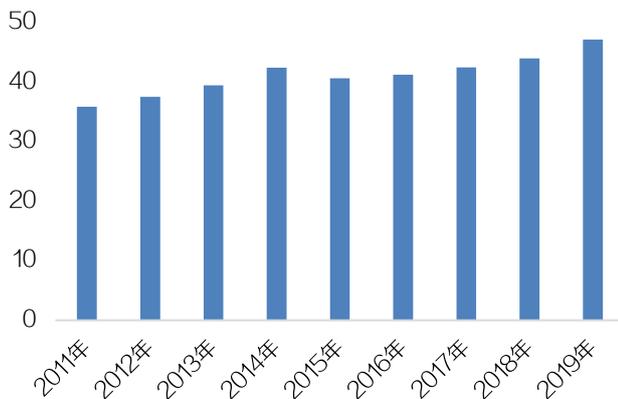
的综合毛利率为 42%左右，高于永辉整体 20%+，7-11 熟食速食部分 30%+的毛利率水平，也高于煌上煌 17 年以前加盟商 30%左右的毛利率。单店模型显示，在 42%的毛利率水平下，门店端往往能做到 10%+的净利率，按照 19 年 46-47 亿加盟店收入测算，保守估计门店端净利率 10%，加盟商整体分享了 8 亿左右的利润，相比于公司层面 10.5 亿的营业利润，加盟商利润分享相当可观。

**表 8：绝味、周黑鸭、煌上煌盈利能力对比**

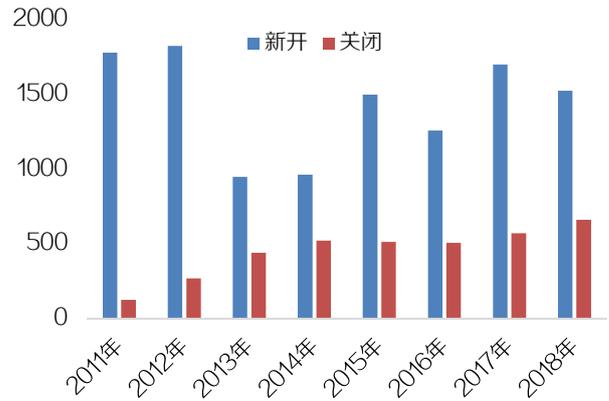
	绝味	周黑鸭	煌上煌
毛利率	33.95%	56.54%	37.59%
销售费用率	8.16%	35.47%	14.78%
管理费用率	6.00%	7.03%	10.78%
营业利润率	19.45%	14.13%	12.46%
净利率	15.29%	12.76%	10.69%
资产周转率	1.11	0.63	0.80
ROE	21.11%	9.74%	10.89%

资料来源：Wind，东方证券研究所

无论是门店端的客单数，还是公司突出的盈利能力，最终都落脚到好品牌、好产品、稳质量、高效率配送和运营等方面，这些都离不开公司卓越的管理能力和完善的供应链体系。加盟最大的难点在于管理和供应链。由于加盟门店的所有权归属于加盟商，其经营管理很大程度上受到加盟商的影响，尽管公司有严格的加盟店管理制度，但面对三千多个加盟商，万余家加盟店这样庞大的体量，如何确保加盟门店能够提供标准化、高品质的产品和服务？维护好品牌的声誉？此外，绝味门店遍布全国，公司如何在实现产品的每日冷链配送以外，最大程度保证供应链运行的整体效率，降低配送成本？这些均是采取加盟模式对公司的挑战。经过数年的验证，公司稳定的单店收入、持续的门店扩张速度是其卓越的管理水平、完善的供应链体系的最好体现。

**图 21：绝味单店年收入稳中有升(万元)**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 22：绝味每年保持一定的新开门店数量**


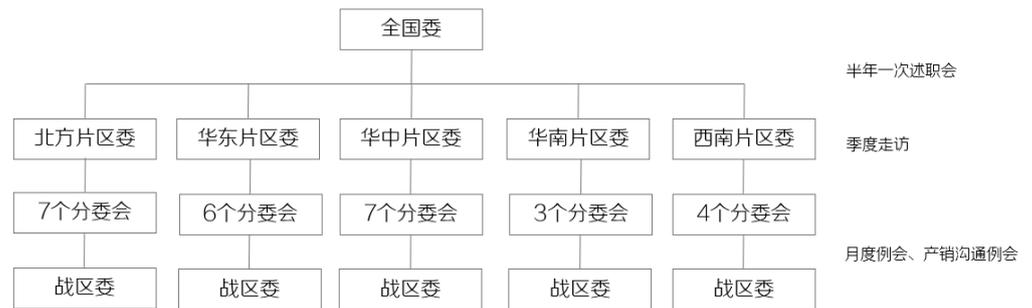
数据来源：公司公告，东方证券研究所

具体来看：

**1) 卓越的管理能力，促进加盟商与公司合作共赢**

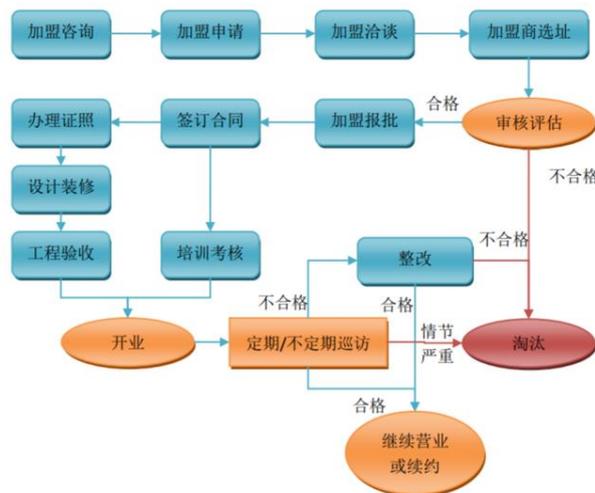
加盟商管理机制能够充分激发加盟商能动性。公司与供应商之间既是商业伙伴，也是志同道合的朋友，其对加盟商在管理上激励和监管并存：1) 13 年公司正式建立全国加盟商委员会，目前共有四级分会，从全国委、片区委、分委会到战区委，每个战区委对应 80 个左右加盟店，30 个左右加盟商，小而美的战区委加盟商自治团队，更有利于加盟商之间的经验交流、资源共享以及加盟商与公司的沟通，也能鼓励更多加盟商参与到加委会的运营中，激发其主观能动性进行加盟商之间的自监管，最大程度地保证公司加盟商队伍的稳定和有效运作。此外，公司始终把加盟商当作志同道合的伙伴，充分考虑加盟商的利益和诉求，并组织优秀加盟商进行全方面的学习和提升，力求加盟商与公司携手共同成长。2) 通过门店巡视、门店评级、处罚甚至是淘汰措施从监管层面规范加盟商行为。

**图 23：多级加盟商委员会架构**



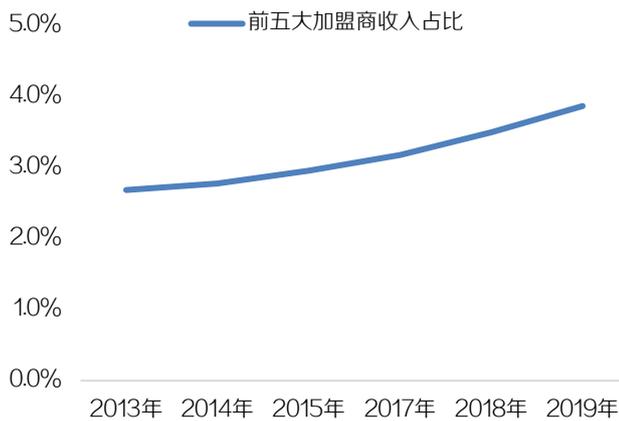
数据来源：中国连锁经营协会，东方证券研究所

**图 24：加盟门店筛选和管理流程**

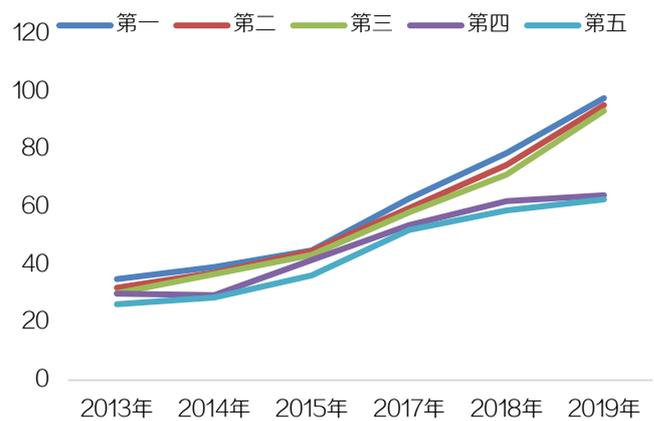


数据来源：招股说明书，东方证券研究所

大加盟商趋势体现公司与加盟商之间的紧密合作，也能够提高加盟商质量，进一步绑定加盟商与公司利益。加盟模式下，如何保障加盟门店端能够提供高质量的产品和服务？其中一个重要的步骤是对加盟商进行筛选，从经验、能力、实力、理念、店铺资源和合作意愿六个维度优选出合适的加盟商。过去六年，公司前五大加盟商收入复合增速 19%，其收入占比不断提升，涌现出几家近百店规模的大加盟商。我们认为大加盟商趋势：1) 首先是对公司在加盟商管理方面的肯定，体现出了公司在成长过程中，与供应商分享利润、共同成长过程中所积累的加盟商信任。2) 有助于公司进一步严控加盟商质量，精选优质的现有加盟商新开门店。3) 通过深度绑定加盟商和公司利益，统一两者之间的诉求，进一步增强加盟商的主人翁精神，有助于维护好绝味的产品质量和品牌。

**图 25：绝味前五大加盟商收入占比提升**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

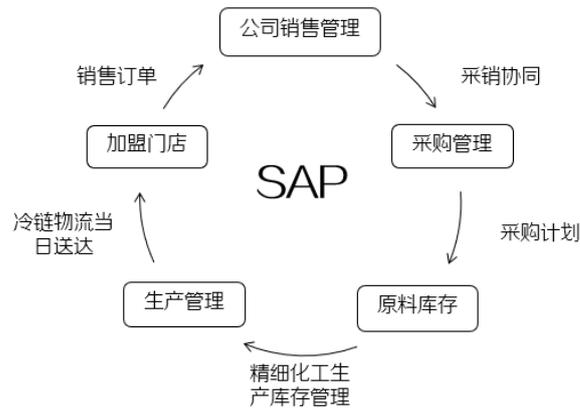
**图 26：绝味前五大加盟商门店数量(估算)**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 2) 供应链体系完善，保障产品高效供应：

**SAP-ERP 系统和 RMS(零售终端管理)系统布局，打通全产业链数据管理。**绝味是业内首家全面导入 SAP-ERP 信息管理系统的企业，耗时三年，于 2013 年实现覆盖所有工厂，打通采购、仓储、生产、配送、门店销售全产业链的信息管理。后又逐步完成 RMS 信息化建设，用于工厂原材料至成品及门店销售情况的追溯，覆盖所有产品。全产业链信息系统平台为公司的可持续发展提供了强有力的支持。

图 27： SAP 系统建立了全产业链的信息管理体系

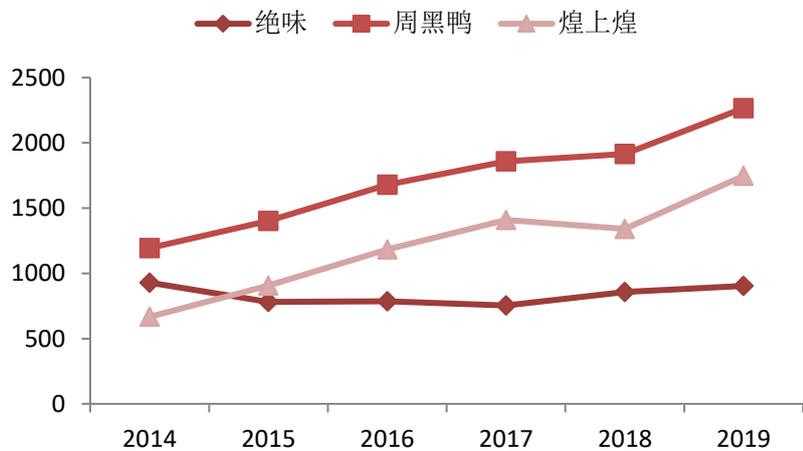


数据来源：东方证券研究所

26 个生产基地，20 余万吨产能(包含在建)，实现冷链日配，有效保障万余家门店的产品供应。公司以 26 个生产型分子公司作为生产基地，以最优冷链配送距离 300km 作为辐射半径，采取门店每日报量、公司每日集中生产和每日物流配送的销售报单模式，GPS 和温控器全程监控专用物流车温度及行车路线，将最优的产品投放市场，实现高效+低成本的配送，为公司门店的快速扩张提供了坚实的供应保障。

管理和供应链随着规模的扩大日益完善，相辅相成。供应链日配更便于门店端进出货管理，也能够最大程度保证产品新鲜度，减少了公司层面的管理成本，使得门店端更加标准化、高质量；管理得好，区域内开店增加，能够提高供应链配送的效率。

图 28：绝味、周黑鸭单位运输费用对比（单位：元/吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

目前，公司已经形成了：加盟商获利基础之上，加盟商数量不断增加，供应链和管理持续完善，品牌、产品质量、配送效率等要素反复强化，公司盈利能力更强、加盟商利益持续得到保障的正向循环之中。我们认为，管理和供应链可复制甚至进一步优化，在门店上限空间内，加盟商拓展新店具备充分的动能。

## 四、看公司空间：量利齐升

### 4.1、量：门店数量尚有翻倍空间

卓越的管理能力标准化门店端产品和服务质量，完善的供应链体系保障产品有效供应，加盟商利益得到保障，具备持续的开店动能。我们认为公司能够持续扩张门店，长期开店空间近 22000 家，具体测算情况如下：

1) 一线/新一线/二线城市：将大本营长沙门店密度作为一线/新一线/二线城市的基准密度，按照产品接受度、人均可支配收入进行调整，计算得到各个城市门店预测中枢=城镇人口/基准密度\*较标的城市收入水平比较\*产品口味接受度。

表 9：绝味食品门店数测算（一线/新一线/二线城市）

区域及产品		城市	人均可支配 收入/元	较长沙人均 收入水平	常住人口 /万人	门店数量预 测中枢/家	
接受度							
华东-70%	一线城市	上海	73615	1.33	2135.35	885	
		新一线城市	苏州	46933	0.85	1072.17	283
		南京	64372	1.17	850	308	
		杭州	66068	1.2	1036	385	
		宁波	64886	1.18	854.2	312	
		青岛	54484	0.99	949.98	291	
	二线城市		无锡	61915	1.12	659.15	230
			常州	58345	1.06	473.6	156
			南通	50217	0.91	731.8	207
			徐州	36215	0.66	882.56	180
			扬州	45550	0.83	454.9	117
			温州	46933	0.85	930	246
			金华	59348	1.07	562.4	188
			嘉兴	61940	1.12	480	167
			台州	46933	0.85	615	162
			绍兴	63925	1.16	505.7	182
			合肥	45404	0.82	818.9	209
		福州	47920	0.87	780	210	
		厦门	59018	1.07	429	142	

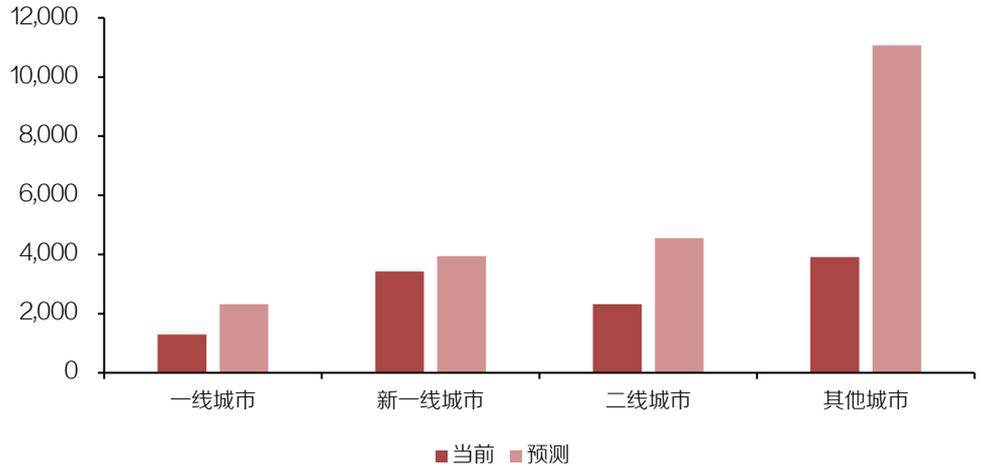
		泉州	49592	0.9	874	244
		南昌	44136	0.8	560.06	139
		济南	51913	0.94	890.87	260
		烟台	46933	0.85	713.8	189
华北-55%	一线城市	北京	73849	1.34	1865	775
	新一线城市	天津	46933	0.85	1303.82	344
	二线城市	石家庄	38550	0.7	1103.12	239
		太原	38361.8	0.69	442.15	95
华中-100%	新一线城市	郑州	42087	0.76	516.9	122
		武汉	51706	0.94	1121.2	326
		长沙	55211	1	815.47	362
华南-45%	一线城市	广州	65052	1.18	1530.59	360
		深圳	62522	1.13	1343.88	304
	新一线城市	东莞	55165	1	846.45	169
	二线城市	佛山	55233	1	815.86	163
		惠州	42999	0.78	488	76
		珠海	55219	1	202.37	40
		中山	46933	0.85	338	57
		南宁	37675	0.68	725.41	99
		海口	38977	0.71	232.79	33
西南-90%	新一线城市	成都	45878	0.83	1658.1	275
		昆明	46289	0.84	685	115
		重庆	46933	0.85	2086.99	354
	二线城市	贵阳	38240	0.69	488.19	68
西北-65%	新一线城市	西安	41850	0.76	1020.35	155
	二线城市	兰州	38095	0.69	379.09	52
东北-75%	新一线城市	沈阳	46786	0.85	832.2	141
	二线城市	长春	46933	0.85	767.7	130
		大连	46468	0.84	698.8	117
		哈尔滨	37828	0.69	1085.8	149
总计					10815	

数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

**2) 其他城市：**将大本营周边湘潭市的门店密度作为其他城市的理想密度，考虑到全国各个区域的产品接受程度不同，我们对理想密度做一定调整，同时以 18 年人口静态数据做测算基准，暂不考虑未来人口的变化。

综合上述测算，我们预期一线/新一线/二线/其他城市长期门店数量中枢为 2324/3943/4547/11071 家，合计 21886 家，相较于目前近 11000 家的门店数量，尚有翻倍的增长空间。

图 29：绝味长期门店数量预测(家)

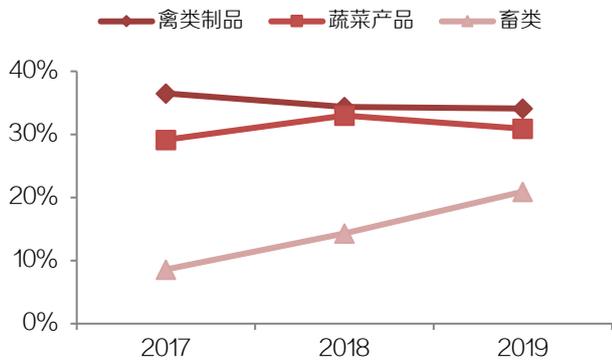


数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

#### 4.2、利：结构性提升叠加单品毛利率增长，利润仍有提升空间

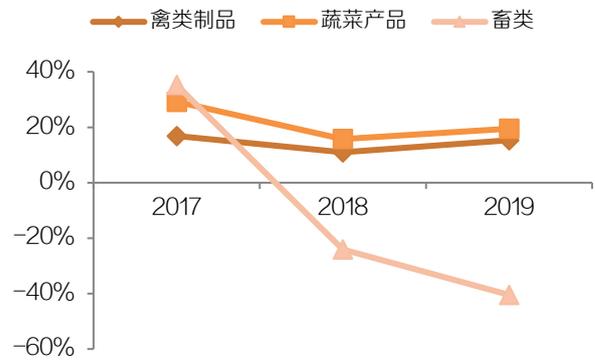
**高毛利率的禽类产品未来更吃香。**公司营收 95%以上来自鲜货类产品，而鲜货类产品中禽类制品毛利率最高，其次是蔬菜产品，再次是畜类，2019 年三者毛利率分别为 34.10%、30.88%、20.92%。其中更高毛利的禽类制品和蔬菜产品营收保持稳健增长，2019 年增速分别为 15.31%、19.54%，未来结构性毛利率有望进一步提升。

图 30：鲜货类分产品毛利率比较



数据来源：公司公告，东方证券研究所

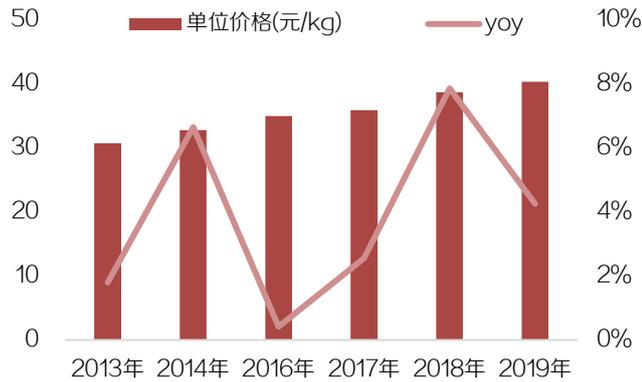
图 31：鲜货类分产品营收增速情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

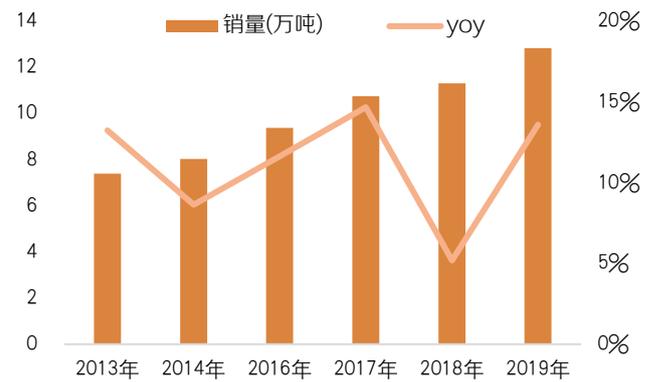
单品毛利率仍有提升空间。从价格端看，虽然绝味门店多数为社区门店（占比约 90%），消费者价格敏感度较高，但近 5 年绝味单价一直保持增长，且未对销量产生影响。短期看，绝味门店每 2-5 年升级一次，可通过提升包装和产品结构来间接提价；长期看，随着人均收入提高，消费升级的背景下价格仍有一定的上升空间，预计未来五年价格仍能保持 5% 的小幅增长。

图 32: 公司 2013-2019 年单价及增速



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

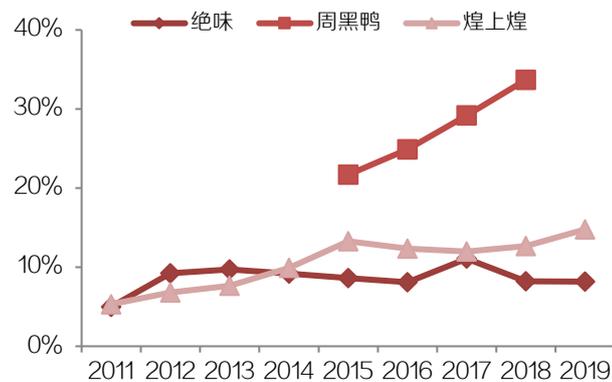
图 33: 公司 2013-2019 年销量及增速



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

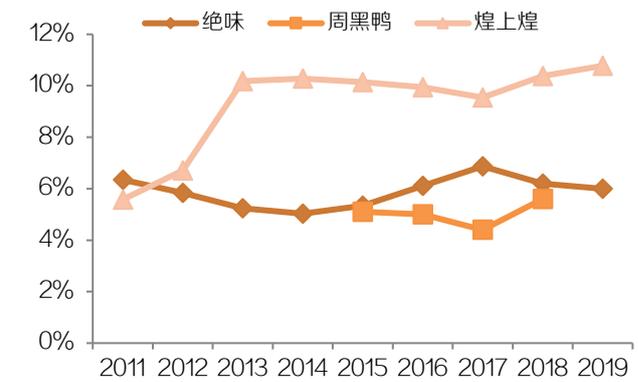
从成本端看，随采购量加大话语权进一步增强，费用率有望继续下降。公司采购量大，议价能力强，且安全库存较多，有一定能力化解成本波动压力。随着公司门店数量更多、销售网络更加密集，管理和供应链协同效应增强，两费率仍有下降空间。

图 34: 绝味、周黑鸭、煌上煌销售费用率对比



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 35: 绝味、周黑鸭、煌上煌管理费用率对比



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

## 五、对于估值的思考：优质消费品标的，值得市场溢价

复盘公司历史走势，公司估计进入上行通道始于 2019 年 1 月，除年初疫情影响下略有调整以外，股价一直处于稳定增长，年初至今整体股价有加速上行的趋势，一方面来源于疫情影响下，龙头企业展现出更强的风险对抗能力，包括对加盟商的扶持等政策，以疫情为分水岭，单体夫妻店退出市

场为龙头提供更大整合空间，另一方面，不确定市场环境中，内需主导的消费品公司得到市场更强青睐带来的行业估值溢价。

图 36：公司历史走势及大事复盘



数据来源：Wind，东方证券研究所

我们复盘了公司上市以来业绩及股价涨跌情况，可以发现：

- 1、 17-19 年期间，公司相比整体食品行业指数（中信）始终获得稳定的超额收益率，其中 19 年超额收益率高达 61.62%；
- 2、 拆分公司股价波动的驱动因素看，公司业绩增长率始终稳定在 25%-30%，19-20 年股价波动中估值提升是主要推动逻辑；
- 3、 对比公司估值波动与整体食品行业估值变动情况，可以发现，19-20 年公司的估值的成长主要来源于其中一方面贸易摩擦等不确定性影响下，食品消费等内需为导向的必需品消费行业受到更强偏好，带动整体板块估值提升 27.21%/44.11%，另一方面公司相比行业获得了更大倚重，主要来源于市场对龙头给予的更大倚重及公司核心竞争力的逐步凸显；

表 10：公司股价波动驱动因素拆解

	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/3/31
营业收入/百万元	2,921.30	3,274.14	3,850.17	4,367.98	5,171.96	1,066.43
yoy		12.08%	17.59%	13.45%	18.41%	-7.59%
净利润/百万元	300.82	380.30	497.28	630.59	790.94	62.28
yoy		26.42%	30.76%	26.81%	25.43%	-65.40%
归母净利润	300.82	380.30	501.72	640.63	801.20	62.96
yoy		26.42%	31.93%	27.69%	25.06%	-65.27%
毛利率	28.59	31.84	35.79	34.30	33.95	29.69
净利率	10.30	11.62	12.92	14.44	15.29	5.84

ROE	28.08	28.73	24.86	22.89	21.11	1.37
股价变动率			<b>71.75%</b>	<b>-18.80%</b>	<b>95.84%</b>	<b>58.75%</b>
估值变动率			33.38%	-36.23%	63.29%	69.07%
业绩变动率			31.93%	27.69%	25.06%	-65.27%
食品行业指数变动率			26.13%	-19.14%	34.21%	36.43%
食品行业估值变动率			0.07%	-25.08%	27.21%	44.11%
超额收益率			45.62%	0.34%	61.62%	22.32%

数据来源：Wind，东方证券研究所

看当前，我们认为整体食品板块估值或处于历史相对高位，存在一定估值调整风险，但从公司角度看，我们认为从两方面看，公司估值水平在行业中不属于较高水平，相比其他细分龙头仍有一定差距：

- 1、**看过去，公司业绩成长力及增长稳定性均处于行业领先水平。**我们在 20 年年度策略中曾提及，我们认为消费品行业之所以获得资金更大青睐，核心来源于两方面，一是业绩成长力，其二是增长确定性&稳定性。我们复盘过往五年食品板块公司业绩复合增速及增速波动率（增速标准差），并进行排名（排名靠前则说明 CAGR or 波动率值越大，因此 CAGR 排名靠前更优，波动率排名靠后更优），从成长性角度，公司五年复合增速行业排名 12，增速稳定在 30%左右，因此从稳定性角度看，公司增速波动率最小，排名 34，相比海天、桃李、洽洽等细分行业龙头，公司从成长力及稳定性均处于行业前列。

**表 11：食品板块公司历史增速及增长波动性复盘**

	CAGR	增速标准差	CAGR 排名	增速波动率排名
上海梅林	51.33%	1.05	5	6
安琪酵母	43.69%	0.44	6	15
涪陵榨菜	35.60%	0.32	7	20
恒顺醋业	34.12%	0.99	8	7
千禾味业	30.21%	0.32	9	21
好想你	29.11%	6.11	11	3
<b>绝味食品</b>	<b>27.66%</b>	<b>0.03</b>	<b>12</b>	<b>34</b>
安井食品	23.44%	0.18	16	28
中炬高新	20.15%	0.23	22	26
盐津铺子	21.50%	0.39	18	17
海天味业	20.69%	0.04	20	33
桃李面包	20.15%	0.09	21	30
煌上煌	17.44%	0.37	25	18
洽洽食品	15.51%	0.22	26	27
天味食品	14.94%	0.26	27	23
双汇发展	6.12%	0.06	29	32
来伊份	-40.21%	0.39	33	16
良品铺子	65.51%	2.55	2	5
三只松鼠	127.11%	11.55	1	1

注：阴影部分为各细分行业龙头；良品铺子和三只松鼠上市未满五年，CAGR 是近四年

数据来源：Wind，东方证券研究所

- 2、看后续，行业增长空间及公司增长空间大且确定性高，从 PEG 角度与其他细分赛道龙头仍有差距。前文已述，休闲零食行业仍处于高速增长期，休闲卤制品属于其中相对增速更快的细分子版块，叠加考虑疫情影响下公司渗透率提升逻辑及更强的开店逻辑，看当前 PEG 情况，公司显著低于其他细分行业龙头，相对而言，估值性价比在消费品中仍高。

表 12：食品行业主要公司 PEG 情况

公司	EPS		增速	PE ( TTM )	PEG
	2020	2021			
来伊份	0.36	0.56	54.50%	46.55	0.85
盐津铺子	1.48	2.13	44.18%	63.14	1.43
煌上煌	0.58	0.74	28.63%	42.21	1.47
好想你	0.32	0.40	24.18%	38.77	1.60
<b>安井食品</b>	<b>1.80</b>	<b>2.48</b>	<b>37.74%</b>	<b>63.33</b>	<b>1.68</b>
双汇发展	1.82	2.04	12.04%	21.78	1.81
<b>绝味食品</b>	<b>1.51</b>	<b>1.85</b>	<b>22.14%</b>	<b>42.80</b>	<b>1.93</b>
<b>洽洽食品</b>	<b>1.45</b>	<b>1.72</b>	<b>18.71%</b>	<b>37.67</b>	<b>2.01</b>
中炬高新	1.07	1.32	24.09%	49.16	2.04
<b>涪陵榨菜</b>	<b>0.91</b>	<b>1.07</b>	<b>17.02%</b>	<b>37.45</b>	<b>2.20</b>
<b>安琪酵母</b>	<b>1.28</b>	<b>1.48</b>	<b>15.60%</b>	<b>35.43</b>	<b>2.27</b>
干禾味业	0.57	0.74	29.83%	68.41	2.29
<b>桃李面包</b>	<b>1.25</b>	<b>1.47</b>	<b>17.08%</b>	<b>41.49</b>	<b>2.43</b>
良品铺子	1.00	1.30	29.83%	76.99	2.58
天味食品	0.59	0.76	29.50%	83.95	2.85
恒顺醋业	0.36	0.42	16.37%	49.55	3.03
三只松鼠	0.79	1.06	33.90%	105.64	3.12
<b>海天味业</b>	<b>1.94</b>	<b>2.30</b>	<b>18.17%</b>	<b>58.69</b>	<b>3.23</b>

注：阴影部分为各细分赛道龙头，20/21 使用 wind 一致预期

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们认为，给予优质公司，尤其是优质的消费品公司，更高的估值溢价，在可见未来将是持续趋势。有限经验证明，当前不确定市场中，市场对于消费行业的偏爱已经显而易见，一方面国内消费市场容量惊人，而城市分层发展现象明显，在高线城市证明自我的消费品具备充分的下沉市场，另一方面外资对于国内优质消费品公司定价更高，盈利考评周期更长。因此，我们认为，其一选定市场容量在扩大的行业，其二选定在市场竞争中跑赢的龙头，可能时间会证明，眼前的贵都不是真的贵。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1、收入预测：预测 20-22 年每年净新增加盟店 1000 家，直营店 10 家，门店单价每年提升 3%，加盟店门店销量每年提升 2%，直营店门店销量每年提升 10%，假设一季度销量受疫情影响下降 10%，二到四季度不受影响，对 20 年单店销量做对应调整。根据上述预测，20-22 年加盟门店收入增长率为 11.9%/13.9%/13.2%，直营门店收入增长率为 19.9%/22.2%/21.6%，公司总收入增长率为 12.3%/14.3%/13.7%。
- 2、成本和毛利率：由于鸭的出栏量有所增加（19 年“非瘟”刺激家禽业扩张）叠加疫情影响需求下降，预计 20 年毛鸭价格有所下降，后随着控产和需求恢复，预计 21-22 年价格不变，综合来看预测 20-22 年毛鸭价格变化 -10%/0%/2%，对应得到鲜货类产品毛利率 35.2%/36.1%/36.4%；加盟商管理及其他业务毛利率假设为 96.3%/30%不变。
- 3、期间费用率：预测公司 20-22 年销售费用率为 8.3%/8.4%/8.5%，管理费用率为 6.2%/6.1%/5.9%。
- 4、公司 20-22 年的所得税率维持 25.3%。

表 13：收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>加盟+直营</b>					
销售收入（百万元）	4,218.2	4,993.1	5,610.4	6,421.7	7,308.4
增长率	13.6%	18.4%	12.4%	14.5%	13.8%
毛利率	33.8%	34.8%	35.2%	36.1%	36.4%
<b>加盟管理</b>					
销售收入（百万元）	53.2	54.9	60.6	66.3	72.2
增长率	13.6%	3.2%	10.3%	9.5%	8.9%
毛利率	95.8%	96.7%	96.3%	96.3%	96.3%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	96.6	124.0	137.4	152.3	168.8
增长率	6.9%	28.4%	10.8%	10.8%	10.8%
毛利率	23.6%	-29.6%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>合计</b>	<b>4,368.0</b>	<b>5,172.0</b>	<b>5,808.3</b>	<b>6,640.3</b>	<b>7,549.4</b>
增长率	13.4%	18.4%	12.3%	14.3%	13.7%
综合毛利率	34.3%	33.9%	35.8%	36.6%	36.9%

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 投资建议

由于公司加盟店拓张模式下公司规模利润仍有较大上行空间，因此预测 20-22 年公司 EPS1.52/1.80/2.08 元，选取同为卤制品行业公司煌上煌、周黑鸭为可比公司，除此以外，来伊份，良品铺子，盐津铺子，洽洽食品均为休闲零食行业公司，且以线下渠道为主（来伊份/良品铺子以线下门店销售为主），与公司休闲卤制品赛道相似，渠道重点重叠度高，基于可比公司估值法给予公司 20 年 53 倍 PE，对应目标价 80.56 元，首次给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率			
			2020/6/24	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
来伊份	603777	16.67	0.03	0.36	0.53	1.02	544.77	46.73	31.65	16.34	
煌上煌	002695	24.65	0.43	0.56	0.73	0.92	57.42	43.64	33.79	26.78	
洽洽食品	002557	53.71	1.19	1.44	1.71	2.02	45.12	37.26	31.41	26.57	
盐津铺子	002847	93.60	0.99	1.47	2.19	3.00	94.67	63.67	42.68	31.21	
良品铺子	603719	72.37	0.85	1.01	1.28	1.61	85.26	71.55	56.52	45.07	
周黑鸭	1458.HK	6.75	0.18	0.12	0.18	0.23	37.50	56.25	37.50	29.35	
	调整后平均						70.62	52.57	36.41	28.48	

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

疫情的不确定性：国内外疫情风险下，开店节奏、门店营业时间、客流量等因素可能受影响，以及对加盟商的补贴或进一步加强，从而影响公司营业收入和成本。

新开门店不及预期：门店数量增加是公司业绩的主要驱动因素，如因内外部原因导致公司门店数量扩张不及预期，将对公司业绩带来一定影响。

食品安全问题：食品安全风险可能对品牌形象造成损害。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	703	1,602	2,097	2,617	3,261	营业收入	4,368	5,172	5,808	6,640	7,549
应收票据及应收账款	5	10	8	9	10	营业成本	2,870	3,416	3,732	4,213	4,767
预付账款	116	98	125	143	162	营业税金及附加	40	41	54	62	70
存货	609	669	721	814	921	营业费用	359	422	481	557	643
其他	91	91	96	104	114	管理费用及研发费用	271	310	374	421	463
<b>流动资产合计</b>	<b>1,524</b>	<b>2,471</b>	<b>3,048</b>	<b>3,688</b>	<b>4,469</b>	财务费用	(0)	26	(9)	(15)	(21)
长期股权投资	785	1,122	1,346	1,616	1,939	资产、信用减值损失	3	1	0	0	0
固定资产	1,023	1,144	1,247	1,372	1,754	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	82	232	446	598	474	投资净收益	(1)	49	17	17	17
无形资产	161	197	185	173	160	其他	7	1	3	3	3
其他	246	296	76	54	32	<b>营业利润</b>	<b>831</b>	<b>1,006</b>	<b>1,197</b>	<b>1,423</b>	<b>1,647</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,297</b>	<b>2,992</b>	<b>3,301</b>	<b>3,812</b>	<b>4,358</b>	营业外收入	22	53	31	31	31
<b>资产总计</b>	<b>3,821</b>	<b>5,463</b>	<b>6,348</b>	<b>7,500</b>	<b>8,827</b>	营业外支出	4	9	5	5	5
短期借款	210	180	130	130	130	<b>利润总额</b>	<b>848</b>	<b>1,050</b>	<b>1,223</b>	<b>1,449</b>	<b>1,673</b>
应付票据及应付账款	227	311	357	403	457	所得税	217	259	309	366	422
其他	343	390	381	403	427	<b>净利润</b>	<b>631</b>	<b>791</b>	<b>914</b>	<b>1,084</b>	<b>1,251</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>780</b>	<b>881</b>	<b>869</b>	<b>936</b>	<b>1,013</b>	少数股东损益	(10)	(10)	(12)	(14)	(16)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>641</b>	<b>801</b>	<b>926</b>	<b>1,097</b>	<b>1,266</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.05	1.32	1.52	1.80	2.08
其他	14	17	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>794</b>	<b>897</b>	<b>869</b>	<b>936</b>	<b>1,013</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	3	(2)	(13)	(27)	(43)	成长能力					
股本	410	609	609	609	609	营业收入	13.4%	18.4%	12.3%	14.3%	13.7%
资本公积	770	1,558	1,558	1,558	1,558	营业利润	27.8%	21.1%	19.0%	18.9%	15.7%
留存收益	1,843	2,394	3,320	4,417	5,684	归属于母公司净利润	27.7%	25.1%	15.6%	18.5%	15.4%
其他	2	6	6	6	6	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,027</b>	<b>4,565</b>	<b>5,480</b>	<b>6,563</b>	<b>7,814</b>	毛利率	34.3%	33.9%	35.8%	36.6%	36.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,821</b>	<b>5,463</b>	<b>6,348</b>	<b>7,500</b>	<b>8,827</b>	净利率	14.7%	15.5%	15.9%	16.5%	16.8%
						ROE	22.9%	21.1%	18.4%	18.2%	17.5%
						ROIC	21.3%	19.5%	17.2%	17.1%	16.6%
						偿债能力					
						资产负债率	20.8%	16.4%	13.7%	12.5%	11.5%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.95	2.81	3.51	3.94	4.41
						速动比率	1.17	2.05	2.68	3.07	3.50
						营运能力					
						应收账款周转率	986.4	711.4	646.3	780.4	778.4
						存货周转率	5.5	5.3	5.4	5.5	5.5
						总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	1.05	1.32	1.52	1.80	2.08
						每股经营现金流	1.18	1.69	1.87	1.84	2.13
						每股净资产	4.97	7.50	9.03	10.83	12.91
						估值比率					
						市盈率	62.1	49.6	43.0	36.2	31.4
						市净率	13.1	8.7	7.2	6.0	5.1
						EV/EBITDA	42.2	33.1	29.4	24.9	21.6
						EV/EBIT	46.0	37.0	32.1	27.1	23.5

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有绝味食品(603517)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

