

千帆竞发，方兴未艾

——食品&轻型餐饮连锁业态专题研究

行业深度

◆关于加盟连锁业态本质的思考。连锁经营本质上是集合众多经营主体，实现规模效应的组织形态。加盟连锁则是通过引入外部的“社会化资源”实现业务扩张，降低自身的经营杠杆。而稳定提升加盟商的投资回报率则是加盟连锁业态的核心要义。

◆品类属性决定了加盟连锁业态的商业模型。通过对大量的品牌门店数据的整理，我们发现国内加盟连锁业态基本分布在中西式快餐、食品饮料（包含休闲食品、熟食专卖、冰淇淋、茶饮、烘焙、咖啡馆）两大领域。通过单店模型的拆分，我们认为上述业态适合采取加盟连锁方式扩张的主因在于：（1）通过售卖商品取代提供服务、降低堂食占比来降低租金/人工（两项支出占营收近30%）；（2）品类以必选消费和快消品为主，能在有效降低加盟商可变成本的同时提升加盟商资金周转效率；（3）品牌方大多选取适合标准化、规模化生产的品类，通过高效的供应链体系实现工业化生产，将食物的餐饮堂食属性延展至快餐外卖甚至休闲食品，最终在财务数据上体现为高单店坪效与较快的投资回收期。

◆千帆竞发，方兴未艾。（1）需求端看，城镇化扩容了加盟连锁业态的潜在单店数量，外卖行业的发展则扩大单体店的售卖半径，有效提升了单店核心财务指标。而国内外城镇化与加盟连锁的发展经验显示此业态有望进入快速发展期。（2）供给端看，据戴德梁行预测，2015-2020年冷链物流市场规模CAGR将达到17%，基础设施的完善对促进连锁餐饮业态发展起支撑作用。（3）传统的餐饮供应链加速迭代，通过标准化理念实现餐饮的工业化，将标准化程度低的餐饮堂食迭代为标准化程度更高的快餐外卖甚至休闲食品。（4）休闲零食加盟连锁业态加速数字化运营，通过引入C2M柔性供应链体系降低自身（及外协工厂）的生产成本，提升终端门店的库存周转，从而提升加盟商的毛利率和库存周转率。

◆投资主线一：终端连锁品牌。高效的单店模型是加盟连锁品牌全国化的基础；门店数量是衡量品牌商精益管理能力的重要抓手；自建供应链能力是加盟连锁品牌进行多元化发展的前提条件。把握部分品类从“1到100”的快速成长阶段，相关标的如绝味食品、煌上煌、巴比食品等。

◆投资主线二：上游标品生产商。从品类上看，得益于自身的标准化程度较高和下游餐饮连锁业态的快速发展，复合调味料和速冻食品成为现阶段标准化潜力最大的品类。相关标的如安井食品、三全食品、天味食品、千味央厨、日辰股份等。

◆风险提示：食品安全问题、国内经济增速放缓、原料成本大幅波动。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
603517	绝味食品	79.56	1.32	1.49	1.73	60	53	46	买入
603345	安井食品	174.00	1.58	2.45	3.21	110	71	54	买入
603317	天味食品	63.50	0.72	0.57	0.74	88	112	85	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年09月24日

买入（维持）

分析师

叶倩瑜（执业证书编号：S0930517100003）

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

张喆（执业证书编号：S0930519050003）

021-52523805

zhangzhe@ebsec.com

陈彦彤（执业证书编号：S0930518070002）

021-52523689

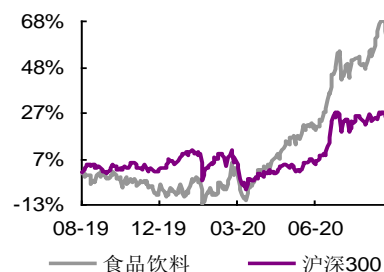
chenyt@ebsec.com

李泽楠（执业证书编号：S0930520030001）

021-52523875

lizn@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

以高端破局，以效率制胜——良品铺子（603719.SH）投资价值分析报告

..... 2020-05-28

产品渠道双管齐下，全国布局快速推进——天味食品（603317.SH）投资价值分析报告

..... 2019-08-26

三大维度看待绝味食品开店天花板——绝味食品（603517.SH）跟踪报告

..... 2019-07-28

投资聚焦

研究背景

在近两年的行业研究和产业跟踪的过程中，我们关注到三个比较显著的行业趋势。（1）大消费行业有越来越多的品牌采用加盟连锁模式加速全国化扩张；（2）食品、零售、餐饮三大领域的行业边界部分重合，特别是在今年疫情影响下，餐饮行业食品化、零售化进程提速；（3）餐饮供应链关注度显著提升，食品加工制造业加速升级。

近半年以来，我们一直在思考这三大现象同时出现的产业逻辑到底是什么？这背后到底蕴含着什么样的产业趋势？

在本篇报告中，我们更多地围绕商业模式展开探讨，在以下几个方面做出思考：

（1）从分析连锁模式与经销模式的差异、加盟连锁与直营连锁模式的差异出发，构建了一个“加盟模式与品类选择”的逻辑框架，用以判断哪些品类更适合采用加盟模式进行扩张；

（2）从供需两端深刻揭示加盟连锁业态模式得以持续发展的逻辑；

（3）通过剖析餐饮供应链以及食品生产供应链的过去/现在/未来，来分析食品/零售/餐饮三大行业商业模式有望深度融合的发展趋势。

我们区别于市场的创新之处

除了在分析视角上的创新以外，我们本篇报告也有以下独到之处：

（1）我们搜集处理了大量的数据，分品类整理了主要品牌的最新门店数，为投资者提供一个更广阔的视角来看待当下中国加盟连锁业态庞大的市场空间。

（2）通过大量的案头工作与产业调研，我们详细梳理了国内正餐、西式快餐、麻辣烫、餐桌卤味、中式面点、休闲卤味、休闲小吃、休闲零食等业态的单店模型，通过跨行业的业态比较，帮助投资者理解单店模型与商业模式之间的关系。

（3）为了帮助投资者理解加盟品牌最重要的两大能力——管理能力和供应链能力，我们不仅详细拆解了标准化餐饮供应链的迭代路径，而且也详细介绍了蜀海、麦当劳的供应链体系，同时也对门店数领先的全国性品牌的供应链体系做了详尽介绍。

投资观点

投资主线一：终端连锁品牌。高效的单店模型是加盟连锁品牌全国化的基础；门店数量是衡量品牌商精益管理能力的重要抓手；自建供应链能力是加盟连锁品牌进行多元化发展的前提条件。把握部分品类从“1到100”的快速成长阶段，相关标的如绝味食品、煌上煌、巴比食品等。

投资主线二：上游标品生产商。从品类上看，得益于自身的标准化程度较高和下游餐饮连锁业态的快速发展，复合调味料和速冻食品成为现阶段标准化潜力最大的品类。相关标的如安井食品、三全食品、天味食品、千味央厨、日辰股份等。

目 录

1、 详解加盟连锁业态的生意本源	7
1.1、 加盟连锁业态的本质是什么？	7
1.2、 如何评估加盟连锁业态商业模式？	7
2、 品类决定商业模式，“标品”更具扩张潜力	8
2.1、 加盟连锁业态品类分析	8
2.2、 品类与加盟模式之间的逻辑关系	12
3、 千帆竞发，方兴未艾	14
3.1、 三大推力助推加盟连锁业态发展	14
3.2、 餐饮连锁加盟得以发展的供应链逻辑	18
3.3、 食品零售连锁加盟得以发展的供应链逻辑	24
4、 细分领域投资机会	27
4.1、 终端连锁品牌	27
4.2、 上游标品生产商	29
5、 重点公司介绍	33
5.1、 绝味食品	33
5.2、 煌上煌	34
5.3、 巴比食品	37
5.4、 三全食品	40
5.5、 安井食品	43
5.6、 千味央厨	44
5.7、 天味食品	45
5.8、 日辰股份	46
6、 风险因素	48

图目录

图 1：适合加盟连锁业态的框架探讨	8
图 2：2017-2019 年中国特许连锁百强主要业态的品牌企业数（家）	8
图 3：正餐/快餐/休闲餐饮划分逻辑	10
图 4：正餐/快餐/休闲餐饮品类特征对比分析	10
图 5：全国火锅/串串/麻辣烫各品牌门店数（个）	11
图 6：全国炸鸡汉堡各品牌门店数（个）	11
图 7：全国包子饺子面馆粥铺各品牌门店数（个）	11
图 8：全国卤味熟食各品牌门店数（个）	12
图 9：全国面包西点各品牌门店数（个）	12
图 10：全国奶茶咖啡饮品各品牌门店数（个）	12
图 11：连锁经营企业各种加盟模式之间异同的分析探讨	13
图 12：城市化进程为加盟连锁业态带来更多经营点位	14
图 13：住宅/办公楼/商业营业历年竣工面积（万平方米）	14
图 14：2019 年中国各大城市购物中心数量	14
图 15：30 岁以下年轻人去商场目的是吃小吃/饮品	15
图 16：中国城市综合体带动的消费市场规模（万亿）	15
图 17：高铁旅客周转占铁路旅客周转占比持续提升	15
图 18：全国地铁运营线路长度保持年均 18% 复合增速	15
图 19：中日美以及上海的城镇化率（%）	16
图 20：上海加盟连锁业态最为发达	16
图 21：中/日/美餐饮连锁化率	16
图 22：中国人口过百万的建成区数量达到 110 个	17
图 23：中国人口超过百万的城市建成区平均密度	17
图 24：2019 年中国外卖用户达到 4.6 亿人	17
图 25：2019 年中国外卖市场收入规模超 6000 亿	17
图 26：外卖对餐饮&零售客户的帮助调查	17
图 27：开通外卖后商户营业收入变化情况	17
图 28：中国冷链物流市场规模高速发展	18
图 29：国内冷链运输车与冷库容量迅速扩容	18
图 30：2018 年上半年各行业对冷链仓储设施的需求面积统计	18
图 31：中国拥有耕地的农场数量和平均耕地面积	19
图 32：中国养殖肉猪/肉鸡农场数量与欧美比较	19
图 33：传统餐饮供应链各环节加价率和损耗率	20
图 34：中小连锁单店模型中原材料&人工成本占比 60%	20
图 35：蜀海供应链流程及商业模式示意图	21

图 36：某餐饮门店引入供应链体系后的单店模型下降（单位：万元/月）	21
图 37：麦当劳全球门店总数（个）及加盟店数占比	22
图 38：麦当劳供应链简要流程	22
图 39：夏晖物流体系简介	23
图 40：标准化餐饮供应链的迭代过程	23
图 41：轻型/休闲餐饮零售化/食品化的内在逻辑	24
图 42：传统供应链模式向 C2M 柔性供应链转变逻辑图	25
图 43：良品铺子品类划分由物理导向转向需求导向	26
图 44：良品铺子线上/线下 SKU 对应累计销售额占比	26
图 45：良品铺子 2020H1 供应链优化成效总结	26
图 46：国内加盟连锁业态发展趋势	27
图 47：加盟业态升级方向	27
图 48：加盟店数量与管理难度的关系	28
图 49：加盟连锁品牌商分层及特征	28
图 50：圆规物流供应链介绍	29
图 51：绝配柔性供应链介绍	29
图 52：速冻食品子品类分类、发展阶段和发展推动力	30
图 53：2016-2019 餐饮/团餐市场规模	31
图 54：2013-2018 年中国速冻食品市场规模及增速	31
图 55：2013-2018 年中国速冻调制食品市场规模及增速	31
图 56：2013-2019 年中国速冻面米制品市场规模及增速	31
图 57：火锅料占火锅产业链价值构成的 11%	32
图 58：2013-2019 火锅行业市场规模 CAGR11.15%	32
图 59：中国火锅蘸料及火锅底料市场规模（亿元）	32
图 60：中式正餐和中式快餐占餐饮店总数过 70%	32
图 61：中式复合调味料分品类市场规模（亿元）	32

表目录

表 1：2019 年中国连锁百强部分品牌企业经营数据展示	9
表 2：部分品类最具代表性本土品牌的单店盈利模型核心指标对比	28
表 3：绝味食品盈利预测与估值	33
表 4：煌上煌关键项目预测拆分	35
表 5：休闲零食上市公司市场一致盈利预测与对应 PE	36
表 6：煌上煌盈利预测与估值	36
表 7：巴比食品关键项目预测拆分	38
表 8：A 股加盟连锁和速冻食品公司市场一致盈利预测与对应 PE	39

表 9：巴比食品盈利预测与估值.....	39
表 10：三全食品关键项目预测拆分	41
表 11：A 股食品类上市公司（100-300 亿市值）市场一致盈利预测与对应 PE.....	42
表 12：三全食品盈利预测与估值.....	42
表 13：安井食品盈利预测与估值.....	43
表 14：干味央厨财务数据一览	44
表 15：天味食品盈利预测与估值.....	45
表 16：日辰股份关键项目预测拆分	47
表 17：A 股调味品公司市场一致盈利预测与对应 PE	48
表 18：日辰股份盈利预测与估值.....	48
表 19：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	49

1、详解加盟连锁业态的生意本源

1.1、加盟连锁业态的本质是什么？

我们认为发掘加盟连锁业态的本质可以从分析连锁模式与经销模式的差异、直营与加盟模式的差异入手。

- 经销模式是借助经销商自己拥有的分销渠道将商品的所有权从厂家转移至零售终端，通过进销差价赚取经销利润。经销商具备两大特征：（1）它不是厂家雇佣的销售主体，而是以独立实现自身利益最大化为目标；（2）经销商可以经营多种品牌厂家的商品。
- **连锁经营本质上是实体（店铺）零售业态的一种呈现形式。**由于单店客流无法随着单店规模的扩大而无限制提升，所以实现规模效应的有效路径是将众多分散的小店铺进行集合。连锁店是指经营同类产品或服务的若干主体，在总部的领导下，通过规范化经营，实现规模效益的经营形式和组织形态。

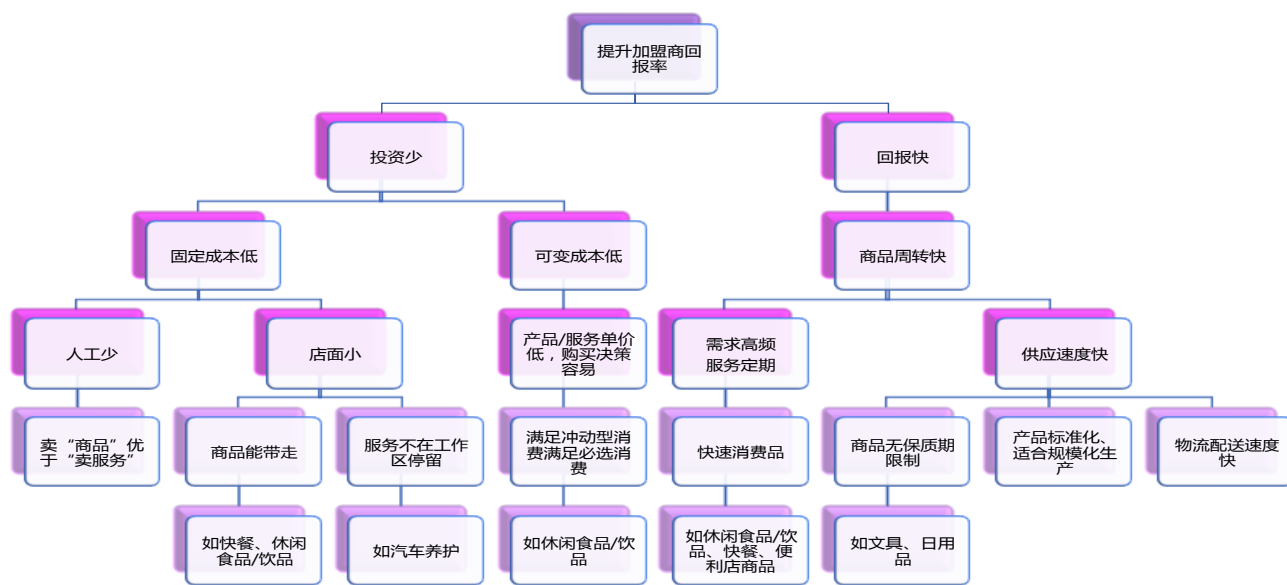
在连锁经营模式下，直营连锁和加盟连锁具备明显差异，相对直营连锁而言：（1）加盟连锁本质上是通过让渡品牌方的部分利益来换取终端门店的快速增长。（2）加盟连锁落地方式是通过引入外部的“社会化资源”来抢占优质点位，同时降低自身的经营杠杆。（3）成功的加盟连锁模式，其最终表现形态是“规模化”，与之相伴相生的是逐渐强化的供应链效率。

1.2、如何评估加盟连锁业态商业模式？

稳定、提升加盟商的投资回报率是加盟连锁业态的核心要义。提升加盟商投资回报率的路径在于压缩投资总额与提高门店营业总额。

- 从压缩投资总额的维度来看，生意模型的抓手在于降低固定成本和可变成本。（1）降低固定成本的手段在实操中则是尽量压缩门店面积，本质上是节省人工和租金的投入；（2）降低可变成本的手段则在于尽量降低进货成本。由于通过规模效应降低采购成本的收益更多地作用于品牌方，加盟商可采用的手段更多地则是采购和售卖价格“亲民”的“大众化”产品/服务，从而降低投资总额。对于厂商/品牌方而言，降低加盟的前期投入资金的准入门槛则有利于加盟门店的快速扩张。考虑到“少人工”、“小门店”、“低单价”、“易决策”的四点约束条件，模式的构建可能更倾向于卖产品而非提供服务（除非服务流程简单易标准化）。与此同时，商品可带走（减少堂食场景、利用外卖渠道，类似餐饮零售化）以及满足冲动型的消费需求都有利于压缩投资总额。
- 考虑“小门店”和“低单价”的约束条件，提升商品的周转次数便是主要手段。从供需框架来看：（1）通过锁定需求高频（快消品）、服务定期（如洗车）两大消费需求可以进一步圈定终端产品/服务的类型。（2）加快供应速度的手段有三条路径，其一是售卖无保质限制/长保质期的品类（典型如烟酒、茶叶）、其二是售卖适合规模化生产的标品（**标准化是规模化的前提**）、其三，提升物流配送速度。

图 1：适合加盟连锁业态的框架探讨



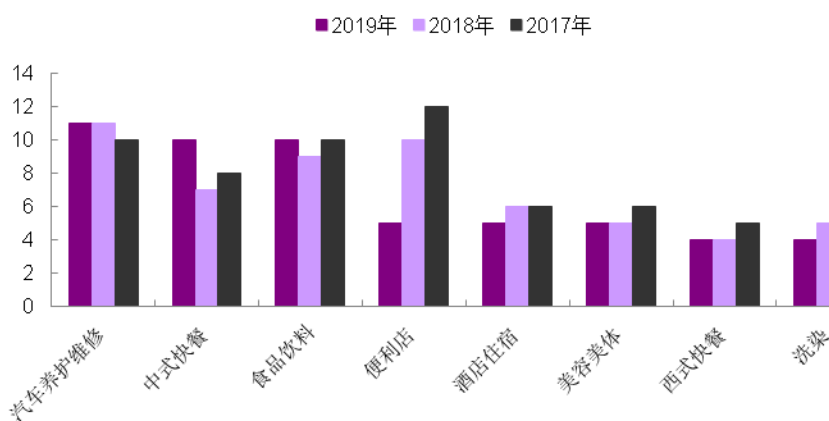
资料来源：光大证券研究所绘制

2、品类决定商业模式，“标品”更具扩张潜力

2.1、加盟连锁业态品类分析

根据中国经营连锁协会的数据，2017-2019年中国特许连锁百强企业榜单中，汽车养护维修、中西式快餐、食品饮料（包含休闲食品、熟食专卖、冰淇淋、茶饮、烘焙、咖啡馆六大品类）三大业态集中的品牌数占比稳定在30%左右。

图 2：2017-2019年中国特许连锁百强主要业态的品牌企业数（家）



资料来源：中国连锁经营协会，光大证券研究所；其中食品饮料包含休闲食品、熟食专卖、冰淇淋、茶饮、烘焙、咖啡馆六大品类

表 1：2019 年中国连锁百强部分品牌企业经营数据展示

企业名称	行业/业态	销售规模 (万元)	门店 总数 (个)	加盟 店 (个)	企业名称	行业/业态	销售规模 (万元)	门店总 数 (个)	加盟 店 (个)
百胜中国控股有限公司	多业态餐 饮集团	6142000	9200	949	华润太平洋餐饮管理（北京）有 限公司	咖啡馆	48672	354	94
哈尔滨扬国福麻辣烫餐饮服务有 限公司	中式快餐	697848	5017	5009	深圳市幸福商城科技股份有限公 司	烘焙	120500	372	298
杭州味捷品牌管理集团有限公司	中式快餐	270000	1875	1864	上海快乐柠檬餐饮管理有限公司	茶饮	120079	1101	1000
快乐蜂（中国）餐饮管理有限公 司	中式快餐	234118	389	71	上海适达餐饮管理有限公司	冰淇淋	85823	826	384
北京庆丰餐饮管理有限公司	中式快餐	156501	369	344	上海阑途信息技术有限公司	汽车养护 维修	800000	1400	1230
上海世好食品有限公司	中式快餐	116736	2200	2047	驰加（上海）汽车用品贸易有限 公司	汽车养护 维修	550000	1602	1597
江苏和府餐饮管理有限公司	中式快餐	105000	228	13	统一石油化工有限公司	汽车养护 维修	209355	6000	5998
无锡爱多餐饮管理有限公司	中式快餐	91000	1668	1653	四川精典汽车服务连锁股份有限 公司	汽车养护 维修	168300	413	364
长沙市香他她餐饮管理有限公司	中式快餐	80000	614	608	广州华胜企业管理服务有限公司	汽车养护 维修	156400	233	71
北京嘉和一品餐饮管理有限公司	中式快餐	76147	114	52	浙江快准车服网络科技有限公司	汽车养护 维修	150000	1100	1098
天津七感和他的朋友餐饮管理有 限公司	中式快餐	70000	399	389	博世汽车技术服务（北京）有限 公司	汽车养护 维修	140000	363	361
三只松鼠股份有限公司	休闲食品	1017300	400	278	杭州小拇指汽车维修科技股份有 限公司	汽车养护 维修	133110	986	982
良品铺子股份有限公司	休闲食品	771400	2416	1698	杭州中策车空间汽车服务有限公 司	汽车养护 维修	96800	536	528
上海来伊份股份有限公司	休闲食品	468292	2792	363	广东三头六臂信息科技有限公司	汽车养护 维修	60000	1803	1800
绝味食品股份有限公司	熟食专卖	517196	10954	1082 4	北京爱义行汽车服务有限责任公 司	汽车养护 维修	40554	247	146
上海紫燕食品有限公司	熟食专卖	403000	3593	3512					
江西煌上煌集团食品股份有限公 司	熟食专卖	211700	3706	3438					

资料来源：中国经营连锁协会¹，光大证券研究所

国内的加盟连锁餐饮业态则逐渐分化成了三个类别，分别是**正餐、快餐、休闲餐饮**。（1）从客群需求来看，正餐满足聚餐宴请需求；快餐满足快速饱腹需求；休闲餐饮满足休闲享受的需求，因此快餐和休闲餐饮的品类相对偏少，或是以单品的形式出现，标准化的程度相对偏高；（2）从消费场景来看，正餐以堂食为主，追求气氛；快餐的堂食、外卖均可，由于是快速饱腹，所以店内停留时间短；休闲餐饮以外带为主，主要售卖产品而非服务。所以从投资角度维度，快餐和休闲餐饮的资金门槛相对较低，适合通过加盟商来快速扩张。

我们以窄门餐眼的数据为基础，分析国内加盟连锁业态在正餐、快餐和休闲餐饮三个细分品类之间的分布，可以看到：

➤ 在正餐领域，加盟连锁业态主要分布于标准化的餐饮，如已出现上

¹ <http://www.cdfa.org.cn/portal/cn/xiangxi.jsp?id=442082&type=10003>

市公司的火锅赛道，以及由火锅衍生出来的冒菜、麻辣烫、串串香；除此以外，鱼和小龙虾成为最具标准化潜力的正餐品类，典型的如酸菜鱼、烤鱼。

- 快餐领域又因中式快餐和西式快餐有所差异。西式快餐品类相对单一，标准化程度最高的即为炸鸡汉堡；中式快餐又可分为两类，第一类主要集中在卤肉饭、黄焖鸡米饭、煲仔饭等主打核心单品叠加可控 SKU 的模式。第二类主要集中在标准程度更高的中式面食和主食，如包子、饺子馄饨、面馆和粥铺。除此以外，日式快餐如寿司等也具有一定规模。
- 休闲餐饮大体可分三类，第一类如单品小吃，主要集中在原材料相对标准化的品类，典型如鸡排、鸭脖、排骨。除此以外，现制茶饮和咖啡同样满足原材料标准化程度较高的特征，但是由于现制茶饮可变化的味型较咖啡更加丰富，因此其品牌也更加激烈。第二类，如卤味熟食，虽然食材的 SKU 数量较多，但是由于卤制工艺的存在导致产品味型相对一致有效地解决了标准化的难题，具备规模化的潜力。第三类，如烘焙西点，核心原料为面粉，油脂，鸡蛋，馅料，由于在生产端具备较高的自动化程度，同样具备规模化基础。

图 3：正餐/快餐/休闲餐饮划分逻辑

	正餐	快餐	休闲餐饮
客群需求	<input type="checkbox"/> 正式聚餐、宴请	<input type="checkbox"/> 快速饱腹	<input type="checkbox"/> 休闲、享受，味觉满足
消费场景	<input type="checkbox"/> 堂食为主，追求气氛，消费者停留时间较长	<input type="checkbox"/> 堂食、外带均可，消费者停留时间短	<input type="checkbox"/> 外带为主，主要提供产品而非场地
SKU数	<input type="checkbox"/> 较多，SKU达到数百个	<input type="checkbox"/> 较少，厂家追求标准化单品	<input type="checkbox"/> 适中，依据品类不同而有所不同
客单价	<input type="checkbox"/> 100元及以上较多	<input type="checkbox"/> 30-80元为主	<input type="checkbox"/> 10-30元为主
主要品类	<input type="checkbox"/> 中餐、西餐、日料等	<input type="checkbox"/> 炸鸡汉堡、中式快餐等	<input type="checkbox"/> 烘焙、茶饮、熟食等

资料来源：光大证券研究所整理

图 4：正餐/快餐/休闲餐饮品类特征对比分析

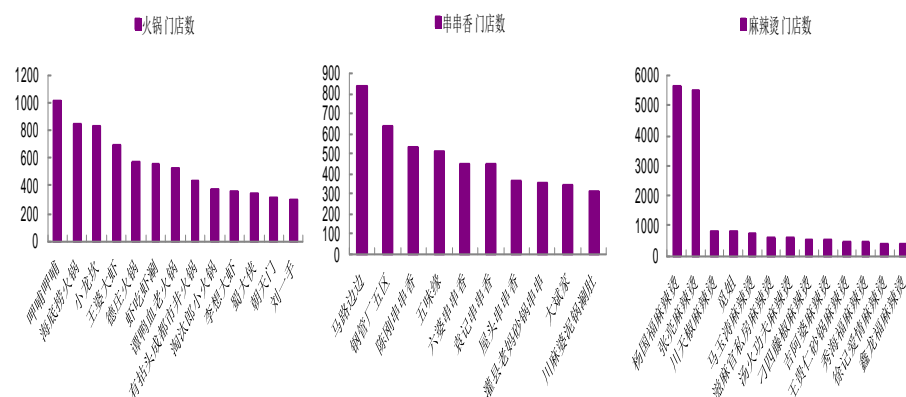
	标准化正餐	快餐	休闲餐饮
品类	<ul style="list-style-type: none"> ■ 火锅，冒菜、麻辣烫、串串香 ■ 鱼系列，如酸菜鱼、烤鱼 ■ 小龙虾系列 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 西式快餐，炸鸡汉堡 ■ 中式快餐，如卤肉饭、黄焖鸡米饭、煲仔饭、等主打单品，兼顾可控的SKU ■ 中式面食和主食，包子、饺子馄饨、面馆、粥铺 ■ 日式单品，如寿司 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 单品小吃，如炸鸡排、排骨 ■ 饮品，如奶茶、咖啡 ■ 卤味熟食 ■ 烘焙西点
品牌	<ul style="list-style-type: none"> ■ 海底捞、呷哺呷哺、杨国福、张亮 ■ 九毛九 ■ 堕落小龙虾、王婆大虾、李想大虾 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 肯德基、麦当劳、华莱士 ■ 杨宇铭黄焖鸡、台资味 ■ 巴比馒头、吉祥馄饨、喜家德水饺 ■ N多寿司 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 正新鸡排、桥头排骨 ■ 绝味、煌上煌、周黑鸭、紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡 ■ 星巴克、蜜雪冰城、一点 ■ 点 ■ 南洋大师傅、好利来、85°C

资料来源：光大证券研究所整理

我们认为各品类品牌门店数的量级在某种程度上反映了品类标准化的程度以及未来规模化、工业化发展的潜力，具体来看：

- 麻辣烫、冒菜和串串香作为减配版、低配版的火锅，标准化程度和规模化能力已得到验证，小店模式具备先天优势，典型如张亮/杨国福麻辣烫，门店数均已超过 5000 家。除此以外，鱼品类有酸菜鱼品牌“鱼你在一起”门店数过 1000 家，虾品类有“堕落小龙虾”门店数过 1000 家，以及老婆大虾、虾吃虾涮、李想大虾等品牌。

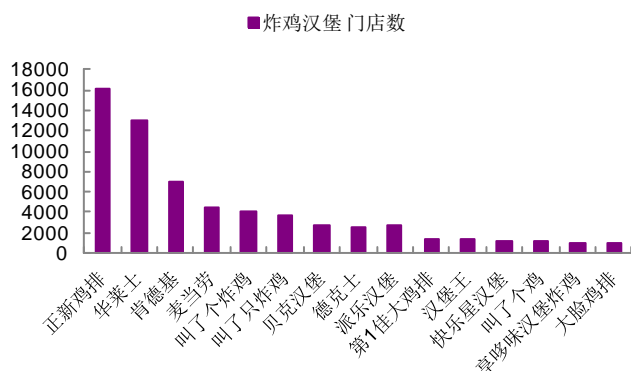
图 5：全国火锅/串串/麻辣烫各品牌门店数（个）



资料来源：窄门餐眼、光大证券研究所，统计截至日期 20200921

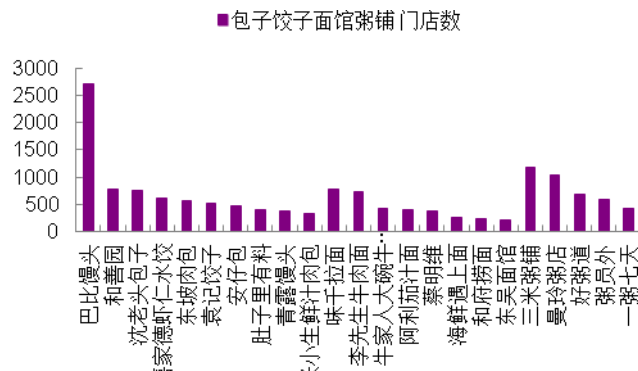
- 炸鸡汉堡领域除了麦当劳/肯德基以外，专注低线城市拓展的华莱士汉堡门店接近 1.3 万家。而正新鸡排以炸鸡排起家，品类扩充至汉堡、手摇茶，门店总数接近 1.6 万家。中式面点凭借标准化较高的品类特性正在实现快速扩张，典型如拟上市的巴比馒头门店数已超过 2700 家。

图 6：全国炸鸡汉堡各品牌门店数（个）



资料来源：窄门餐眼、光大证券研究所，统计截至日期 20200921

图 7：全国包子饺子面馆粥铺各品牌门店数（个）

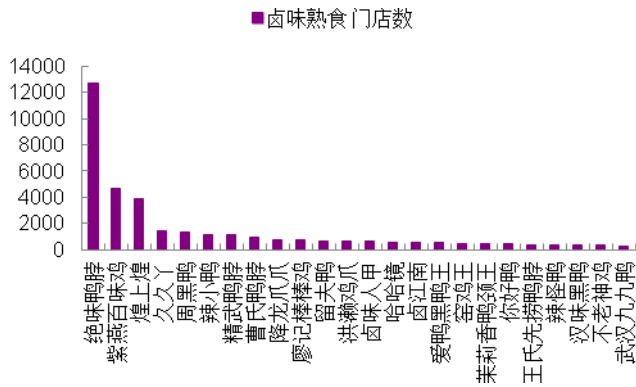


资料来源：窄门餐眼、光大证券研究所，统计截至日期 20200921

- 在休闲餐饮领域，休闲卤味产业化、资本化进程相对领先，目前已有绝味食品、煌上煌、周黑鸭三家公司。此外，久久丫、曹氏鸭脖等品牌门店数近千家，餐桌卤味的拟上市公司紫燕百味鸡门店过

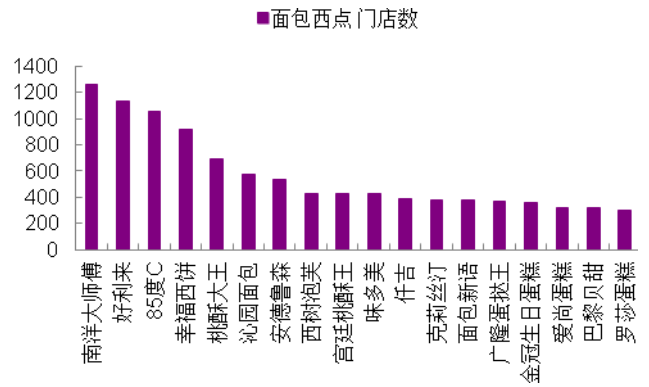
4000 家。在面包西点品类，南洋大师傅、好利来，85° C 三家品牌门店数破千家。而现制茶饮市场容量最大，门店数过 1000 家的品牌累计达到 17 个，门店总计超 4.4 万家，其中蜜雪冰城门店数接近万家。

图 8：全国卤味熟食各品牌门店数（个）



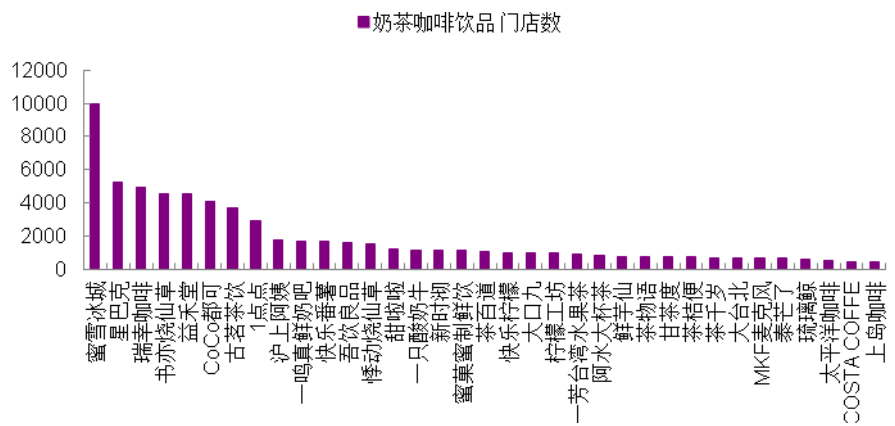
资料来源：窄门餐眼、光大证券研究所，统计截至日期 20200921

图 9：全国面包西点各品牌门店数（个）



资料来源：窄门餐眼、光大证券研究所，统计截至日期 20200921

图 10：全国奶茶咖啡饮品各品牌门店数（个）



资料来源：窄门餐眼、光大证券研究所，统计截至日期 20200921

2.2、品类与加盟模式之间的逻辑关系

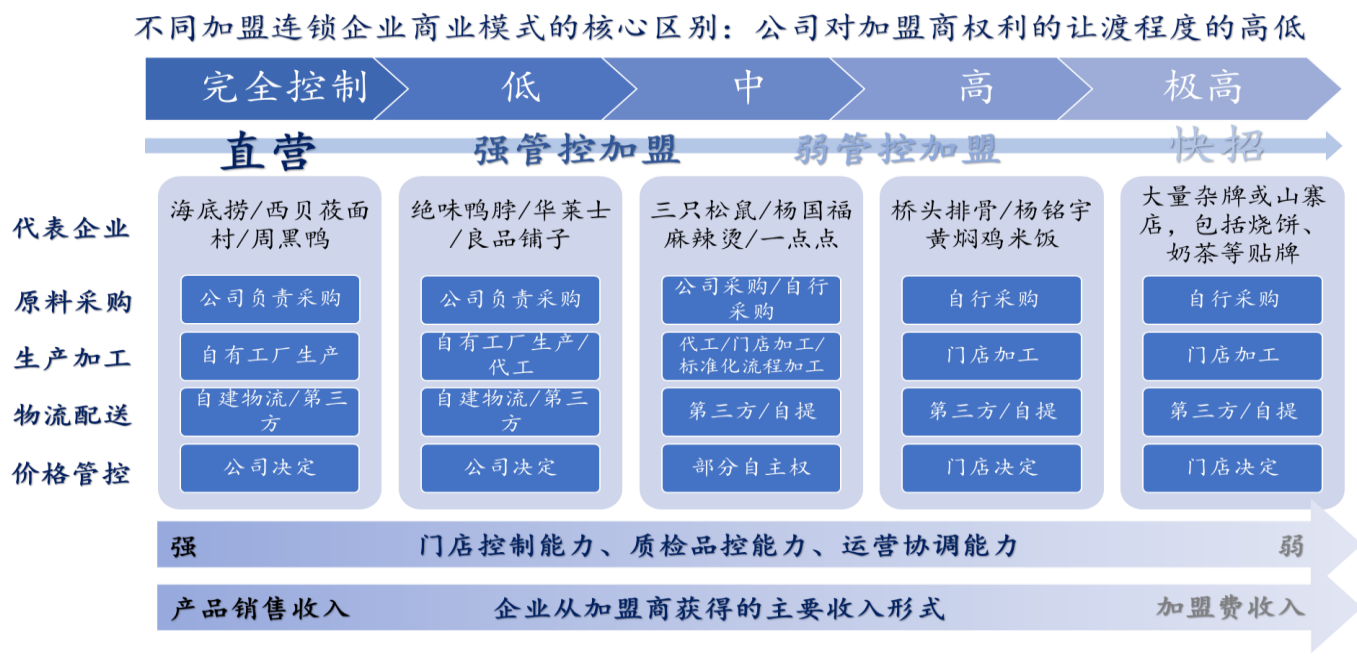
我们认为品类标准化的难易程度同样也是决定连锁餐饮业态在直营、强管控、弱管控以及快招模式四者之间做选择的决定因素。公司总部对门店（加盟商）权利让渡的多少是连锁企业商业模式的本质区别，而总部对加盟商的权利让渡体现在采购、生产、销售等加盟商运营的各个环节。

- 从原料采购环节看，对加盟商控制能力较强的公司总部往往自行负责原料采购，加盟商主要从公司进货，这要求公司有一定的原料掌控能力以及配送能力，包括物流体系或者第三方物流能力（要求门店和仓库之间运输距离较近等），如海底捞、绝味食品等；反之，由于原料当地采购更加经济或者总部没有相应配送能力，无法严格规定加盟商原料来源的总部对加盟商掌控力较弱，如杨铭宇黄焖鸡、桥头排骨等。

- 从生产加工环节看，自建工厂生产的企业能够在生产端实现规模化和标准化，出于对产品标准化程度和质量的考虑，这些企业往往较少给予加盟商自行组织生产的权利，如绝味食品等；此外，部分企业虽然采取代工模式，但通过严格的质检品控，仍然对下游有一定控制力，这部分企业也不会允许门店自行生产或单独进货，如良品铺子、三只松鼠等；反之，产品非标准化程度较高的品类，加盟商门店生产自主性较大，如黄焖鸡米饭、各类烧饼等。
- 从物流配送环节看，自建物流系统/第三方物流是常见的模式，两者的选用要结合公司的体量和战略布局考虑。自建物流系统的企业，如海底捞（蜀海）和绝味（绝配）能够把控整个产业链的中下游，具备更强的加盟商掌控能力。另一方面，由于采取第三方物流和加盟商自提原料/产品的模式可能存在信息互通障碍和食品安全问题，总部无法完全保证产品质量。
- 从销售环节看，是否对加盟门店实施价格管控是衡量总部管控力度的主要指标，门店价格体系设定由总部介入甚至统一调整的加盟商门店标准化程度较高；如果价格体系可由门店自行决定，则容易出现不同门店产品销售价格的较大差异，不利于品牌商的长期发展。

从结果上看，公司赋予加盟商的权利越少，对其管控力度就越强，从而公司对产品的质检品控、门店的运营协调能力越强，更容易保障产品的标准化。从总部收入形式上说，一般而言，对加盟商强管控模式的企业从加盟商获得的收入主要来源于产品（成品、半成品、原材料）销售收入，而管控力度较弱的企业从加盟商获得的收入主要是加盟费和管理费。

图 11：连锁经营企业各种加盟模式之间异同的分析探讨



资料来源：光大证券研究所绘制

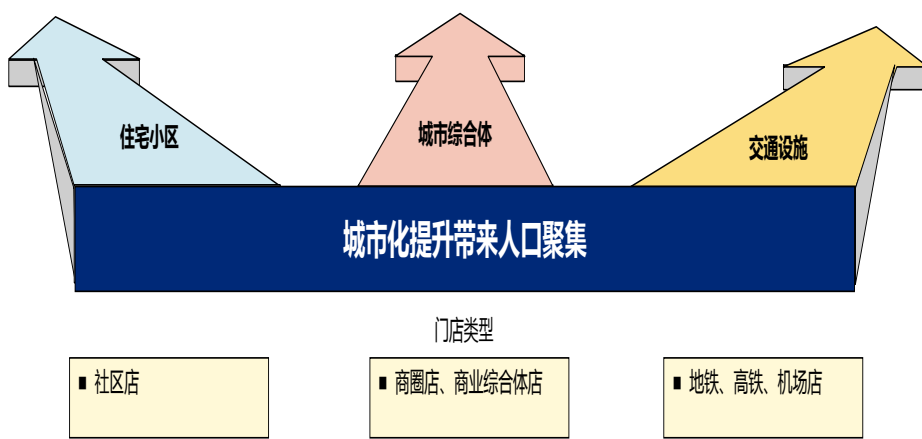
3、千帆竞发，方兴未艾

3.1、三大推力助推加盟连锁业态发展

3.1.1、需求端：城镇化

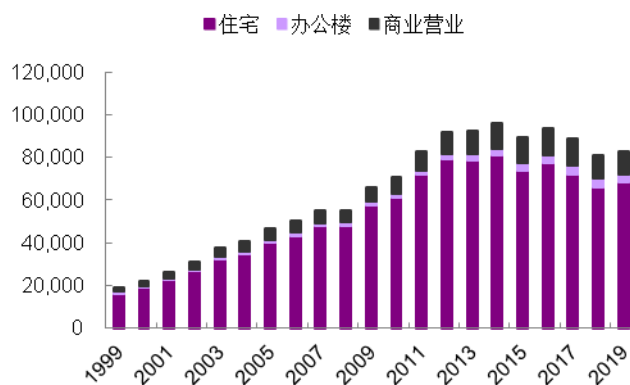
单店选址基本集中于社区、商圈/商业综合体、交通枢纽如地铁/高铁/机场三种类型，这些经营点位的增加则与城市化进程相伴相随。(1) 1999-2019年近二十年间，中国住宅/办公楼/商业营业用房每年竣工面积保持年均8%的复合增速，累计新增竣工面积达到132亿平方米。(2) 高铁客运量占铁路客运量占比从2008年的0.5%上升至2018年的61%；地铁运营线路则从2010年的1167公里上升至2019年的5180公里，年均复合增速达到18%。人口的聚集为加盟连锁品牌在社区、商圈、交通枢纽开店提供支撑。

图 12：城市化进程为加盟连锁业态带来更多经营点位



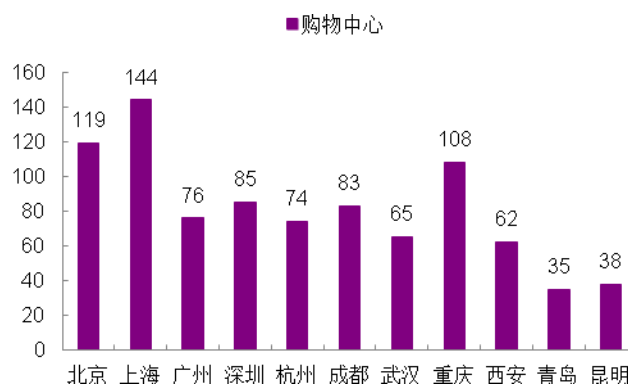
资料来源：光大证券研究所绘制

图 13：住宅/办公楼/商业营业历年竣工面积（万平米）



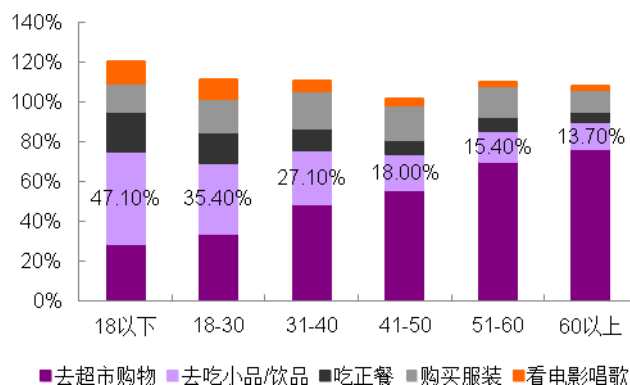
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：2019 年中国各大城市购物中心数量



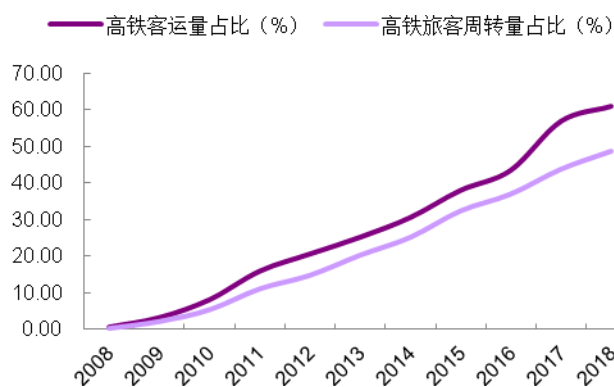
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15: 30 岁以下年轻人去商场目的是吃小吃/饮品



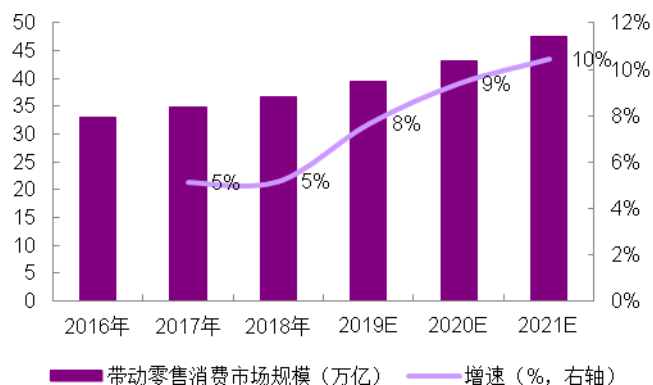
资料来源:《艾媒报告:2019-2021 中国城市商业综合体运行大数据与商业决策》, 光大证券研究所

图 17: 高铁旅客周转占铁路旅客周转占比持续提升



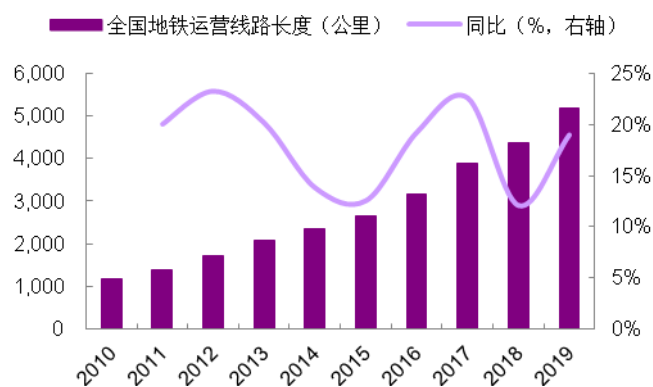
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 中国城市综合体带动的消费市场规模 (万亿)



资料来源:《艾媒报告:2019-2021 中国城市商业综合体运行大数据与商业决策》预测, 光大证券研究所

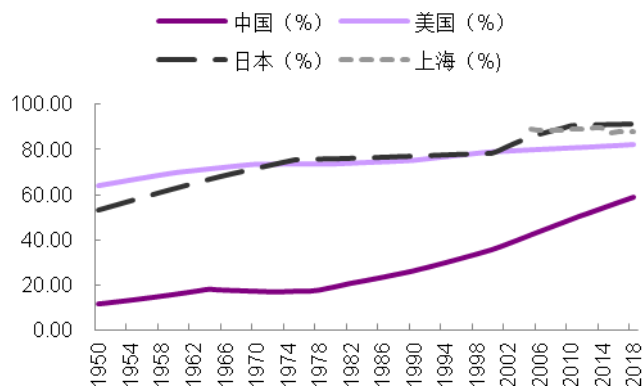
图 18: 全国地铁运营线路长度保持年均 18%复合增速



资料来源: Wind, 光大证券研究所

国内外城镇化经验显示国内加盟连锁业态即将进入快速发展期。(1) 从国别对比来看, 肯德基、麦当劳、汉堡王等知名连锁餐饮品牌都是二战以后到 1950s 中期诞生或采取加盟业态扩张的, 彼时美国城镇化率在 60%左右。当下, 美/日城镇化率均已超过 80%, 其餐饮连锁化率均超过 50%。(2) 从国内的情况来看, 上海的城镇化率已接近 90%, 而上海的加盟连锁业态在国内最为发达。截至 2018 年, 中国的城镇化率已接近 60%, 根据美日经验, 国内加盟连锁业态也有望进入快速发展期。

图 19：中日美以及上海的城镇化率（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 20：上海加盟连锁业态最为发达

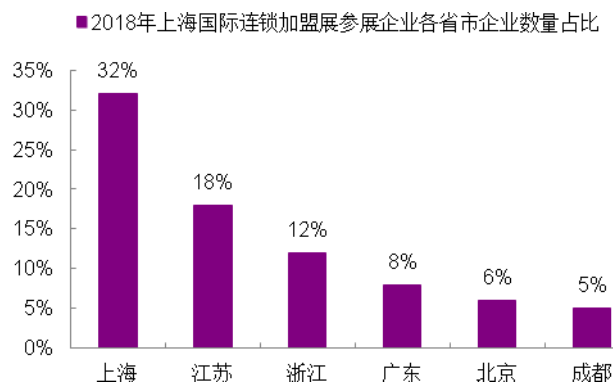
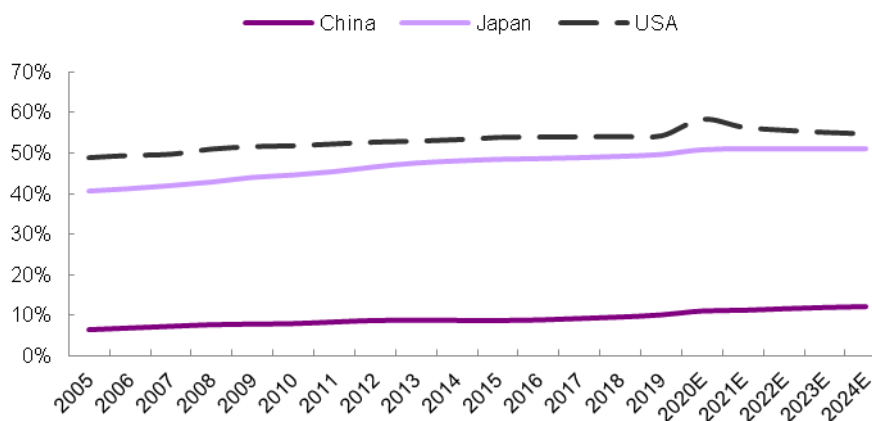
资料来源：Wind，联商网²，光大证券研究所

图 21：中/日/美餐饮连锁化率



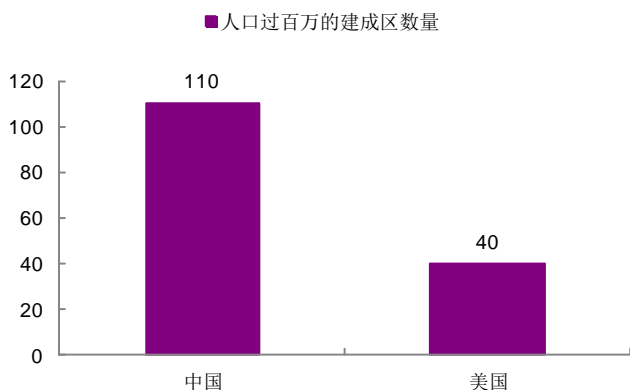
资料来源：Euromonitor 预测，光大证券研究所

3.1.2、需求端：外卖发展

城市化率扩容了加盟连锁业态的潜在单店数量，外卖行业的发展有效扩大了单体店的售卖半径，对于拉动单店营意义重要。（1）根据普华永道相关报告及美团招股说明书，截至 2019 年 4 月，中国人口过百万的建成区数量达到 110 个，这些城市的平均人口密度达到 5300 人/平方公里。城市化带来的人口聚集催生了外卖产业的快速发展，截至 2019 年，中国外卖用户接近 4.6 亿人，占城镇常住人口数量 54%，外卖市场规模超过 6300 亿元，2015-2019 年复合增速达到 90%。（2）从结果来看，根据美团研究院&中国饭店协会外卖专业委员会的抽样调查数据，分别有 68.6%的餐饮门店和 76%的零售门店认为外卖拓展了营收渠道；59.3%的餐饮门店和 65.1%的零售门店认为外卖增加了客源。另外，有 86.8%的商户在开通外卖后实现不同程度的营收增长，其中有 10.3%的商户在开通外卖后营业收入增长超过 50%。

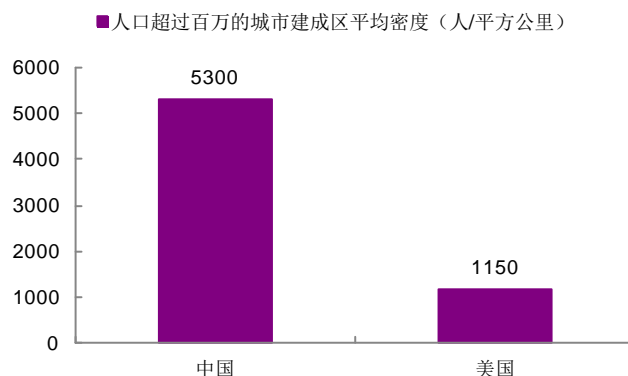
² <http://www.linkshop.com.cn/web/archives/2019/423723.shtml>

图 22：中国人口过百万的建成区数量达到 110 个



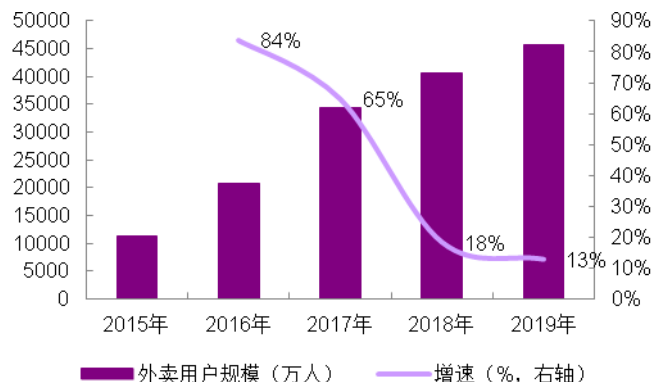
资料来源：普华永道：《“宅经济”将加速线上食杂零售的增长和上游现代化》，美团招股说明书，数据统计日期为 2019 年 4 月，光大证券研究所

图 23：中国人口超过百万的城市建成区平均密度



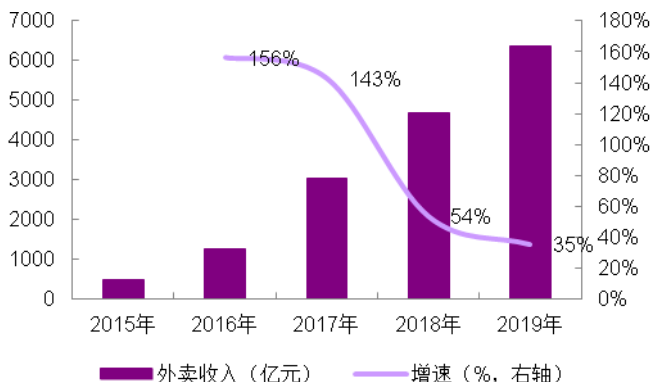
资料来源：普华永道：《“宅经济”将加速线上食杂零售的增长和上游现代化》，美团招股说明书，数据统计日期为 2019 年 4 月，光大证券研究所

图 24：2019 年中国外卖用户达到 4.6 亿人



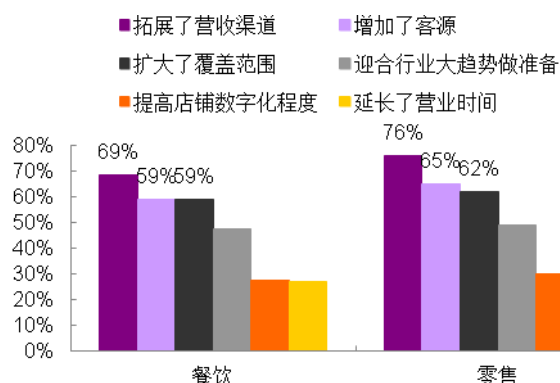
资料来源：美团研究院&中国饭店协会外卖专业委员会，调查日期 2020 年 2 月，光大证券研究所

图 25：2019 年中国外卖市场收入规模超 6000 亿



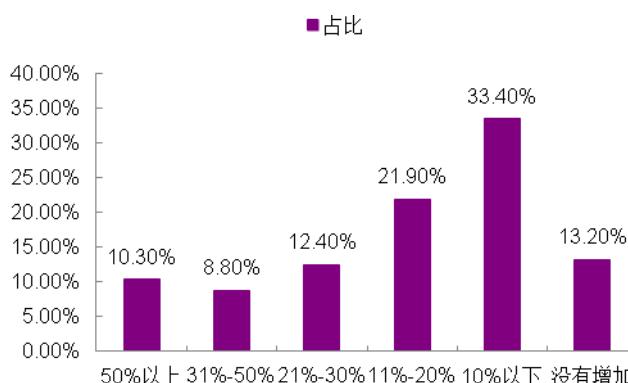
资料来源：美团研究院&中国饭店协会外卖专业委员会，调查日期 2020 年 2 月，光大证券研究所

图 26：外卖对餐饮&零售客户的帮助调查



资料来源：美团研究院&中国饭店协会外卖专业委员会，调查日期 2020 年 2 月，光大证券研究所

图 27：开通外卖后商户营业收入变化情况

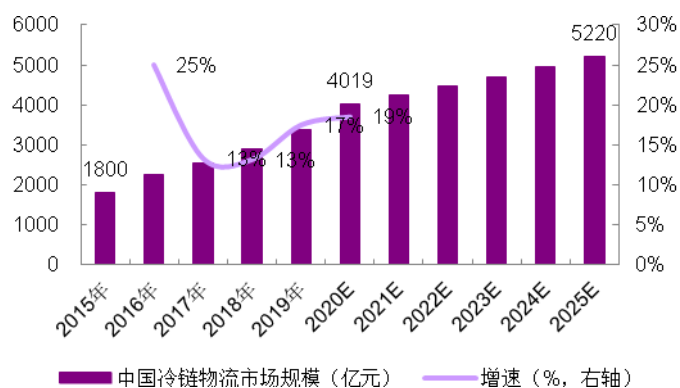


资料来源：美团研究院&中国饭店协会外卖专业委员会，调查日期 2020 年 2 月，光大证券研究所

3.1.3、供给端：冷链冷库等基础设施的发展

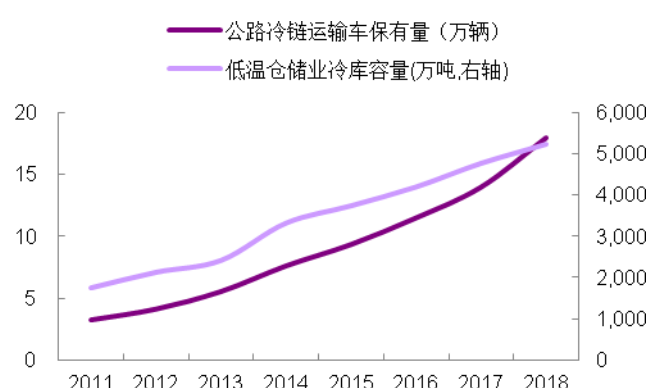
冷链物流不仅广泛用于果蔬/农产品/禽肉/水产等初级农产品食材，并且也适用于速冻米面等餐饮业加工食材，对促进连锁餐饮业态发展起支撑作用。据戴德梁行预测，2015年至2020年，我国冷链物流市场将从1800亿增长至4019亿，年均复合增速达到17%，预计2025年有望进一步扩容至5220亿元。而国内的公路冷链运输车保有量、低温仓储冷库容量分别从2011年的3.21万辆/1742万吨增加至2018年的18万辆/5238万吨，年均复合增速分别达到28%/17%。

图 28：中国冷链物流市场规模高速发展



资料来源：戴德梁行物流行业：《新冠肺炎疫情后的复苏，中国冷链物流产业蓬勃发展》，光大证券研究所

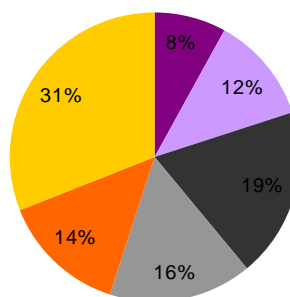
图 29：国内冷链运输车与冷库容量迅速扩容



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 30：2018 年上半年各行业对冷链仓储设施的需求面积统计

■食品加工 ■食品贸易 ■连锁餐饮 ■连锁零售 ■生鲜电商 ■第三方物流



资料来源：中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会；光大证券研究所

3.2、餐饮连锁加盟得以发展的供应链逻辑

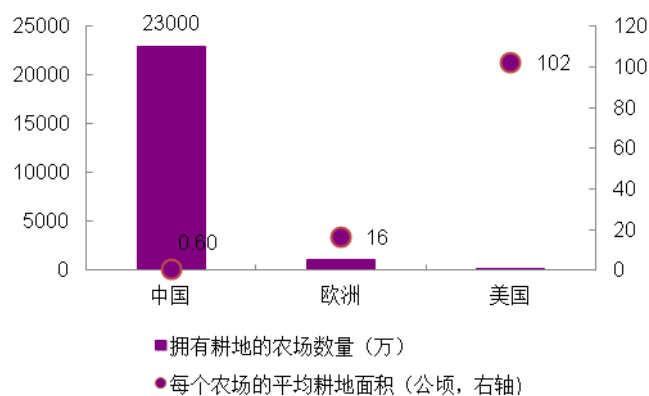
从加盟连锁业态的商业逻辑来看，传统餐饮供应链的优化，其本质上是通过标准化的理念实现餐饮的工业化，将标准化程度低的餐饮堂食迭代为标准化程度更高的快餐外卖甚至休闲食品（如休闲卤制品）。这样的好处在于，一方面降低高房租和高人工给加盟商造成的资金门槛，另外一方面在于通过简化商品流/物流/信息流/资金流，来强化对加盟商和终端门店的管控力度。

3.2.1、传统供应链的迭代与升级

上游农产品零散、中游深加工发展滞后、终端门店成本难降低，导致餐饮企业扩张长期受阻。

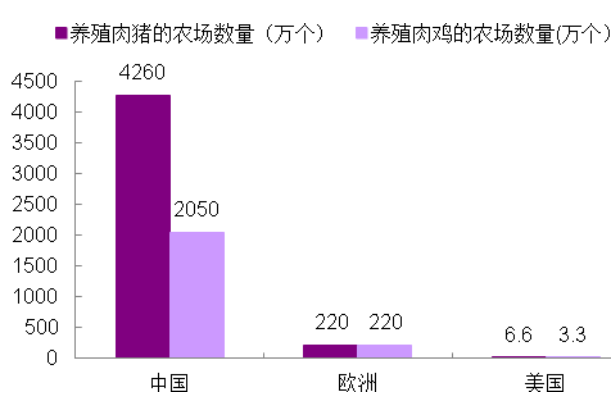
- 从上游环节来看，中国种植业和畜牧业极度零散，使得食材采购环节整体缺乏安全检验、难溯源、品控难，上游价格波动较大。如截至 2019 年 4 月，中国拥有耕地的农场数量达到 2.3 亿个，欧洲/美国仅有 1100/116 万；中国每个农场的平均耕地面积为 0.6 公顷，欧洲/美国为 16/102 公顷；中国养殖肉猪的农场数量为 4260 万个，欧洲/美国仅为 220 万/6.6 万。中国养殖肉鸡的农场数量为 2050 万个，欧洲/美国仅为 220 万/3.3 万个。
- 从中游加工环节来看，中央工厂发展相对偏慢。中式正餐标准化难度天然较高，加之中国消费者对生鲜产品的偏爱，供应商主要以原材料提供为主，而餐饮门店承担对食材进行分拣和加工的工作。在传统的产业组织模式下，冷藏肉类等深加工中央工厂的建设相对迟缓。
- 从终端的门店模型来看，成本负担居高难下。根据艾媒研究的报告产地分销/销地分销/终端零售三大大环节加价率估算在 37%/30%/35%，致使终端餐饮企业在原材料采购成本方面难以压缩。另外一方面，由于中央工厂的缺失，传统餐厅承担加工职能，使得租金/人工成本居高不下。
- 以 300 平米的连锁店单店模型为例，原材料/人工/租金成本占营收比重基本在 70% 以上。若再考虑，折摊/水电煤/所得税/总部费用分摊等各项支出，单店净利率基本只能做到 10% 左右。

图 31：中国拥有耕地的农场数量和平均耕地面积



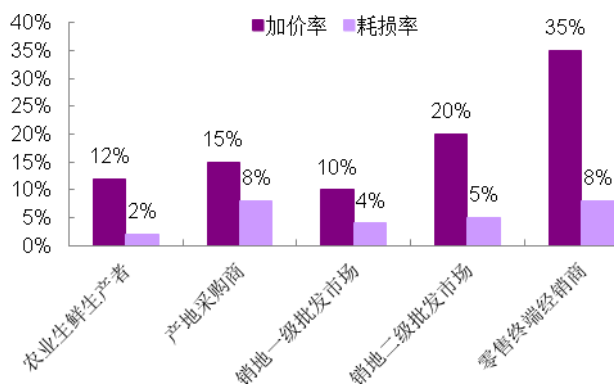
资料来源：普华永道：《“宅经济”将加速线上食杂零售的增长和上游现代化》，美团招股说明书，数据统计日期为 2019 年 4 月，光大证券研究所

图 32：中国养殖肉猪/肉鸡农场数量与欧美比较



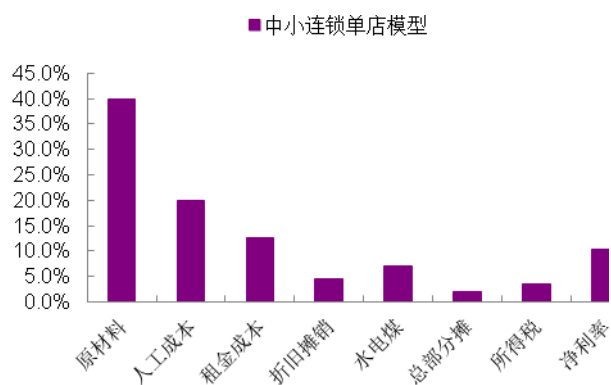
资料来源：普华永道：《“宅经济”将加速线上食杂零售的增长和上游现代化》，美团招股说明书，数据统计日期为 2019 年 4 月，光大证券研究所

图 33：传统餐饮供应链各环节加价率和损耗率



资料来源：艾瑞咨询《中国生鲜供应链市场研究报告》2020年9月，光大证券研究所

图 34：中小连锁单店模型中原材料&人工成本占比 60%



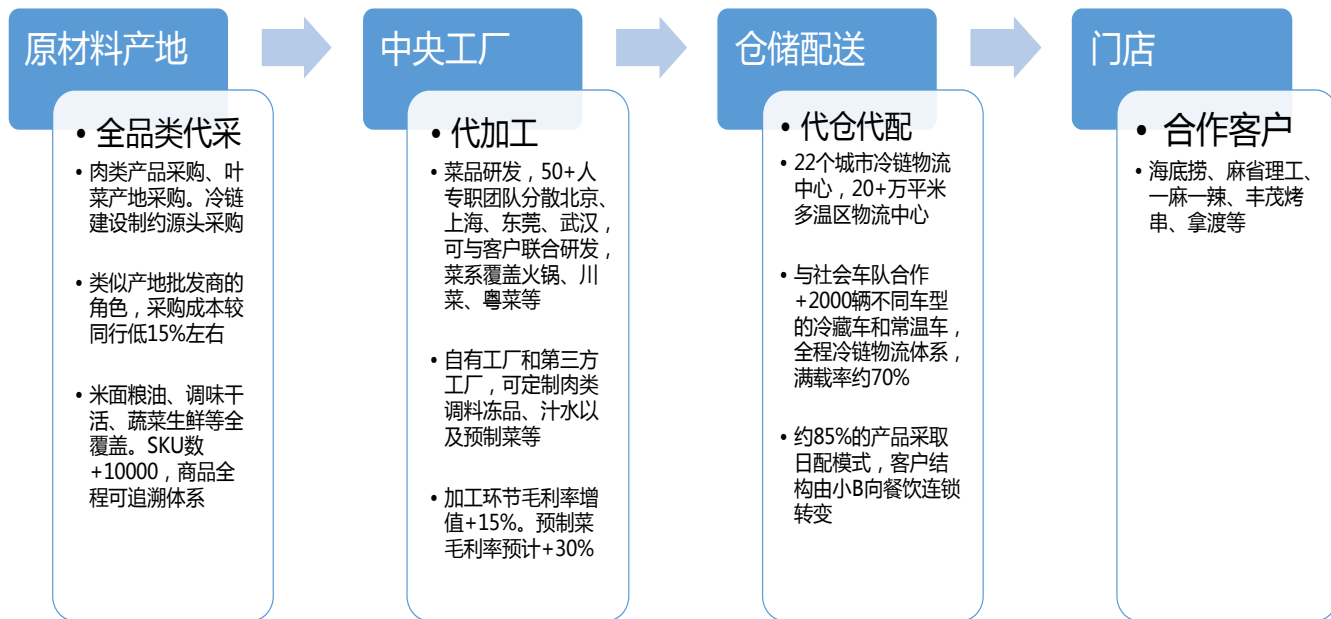
资料来源：中国饭店协会 2018 年调查数据、亿欧智库《2019 餐饮供应链 B2B 服务行业研究报告》，光大证券研究所整理

目前，火锅品类和西式快餐是国内餐饮行业标准化程度较高的两大细分赛道。其中，蜀海供应链与麦当劳的供应链体系最具代表性，是国内标准化餐饮供应链体系的两大发展方向。

蜀海供应链从 2007 年开始独立于海底捞运作，2011 年正式成立。目前是集销售、研发、采购、生产、品保、仓储、运输、信息、金融为一体的餐饮供应链服务企业，为餐饮连锁企业及零售客户提供整体食材供应链解决方案。

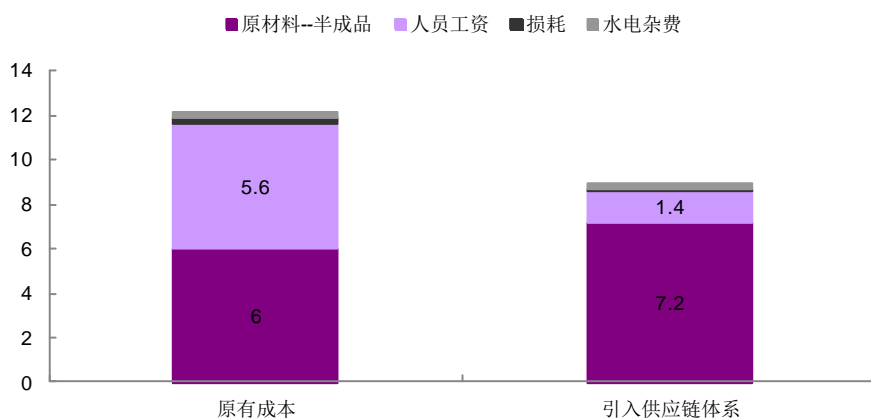
- 代采服务方面，蜀海提供包括猪牛羊肉、鸡鸭禽蛋、米面粮油、水产冻货、调味干货、蔬菜生鲜等全品类覆盖，SKU 数超过 10000+ 个。其在产业链环节中类似产地批发商角色，由于具备统采的规模优势，其采购成本较同行大致低 15% 左右。
- 代加工方面，蜀海通过自建/OEM 工厂的形式覆盖国内外、正餐小吃的成品半成品，同时蜀海储备了 50+ 人的专职团队可与客户进行联合研发打造特色菜品。代加工是蜀海供应链的相对其他西式快餐供应链的差异化特色。蜀海加工环节整体的毛利率水平估计 15% 左右，部分预制菜毛利率接近 30%，整体而言，越接近终端成品，毛利率水平越高。
- 代仓代配方面，截至 2019 年蜀海总共有 22 个城市冷链物流中心，冷链仓储总面积约 20 万平方米。2020 年预计新仓投入总面积约 8 万平方米。全国日配送车辆达到 800 趟次，外协可调配的社会车辆 2000+ 家。并且以仓为中心的全程冷链配送半径达到 300 公里，可根据客户产品与作业时间，提供 D+0.5、D+1、D+2 等各种配送方案。客户结构逐步从小 B 向餐饮连锁客户转变。

图 35：蜀海供应链流程及商业模式示意图



资料来源：蜀海供应链官网，亿邦动力网³，光大证券研究所

图 36：某餐饮门店引入供应链体系后的单店模型下降（单位：万元/月）

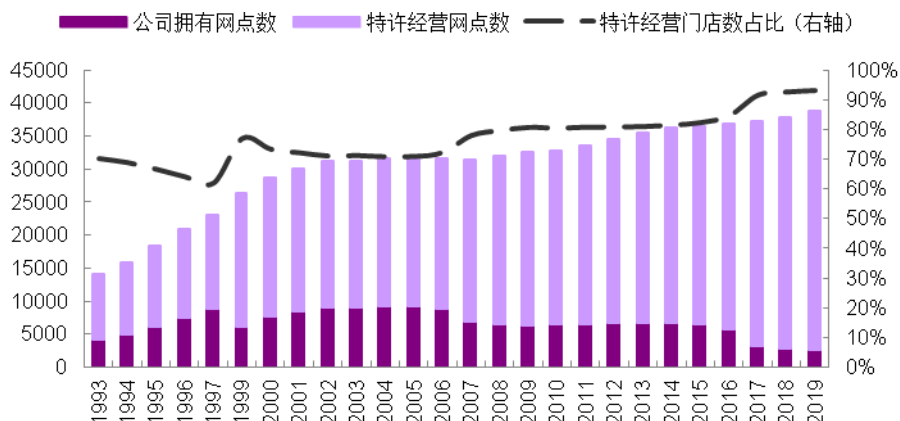


资料来源：某餐饮供应链公司项目融资书，光大证券研究所整理 注：人员工资下降主要系后厨人员减少所致

得益于精简的品类结构，西式快餐具备高度标准化的属性。麦当劳以全加盟模式发展至今，其供应链体系基本实现了工业化运作。

³ <http://www.ebrun.com/20200106/368233.shtml>

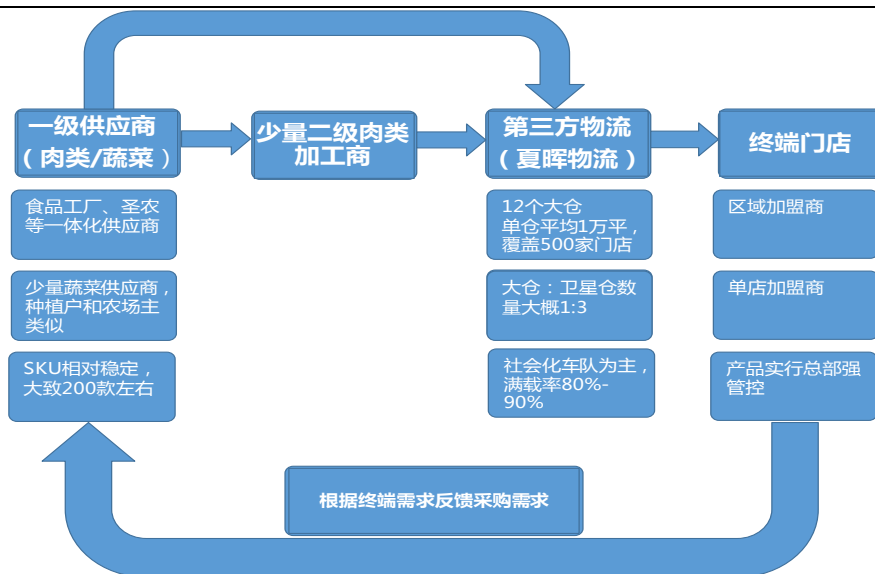
图 37：麦当劳全球门店总数（个）及加盟店数占比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

- 商流方面，由于麦当劳核心产品基本为预加工产品，SKU 大致稳定在 200 款左右，所以流转体系高度简化，产地和销地分销两大环节被压缩。肉类/蔬菜/面包的采购直接来自于一级供应商和少量二级加工商。其中肉类的一级供应商包括圣农发展、嘉吉 (Cargill)、铭基 (Keystone)、荷美尔 (hormel) 等食品加工厂和食品农业一体化供应商。

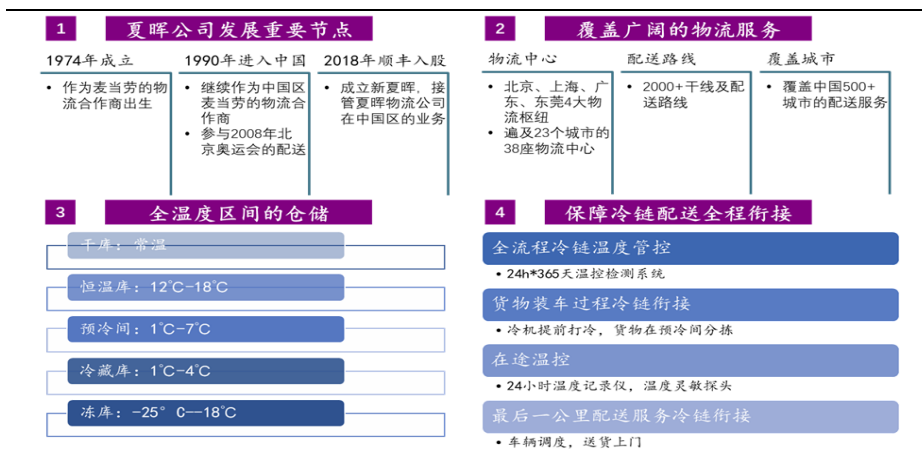
图 38：麦当劳供应链简要流程



资料来源：产业调研，光大证券研究所整理

- 物流方面，为满足麦当劳需求创立的夏晖公司(HAVI)自 1970 年代一直与麦当劳保持稳定合作关系。目前新夏晖（2018 年 8 月顺丰控股夏晖集团）的物流网络在全国 23 个城市共建设 38 个物流中心。平均每个大仓面积 1+万平米（含冷冻/冷餐/预冷/恒温）；干线支线等物流配送线路 2000+条，累计覆盖 500+个城市，做到货品 D+2 内准确送达。新夏晖具备第四方供应链及物流解决方案/第三方专业物流方案落地执行（4PL/3PL）能力，是国家冷链标准的制定者之一。

图 39：夏晖物流体系简介

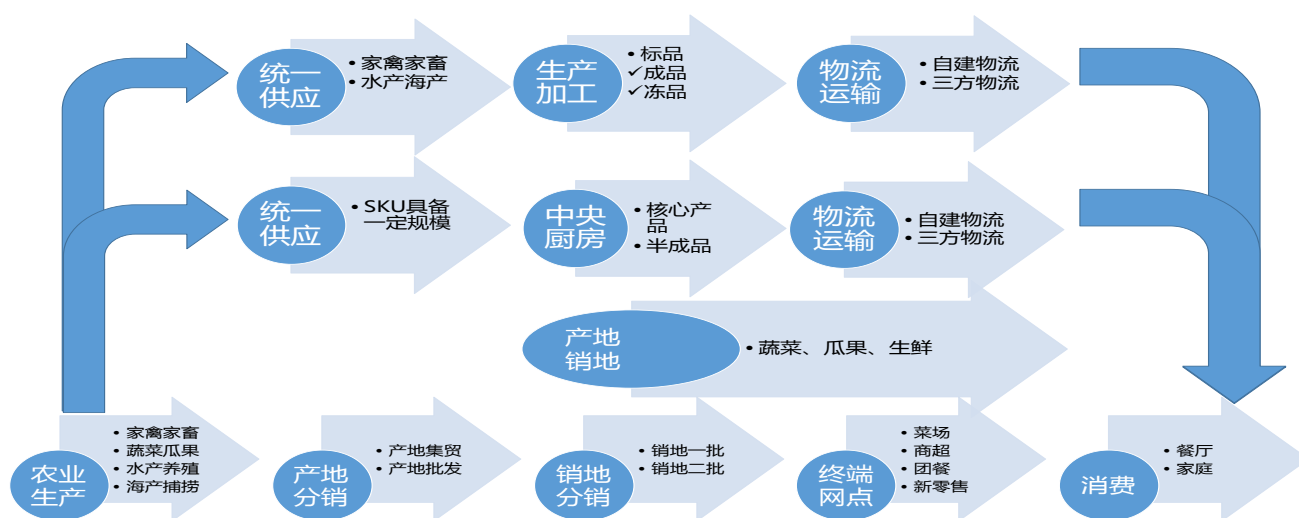


资料来源：窄门餐眼，光大证券研究所整理

➤ 门店管控方面，麦当劳设立严格的管理模式和独特的利益分配方式，确保加盟门店提供的产品和服务与直营门店的一致性。在加盟招商上，公司仅允许个人加盟商加盟，且必须亲自投入门店日常运营，不得同时参与其他商业活动，此外还需接受1年培训。利益分配上，除了初期加盟费投入之外，公司从加盟商主要收取租金（预计占收入的5%-10%）和运营费用（目前为收入的4%），并不在物料采购等环节获取收入

蜀海和麦当劳供应链组织模式的相同点在于减少优化流通环节，通过集中采购/生产释放规模效应，从而向产业链上游获取更多的剩余价值，以优化终端门店成本结构/提升加盟商资金回报率。不同点的核心则来源于产品标准化程度的差异，中央厨房的引入虽然能提升核心产品和半成品的标准化，但大量SKU和新鲜蔬果两大难题使得正餐由央厨迭代至中央工厂的进程相对缓慢。

图 40：标准化餐饮供应链的迭代过程

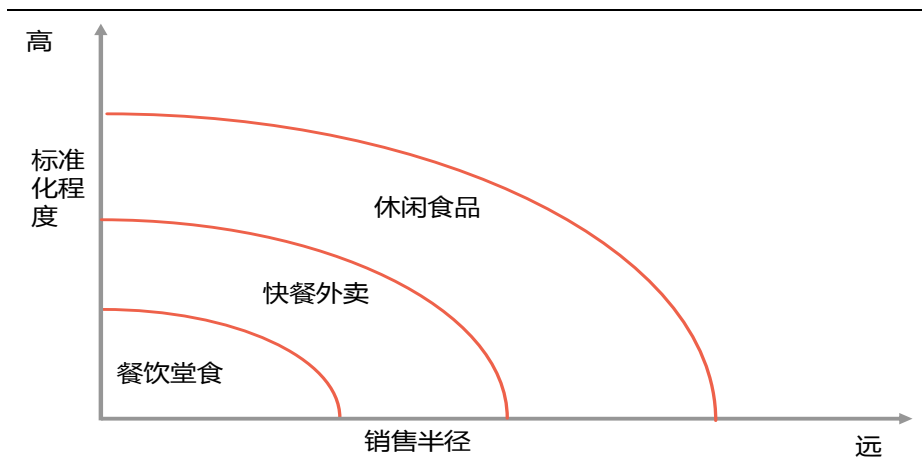


资料来源：光大证券研究所绘制

3.2.2、餐饮食品零售加速融合

事实上，食物的新鲜程度以及销售半径决定了食物到底是以餐饮形态还是以食品形态被消费。而对于西式快餐和部分标准化程度较高的中式卤味、面点等品类而言，中央工厂的引入和供应链的完善使得其餐饮形态逐渐向食品和零售业态演变。换言之，食品、餐饮、零售三大业态开始出现融合，部分标准化的品类具备了工业化、规模化、全国化的基础。在此基础上，加盟模式凭借完善的供应链和严格的加盟管控体系实现快速扩张。

图 41：轻型/休闲餐饮零售化/食品化的内在逻辑



资料来源：光大证券研究所整理

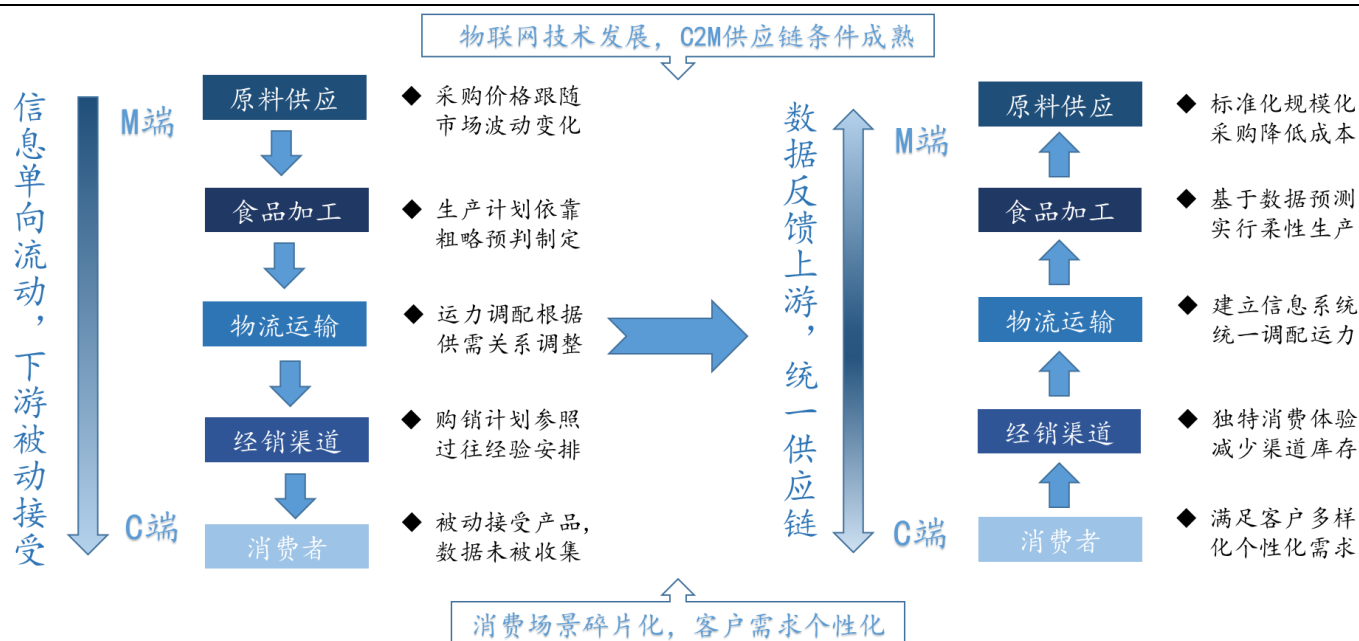
3.3、食品零售连锁加盟得以发展的供应链逻辑

相对于堂食餐饮和快餐外卖而言，食品产业的工业化程度更高，因此供应链对食品工业的价值更多体现如何降低自身（及外协工厂）的生产成本，提升终端门店的库存周转，从而提升加盟商的毛利率和库存周转率。

传统食品供应链的特点是产业环节各自为战，供应链缺乏整合。在这种情况下，采购端价格由行情决定，导致波动大，产品可提供信息少；工厂端根据不准确的销量预判制定生产计划，库存风险被放大；运输端运力按需求被动调配，无法保证高效的运输且会出现大量闲置运力；经销高度依赖经验制定进货数量与营销计划，资金流脆弱；从终端看，消费者只能被动接受固定规格的产品，无法实现个性化消费。

C2M 柔性供应链以数字化的方式把各个环节统一起来。首先是在消费端收集大量数据，精准掌握消费者的需求量、消费场景、消费偏好等数据。数据向上逐级传递给上游的经销端、运输端、生产端和采购端。在此基础上使产业链的各个环节交流彼此产生的数据，让每个环节都能准确掌握上下游此时的具体情况，避免浪费。

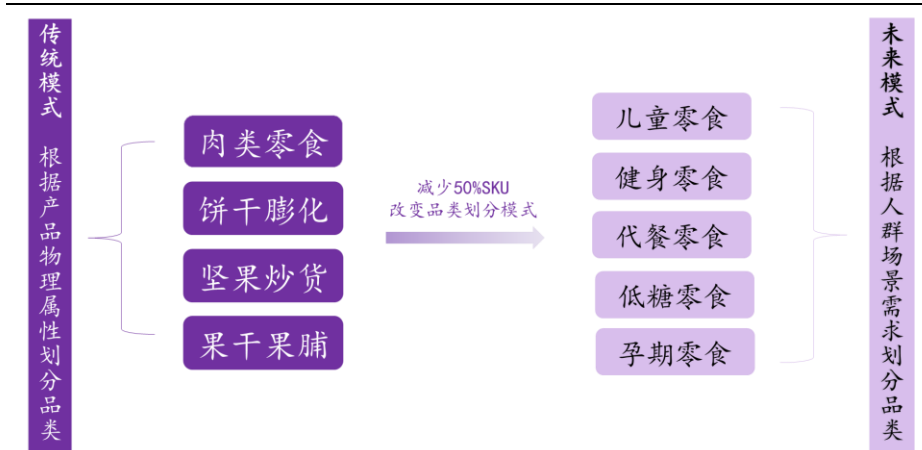
图 42：传统供应链模式向 C2M 柔性供应链转变逻辑图



资料来源：网聚资本，光大证券研究所整理

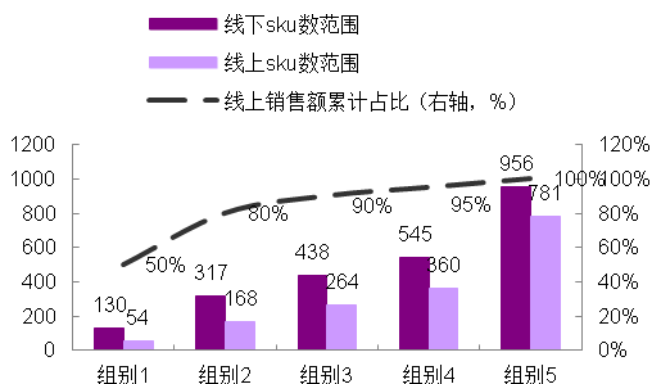
C2M 理念赋能良品铺子供应链优化。我们以良品铺子为例，说明 C2M 理念对其供应链的优化。零食品类的不断扩容在客观上要求良品铺子扩大终端门店面积来容纳和展示更多的 SKU。根据公司数据测算，2019 年全年线下/线上 14%/7%的 SKU 数累计贡献线下/线上销售额占比达到 50%；线下/线上 33%/22%的 SKU 数累计贡献线下/线上销售额占比达到 80%。考虑到 SKU 的增长对销售额的边际贡献快速降低，公司采用“高量供应链策略”，尝试将传统的以“产品物理属性划分品类”调整至“以细分人群/场景的需求划分品类”实施经营，力图通过资源聚焦，充分利用固定成本与产品销量之间的边际效应，以做大产量来降低成本，从而获取更多的利润。良品铺子供应链优化成效开始显现，如通过优化下单模式，批量流向单件流转变，提升单条产线节拍时间，2020H1，公司试点产品的采购成本下降 5%；如通过优化门店促销品预测规则、需求核算规则等，2020H1 促销活动商品断货率从 1.47%降到 0.9%。

图 43：良品铺子品类划分由物理导向转向需求导向



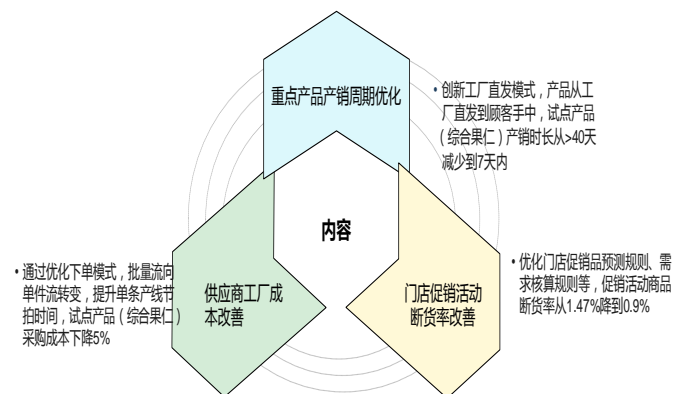
资料来源：2020年良品铺子经销商大会，光大证券研究所

图 44：良品铺子线上/线下 SKU 对应累计销售额占比



资料来源：2020年良品铺子经销商大会，数据测算日期为2019年度数据，光大证券研究所

图 45：良品铺子 2020H1 供应链优化成效总结



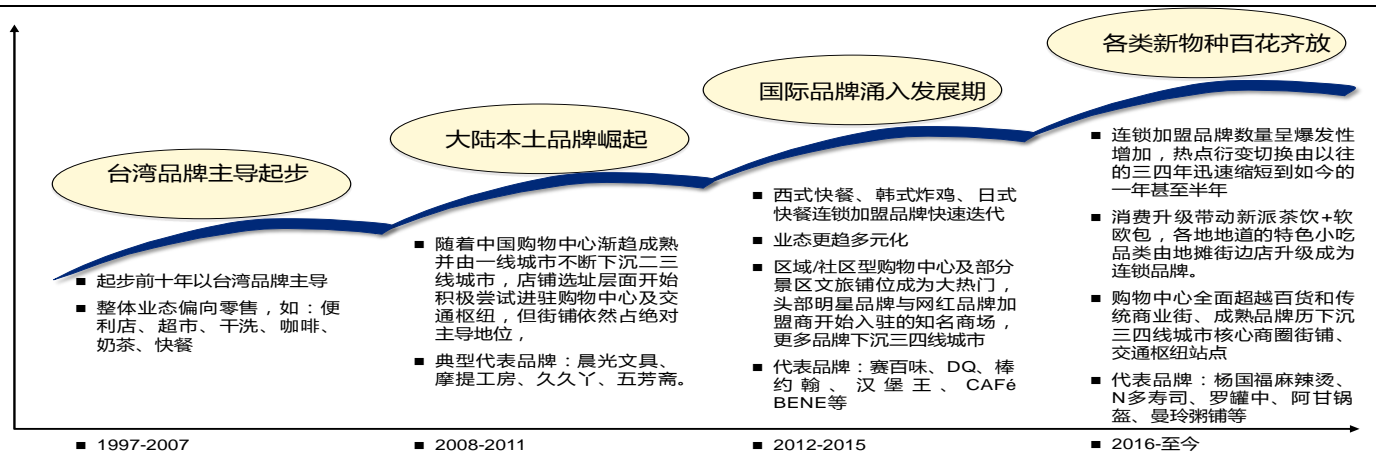
资料来源：2020年良品铺子经销商大会，数据测算日期为2020H1数据，光大证券研究所

4、细分领域投资机会

4.1、终端连锁品牌

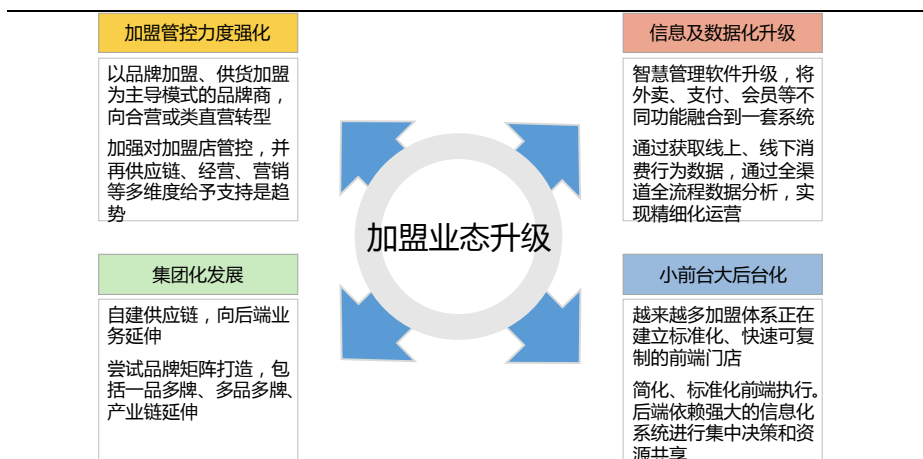
轻餐饮加盟连锁业态在资本加持下快速发展，行业迭代升级已是普遍现象。近年来国内加盟连锁业态跨越台湾地区品牌主导期、大陆本土品牌崛起期、国际品牌涌入期，从 2016 年开始逐步进入各类新物种的百花齐放阶段，伴随年轻人消费群体的扩容，快时尚轻餐饮趋势明显，各地特色小吃品类由地摊街边店在资本加持下升级为连锁品牌。与此同时，国内加盟业态迭代升级现象普遍，具体表现形式包括加盟管控力度进一步强化、信息及数据化系统进一步升级、加盟体系“小前台大后台”化以及品牌商集团化发展等。

图 46：国内加盟连锁业态发展趋势



资料来源：联商网，光大证券研究所

图 47：加盟业态升级方向



资料来源：联商网，光大证券研究所

单店模型与门店数量是评价加盟连锁业态全国化能力的观测指标，把握部分品类从“1 到 100”的快速成长阶段。

➢ 高效的单店模型是加盟连锁品牌全国化的基础。我们以休闲零食和轻餐饮最具代表性品牌的坪效、加盟商投资回收期、门店净利等指标进行跨品类比较可以观察到：（1）餐饮属性偏重的堂食单店模型，其租金+人工占比接近 30%；而零售属性偏重的小店模型下租金+人工占比在

15-20%左右，在小店模式下，品牌商具备更大的自由度来调整加盟商预期的投资回报率。（2）相对于大店模型而言，小店模式承担的品牌形象展示功能有限，因此初始投资总额显著偏低。在类似的单店净利率水平下，小店模式的加盟商投资回收期显著缩短，这是品牌商通过加盟模式实现快速扩张的前提条件。（3）标准化的品类+精简的SKU数量能更大程度的发挥中央工厂和信息化系统对前端门店的支持力度，进而进一步优化门店的坪效表现。综合来看，我们倾向于认为餐桌卤味、中式面点、休闲卤味、单品休闲小吃具备较强的全国化扩张潜力。

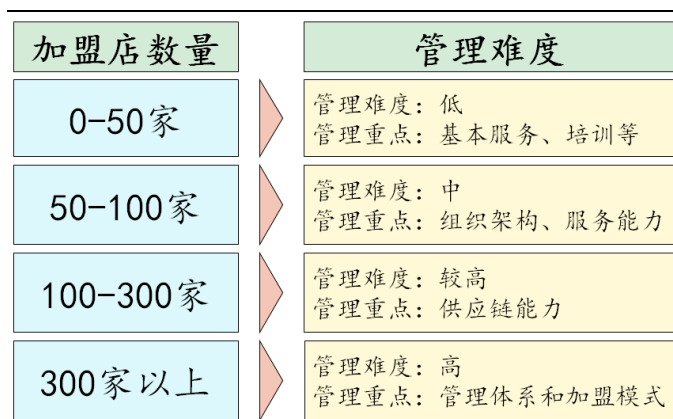
表 2：部分品类最具代表性本土品牌的单店盈利模型核心指标对比

品类	举例品牌	租金占比 (%)	人工占比 (%)	成本占比 (%)	能源占比 (%)	税费占比 (%)	折旧摊销占比 (%)	单店年净利 (%)	初始投资 (万)	投资回收期 (年)	坪效 (万元/平米/年)	备注
西式快餐	华莱士	6%	24%	40%	3%	0%	13%	14%	69	4.1	1.08	三线城市模型，加盟费用为 8 万元，导致折旧摊销占比偏高
麻辣烫	杨国福	11%	16%	40%	3%	6%	5%	20%	55	1.2	2.88	北上广一线城市模型
餐桌卤味	紫燕百味鸡	6%	9%	65%	3%	0%	4%	13%	18	1.3	5.00	门店大部分位于江浙沪地区
中式面点	巴比馒头	8%	13%	45%	3%	0%	5%	26%	18	0.9	3.90	门店大部分位于江浙沪地区
休闲卤味	绝味食品	6%	14%	55%	3%	0%	4%	18%	12	1.2	4.36	一线城市平均值，80%门店集中在 20 个城市
休闲小吃	正新鸡排	5%	15%	45%	3%	0%	4%	29%	11	0.7	5.25	品牌使用费 1 年 1 交
休闲零食	良品铺子	7%	4%	55%	3%	6%	8%	17%	85	1.6	2.68	湖南湖北为主，选一线和二线城市城市的平均值

资料来源：产业调研，光大证券研究所整理；备注：能源主要包括水电煤

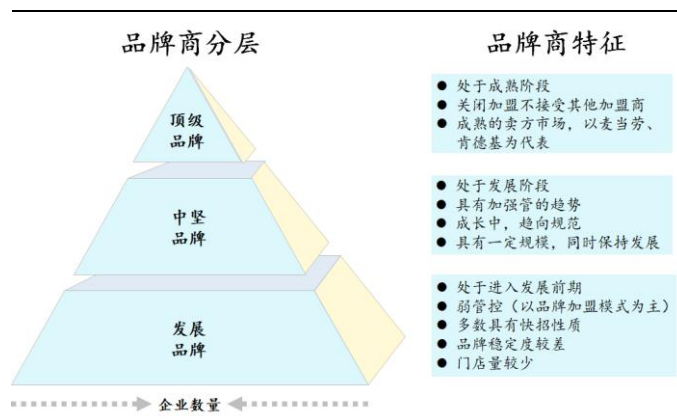
➤ 门店数量则是衡量盟连锁品牌精益管理能力的重要抓手。高效的单店模型解决了赛道选择的难题，高质量的门店管理能力才是判断品牌商能否持续成长壮大的核心命题。加盟店数量增长的背后体现的是品牌商组织架构、服务能力、供应链能力等竞争壁垒。我们认为在餐桌卤味、中式面点、休闲卤味、单品休闲等细分领域，门店数量具备一定规模的头部品牌有望凭借已有的竞争优势进一步扩大市场份额。

图 48：加盟店数量与管理难度的关系



资料来源：美团研究院&中国经营连锁协会，光大证券研究所

图 49：加盟连锁品牌商分层及特征

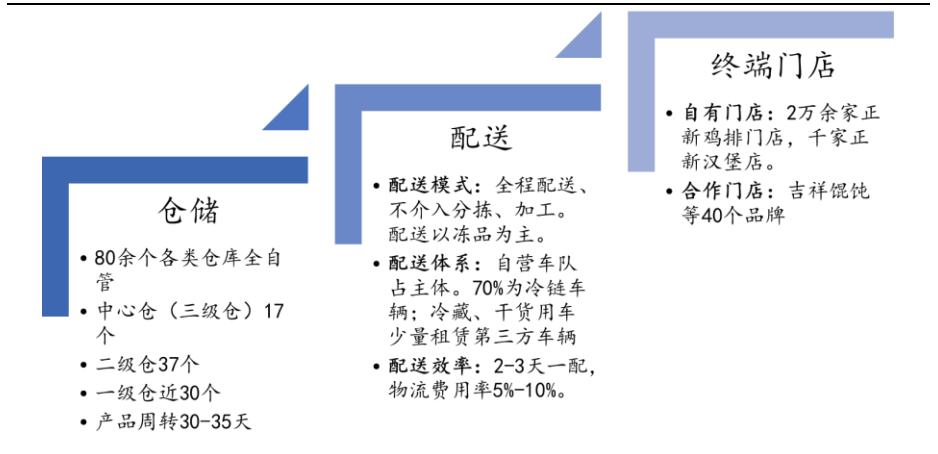


资料来源：美团研究院&中国经营连锁协会，光大证券研究所

自建供应链能力是加盟连锁品牌进行多元化发展的前提条件。海底捞&

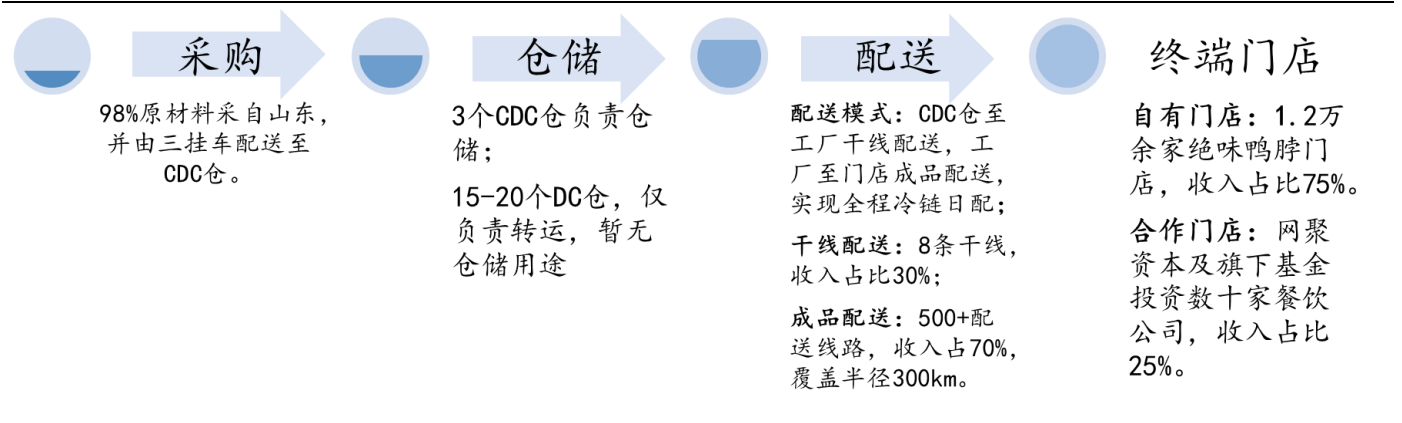
蜀海、麦当劳&夏晖的发展历程均表明连锁品牌与其后端的供应链体系是一种典型的互利共生关系，品牌商核心竞争能力比拼的最后一定会从单店模型、加盟管控上升至供应链系统。以正新鸡排的圆规物流为例，公司成立于2017年12月，主要业务为餐饮企业提供食材及冷链配送。目前圆规物流在全国拥有诸城、上海两个干线总仓、全国80多个物流仓，为正新集团、如意馄饨、太鼓米线等70多个餐饮连锁公司与品牌提供服务。而绝味食品的绝配供应链成立于2018年1月，目前已逐渐发展成为集运输、仓储、配送、央厨等产业为一体的供应链服务企业。公司在全国拥有两座6万吨级大型冷库、36个城市分流、分拨仓、100条跨城、跨省干线物流线路、500条城市生鲜日配日达线路。目前配送规模为全国2万家门店，覆盖全国1000+城市和地区，外部服务品牌包括幸福西饼、香他她煲仔饭等。

图 50：圆规物流供应链介绍



资料来源：专家访谈，光大证券研究所

图 51：绝配柔性供应链介绍



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

4.2、上游标品生产商

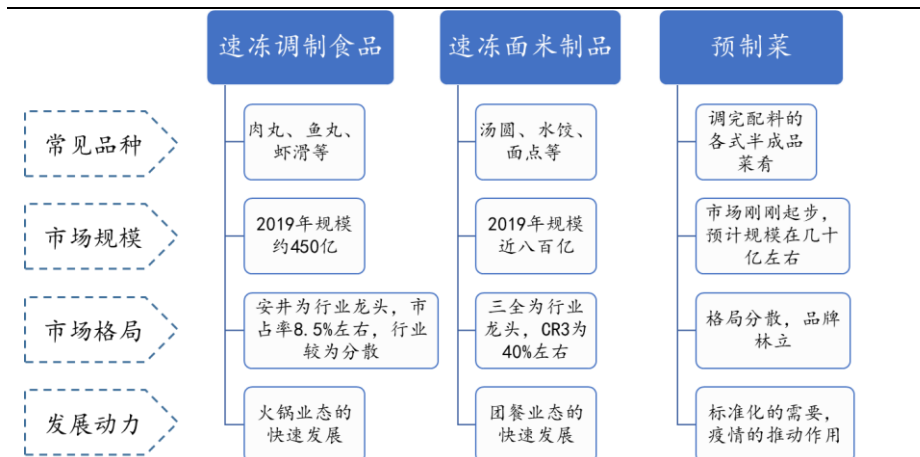
生产环节的标准化进程催生了中央厨房/加工厂企业的快速成长，速冻食品 and 复合调味料成“弄潮儿”。从品类上看，得益于自身的标准化程度较高和所处行业正处于快速发展，速冻食品和复合调味料成为现阶段标准化潜力最大的品类。火锅品类的规模和增速在餐饮业中均位于前列，其蓬勃发展带

动了火锅食材和火锅调料的兴起；此外，速冻食品和复合调味料自身具备标准化程度较高、工业化生产对口感损失较小的特征，能够高度迎合连锁餐饮业态的需求。

4.2.1、冻品

连锁餐饮业的发展推动速冻食品稳步增长。中国速冻食品市场规模从2013年的828亿元上升至2018年的1342亿元，年复合增长率10.1%，稍高于餐饮业同期的增长速度。速冻食品又可分为速冻调制食品、速冻面米制品以及预制菜，前两者制品规模较大，发展较为成熟，预制菜则刚刚起步。具体一点看，速冻调制食品和速冻面米制品分别属于火锅业态和团餐产业链的上游环节，因此也受益于两者的成长提速。

图 52：速冻食品子品类分类、发展阶段和发展推动力



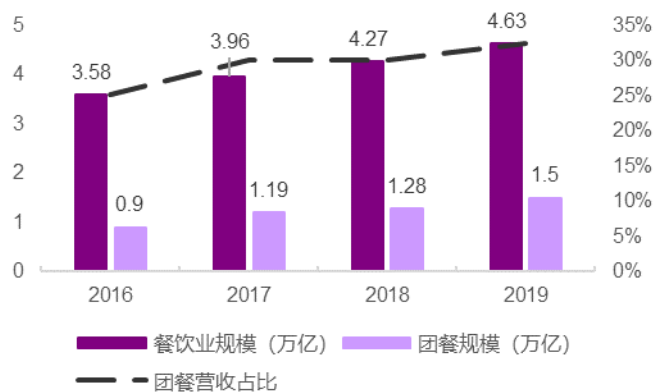
资料来源：Frost&Sullivan，中国食品工业协会冷藏冷冻食品专业委员会，光大证券研究所整理，市占率统计数据截至2019年

火锅品类成长带动速冻调制食品放量。速冻调制食品主要是为火锅（包括冒菜、麻辣烫等近似品类）服务的肉制品及鱼糜制品，得益于火锅品类的快速扩张（具体阐述见4.2.2 火锅调料），速冻调制食品也得到快速发展，行业2019年规模在450亿左右，2013-2018年年复合增长率达到12%，显著快于速冻食品同时间段内10.1%的年复合增长率。

团餐气势正盛带动餐饮端面米制品成长加速。2019年全国餐饮业实现收入4.63万亿元，预测同期团餐市场规模1.5万亿左右，占据餐饮行业的33%，较2016年的水平上升8pcts。2019年速冻面米制品规模约773.5亿，占据速冻食品50%以上的份额，但考虑到速冻面米制品家庭端的收入占比较高，餐饮端仅占20%不到，因此整体来看增速不高，2013-2019年年复合增长率仅为5%左右。预计以团餐为代表、快速扩张的餐饮端需求有望重塑速冻面米制品销售格局。

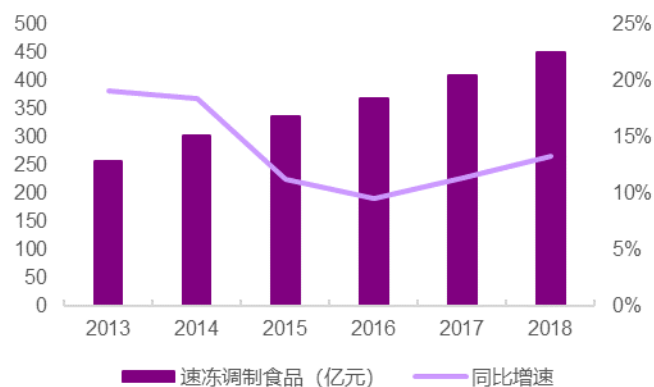
疫情加速了预制菜市场从0到1的变革。预制菜是经过多步骤处理步骤后的半成品，终端需求方只需进行最后一步的加热等操作，产品即可食用。疫情期间，线下餐饮渠道受到严重冲击，诸多知名餐企通过销售预制菜的方式抵御到客餐饮营收的下滑，预计目前预制菜行业规模在几十亿左右。2020年8月10日，苏州预制菜加工企业味知香提交IPO申请，有望成为预制菜行业的首家上市公司。

图 53: 2016-2019 餐饮/团餐市场规模



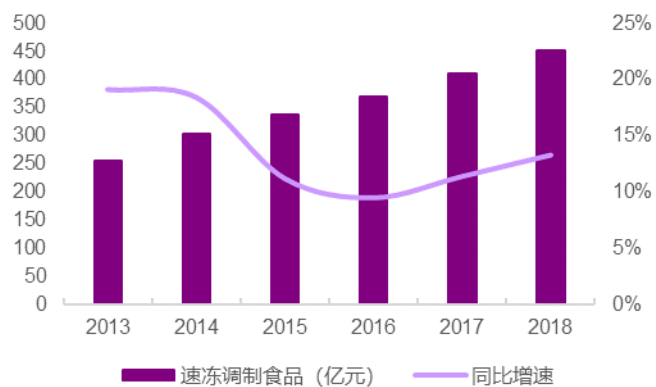
资料来源: 国家统计局, 艾媒咨询, 光大证券研究所

图 54: 2013-2018 年中国速冻食品市场规模及增速



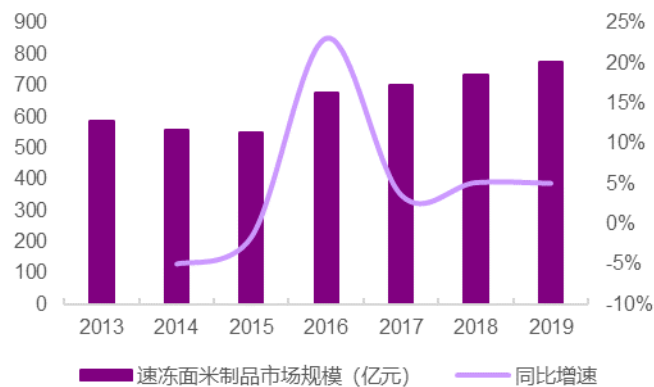
资料来源: Frost&Sullivan, 光大证券研究所

图 55: 2013-2018 年中国速冻调制食品市场规模及增速



资料来源: 智研咨询, 光大证券研究所

图 56: 2013-2019 年中国速冻面米制品市场规模及增速



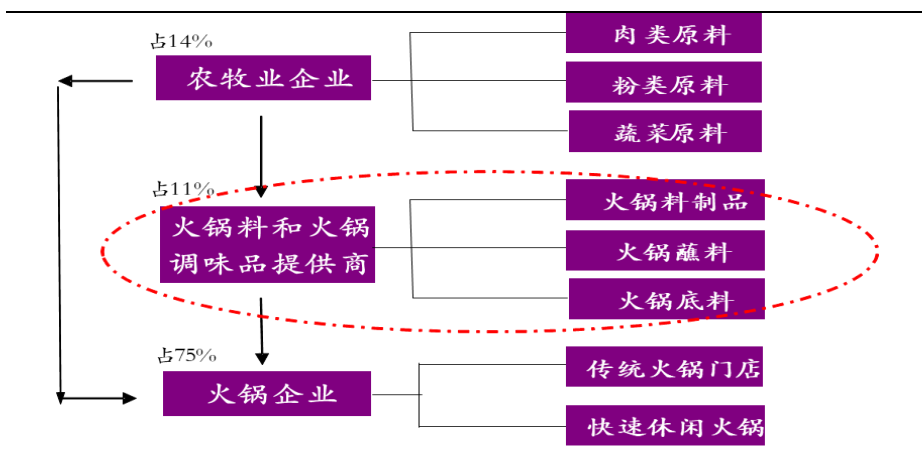
资料来源: 中国食品工业协会冷藏冷冻食品专业委员会, 光大证券研究所

4.2.2、火锅底料和中式复合调味料

伴随着餐饮业连锁化的进程, 标准化程度较高、具备快速复制能力的火锅、酸菜鱼等中式餐饮正处于快速扩张期, 餐饮业态的成长加速带动上游调味料市场成长提速。

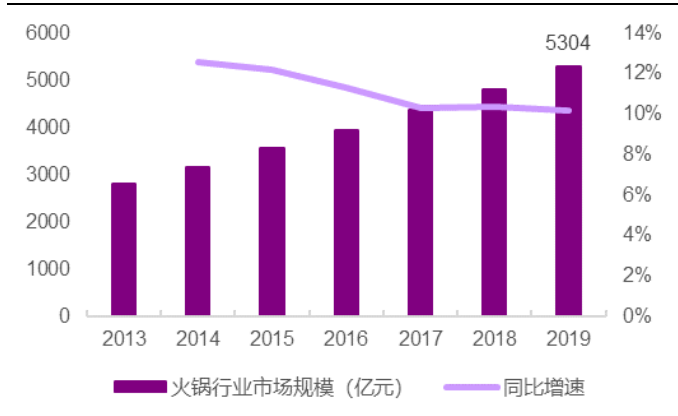
火锅业态方兴未艾, 火锅调料成为直接受益者。火锅业态是中式餐饮中规模最大、增速处在前列的子品类, 2019 年行业规模超过 5300 亿, 2013-2019 年年复合增速 11.15%, 超过餐饮业同时时间段 10% 的年复合增速。川渝地区火锅行业竞争激烈, 但其他省市仍有较大空间, 2015 年火锅底料市场 CR5 的累计份额仅为 30%。截至 2018 年末火锅产业链中, 上游的火锅料 (火锅调料和火锅蘸料) 占据产业链价值的 11%。2019 年火锅调料市场规模达到 255 亿元, 随着火锅业态的快速成长, 火锅调料规模扩张可期。

图 57：火锅料占火锅产业链价值构成的 11%



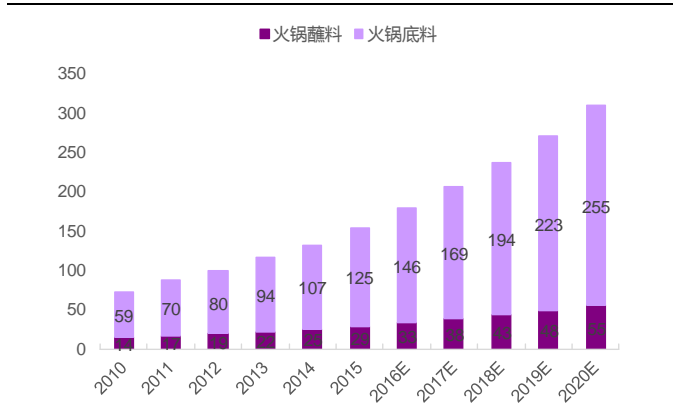
资料来源：Frost&Sullivan，光大证券研究所，数据统计日期截至 2018 年

图 58：2013-2019 火锅行业市场规模 CAGR11.15%



资料来源：Frost&Sullivan，光大证券研究所

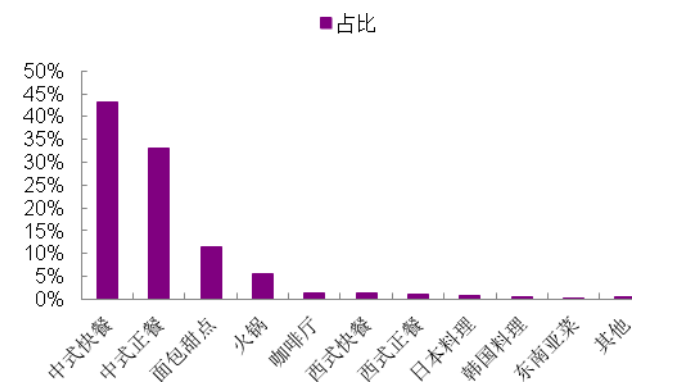
图 59：中国火锅蘸料及火锅底料市场规模 (亿元)



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

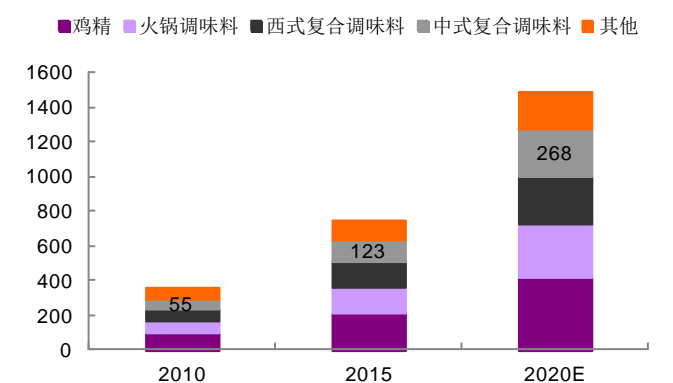
标准化中式餐饮品类带动其他中式复合调味料的成长。除了火锅及其近似品（麻辣烫、冒菜等）之外，以川菜、酸菜鱼为代表的其他中式连锁餐饮品类标准化程度较高，连锁扩张速度较快，带动川菜调料、酸菜鱼调料等其他中式复合调味料在 2010-2015 年实现 17% 的复合增速，我们预计随着中式餐饮连锁化率的继续提升，中式复合调味料的市场规模有望继续扩大。

图 60：中式正餐和中式快餐占餐饮店总数过 70%



资料来源：辰智餐饮数据库，光大证券研究所，数据统计日期截至 2018 年

图 61：中式复合调味料分品类市场规模 (亿元)



资料来源：Frost&Sullivan 预测，光大证券研究所

5、重点公司介绍

5.1、绝味食品

短期：逆势开店，抢占市场。加盟连锁业态在加盟商与品牌商之间构建了“风险共担、收益共享”的利益机制，有效降低了高经营杠杆所暴露的风险。在遭受严重疫情的冲击下，公司一方面对存量门店进行帮扶，同加盟商共渡难关；一方面公司鼓励加盟商逆势拿店，获取优质的经营点位。纵观公司发展历史，在每一次行业性负面冲击过后，公司的市场份额均有提升。2020H1 实现营业收入/扣非归母净利润 24.13/2.71 亿元，同比-3.08%/-30.46%，2020Q2 实现营业收入/扣非归母净利润 13.47/2.00 亿元，同比+0.83%/-4.58%。展望 2020H2，国内疫情的缓解以及公司拉动同店恢复的努力，有望进一步推动净利润降幅的收窄。

中期：全国化布局完成，门店加密仍有较大空间。当下公司的市占率在 10%左右，我们认为绝味的生意本质是对全国广大的抗风险能力低的“街边店”的替代，公司主业中长期的成长空间依然充足。从公司的主观能力来看，公司是全国加盟连锁品牌中为数不多的门店数过万且鲜货日配到店的企业，多年稳健运营的背后是其高效高质的管理能力和供应链能力。目前，公司在生产环节的产能储备、运输配送环节的运力储备以及线路覆盖范围能有效支持门店未来 2-3 年的快速扩张。展望中期，我们认为公司的先发优势显著，供应链和管理能力的护城河持续拓宽，公司有望实现稳健可持续的增长。

远期：品类扩张、品类升级。从品类属性来看，售卖鸭脖兼具食品加工+零售+餐饮三重属性，标准化经营思路的引入虽然解决了门店数量扩张的问题，但是小店模型同时也带来了品类扩张的问题。从中远期来看，由于“卤制”环节在本质上解决了产品味型标准化的问题，休闲卤味向餐桌卤味赛道的切换具备先天优势。行业参与者资本化进程的提速则从另外一个层面证明了该品类赛道具备全国化的潜力。绝味刻画第二增长曲线至少在品类的选择上已有明确的方向。我们认为在选对品类之后，加盟连锁业态想要进一步全国化则有赖于供应链+管理双重能力的加持，进一步考虑到绝味手握优质的加盟商资源，公司顺利实现品类扩张和品类升级是大概率事件。

盈利预测与投资评级：维持公司 2020/21/22 年净利润为 9.07/10.53/12.26 亿元，对应 EPS 为 1.49/1.73/2.01 元，当前股价对应 2020/21/22 年 PE 为 53x/46x/39x，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，门店业务恢复不及预期，原材料价格波动。

表 3：绝味食品盈利预测与估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,367.98	5,171.96	5,748.32	6,526.22	7,419.49
营业收入增长率	13.45%	18.41%	11.14%	13.53%	13.69%
净利润（百万元）	640.63	801.20	906.64	1,052.63	1,225.95
净利润增长率	27.69%	25.06%	13.16%	16.10%	16.46%
EPS（元）	1.56	1.32	1.49	1.73	2.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.18%	17.54%	17.60%	16.97%	16.50%
P/E	51	60	53	46	39

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价更新至 20200924

5.2、煌上煌

行业仍在成长期，公司市占率有提升空间。从规模看，根据 Frost & Sullivan 预测，2020E 休闲卤制品市场零售规模接近 1235 亿元，2010-2020 (E) 休闲卤制品零售规模 CAGR 达到 18% 带动其在休闲食品大类中的份额占比由 6% 提升至 10%，休闲卤制品行业是目前休闲食品行业增速最快的赛道。从门店数测算的口径来看，截至 2020H1 煌上煌/绝味市占率分别为 4.2%/10.6%，公司市占率仍有提升空间。

机制改善，活力释放。公司是老牌酱卤制品连锁品牌，于 2017 年更换管理层，2018/2019 年相继发布限制性股票激励计划和董事、高级管理人员薪酬方案，通过管理机制优化和战略方向的重大调整，开展全国化布局。2017/2018/2019/2020H1 公司分别实现营收 14.78/18.98/21.17/13.65 亿元，同比+21.35%/+28.41%/+11.56%/+16.77%，重回良性增长轨道。

区域化向全国化加速迈进。根据我们的估算，截至 2020H1，公司在自身强势区域江西/广东/福建/辽宁四省门店市占率分别 54.7%/14.6%/9.4%/4.4%。2018/2019 年公司的门店拓展同比增速为 15%/23%，2020 年公司规划门店数量增长 32%，计划新开店 1200 家，并制定未来三年千城万店的经营目标。公司依托城市化率的提升，以商超综合体、商业街为重点渠道、以省会城市进行饱和式布局，并重点关注加盟商资源丰富且流量有优势的点位。截至 2020H1，公司新开店 617 家，关店 171 家，净增 466 家，累计开设门店 4152 家，直营/加盟 294/3858 家，销售网络已覆盖 26 省 220 个地级市。

品牌营销+供应链为门店扩张提供支持。公司注重品牌营销工作，通过两微一抖、社区电商等互联网智能平台，实现线上线下融合的全渠道销售模式，与此同时，公司通过持续的品牌形象门店升级提升品牌势能。公司加快推进信息化升级，成立数字化委员会，推动公司数字化建设步伐，提升跨中心沟通效率，加强供应链紧密协同，优化业务流程。

关键假设：考虑 (1) 上半年疫情影响渐消，公司按计划继续快速扩张门店；(2) 门店猪脚新品大热，证明研发能力；(3) 公司新增吉黑等五大省区赋能门店扩张，我们预测 2020/21/22 年门店数量分别为 4656/5706/6806 家，同比+25.63%/+22.55%/+19.28%；(4) 米制品业务维持自然增速。

考虑 (1) 2020 上半年单店收入受疫情冲击下滑，下半年逐渐恢复；(2) 新市场拓展的门店需要培育期。我们预测 2020/21/22 年单店收入分别为 41.43/42.67/44.38 万元，同比-5.00%/+3.00%/+4.00%。

综上，我们预测 2020/21/22 年收入分别为 24.60/29.72/35.53 亿元，同比增长 16.19%/20.84%/19.54%。

我们预测销售毛利率维持稳定，2020/21/22 年分别为 38.22%/38.71%/39.05%。同期公司销售费用率分别为 15.83%/16.06%/16.31%。管理费用率分别为 7.01%/6.71%/6.51%。

表 4：煌上煌关键项目预测拆分

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
门店数量(家)	2605	3008	3706	4656	5706	6806
yoy,%	8.86%	15.47%	23.20%	25.63%	22.55%	19.28%
单店收入(万元)	42.57	46.64	43.61	41.43	42.67	44.38
yoy,%	11.76%	9.55%	-6.49%	-5.00%	3.00%	4.00%
分产品						
肉制品业务(万元)	117,809.22	148,543.52	170,880.84	203,327.76	254,235.79	312,902.76
yoy,%	19.16%	26.09%	15.04%	18.99%	25.04%	23.08%
销量(千克)	27,757.73	32,492.03	34,785.38	42,462.52	51,834.00	63,273.78
yoy,%	13.13%	17.06%	7.06%	22.07%	22.07%	22.07%
销售单价(元、千克)	42.44	45.72	49.12	47.88	49.05	49.45
yoy,%	5.33%	7.72%	7.45%	-2.52%	2.43%	0.82%
米制品业务(万元)	27,003.25	35,096.44	33,518.20	35,194.11	36,249.93	36,612.43
yoy,%	30.42%	29.97%	-4.50%	5.00%	3.00%	1.00%
销量(千克)	27,680.02	37,325.10	34,073.50	35,777.18	36,850.49	37,219.00
yoy,%	17.51%	34.84%	-8.71%	5.00%	3.00%	1.00%
销售单价(元、千克)	9.76	9.40	9.84	9.84	9.84	9.84
yoy,%	10.99%	-3.61%	4.62%	0.00%	0.00%	0.00%
检测业务(万元)	/	123.32	150.40	150.40	150.40	150.40
yoy,%	/	/	21.96%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务(万元)	2,965.55	5,994.59	7,142.13	7,142.13	6,427.92	5,463.73
yoy,%	34.13%	102.14%	19.14%	0.00%	-10.00%	-15.00%
营业总收入(万元)	147,778.02	189,757.87	211,691.57	245,964.80	297,214.44	355,279.72
yoy,%	21.35%	28.41%	11.56%	16.19%	20.84%	19.54%
销售毛利率(%)	34.66%	34.47%	37.59%	38.22%	38.71%	39.05%
销售费用率(%)	11.99%	12.65%	14.78%	15.83%	16.06%	16.31%
管理费用率(%)	9.55%	7.44%	7.51%	7.01%	6.71%	6.51%
研发费用率(%)	2.47%	2.94%	3.27%	3.27%	3.77%	2.97%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测：综合考虑煌上煌的收入、毛利率和费用率，我们经财务模型测算得出公司 2020-22 年营收为 24.60/29.72/35.53 亿元，净利润为 2.67/3.26/4.20 亿元，EPS 为 0.52/0.63/0.82 元，当前股价对应 P/E 分别为 47x /38x /30x。

煌上煌相对估值比较。（1）A 股休闲零食板块，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数平均数为 62/39/31 倍，中位数为 50/38/32 倍。（2）与煌上煌业务模式最为接近的绝味食品和周黑鸭，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数为 57/45/38 倍和 162/35/28 倍。根据我们测算，煌上煌 2020/21/22 年 EPS 为 0.52/0.63/0.82 元，当前股价对应 PE 分别为 45/37/29 倍。考虑到同类型公司以及行业板块的估值水平，煌上煌当前的估值水平与同类型公司基本匹配。

表 5：休闲零食上市公司市场一致盈利预测与对应 PE

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (X)				
				2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
002557.SZ	洽洽食品	293.05	57.80	0.85	1.19	1.48	1.76	2.08	68	48	39	33	28
002582.SZ	好想你	71.94	13.95	0.25	0.38	0.29	0.37	0.41	56	37	48	38	34
002847.SZ	盐津铺子	178.55	137.88	0.57	1.03	1.79	2.56	3.46	242	134	77	54	40
002956.SZ	西麦食品	70.38	43.99	2.28	2.25	1.14	1.36	1.65	19	20	39	32	27
300783.SZ	三只松鼠	225.40	56.21	0.84	0.63	0.66	0.90	1.17	67	89	86	62	48
603517.SH	绝味食品	484.23	79.56	1.56	1.38	1.41	1.79	2.11	51	58	57	45	38
603719.SH	良品铺子	253.55	63.23	0.66	0.95	0.97	1.28	1.62	96	67	65	49	39
603777.SH	来伊份	50.20	14.89	0.03	0.03	0.30	0.51	0.84	496	496	50	29	18
603866.SH	桃李面包	378.91	55.71	1.36	1.04	1.24	1.44	1.72	41	54	45	39	32
603886.SH	元祖股份	44.90	18.71	1.01	1.03	1.12	1.28	1.44	19	18	17	15	13
1458.HK	周黑鸭	186.60	7.83	0.23	0.18	0.05	0.22	0.28	34	44	162	35	28
	平均值									97	62	39	31
	中位数									54	50	38	32

资料来源：Wind，光大证券研究所，股价更新至 20200924

投资评级：我们预测公司 2020-22 年净利润分别为 2.67/3.26/4.20 亿元，EPS 分别为 0.52/0.63/0.82 元，当前股价对应 P/E 分别为 45x /37x /29x。考虑休闲卤味行业市场仍处于成长期，且公司的门店扩展计划进入良性循环轨道，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：门店扩张速度不及预期，原材料成本上涨超预期，食品安全问题，局部疫情二次蔓延。

表 6：煌上煌盈利预测与估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,897.58	2,116.92	2,459.65	2,972.14	3,552.80
营业收入增长率	28.41%	11.56%	16.19%	20.84%	19.54%
净利润 (百万元)	172.91	220.38	266.86	325.90	419.82
净利润增长率	22.72%	27.45%	21.09%	22.12%	28.82%
EPS (元)	0.34	0.43	0.52	0.63	0.82
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.12%	10.24%	11.28%	12.10%	13.49%
P/E	70	55	45	37	29
P/B	6	6	5	5	4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价更新至 20200924

5.3、巴比食品

领先的速冻面点连锁销售企业。“巴比”品牌于 2003 年在上海创立，经过多年发展已形成了较为成熟的、可复制的品牌连锁管理体系以及中式面点工业化生产体系。公司产品可以分为面点系列产品、馅料系列产品以及外部采购系列产品，具体包括包子、馒头、粗粮点心、馅料以及粥饮品等，SKU 近百种。公司商业模式以全冷链配送、线上线下全渠道销售、团体供餐为一体。目前在江浙沪、北京、广东等地拥有门店超 3000 家。2017/2018/2019/2020H1 公司实现营业收入 8.67/9.90/10.64/3.54 亿元，归母净利润 1.13/1.43/1.55/0.56 亿元，净利率 13.0%/14.4%/14.4%/15.7%。

品类具有特色，BC 两端发展前景良好。在生产组织环节速冻中式面点具备标准化生产的优势、在销售环节早餐售卖场景导致招工难度更大。与此同时，相较于休闲食品，中式面点作为早餐具备刚需高频的消费属性。因此，从 B 端市场来看，公司具备切入团餐市场的先天优势；从 C 端市场来看，小店加盟模型由于能充分发挥加盟商的主观能动性更具组织效率。2016-2018 年，公司特许加盟销售/直营销售/团餐销售占比均值为 91.2%/1.6%/6%，团餐市场营收复合增速达到 73%。展望未来，由于 B 端客户自身的人工成本逐渐抬升，通过工业化大生产所形成的成本优势逐渐显著，公司团餐业务具备较好的发展前景。从 C 端市场发展来看，城市化率的提升、家庭的小型化有望支持公司在低线城市的门店拓展；而依托现有的供应链和品牌优势，公司在一线城市的门店加密仍有空间。

加盟体系单店模型保持较高水准，公司综合净利率水平有望提升。2016-2018 年公司特许加盟/直营门店/团餐销售的毛利率均值为 31%/60%/26%，我们以此估算加盟店毛利率大致在 55%左右，考虑餐饮的门店模型租金+人工开支在 30%左右，巴比加盟商一般采用小店模型，预计平均净利率或超 20%。但是考虑行业竞争较为激烈，公司规划多重手段提升单店营收和盈利：（1）依托现有渠道优势尝试品类扩张，从生产到店消费的包子、馒头扩充到到家消费的锁鲜速冻产品；（2）加强营销，提升品牌势能。我们认为公司未来通过营收规模的扩大、产能的释放、生产效率的提升有望进一步提升净利率表现。

关键假设。考虑（1）公司计划未来三年内在北京、上海、广东、江苏、浙江等重点地段开设 182 家直营店铺；（2）公司单店模型投资回报周期相对较短，加盟商加盟意愿较强。我们预测 2020/21/22 年公司直营店数量分别为 26/66/116 家；加盟店数量分别为 3207/3591/4130 家。

考虑（1）2020 年受疫情冲击，公司单店收入有所下降，公司 2021-22 年加盟店/直营店年销售额相对稳定；（2）公司门店拓展提速摊低年末单店收入；（3）团餐业务在疫情得到控制后重回高速增长。

我们预测 2020/21/22 年直营店单店收入分别为 82/97/99 万元、特许加盟业务对应的单店销售为 25/29/30 万元、团餐销售营收增速为 -15%/35%/40%。

考虑（1）公司门店销售业务毛利率水平长期保持稳定以及收入结构变化，我们预测公司 2020/21/22 年销售毛利率分别为

33.31%/34.07%/34.66%。(2) 公司加大直营门店开设力度以及对 C 端业务的尝试, 预测公司 2020/21/22 年销售费用率为 9.50%/9.70%/9.90%; (3) 收入规模提升带来规模效应, 预测公司 2020/21/22 年管理费用率为 7.31%/7.00%/6.90%

表 7: 巴比食品关键项目预测拆分

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2020E
主营业务收入 (万元)	86,600.01	98,905.41	106,284.67	94,184.36	125,674.79	155,023.64
特许加盟销售 (含加盟商管理费及包装物材料)	78740.06	87572.48	91802.79	81261.79	105120.15	124078.69
同比 (%)		11%	5%	-11%	29%	18%
直营门店销售 (万元)	1,518.94	1,716.19	1677.26	2125.93	6367.97	11527.95
同比 (%)		13%	-2%	27%	200%	81%
团餐销售 (万元)	5,230.15	8,101.63	11,395.04	9685.78	13075.81	18306.13
同比 (%)		55%	41%	-15%	35%	40%
主营业务其他 (万元)	1,409.58	1,515.10	1,110.86	1110.86	1110.86	1110.86
同比 (%)		7%	-27%	0%	0%	0%
特许加盟销售收入构成 (单位: 万元)						
特许加盟销售: 食品类	70,555.27	78,244.89	81,555.84	69974.91	92478.84	109541.19
占比 (%)	90%	89%	89%	86%	88%	88%
特许加盟销售: 加盟商管理	3,462.18	3,827.09	4,014.45	4617.36	5171.44	5947.16
占比 (%)	4.4%	4.4%	4.4%	5.7%	4.9%	4.8%
特许加盟销售: 包装物及辅料	4,722.61	5,500.50	6,232.50	6669.52	7469.86	8590.34
占比 (%)	6%	6%	7%	8%	7%	7%
门店数量 (单位: 个)						
特许加盟销售门店数量	2,331	2,641	2,915	3207	3591	4130
门店增速 (%)		13%	10%	10%	12%	15%
直营门店销售门店数量	15	15	16	26	66	116
门店增速 (%)		0.0%	6.7%	63%	154%	76%
单店表现 (单位: 万元/个)						
特许加盟销售食品类(出厂口径)	30.27	29.63	27.98	21.8	25.8	26.5
特许加盟销售: 加盟商管理	1.49	1.45	1.38	1.44	1.44	1.44
特许加盟销售: 包装物及辅料	2.03	2.08	2.14	2.08	2.08	2.08
特许加盟销售合计	33.78	33.16	31.49	25.3	29.3	30.0
特许加盟销售增速(% ,含加盟商管理费及包装物材料)		-2%	-5%	-22%	18%	3%
直营门店销售(终端零售口径)	101.26	114.41	104.83	81.8	96.5	99.4
直营门店销售增速 (%)		9%	-8%	-22%	18%	3%
营业总收入 (单位: 万元)						
其他业务收入	59.17	115.68	112.65	112.65	112.65	112.65
营业总收入	86,659.18	99,021.09	106,397.32	94,297.01	125,787.44	155,136.29
营业总收入同比增速 (%)		14.3%	7.4%	-11.4%	33.4%	23.3%
毛利率和费用率						
综合毛利率 (%)	31.6%	33.3%	33.0%	33.3%	34.1%	34.7%
销售费用率	7.72%	8.83%	9.00%	9.50%	9.70%	9.90%
管理费用率	7.34%	7.37%	7.11%	7.31%	7.00%	6.90%

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

综上，我们预测公司 2020/21/22 年营业总收入为 9.43/12.58/15.51 亿元，同比-11.4%/33.4%/23.3%，净利润分别为 1.37/1.88/2.27 亿元，EPS 分别为 0.55/0.76/0.92 元。

巴比食品相对估值比较。（1）同为加盟连锁模式的绝味食品和煌上煌，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数为 57/45/38 倍和 44/35/28 倍。（2）同为速冻食品的三全食品和安井食品，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数为 45/41/35 倍和 81/62/49 倍。（3）上述四家公司根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数平均数为 56/46/37 倍，中位数 45/41/35 倍。

表 8：A 股加盟连锁和速冻食品公司市场一致盈利预测与对应 PE

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (X)				
				2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
603517.SH	绝味食品	484.23	79.56	1.56	1.38	1.41	1.79	2.11	51	58	57	45	38
002695.SZ	煌上煌	121.41	23.65	0.34	0.43	0.54	0.69	0.85	70	55	44	35	28
002216.SZ	三全食品	264.55	33.10	0.13	0.27	0.74	0.80	0.96	255	123	45	41	35
603345.SH	安井食品	411.81	174.00	1.25	1.67	2.14	2.80	3.54	139	104	81	62	49
	平均值									94	56	46	37
	中位数									104	45	41	35

资料来源：Wind，光大证券研究所，股价更新至 20200924

盈利预测：综合考虑巴比食品的收入、毛利率和费用率，我们经财务模型测算得出公司 2020-22 年营收分别为 9.43/12.56/15.51 亿元，净利润分别为 1.37/1.88/2.27 亿元，EPS 分别为 0.55/0.76/0.92 元。首次覆盖，暂不给予评级。

风险提示：食品安全风险，展店速度不及预期，竞争加剧风险。

表 9：巴比食品盈利预测与估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	990.21	1,063.97	942.97	1,257.87	1,551.36
营业收入增长率	14.26%	7.45%	-11.37%	33.39%	23.33%
净利润 (百万元)	143.35	154.72	137.47	188.07	227.32
净利润增长率	27.37%	7.93%	-11.15%	36.81%	20.86%
EPS (元)	0.77	0.83	0.55	0.76	0.92
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.18%	21.64%	8.61%	10.54%	11.30%
P/E	--	--	--	--	--
P/B	--	--	--	--	--

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

5.4、三全食品

速冻面米制品龙头，餐饮端持续发力。公司为速冻面米制品的头部企业，主营 C 端市场，公司 2019 年营业收入 59.86 亿，同期速冻面米制品行业规模 773.5 亿，公司市占率 7.74%，位居行业第一。近年来，受制于家庭端市场趋于饱和以及利润率较低，公司逐步推进餐饮端业务，2017 至 2019 年，餐饮市场收入占比从 7.28% 上升至 13.1%，2018/2019 年餐饮市场增量对全年营收增量贡献分别为 61.9%/50.6%，餐饮端已成为公司持续增长的抓手。

机制变革释放红利，疫情巩固改革成效。由于商超费率较高、C 端产品同质化严重、厂商竞争激烈的特点，公司在直营商超渠道利润压力较大，2013-2019 年公司毛利率在 35% 左右波动，净利率一度探底接近 0%，收入增长和损益的不平衡推动公司进行机制改革。2019 年是公司的改革年，公司针对生产、产品、渠道三部门制定了改革措施，力求提升员工积极性，实现收入增长和盈利能力的平衡，2019 年公司净利率达到 3.66%，改革红利初步显现。疫情的短期扩容带动公司 2020 年上半年净利率达到 12.13%，有助于巩固改革成果，推动改革进程。

三大场景创造新增长点。2020 年以来，涮烤汇、早餐和备餐成为公司发力的新场景。得益于在 C 端经营多年，公司拥有得天独厚的 C 端渠道和品牌优势，有着为消费者提供一站式服务的能力，在商超渠道设立涮烤汇冰柜也有利于吸引客户和凸显品牌；推出涮烤汇利好公司进军快速成长的速冻调制食品行业，享受泛火锅业态高增速的红利。在早餐场景方面，公司瞄准一二线城市早餐需求的痛点，通过“北三全，南龙凤”的双品牌战略、集中化陈列品类，有助于消费场景和品类的融合。

关键假设：考虑（1）2020 上半年疫情利空 B 端、利好 C 端速冻米面产品（2）公司推出火锅涮料赛道新品类涮烤汇。（3）公司 B 端餐饮市场销量基数小潜力大。我们预测公司 2020/21/22 年零售市场营业收入合计分别为 62.42/68.66/74.16 亿元，同比增加 20%/10%/8%，餐饮市场营业收入合计分别为 8.00/10.40/12.99 亿元，同比增加 2%/30%/25%。

考虑（1）公司提高 C 端高端产品所占比重（2）疫情影响逐渐消失，餐饮业逐步复苏。我们预测 2020/21/22 年公司毛利率分别为 38.15%/37.79%/37.55%，其中零售市场分别为 39.55%/39.55%/39.55%，餐饮市场分别为 27.27%/26.16%/26.16%。

考虑（1）疫情期间市场投入减少（2）公司加大对营销人员激励力度。我们预测 2020/21/22 年销售费用率分别为 15.83%/16.06%/16.31%，管理费用率分别为 7.01%/6.71%/6.51%，研发费用率分别为 0.50%/0.50%/0.50%

表 10：三全食品关键项目预测拆分

项目	2017	2018H1	2018 年	2019H1	2019 年	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业收入合计 (百万)	5255.87	3077.51	5539.32	3042.13	5985.72	3729.65	7,041.75	7,905.86	8,715.05
YOY(%)			5%	-1%	8%	23%	18%	12%	10%
零售市场 (百万)	4,873.24	2,821.54	4,981.12	2,677.50	5,201.73	3,375.60	6242.08	6866.29	7415.59
YOY(%)			2%	-5%	4%	26%	20%	10%	8%
餐饮市场 (百万)	382.64	255.97	558.19	364.63	783.99	354.06	799.67	1039.57	1299.46
YOY(%)			46%	42%	40%	-3%	2%	30%	25%
分产品营业收入 (百万)									
汤圆	1,544.31	1,102.46	1,587.23	1,119.00	1,789.18	1189.07	1878.64	1,972.57	2,071.20
YOY(%)			3%	1%	13%	6%	5%	5.00%	5.00%
水饺	1,985.20	916.78	1,923.22	755.52	1,848.48	1287.78	2587.87	2,769.02	2,893.63
YOY(%)			-3%	-18%	-4%	70%	40%	7.00%	4.50%
粽子	267.21	209.42	279.33	248.86	294.19	193.3	270.66	284.19	296.98
YOY(%)			5%	19%	5%	-22%	-8%	5.00%	4.50%
面点及其他	1,448.40	843.6	1,735.74	911.22	2,041.72	1049.59	2286.72	2,858.40	3,430.08
YOY(%)			20%	8%	18%	15%	12%	25.00%	20.00%
其他业务	10.74	5.25	13.81	7.54	12.15	9.92	17.62	21.15	23.26
YOY(%)			29%	44%	-12%	32%	45%	20%	10%
毛利率	33.92%	34.83%	35.52%	33.21%	35.17%	38.18%	38.15%	37.79%	37.55%
分行业毛利率									
零售市场	35.29%	35.84%	36.81%	34.00%	36.36%	39.24%	39.55%	39.55%	39.55%
餐饮市场	17.26%	23.79%	24.49%	27.43%	27.27%	28.04%	27.27%	26.16%	26.16%
分产品毛利率									
汤圆	40.95%	38.43%	41.51%	38.73%	41.27%	43.28%	42.39%	42.39%	42.39%
水饺	34.65%	35.52%	36.83%	31.36%	34.57%	38.41%	39.24%	39.24%	39.24%
粽子	37.21%	44.56%	41.52%	41.48%	41.74%	34.24%	38.58%	38.58%	38.58%
面点及其他	24.51%	26.84%	27.28%	25.72%	29.07%	32.72%	31.60%	31.60%	31.60%
其他业务	75.42%	56.76%	79.43%	30.90%	96.53%	50.77%	96.53%	96.53%	96.53%
各项费用率									
销售费用率 (%)	27.69%	26.64%	28.57%	26.27%	26.59%	22.08%	23.41%	24.21%	23.91%
管理费用率 (%)	3.86%	3.66%	3.50%	3.11%	3.67%	4.25%	4.06%	3.96%	3.86%
研发费用率 (%)	0.39%	0.28%	0.34%	0.44%	0.79%	0.38%	0.50%	0.50%	0.50%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测：综合考虑三全食品的收入、毛利率和费用率，我们经财务模型测算得出公司 2020-22 年营收分别为 70.42/79.06/87.15 亿元，净利润分别为 6.63/6.92/7.80 亿元，EPS 分别为 0.83/0.87/0.98 元。

三全食品相对估值比较。 (1) A 股市值处于 100-300 亿元区间的主流食品公司，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数平均数为 54/41/32 倍，中位数为 56/41/30 倍。(2) 与三全食品业务模式最为接近的安井食品和海欣食品，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数平均数为 81/62/49 倍和 46/36/27 倍。根据我们测算，三全食品 2020/21/22 年 EPS 为 0.83/0.87/0.98 元，当前股价对应 PE 分别为 40/38/34 倍。考虑到同类型公司、以及行业板块估值水平，三全食品当前的估值水平与同类型公司基本匹配。

表 11: A 股食品类上市公司 (100-300 亿市值) 市场一致盈利预测与对应 PE

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (X)				
				2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
002557.SZ	洽洽食品	293.05	57.80	0.85	1.19	1.48	1.76	2.08	68	48	39	33	28
603719.SH	良品铺子	253.55	63.23	0.66	0.95	0.97	1.28	1.62	96	67	65	49	39
603027.SH	千禾味业	239.78	36.02	0.74	0.43	0.44	0.58	0.75	49	84	82	62	48
300783.SZ	三只松鼠	225.40	56.21	0.84	0.63	0.66	0.90	1.17	67	89	86	62	48
002626.SZ	金达威	224.89	36.48	1.11	0.73	1.95	2.27	2.60	33	50	19	16	14
600305.SH	恒顺醋业	206.41	20.58	0.39	0.41	0.36	0.42	0.49	53	50	57	49	42
002481.SZ	双塔食品	193.35	15.55	0.07	0.15	0.26	0.40	0.56	222	104	60	39	28
002847.SZ	盐津铺子	178.55	137.88	0.57	1.03	1.79	2.56	3.46	242	134	77	54	40
002695.SZ	煌上煌	121.41	23.65	0.34	0.43	0.54	0.69	0.85	70	55	44	35	28
002991.SZ	甘源食品	112.91	121.13	1.71	2.40	2.19	2.88	3.75	71	50	55	42	32
300791.SZ	仙乐健康	108.24	90.20	3.39	2.19	1.89	2.51	3.28	27	41	48	36	28
002726.SZ	龙大肉食	100.13	10.03	0.23	0.24	0.62	0.82	1.11	44	42	16	12	9
	平均值									68	54	41	32
	中位数									53	56	41	30

资料来源: Wind, 光大证券研究所, 股价更新至 20200924

投资评级。我们预测公司 2020/21/22 年净利润分别为 6.63/6.92/7.80 亿元, EPS 分别为 0.83/0.87/0.98 元, 当前股价对应 P/E 分别为 40x/38x/34x。考虑公司进军火锅涮烤品类, 进一步梳理销售渠道, 提升未来发展空间, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 食品安全问题, 行业竞争加剧, 原材料价格上升

表 12: 三全食品盈利预测与估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,539.32	5,985.72	7,041.75	7,905.86	8,715.05
营业收入增长率	5.39%	8.06%	17.64%	12.27%	10.24%
净利润 (百万元)	101.90	220.02	662.88	691.86	780.11
净利润增长率	41.49%	115.91%	201.28%	4.37%	12.75%
EPS (元)	0.13	0.28	0.83	0.87	0.98
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.94%	9.87%	23.31%	20.33%	19.29%
P/E	263	120	40	38	34
P/B	13	12	9	8	7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价更新至 20200924

5.5、安井食品

速冻调制食品龙头，市占率提升可期。2019年公司在速冻调制食品（肉制品+鱼糜制品等火锅料）/速冻面米制品分别实现收入 33.25/13.88 亿元，考虑到 2019 年全行业速冻调制食品/速冻面米制品的规模约为 450 亿/773.5 亿，公司在速冻调制食品/面米制品行业市占率为 7.4%/2%左右，其中，火锅料体量为第二名海欣食品（2019 年实现 13 亿营收）的 2.5 倍，是当之无愧的火锅料龙头。考虑到泛火锅品类已经成为中国中式餐饮中规模最大且增速最快的品类，火锅行业 2019 年规模达 5300 亿，2013-2019 年年复合增速 11.15%，带动同期火锅料行业实现近 12% 的年复合增速，公司所处赛道仍有广阔空间，且公司火锅料业务收入过去 2017-2019 年复合增速 23%，处于领跑地位，公司市占率持续提升是大概率事件。

BC 端兼顾把握行业动向。现阶段火锅料终端消费仍以餐饮端为主，公司 B 端收入：C 端收入在 6:4 左右，随着疫情致使 C 端火锅料市场扩容，加速火锅料的消费者教育，公司适时提出 BC 兼顾的策略，预计 2020 年 B 端和 C 端收入各占五成。在 C 端市场，公司推出保质期更短，口感损耗更低的锁鲜装火锅料，面向中高端市场，2020 年上半年锁鲜装已实现 2 亿销售额，未来有望成为主力大单品；面点方面，公司更加注重发面品类的研发和推广，以此与经营水饺等传统面食的企业形成差异化竞争。渠道控制上，以往火锅料主要销售渠道在费用较低的农贸市场，随着 C 端重要性提升，面向 C 端消费者的 KA 商超和 BC 类小超市重要性凸显，2020 年上半年公司新增经销商 200 余家，主要配合公司锁鲜装的推出以及在 BC 超市的渠道下沉。

产能释放助力公司走出瓶颈。速冻食品行业需求旺盛，公司仍受制于产能瓶颈，近年来公司产能利用率始终保持在 100% 以上，2018 年更是达到 116%，2019 年也有 108%。短期内，疫情的需求扩容效应叠加公司促销活动，2020 年 6 月份公司再次缺货断货，8-9 月份将会收紧促销政策，以此缓解短期产能短缺。从中期看，公司按照销地产的理念，积极拓展厂区，支持公司中长期增长。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2020/21/22 年营收预测为 65.4/80.7/97.1 亿元，净利润预测为 5.78/7.60/9.59 亿元，EPS 分别为 2.45/3.21/4.05 元，当前股价对应 P/E71x/54x/43x，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，餐饮恢复不及预期，竞争加剧。

表 13：安井食品盈利预测与估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,259.09	5,266.66	6,539.78	8,073.46	9,712.04
营业收入增长率	22.25%	23.66%	24.17%	23.45%	20.30%
净利润（百万元）	270.26	373.34	578.06	759.93	958.50
净利润增长率	33.50%	38.14%	54.83%	31.46%	26.13%
EPS（元）	1.25	1.58	2.45	3.21	4.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.20%	13.61%	18.01%	20.02%	21.17%
P/E	139	110	71	54	43
P/B	18.4	15.0	12.8	10.8	9.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价更新至 20200924

5.6、千味央厨

面向 B 端的速冻食品专业厂商。公司最早由思念食品在 2012 年创设，目前的主要业务是面向餐饮 B 端（包含酒店、团体食堂、乡厨等）从事速冻面米制品的研发、生产和销售，致力于为餐饮企业提供定制化、标准化的速冻食品及相关餐饮后厨解决方案。2017/2018/2019 年实现营业收入 5.93/7.01/8.89 亿元；实现归母净利润 0.47/0.59/0.74 亿元，净利率分别为 7.85%/8.37%/8.34%。公司已于 2020 年 6 月进行上市申报。

注重品类研发，迎合 B 端需求。餐饮 B 端对半成品食材的需求催生了传统速冻食品新的蓝海市场。相对于 C 端速冻食品市场 CR3（三全/思念/湾仔）份额超 60% 的局面，B 端市场尚处于产品开发与市场开拓的阶段。大 B 连锁餐饮企业靠品类创新提升存量门店单店营收，小 B 餐企靠品类差异实现错位竞争，均对上游生产制造商提出了产品创新的要求。因此，面向 B 端的企业需具备更强的产品研发能力。目前，公司拥有包括油条、芝麻球在内的 300 多个单品，同时拥有专利 49 项，产品类型快速持续更新。公司通过自主研发弥补速冻面米制品生产的自动化设备不足，从而保证创新产品快速量产、成本可控进而抢占市场。当前公司针对酒店餐饮、火锅、团餐、西式快餐、中式快餐均有相应产品进行覆盖。2017-2019 年油炸类/烘焙类/蒸煮类平均营收占比为 57%/21%/19%，随着虾米饺、撒尿肉丸等新品推出，菜肴类产品也逐步开始贡献收入。

加速扩充经销商队伍，力争实现渠道均衡拓展。公司直营客户以定制品销售为主，2017-2019 年收入占比相对稳定均值为 35%，主要系前两大客户必胜（上海）食品有限公司及华莱士销售占比过 30% 所致。2017-2019 年公司经销模式下通用品的收入占比均值为 59%。在此背景下，公司通过加快发展经销商，进一步加大对早餐类、休闲类、宴席类以及主食类等流通渠道消费场景的覆盖。2017-2019 年，公司新增经销商 174/234/351 家，期末经销商分别为 521/606/748，为三四线目标城市的开发和渗透、中小餐企的开发奠定基础。

募投扩产，抢占市场。2017-2019 年公司产能由 6.4 万吨上升至 9.92 万吨，但产销率和产能利用率均维持较高水平。公司募投项目拟在 2024 年达产并实现年产能 19.6 万吨，为公司抢占市场、加速成长提供支撑。

风险提示：食品安全风险，竞争加剧风险，餐饮恢复不及预期。

表 14：千味央厨财务数据一览

指标	2016	2017	2018	2019	2020H1
营业收入（百万元）	1217.82	1217.82	1217.82	1217.82	1217.82
营业收入增长率	5.80%	21.35%	28.41%	11.56%	16.77%
净利润（百万元）	93.18	146.81	179.94	226.27	164.98
净利润增长率	43.72%	57.56%	22.56%	25.74%	10.41%
EPS（元）	0.18	0.28	0.34	0.43	0.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.56%	8.18%	9.12%	10.24%	6.87%

资料来源：Wind，光大证券研究所

5.7、天味食品

C端主导，B端提速的复合调味料企业。与基础调味料相比，复合调味料标准化难度更高，终端需求更为多样，与家庭渠道多样化的需求适配度更高，能够支撑较高的溢价水平，适合高毛利+高费用的销售模式，从公司表现来看，C端客户占据主要位置。近年来，火锅、标准化川菜（酸菜鱼、水煮鱼等）等餐饮品类增长提速，带动上游火锅调料和其他中式复合调味料的标准化进程加速，公司采取瞄准头部餐饮企业的策略，与龙头餐企形成长期合作关系，享受连锁餐饮业成长红利。2015-2019年定制餐调业务收入占比由2.12%增至11.14%。

双轮驱动推动内部竞争，经销商裂变促增长提速。出于进一步发挥大红袍的火锅底料优势，好人家的品类齐全优势，公司2020年正式启动好人家+大红袍独立运营的双轮驱动战略，各自设立单独事业部，并要求经销商运营“二选一”，此举有利于充分发挥公司品牌优势，推动内部竞争，助力公司体量快速扩张。在渠道拓展方面，公司自2019年年初上市以来，快速扩充经销商数量，2018年末经销商809家，2019年净增超过50%，达到1221家，2020年公司采取双品牌驱动战略以后，经销商增速提升加速，上半年经销商数量增加1000余家，其中大部分来自新增经销商，少部分来自既有经销商的裂变，截至2020年6月30日经销商数量达2051家。

加大费用投放，带动规模扩张。2011年至2019年公司销售费用率由10%升至14%，品宣费用稳步提升。短期来看，2020年受疫情影响，部分费用投放延迟，上半年销售费用率13.57%，同比-1.31pcts，预计下半年公司将加大费用投放力度；展望中期，复合调味料行业正值快速发展期，行业格局分散，预计行业top2天味食品和颐海国际CR2仅略超10%，此阶段企业加大费用投入扩大收入的优先度高于追求利润，预计后续公司销售费用将持续提升，从而带动规模扩张，提升品牌势能。

盈利预测与投资评级：维持公司2020/21/22年营收预测为21.94/28.85/36.92亿元，净利润预测为3.42/4.46/5.84亿元，EPS为0.57/0.74/0.97元，当前股价对应2020/21/22年P/E为112x/85x/65x，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险，经销商存活率下滑风险，餐饮恢复不及预期。

表 15：天味食品盈利预测与估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,412.86	1,727.33	2,193.56	2,885.25	3,691.97
营业收入增长率	32.56%	22.26%	26.99%	31.53%	27.96%
净利润（百万元）	266.61	296.97	342.25	446.36	583.58
净利润增长率	45.05%	11.39%	15.25%	30.42%	30.74%
EPS（元）	0.72	0.72	0.57	0.74	0.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.42%	16.12%	16.45%	17.66%	18.76%
P/E	89	88	112	85	65
P/B	21	14	18	15	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价更新至20200924

5.8、日辰股份

面向 B 端的复合调味料专家。公司成立于 2001 年，是国内最早的专业复合调味料生产商之一。从单一面向对日出口的鸡肉调理品加工企业，逐步转型升级为面向食品加工企业、餐饮企业及零售终端市场的专业复合调味料解决方案提供商。目前公司主要生产酱汁类调味料、粉体类调味料以及少量食品添加剂。2017-2019 年公司实现营业收入 2.09/2.38/2.86 亿元，归母净利润 0.56/0.70/0.85 亿元，净利率达到 26.84%/29.39%/29.85%。2020H1，受疫情冲击，公司实现营收/归母净利润为 1.07/0.36 亿元，同比 -12.93%/0.24%，净利率为 33.51%。

主攻餐饮连锁，研发响应能力具备优势。公司 B 端客户主要为食品加工企业和连锁餐饮企业，2019 年底食品加工/连锁餐饮企业占主营业务收入比重为 47%/42%。但是，考虑到工业客户市场低双位数增长的预期，公司中短期战略坚定聚焦连锁餐饮企业。目前国内超过 70%的连锁餐饮企业自建中央厨房，以实施标准化生产，这为定制化复合调味料企业提供发展机遇。公司具备较强的研发质控能力以满足 B 端市场定制化需求。受益于进入时间较早，一方面，公司是国内少数达到日本食品级别的复合调味料厂商，能够较好的满足 B 端客户对食品安全以及口味稳定性的要求。另外一方面，公司多年研发积累，储备的产品和原材料近千种，能够较好的满足餐饮客户多样化的需求。展望未来，公司将进一步加大对于中型餐饮连锁企业（300-500 家）的开拓力度，通过新增客户以及存量客户的门店拓展实现收入增长。

建团队，扩产能，为成长奠定基础。团队建设方面公司上市后加速销售团队的扩充，随着团队人员的补充，激励考核机制不断完善。产能扩充方面，公司募投达产有望将生产能力从目前的 1.5 万吨提升至 3.5 万吨。我们认为团队扩建、产能的扩充为公司成长奠定基础。

关键假设：考虑（1）餐饮业 2020 年受疫情影响较大（2）复合调味料赛道长期发展趋势未改，我们预测 2020/21/22 年酱汁类产品收入分别为 2.25 /2.89 /3.9 亿元，粉体类产品收入分别为 0.71/0.91 /1.23 亿元，食品添加剂产品收入分别为 450/556/694 万元。

考虑公司成本加成的定价模型，我们预测 2020/21/22 年公司毛利率基本与过去保持一致，分别为 50.20%/50.53%/50.68%。

考虑企业主要客户为 B 端餐饮企业，我们预测 2020/21/22 年销售费用率分别为 5.89%/5.89%/5.89%，管理费用率分别为 6.04%/6.04%/6.04%，研发费用率分别为 3.4%/3.4%/3.4%。

表 16：日辰股份关键项目预测拆分

项目	2017	2018 年	2019H1	2019 年	2020H1	2020E	2021E	2022E
营业收入合计 (百万)	208.22	237.34	123.06	285.65	107.16	299.96	385.97	521.25
YOY(%)	32%	14%		20%	-13%	5.0%	28.7%	35.0%
营业成本合计 (百万)	103.53	117.52	61.12	142.19	55.10	149.39	190.92	257.09
YOY(%)	27%	14%		21%	-10%	0.05	0.28	0.35
分产品营业收入 (百万)								
酱汁类	137.39	156.30	92.18	209.88	79.19	224.57	289.14	390.91
YOY(%)	39%	14%		34%	-14%	7%	29%	35%
销量 (吨)	9,867.06	10,565.32	6,015.31	13,580.68		14531.3	18164.2	23613.4
YOY(%)	31%	7%		29%		7%	25%	30%
销售单价 (万元/吨)	1.39	1.48	1.53	1.55		1.55	1.59	1.66
YOY(%)	6%	6%		4%		0%	3%	4%
粉体类	61.91	69.92	26.09	67.53	25.68	70.81	91.17	123.26
YOY(%)	14%	13%		-3%	-2%	5%	29%	35%
销量 (吨)	4,755.34	5,144.89	1,860.70	4,925.56		5270.3	6587.9	8564.3
YOY(%)	17%	8%		-4%		7%	25%	30%
销售单价 (万元/吨)	1.30	1.36	1.40	1.37		1.34	1.38	1.44
YOY(%)	-3%	4%		1%		-2%	3%	4%
食品添加剂	8.89	10.87	4.77	8.18	2.23	4.50	5.56	6.94
YOY(%)	108%	22%		-25%	-53%	-45%	24%	25%
销量 (吨)	239.14	284.8	123.47	212.58		116.9	140.3	168.4
YOY(%)	137%	19%		-25%		-45%	20%	20%
销售单价 (万元/吨)	3.72	3.82	3.86	3.85		3.85	3.96	4.12
YOY(%)	-12%	3%		1%	-100%	0%	3%	4%
其他业务	0.03	0.25	0.02	0.06	0.06	0.08	0.10	0.13
YOY(%)	-67%	733%		-76%	200%	30%	30%	30%
毛利率	50.28%	50.48%	50.33%	50.22%	48.58%	50.20%	50.53%	50.68%
各项费用率								
销售费用率		6.8%		6.6%		5.89%	5.89%	5.89%
管理费用率		6.2%		7.4%		6.04%	6.04%	6.04%
研发费用率		3.2%		3.4%		3.4%	3.4%	3.4%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

盈利预测：综合考虑日辰股份的收入、毛利率和费用率，我们经财务模型测算得出公司 2020-22 年营收分别为 3.00/3.86/5.21 亿元，净利润分别为 0.97/1.16/1.61 亿元，EPS 分别为 0.98/1.18/1.64 元。

日辰股份相对估值比较。（1）A 股调味品公司，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数平均数为 70/55/43 倍，中位数为 69/56/45 倍。（2）与日辰股份业务模式接近的天味食品，根据一致盈利预测计算 2020/21/22 年对应的 PE 估值倍数平均数为 94/71/52 倍。根据我们测算，日辰股份 2020/21/22 年 EPS 为 0.98/1.18/1.64 元，当前股价对应 PE 分别为 71/59/42 倍。考虑到同类型公司、以及行业板块估值水平，日辰股份当前的估值水平与同类型公司基本匹配。

表 17: A 股调味品公司市场一致盈利预测与对应 PE

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)					PE (X)				
				2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
002507.SZ	涪陵榨菜	345.90	43.82	0.84	0.77	0.95	1.11	1.29	52	57	46	40	34
600305.SH	恒顺醋业	206.41	20.58	0.39	0.41	0.36	0.42	0.49	53	50	57	49	42
600872.SH	中炬高新	496.30	62.30	0.76	0.90	1.09	1.36	1.66	82	69	57	46	38
603027.SH	千禾味业	239.78	36.02	0.74	0.43	0.44	0.58	0.75	49	84	82	62	48
603288.SH	海天味业	5,065.78	156.33	1.62	1.98	1.95	2.31	2.72	97	79	80	68	57
603317.SH	天味食品	381.63	63.50	0.72	0.74	0.68	0.89	1.21	89	85	94	71	52
平均值		68.06	69.02	0.94	1.04	0.99	1.27	1.59	73	66	70	55	43
中位数										71	69	56	45

资料来源: Wind, 光大证券研究所, 股价更新至 20200924

投资评级。我们预测公司 2020-22 年净利润分别为 0.97/1.16/1.61 亿元, EPS 分别为 0.98/1.18/1.64 元, 当前股价对应 2020-22 年 P/E 分别为 71x/59x/42x。考虑下游 B 端餐厅连锁化率的提升以及公司深耕 B 端的经营战略稳步推进, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 食品安全问题, 行业竞争加剧, 原材料价格上升

表 18: 日辰股份盈利预测与估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	237.52	285.65	299.96	385.97	521.25
营业收入增长率	13.77%	20.27%	5.01%	28.67%	35.05%
净利润 (百万元)	69.81	85.27	96.50	115.87	161.24
净利润增长率	24.57%	22.15%	13.16%	20.08%	39.15%
EPS (元)	0.94	0.86	0.98	1.18	1.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	35.07%	14.65%	15.46%	16.08%	18.77%
P/E	73	80	71	59	42
P/B	26	12	11	9	8

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测, 股价更新至 20200924

6、风险因素

经济增速放缓压力加大。如果经济总需求下行, 影响人均收入和消费意愿, 公司收入增长或将放缓。

物价下行风险。食品饮料行业的超额收益与物价水平关系密切, 若未来物价进入持续下行时期, 对食品板块将会产生压制性影响。

成本大幅上涨。一方面粮食等生产原材料成本的提高, 另一方面成品包装使用的包材成本上升, 都会对公司盈利能力及产品策略产生较大影响。

单店经营风险。门店零售模式与人流量密切相关, 城市规划的重大变动、疫情的影响、禽流感等传染性疾病的发生在短期内造成营业收入的快速下降, 租金和人工形成的高经营杠杆放大门店经营风险。

食品安全问题。如果食品安全问题出现, 不仅相关公司生产经营或将受到冲击, 同时亦有可能产生负面溢出效应波及至行业层面。

表 19：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			P/E(x)			投资评级	
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
603517.SH	绝味食品	79.56	484.2	1.32	1.49	1.73	60	53	46	买入	维持
002695.SH	煌上煌	23.65	121.4	0.43	0.52	0.63	55	45	37	增持	首次覆盖
605538.SH	巴比食品	--	--	0.83	0.55	0.76	--	--	--	未评级	首次覆盖
002216.SZ	三全食品	33.10	264.6	0.28	0.83	0.87	120	40	38	增持	首次覆盖
603345.SH	安井食品	174.00	411.8	1.58	2.45	3.21	110	71	54	买入	维持
603317.SH	天味食品	63.50	381.6	0.72	0.57	0.74	88	112	85	增持	维持
603755.SH	日辰股份	69.02	68.1	0.86	0.98	1.18	80	71	59	增持	首次覆盖
603719.SH	良品铺子	63.23	253.6	0.95	0.90	1.14	67	70	56	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 09 月 24 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼