

# 食品饮料

## 春江水暖鸭先知系列 2：一文看懂卤制品行业

卤制品行业历史悠久，具有生命周期长、成瘾性强的特点。卤制是传统烹饪工艺，卤制品具有“色、香、味、型”俱全的特点，满足现代人“尚滋味，好辛香”的饮食偏好。卤制品行业长青：1)代代相承的秘方使行业内产品生命周期相对更长；2)卤制品滋味重、多辛辣使其消费成瘾性强；3)适宜规模化经营。

**千亿市场规模，受益消费升级。**2017年休闲卤制品市场规模767亿元，预计2020年达到1201亿元。休闲卤制品行业2015-2020E的CAGR为18.2%，增速领跑休闲食品各子板块。行业逐渐步入成熟期，证券化率上行。行业未来增长驱动力来自于：1)消费场景多元化、包装化率提升带来消费频次的提高；2)品牌连锁代替街边小作坊，推高客单价。

**行业竞争格局分散，品牌连锁集中度仍有提升空间。**卤制品行业CR5市占率为21%，整体呈现两超多强的局面，绝味、周黑鸭市占率靠前，分别为9%/5%，但区域发展并不均衡。随着低线城市消费升级、品牌连锁企业的渠道下沉和开发，门店渗透率增长空间大。

**供应链是行业的核心竞争力。**1)上游成本端规模效应显著，采购量大成本优势明显。此外原材料价格上涨阶段，规模企业成本管控能力更强。2)制造工艺、产出品标准化，利于快速复制扩张。规模化使生产效率提高，摊薄成本。3)门店高密度布局，配送效率集约化。休闲卤制品行业呈现小批量、高频次、多点配送和快速配送特点，通过高密度布局门店，摊薄配送成本，改善盈利能力。4)终端精细化管理，提高周转率。品牌连锁企业通常信息化程度更高，精准掌握终端销售情况，精准订货和生产，以保证高周转、高品质。

**渠道布局是行业竞争高地，线下贴近社区、线上引流。**由于卤制品属于冲动型消费，因而贴近消费者更为重要。从渠道销售额来看，当前自营/加盟门店、电商增速居前。此外，外卖平台的兴起也为线下门店引流，增加销售收入。

**风险提示：**食品安全问题、上游禽畜养殖行业价格波动、行业竞争激烈。

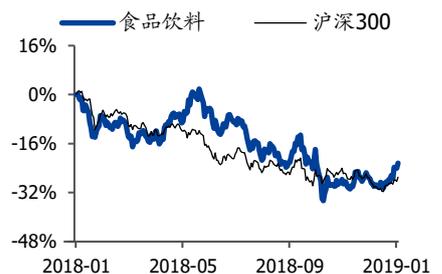
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
603517	绝味食品	增持	1.22	1.53	1.85	2.19	29.32	23.38	19.34	16.33

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

### 相关研究

- 1、《食品饮料：QFII 额度翻倍，白酒首先受益》2019-01-20
- 2、《食品饮料：国窖 1573 春节挺价信心坚决》2019-01-13
- 3、《食品饮料：风物长宜放眼量，聚焦行业稳增长》2019-01-10



## 内容目录

卤制品行业的起源和发展.....	4
卤制是传统烹饪工艺.....	4
历史悠久，享誉全国.....	4
生命周期长，成瘾性强，行业长青.....	4
千亿市场规模，受益消费升级.....	5
提升消费频次：餐桌菜肴休闲化，包装率提升.....	7
提升客单价：品牌化凸显，连锁加盟代替家庭小作坊.....	8
行业竞争格局企稳，龙头壁垒高筑.....	9
行业竞争格局分散，品牌连锁集中度仍有提升空间.....	9
供应链是行业核心竞争力.....	10
上游成本端：采购量大，具有成本优势.....	11
制造工艺：标准化提高生产效率，利于复制扩张.....	13
下游配送：高密度门店布局，效率集约化.....	14
终端管控：精细化运作，提高周转率.....	15
渠道布局是行业竞争高地.....	16
主要卤制品企业梳理.....	17
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1: 各地卤味工艺比较.....	4
图表 2: 卤制品行业经营的正循环.....	5
图表 3: 中国休闲食品行业零售额(亿元).....	5
图表 4: 卤制品市场规模(亿元).....	6
图表 5: 休闲食品其他子板块市场规模(亿元).....	6
图表 6: 卤制品在休闲食品子板块中增速最快.....	6
图表 7: 酱卤肉制品发展阶段.....	7
图表 8: 休闲卤制品包装化率逐步提升(亿元).....	7
图表 9: 包装休闲卤制品增速高.....	7
图表 10: 休闲卤制品品牌化率提升(亿元).....	8
图表 11: 品牌休闲卤制品增速高.....	8
图表 12: 品牌连锁店卤制品价格高于街边店.....	8
图表 13: 个体经营和连锁经营的比较.....	9
图表 14: 休闲卤制品 CR5 市占率 21%，品牌集中度存在较大提升空间.....	9
图表 15: 2017 年绝味食品销售额区域占比.....	10
图表 16: 2017 年周黑鸭销售额区域占比.....	10
图表 17: 绝味在华南、华北地区拓展空间仍大.....	10
图表 18: 周黑鸭在一二线城市渗透率仍有提升空间.....	10
图表 19: 卤制品行业上下游.....	11
图表 20: 毛鸭产品价格波动.....	11
图表 21: 绝味食品休闲卤制食品的毛利率变动.....	11
图表 22: 周黑鸭毛利率.....	12

图表 23: 煌上煌鲜货产品毛利率.....	12
图表 24: 绝味食品鸭副产品采购规模(吨).....	12
图表 25: 绝味与周黑鸭采购数量(吨).....	13
图表 26: 绝味与周黑鸭不同采购单价对比(万元/吨).....	13
图表 27: 绝味采购成本呈现下行趋势(元/千克).....	13
图表 28: 2015年绝味采购成本与市场价格对比(元/千克).....	13
图表 29: 休闲卤制食品生产工艺流程.....	14
图表 30: 卤制品规模化生产制造工艺技术.....	14
图表 31: 卤制品行业企业的门店分布及覆盖地区情况.....	15
图表 32: 不同经营业态的投资回收期.....	15
图表 33: 酱卤肉制品消费市场及特点.....	16
图表 34: 按销售渠道划分的中国休闲卤制品行业零售价值.....	17
图表 35: 卤制品企业线上渠道布局.....	17
图表 36: 主要卤制品企业对比.....	18

## 卤制品行业的起源和发展

### 卤制是传统烹饪工艺

#### 历史悠久，享誉全国

卤制食品在我国有着悠久的历史，千百年来一直作为下饭菜、风味小吃出现在中国人的餐桌上。卤肉制品以鸭、鸡、鹅、猪、牛、蔬菜、水产品、豆制品为主要原料，加调味料和香辛料，以水加热煮制而成，其口味多样、风味浓郁，具有“色、香、味、型”俱全的特点，是我国传统中式风味肉制品的重要组成部分。

卤制工艺风格多样，包括川卤、粤卤、武冈卤等，但所有卤味的根本都是卤汁。川卤是卤菜的本源，成都人“尚滋味，好辛香”的饮食习俗由来已久，正餐之外总喜欢买一些风味小吃一饱口福。卤制用料也最为丰富，常用纯料、鲜料，如八角、茴香、草果、香叶、桂皮等 10 余种香料。粤卤的生产资料以鹅居多，佐料多是生抽、老抽、耗油、沙茶酱等，突出鲜味；武冈卤以豆制品、武冈铜鹅为主，武冈铜鹅曾是明清贡品，特点是以中药入卤。比较知名的卤味品牌绝味、周黑鸭、精武鸭脖、四川老妈卤兔头都是发源于川卤。

图表 1: 各地卤味工艺比较

名称	起源地	佐料特点	口味特点
川卤	四川	五香料	五香微辣
粤卤	广东	生抽、老抽、耗油、沙茶酱等	鲜味浓郁、口味回甜
武冈卤	湖南武冈	以药为卤，以糖上色	色鲜味香，一卤百香

资料来源：网络整理，国盛证券研究所

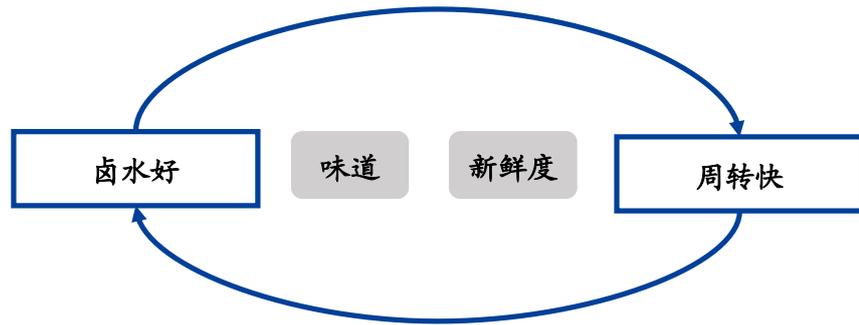
### 生命周期长，成瘾性强，行业长青

特有工艺和保密配方决定卤制食品生命周期长，行业长盛不衰。《舌尖上的中国》对川卤、武冈卤菜都进行过报道。成都的百年卤店“盘飧市”每天食客盈门，卤汁已有百年历史。而武冈卤铜鹅要经过十几天共五次卤制，卤方的搭配在老作坊里各有差异，代代相传。

卤制品消费具有上瘾性、冲动性。卤制品由于滋味重、多辛辣，色香味诱人，具有上瘾性。这种属性与咖啡、火锅、甜品等食品类似，食用后会产生快感，进而具有依赖性，消费频次相对较高。

卤制品并重新鲜度、味道，正循环经营促进行业规模化发展。据《舌尖上的中国》，行业里有个公开的秘密，每天卤制菜品量越大、周转越快，卤汁的味道就越来越浓厚。周转快代表新鲜度高，进而促进卤制品味道更好，相辅相成。

图表 2: 卤制品行业经营的正循环

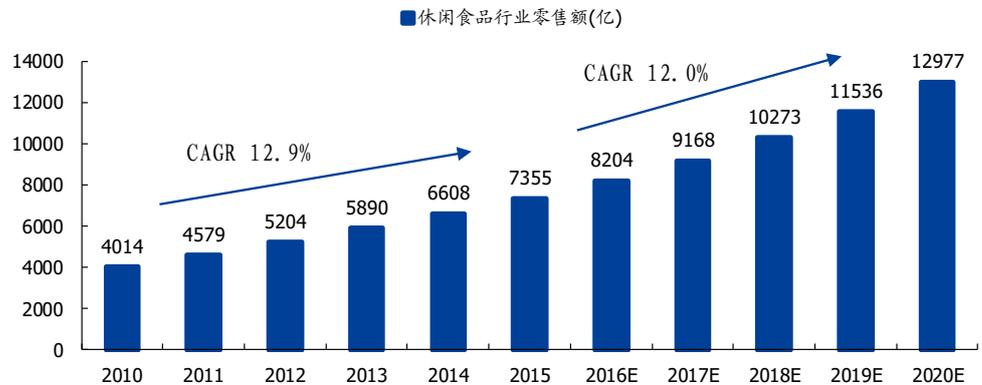


资料来源: 国盛证券研究所

### 千亿市场规模, 受益消费升级

休闲食品整体增速稳定在 **12%左右**。受益于经济增长、可支配收入不断提高、城镇率提升及渠道拓展等因素, 我国休闲食品行业零售额保持双位数增长。行业零售额从 2010 年的 4014 亿元提升至 2015 年 7355 亿元, 5 年的 CAGR 为 12.9%。预计 2016-2020 年的 CAGR 为 12%, 2020 年行业零售额接近 1.3 万亿元。

图表 3: 中国休闲食品行业零售额(亿元)



资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

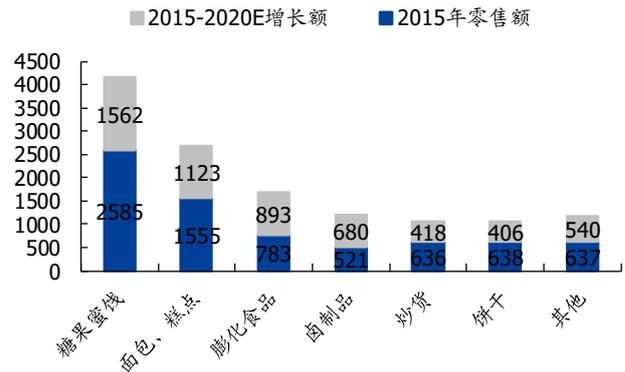
卤制品市场增速领跑, **2020 年规模仅次于膨化食品**。卤制品行业规模从 2010 年的 232 亿元增长至 2015 年的 521 亿元, CAGR 为 17.6%。2015 年卤制品行业规模在各子行业中靠后, 是糖果蜜饯的 1/5, 面包糕点的 1/3。随着卤制品行业包装化、品牌连锁化加速, 吃卤食的习惯逐渐被更多人接受, 2017 年行业规模为 767 亿元, 预计到 2020 年达到 1201 亿元, 2015-2020 年的 CAGR 为 18.2%。

图表 4: 卤制品市场规模(亿元)



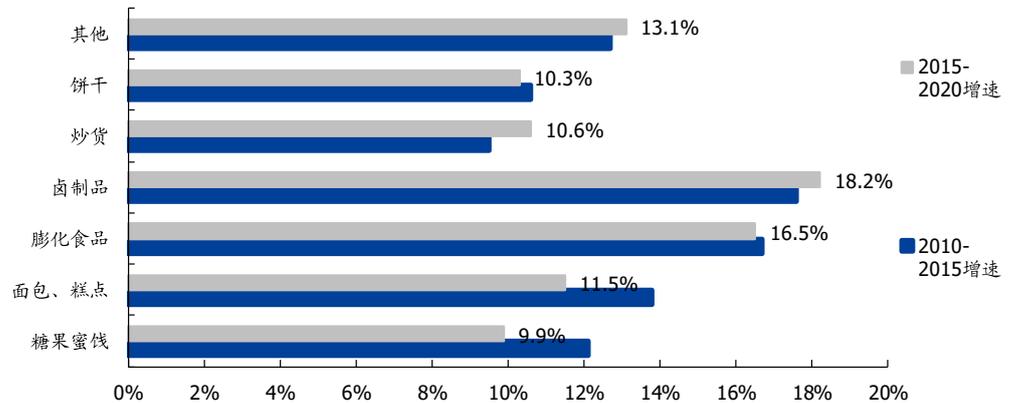
资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

图表 5: 休闲食品其他子板块市场规模(亿元)



资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

图表 6: 卤制品在休闲食品子板块中增速最快



资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

**卤制品行业步入成熟阶段，证券化率正上升。**行业发展初期以区域销售为主，跨区域存在口味壁垒和消费偏好。后来行业生产方式从人工炉灶生产到蒸汽锅生产过渡，往流水线 and 自动化生产方向转变。生产技术的发展与销售区域的扩张相关，生产技术发展的同时推动卤制品行业企业突破跨区域销售壁垒，向省外市场扩张。连锁品牌企业间开展品牌竞争，规模化生产效率高且门店供应链完善的企业市占率逐步提升，开始步入成熟阶段。

2012年煌上煌上市，2016年周黑鸭相继上市，2017年绝味食品上市，另一家卤制品加工企业有友食品2017年12月报送了招股说明书。2018年预计卤制品的行业规模在870亿元，证券化率约31.6%。

图表7: 酱卤肉制品发展阶段



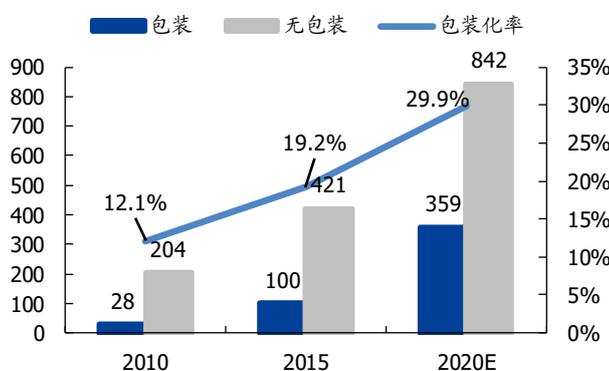
资料来源: 煌上煌招股说明书, 国盛证券研究所

### 提升消费频次: 餐桌菜肴休闲化, 包装率提升

卤制品从佐餐菜肴变为休闲食品。2015年休闲卤制品占中国卤制品零售总额的36.7%，预计到2020年该比例提升至55%。我们认为主要原因有两个方面：

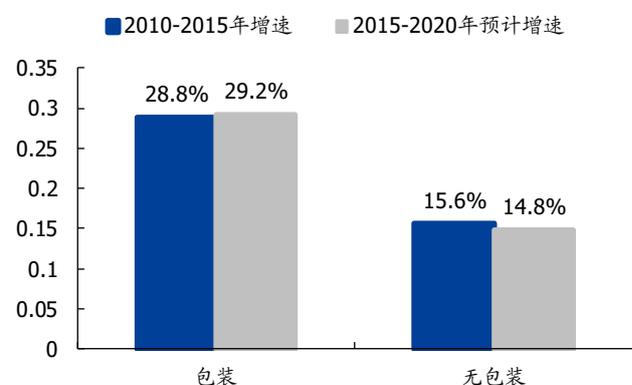
- **消费场景多元化。**在收入水平提升、休闲零食行业整体发展较快的背景下，休闲卤制品满足了人们对“吃肉”、“吃辣”的享受需求，尤其受到年轻人的欢迎。伴随商家的宣传促销活动，休闲卤制品和“看剧”、“看世界杯”、“旅行”联系在一起，消费场景的拓展提高了卤制品的消费频次。
- **包装化率提升。**休闲卤制品为短保产品，需要冷链运输。商家通过真空包装、锁鲜MAP包装以延长保质期，也从一定程度上提高了卤制产品的消费频次。自2010年休闲卤制品的包装化率不断提升，预计到2020年达到30%。包装卤制品2015-2020年预计增速为29.2%，高于散装卤制品。

图表8: 休闲卤制品包装化率逐步提升(亿元)



资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

图表9: 包装休闲卤制品增速高

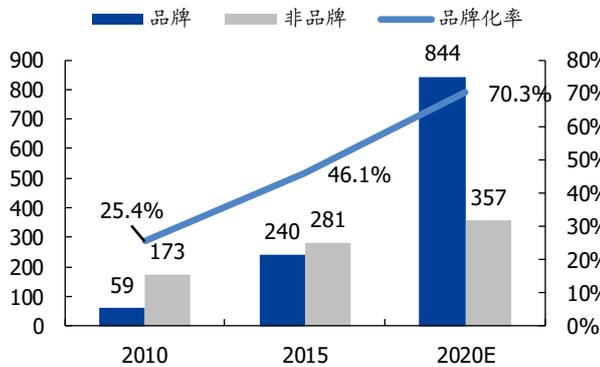


资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

提升客单价：品牌化凸显，连锁加盟代替家庭小作坊

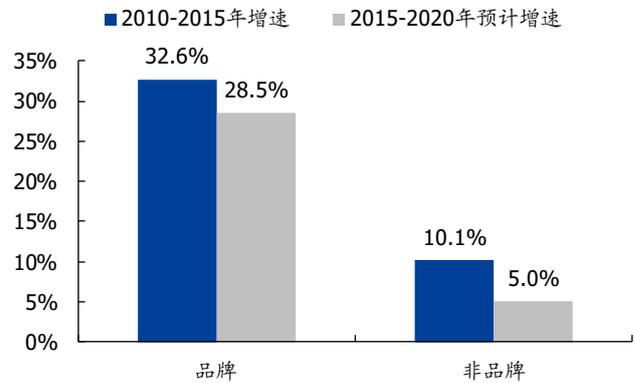
品牌化的产品均价高于杂牌和作坊产品，带动行业均价整体上行。品牌知名度已成为影响消费者购物决定的重要因素，2010年以来品牌休闲卤制品快速增长。休闲卤制品中品牌产品占比在2010年只有25.4%，2015年上升至46.1%，2010-2015年复合增长率32.6%，远高于非品牌10%的增速水平，不断挤压后者市场。

图表 10: 休闲卤制品品牌化率提升(亿元)



资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

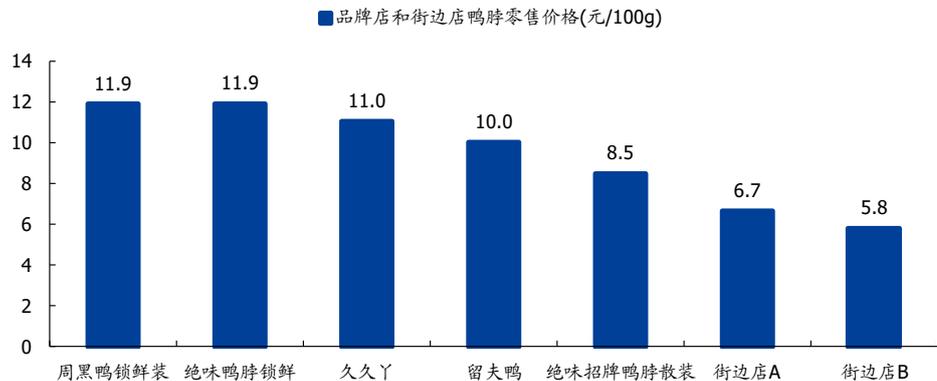
图表 11: 品牌休闲卤制品增速高



资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

品牌连锁店销售均价高于街边店。以大众点评/天猫超市上鸭脖的销售价格为例，周黑鸭锁鲜装与绝味鸭脖锁鲜装单价相同，均为11.9元/100g，领跑行业。其次是久久丫、留夫鸭，单价再10-11元/100g。绝味散装鸭脖在品牌连锁店中最为实惠，单价为8.5元/100g。街边小作坊门店价格较为便宜，在6-7元/100g。

图表 12: 品牌连锁店卤制品价格高于街边店



资料来源: 大众点评, 天猫超市, 国盛证券研究所

目前，我国休闲卤制食品生产企业有上万家，作坊式仍然是行业内的主要经营模式，未来品牌连锁店的替代空间大。主要原因如下：

- 连锁品牌企业拥有更为先进的生产设施、严格的卫生标准、完善的供应链物流，因而产品品质得到保证。
- 连锁品牌渠道布局更为广泛，线上+线下发力，锁鲜装打破运输半径限制。
- 小作坊门店受制于人力、产能，生产效率低，抗风险能力差，经营不可持续。

图表 13: 个体经营和连锁经营比较

	个体经营	连锁经营
规模	较小	较大
覆盖区域	社区、住宅区周边	省市区域的多个范围
产品品种	少	多
产品品质	难以保障	有保障
定价	低	高
技术水平	低	高
品牌知名度	低	高
市占率	约 60%	约 40%

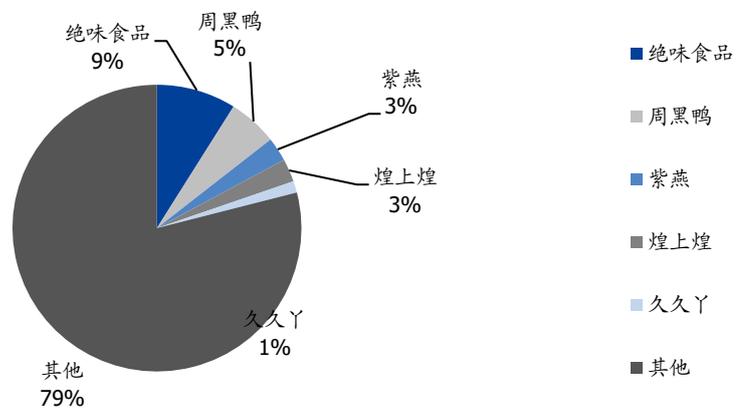
资料来源: 煌上煌招股说明书, 国盛证券研究所

## 行业竞争格局企稳, 龙头壁垒高筑

### 行业竞争格局分散, 品牌连锁集中度仍有提升空间

卤制品行业竞争格局分散, 存在较大提升空间。行业发展初期以区域销售为主, 跨区域存在口味壁垒和消费偏好。品牌连锁门店出现才推动卤制品行业突破跨区域销售壁垒, 市占率逐步提升。目前按照零售口径计算, CR5 市占率为 21%, 绝味食品市占率约 9%, 位列第一位, 周黑鸭市占率约 5%, 紫燕市占率约 3%、煌上煌市占率约 3%, 久久丫占比 1%。

图表 14: 休闲卤制品 CR5 市占率 21%, 品牌集中度存在较大提升空间

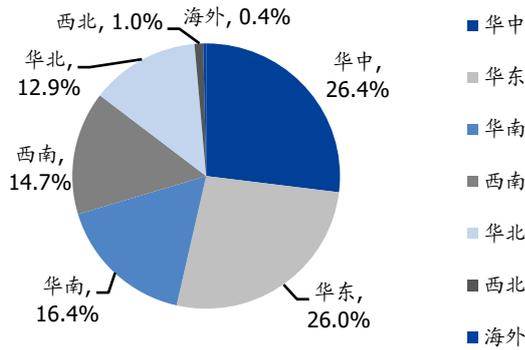


资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

品牌连锁门店仍有较大下沉空间。品牌连锁企业产品标准化、业务模式复制性强, 具备快速扩张开店的能力。目前行业龙头绝味门店数量在 9800 家左右, 预计春节后突破一万家; 周黑鸭截至 2018 年中报, 门店数量 1196 家。

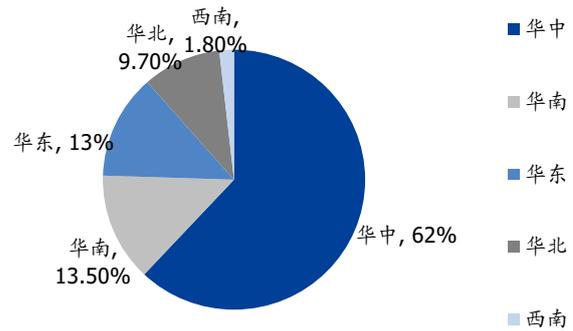
从区域覆盖来看, 绝味的销售区域分布较为平均, 华中、华东都占有 26% 左右的比例。根据大众点评搜索“绝味鸭脖”显示, 在上海、长沙强势城市, 搜索结果数目达到 409/364 个, 而在合肥、大连等省会城市数量不到 200 个, 门店渗透率仍有提升空间。周黑鸭区域布局不均衡, 华中地区占比 62%, 华南、华东合计占比约 26.5%。在强势城市武汉, 每百万人门店数量达到 20 家, 而在其他一线、二线城市每百万人门店数量仅为小个位数, 增长空间大。

图表 15: 2017 年绝味食品销售额区域占比



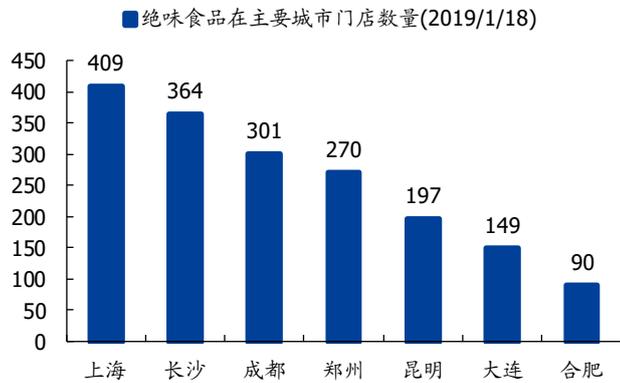
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 2017 年周黑鸭销售额区域占比



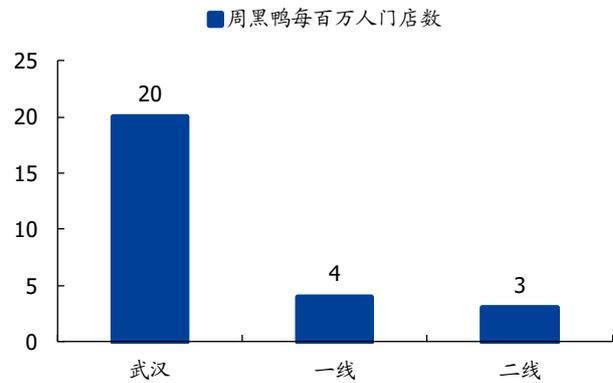
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 17: 绝味在华南、华北地区拓展空间仍大



资料来源: 大众点评, 国盛证券研究所

图表 18: 周黑鸭在一二线城市渗透率仍有提升空间

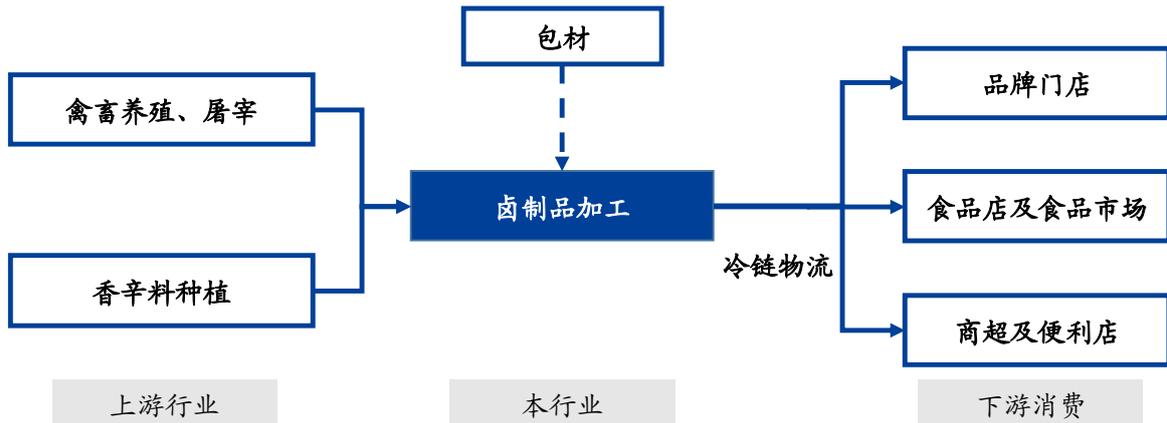


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 供应链是行业核心竞争力

全国性连锁品牌主要依托门店在多区域的开店来实现市场份额的提升, 门店的扩张离不开供应链管理体系的支撑, 供应链管理体系的效率影响公司的利润率和竞争优势, 因此供应链是行业核心竞争力。供应链体系的优势主要体现在原材料采购端、标准化生产端、冷链运输配送端和门店的精细化管理。

图表 19: 卤制品行业上下游



资料来源: 绝味食品招股说明书, 国盛证券研究所

### 上游成本端: 采购量大, 具有成本优势

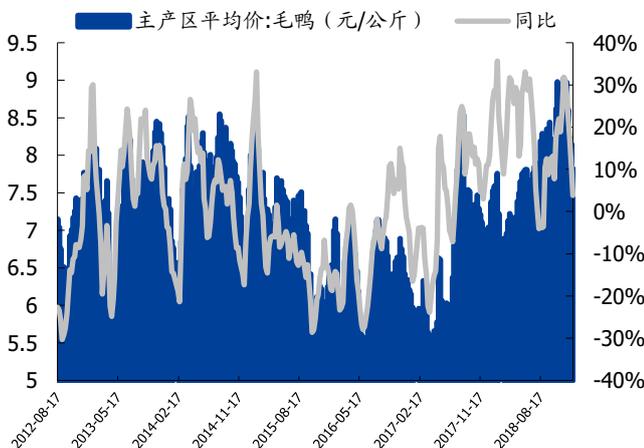
#### 行业毛利率与养殖业景气度相关。

根据休闲卤制食品产品种类的不同, 如鸭副产品等卤制肉食、卤制蔬菜、素食豆腐, 鱿鱼等, 上游为畜禽养殖业、水产养殖业、蔬菜种植业。卤制品的原材料成本占比高, 在85%以上, 上游养殖业的景气度影响产品毛利率。

禽类价格受到家禽的供求、饲料成本、牲畜及传染病并影响, 而分部位的禽类产品价格更加波动, 比如鸭副价格较一般的整鸭价格更为波动。鸭副产品的价格波动影响休闲卤制品行业的原材料成本。我们以毛鸭的价格变动作为参考, 来对比卤制品行业的毛利率影响。

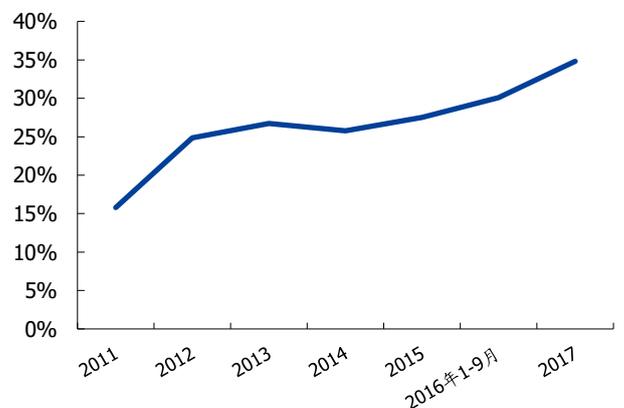
2013年禽流感 H7N9 导致鸭副产品供应紧张, 限制了鸭副产品价格上涨, 而2014年鸭副价格增速较快, 行业内绝味食品的休闲卤制食品单位生产成本较2013年上升8.25%, 单位销售价格上升6.85%, 休闲卤制食品的毛利率从2013年的26.73%下降至2014年的25.77%。2015年绝味食品的休闲卤制食品单位生产成本提高3.41%, 单位销售价格提高5.91%, 毛利率由2014年的25.77%提升到2015年的27.52%。2016年毛鸭产品价格回落, 2016年1-9月绝味食品的休闲卤制食品单位生产成本较2015年下降4.25%, 单位销售价格较2015年下降0.75%, 由此毛利率由2015年的27.52%提高到2016年1-9月的30.08%。

图表 20: 毛鸭产品价格波动



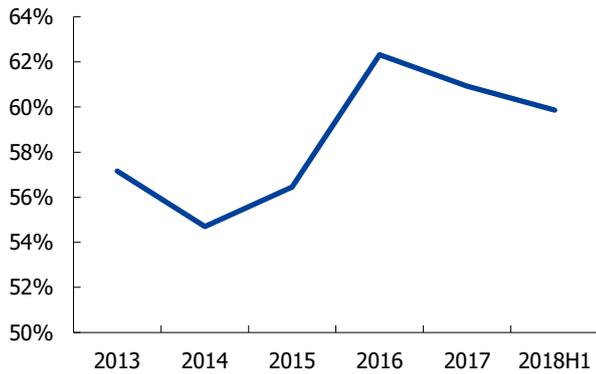
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 绝味食品休闲卤制食品的毛利率变动。



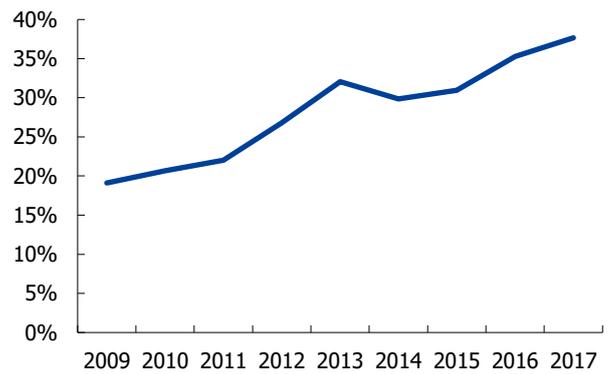
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 周黑鸭毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 煌上煌鲜货产品毛利率



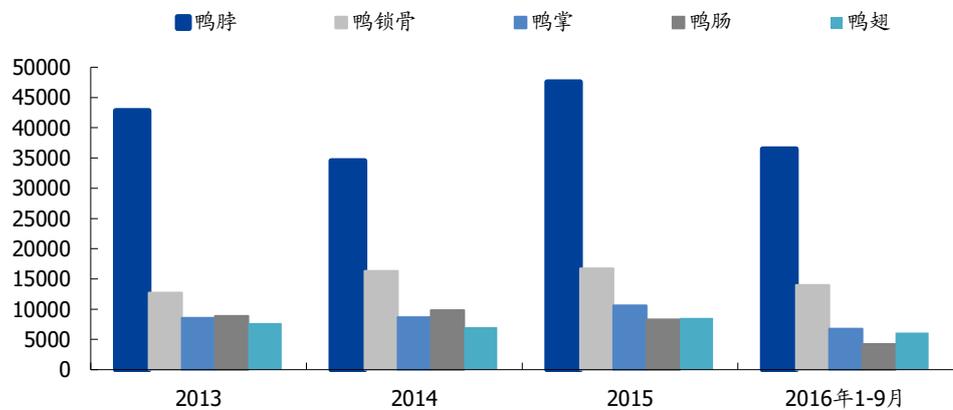
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**规模采购成本优势在同行业对比中明显。**

卤制品行业公司的规模统一采购从采购量上会影响采购成本, 采购量越大, 规模效应越具有优势, 规模效应带来议价能力。我们以绝味食品和周黑鸭为例分析不同采购数量下的采购成本。

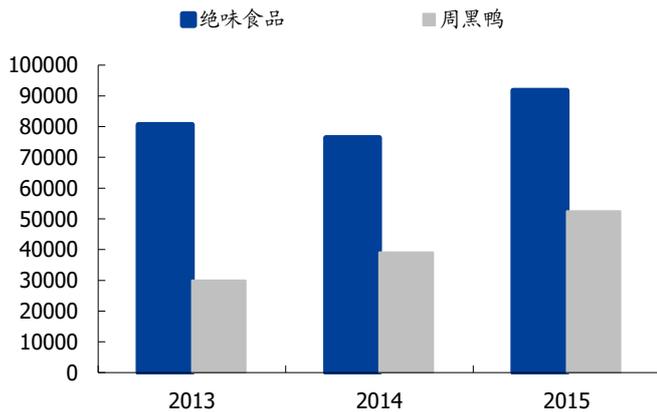
周黑鸭原料采购主要为两种鸭, 一是为鸭肉产品采购麻鸭, 二是为鸭副产品采购樱桃谷鸭, 周黑鸭 2013-2015 年分别采购 30000 吨、39100 吨和 52450 吨鸭及鸭副产品, 2013-2015 年鸭及鸭副的采购额为 3.42 亿元、5.39 亿元和 7.48 亿元, 周黑鸭每吨采购价格则为 1.14 万元、1.38 万元与 1.43 万元。绝味食品的采购原材料为鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭肠、鸭翅等产品, 2013-2015 年鸭脖采购数量为 4.28 万吨、3.45 万吨和 4.76 万吨, 鸭锁骨采购数量为 1.27 万吨、1.63 万吨和 1.67 万吨, 鸭掌采购数量为 0.85 万吨、0.87 万吨和 1.06 万吨, 鸭肠采购数量为 0.89 万吨、0.98 万吨和 0.83 万吨, 鸭翅采购数量为 0.77 万吨、0.70 万吨和 0.86 万吨, 总计采购数量为 8.06 万吨、7.64 万吨和 9.18 万吨。从历史采购数量上来看, 2013-2015 年绝味食品的采购量是周黑鸭近两倍, 规模采购带来议价能力。从采购平均单价上来看, 绝味食品 2013-2015 年每吨采购价格分别为 1.00 万元、1.16 万元、1.13 万元, 而周黑鸭每吨采购价格则为 1.14 万元、1.38 万元与 1.43 万元, 绝味食品在采购成本端具有优势。

图表 24: 绝味食品鸭副产品采购规模 (吨)



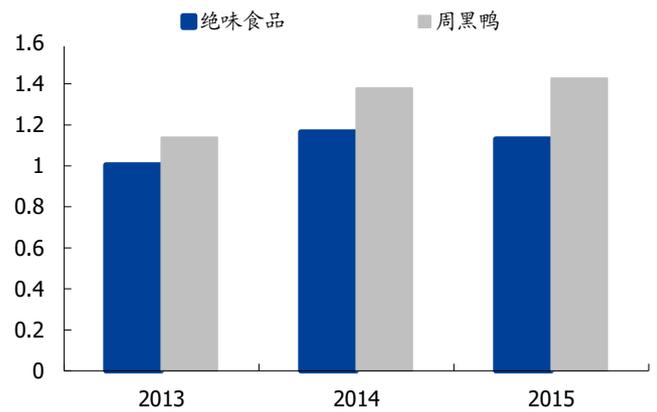
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 25: 绝味与周黑鸭采购数量 (吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 绝味与周黑鸭不同采购单价对比 (万元/吨)

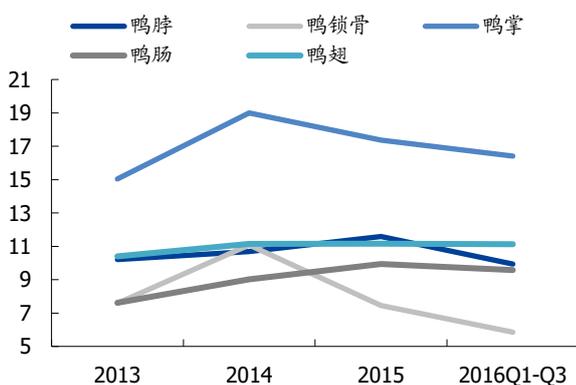


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 原材料价格上涨时全国连锁品牌优势更加明显。

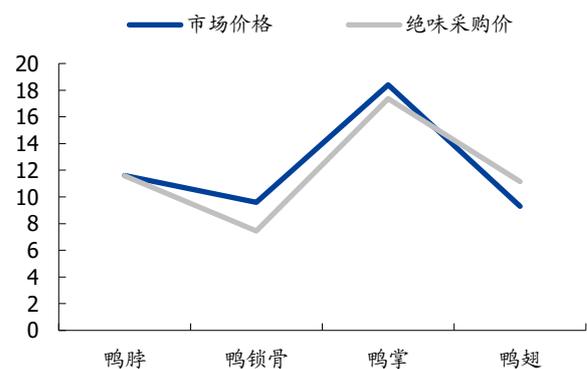
原材料价格上涨之时虽影响全行业的毛利率, 但是规模化采购生产企业的成本管控能力强, 能够尽可能的平滑成本端上涨。并且连锁品牌企业还具有较强的提价能力, 可以转嫁成本的压力。而小企业则会在成本上升阶段因为提价能力偏弱, 利润被压缩而陆续出局。2013-2016年鸭副原材料涨价幅度大, 以绝味食品为例, 2015年鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭舌、鸭翅及整鸭的市场平均价格分别为 11.6 元/千克、18.4 元/千克、9.6 元/千克、69.8 元/千克、9.3 元/千克和 18.2 元/千克, 而 2015 年公司鸭脖、鸭锁骨和鸭掌采购价格分别为 11.59 元/千克、7.45 元/千克和 17.36 元/千克, 低于市场均价。除 2014 年因禽流感导致供给紧张鸭副产品全面上涨外, 绝味食品 2015-2016 年采购成本呈现下降趋势。此外, 2017 年下半年鸭肉价格抬升的背景下, 绝味食品对部分区域的部分产品进行了提价, 提价幅度为 10%-15%, 带动客单价的提升, 增强利润率。

图表 27: 绝味采购成本呈现下行趋势 (元/千克)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 2015 年绝味采购成本与市场价格对比 (元/千克)



资料来源: 公司公告, Frost Sullivan, 国盛证券研究所

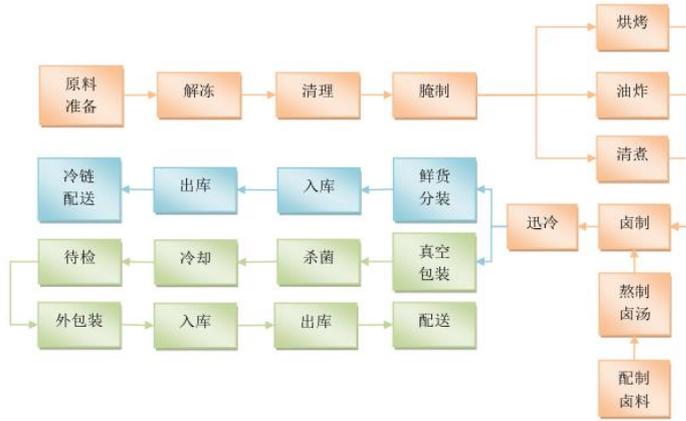
### 制造工艺: 标准化提高生产效率, 利于复制扩张

行业制造工艺标准化趋势下, 生产效率成为行业壁垒的体现之处。从工艺技术上来看, 卤制品是原材料单一、加工流程简单的产品。生产技术含量不高, 行业进入壁垒低, 因此行业内家庭作坊模式与连锁品牌经营模式并存。如今规模化生产技术 (全程温控、原料预处理、腌制和杀菌等) 已普及, 制造过程更加标准化及自动化, 能确保大量生产在味道、质量、安全及卫生水平方面均标准化的卤制品; 大企业的工业化分拣系统的建立

为终端的配送奠定基础，也保证了门店产品的新鲜和安全。

连锁经营的竞争优势之一在于输出产品的标准化、稳定性。产品的标准化通过中央厨房模式，将产品变成按照标准、流程、制度生产出来的工业化的产品。“中央厨房”是一种技术稳定、便于复制、标准统一的大规模连锁经营管理模式，为企业连锁扩张提供了重要的支撑。

图表 29: 休闲卤制食品生产工艺流程



资料来源: 绝味食品招股说明书, 国盛证券研究所

图表 30: 卤制品规模化生产制造工艺技术

技术	作用性能
全程温控技术	对原材料采购、加工、储存、配送到终端销售各环节实行全程温控保鲜技术
原料预处理技术	生产原料为冷冻原料, 采用流动循环水解冻, 气泡水解冻, 提高冻品原料的解冻速度, 缩短解冻时间, 降低解冻失水率
自动化腌制技术	使腌制料的吸收更均匀, 入味性更强, 提高产品口感, 增强保水性
杀菌技术	保证产品品质, 避免产品风味受到损失

资料来源: 绝味食品招股说明书, 国盛证券研究所

### 下游配送: 高密度门店布局, 效率集约化

门店布局密度高, 有利于下游配送效率集约化。

休闲卤制食品连锁企业的物流呈现小批量、高频次、多点配送和快速配送的特点。鉴于行业特点, 企业需要完善的仓储物流体系、先进的食品保鲜技术来支撑, 并考虑销售网络的铺设和市场的反应速度; 在门店选址上, 需要考虑门店与生产基地的运输距离和时间, 以达到效率最大化, 沿线多点配送可以分摊物流成本, 有利于下游配送效率集约化。

从门店和生产基地的布局看, 绝味食品门店数量接近 1 万家、覆盖区域广, 在上海、深圳等一线城市密集布局。为支撑销售网络全国化布局, 绝味食品在全国建立工厂超过 20 个, 运输半径 300-350 公里, 物流配送集约效率高。基于这种布局, 绝味可以做到“冷链运输, 日配到店”, 门店每日报量、各工厂集中生产、每日物流配送。

周黑鸭采用自营模式, 以武汉为大本营市场, 2011 年拓展至华东区域, 逐步向省外深入覆盖。周黑鸭在门店选址上会评估目标城市的经济水平、人口、购买力、当地产业结构以及设施物流中心的覆盖范围, 并且有策略的将门店设立于高人流及客户高度集中的区域, 例如交通枢纽、商业综合区及商场、学校和大型住宅区。周黑鸭目前仅在武汉、河

北、上海(2018年6月停产,将迁往南通)设有4个工厂,通过冷链运往全国各地。

图表 31: 卤制品行业企业的门店分布及覆盖地区情况

主体	布局情况
绝味食品	销售网络规模最大,已覆盖 29 个省市自治区,门店总数近万家 门店主要以加盟模式为主,连锁经营门店管理经验丰富
煌上煌	在江西、广东、福建等地区拥有较高的知名度和市场占有率 产品特色为偏向于餐桌食品,一般作为佐餐消费
周黑鸭	销售主要以自营门店网络为主 自营门店网络覆盖全国 12 个省市,收入主要来源于华中地区
久久丫	销售网络遍布 20 多个大中城市 共有四个生产及销售基地,总部(含长三角地区)、北京分部、广州分部、成都分部(含四川地区)
紫燕	专卖店已覆盖全国 70 多个大中城市,实现线上线下全渠道销售

资料来源:公司官网,招股说明书,国盛证券研究所

### 终端管控:精细化运作,提高周转率

#### 连锁企业核心是投资回报期的管理。

卤制品企业投资回收期较短,对加盟商吸引力大,可实现快速扩张。全国连锁经营下的门店扩张比较看重投资回报率,相较于大型餐饮、咖啡店前期门店几百万的大额投资,卤制品企业的门店加盟成本较低、周转较快,对加盟商具有吸引力,可以实现门店的迅速扩张。

周黑鸭和绝味食品分别代表了直营和连锁两种不同的模式,直营模式下周黑鸭的门店周转率和回收期更快,周黑鸭新开一家门店的资本支出约 12 万,平均 1-2 个月能实现收支平衡,投资回收期为 2-6 个月,每家自营门店的年收入约 360 万元。绝味食品需要 3-6 个月的收支平衡期,投资回收期约 1 年半。但是门店投资大多由加盟商承担,因此公司的资金压力小,合理的投资回收期和周转率对加盟商而言吸引力大。

图表 32: 不同经营业态的投资回收期

投资项目	投资金额和回收期
周黑鸭	新开门店资本支出约 12 万,收支平衡期 1-2 月,投资回收期 2-6 月
绝味食品	加盟门店前期开店投资固定成本约 10 万,投资回收期 12-18 月
大型餐饮	投资 300-500 万元,4-5 年收回投资
咖啡店	投资 200-300 万元,3 年收回投资
KFC	投资 800 万元,8 年收回投资

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

#### 日配保障门店高周转,实行零库存管理。

为了保障门店的高周转率,卤制品连锁企业大多实行日配的模式,匹配终端销售和生产环节,并通过标准化的管理实现“零库存”。

周黑鸭采取“中央厨房+直营店”的模式,引进 ERP 管理系统,门店实现实时配送,每天安排 2-3 次的产品配送。公司设立内部物流团队,共有 34 辆汽车负责湖北省的送货服务,并委聘第三方物流公司为自有物流队伍尚未覆盖的城市运输产品。门店会根据销量进行订货,常态化的物流由第三方物流完成,紧急补货由自主物流体系完成。例如下午 4 点-6 点是购物高峰期,周黑鸭会在这个时间段内供应 60% 左右的配送量,而紧急补货则由自主的物流体系完成。物流的调动、订单的准备、生产的排期等,周黑鸭通过链条的打造来实现零库存。

绝味食品采取门店每日报量、公司每日集中生产和每日物流配送的弹性每日销售报单模式。各门店一般根据时令、节假日、近期销售和以往年度的销售情况,预估次日销售情

况后再向公司合理报量，做到产品销售量和当天销售报量基本一致。该模式下，公司的信息系统根据以往销售情况对各门店的报量进行跟踪，相关人员对大额的、异常的次日销售报量进行核查，以杜绝门店库存商品过量，从而保障公司的食品安全。

### 渠道布局是行业竞争高地

**线下渠道贴合社区，线上渠道引流推动增长。**休闲卤制食品的销售渠道包括餐饮服务店、商超、加盟店、品牌店、电商平台。不同的销售渠道对应不同的消费市场，酱卤肉制品的消费市场主要有四种，分别是家庭消费市场、酒店餐饮市场、休闲食品市场和礼品特产市场。

其中酒店餐饮市场属于直接供应酒店、酒吧、夜市餐饮等大客户，订单量大销售稳定，礼品特产市场主要在专卖店、机场火车站等地区，而家庭消费市场和休闲食品市场是门店直接接触消费者的散装销售，卤制食品品牌连锁企业主要面向的是休闲食品市场。

从销售渠道的零售额上看，食品店及食品市场的零售额最高，自营/加盟门店和网上渠道的增速快，占比逐渐提升。线下自营/加盟门店主要贴合社区、商圈、住宅区，方便消费者实现即时购买，门店直接购买外带。除线下门店外，休闲卤制食品企业通过线上引流动线带动线下门店销量的增长。

图表 33: 酱卤肉制品消费市场及特点

市场	目标客户群	销售渠道	特点	主要消费方式
家庭消费市场	家庭成员	主要通过门店直接购买外带，辐射区域有限，一般门店在生活小区、集贸市场附近	免于制作之烦，销售零散，但较稳定	家庭日常饮食
酒店餐饮市场	以外出就餐人员为主	直接供应酒店、酒吧、夜市餐饮、快餐店、单位食堂等大客户	订单量大，销售较稳定	餐饮佐餐
休闲食品市场	以 40 岁以下年轻人为主	一般通过门店直接购买，销售面广。门店一般集中在娱乐场所、景区街市、写字楼附近	具有开袋即食的方便食品特性，消费面广	逛街、休闲、娱乐小吃
礼品特产市场	主要用于礼品赠送及旅游人群	产品主打名优特产战略，主要有专卖店、商超专柜、机场、火车站等。	保质期较长，订单量一般较大	礼品赠送及旅游特产

资料来源：煌上煌招股说明书，国盛证券研究所

图表 34: 按销售渠道划分的中国休闲卤制品行业零售价值

	零售价值 (十亿元)			复合年增长率	
	2010 年	2015 年	2020 年 E	2010-2015 年	2015-2020 年 E
超市及便利店	6.1	16.0	37.4	21.1%	18.5%
食品店及食品市场	12.0	20.7	30.5	11.5%	8.0%
自营门店及加盟店	3.8	10.7	33.1	22.9%	25.4%
网上渠道	0.4	2.6	12.8	44.1%	38.1%
其他渠道	0.9	2.1	6.3	20.9%	24.3%

资料来源: Frost Sullivan, 国盛证券研究所

图表 35: 卤制品企业线上渠道布局

品牌	线上渠道
绝味食品	京东、天猫等第三方平台, 公司官方微信公众号 (会员数达到 4000 万左右)
周黑鸭	京东、天猫、微店等电商平台, 美团、饿了么等外卖平台
煌上煌	天猫、淘宝、京东等电商平台和微营销形式
久久丫	两大线上零售平台: 天猫旗舰店、京东旗舰店; 两大外卖平台: 饿了么、美团

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

## 主要卤制品企业梳理

我国目前休闲卤制品企业数量众多, 整体呈现两超多强格局。绝味食品、周黑鸭、煌上煌及久久丫主要专注酱卤鸭制作, 近年来快速成长, 但能够称之为全国性品牌的只有绝味和周黑鸭。紫燕百味鸡主营卤制熟食, 产品包含百味鸡、芙蓉鸭、夫妻肺片等三十多种精品菜肴, 品类更加丰富。有友食品主营包装化泡卤风味食品, 以泡椒凤爪为核心产品, 采取经销模式。

**绝味食品:** 绝味食品成立于 2005 年, 主营卤鸭及鸭副产品, 2017 年 3 月于上交所上市, 是目前国内卤制品行业销售规模最大、门店数量最多的公司。截至 2018 年, 公司拥有门店数量约 9800 家, 覆盖范围已达全国所有省份及部分香港、新加坡等境外城市。公司“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”, 加盟店占比约 98%; 产品定位大众消费人群, 社区门店占比达到近 90%。加盟模式具有门店扩张速度快、市场调控灵活的优点, 绝味在近年完全发挥加盟模式特长, 门店数量稳步提升; 同时绝味供应链管理体系完善, 全国布局工厂, 实现“冷链配送, 当日送达”。

**周黑鸭:** 公司是休闲卤制品行业的领导者, 主营卤鸭及鸭副产品, 销售规模行业排名第二, 是首家由销售未包装产品, 完全成功转变为销售 MAP 产品的卤制品公司。公司于 2002 年创立“富裕怪味鸭店”, 2006 年成立武汉周黑鸭控股公司, 并于 2016 年 11 月于香港联交所上市, 截至 2018 年 6 月底已在全国 16 个省份开设 1196 家门店, 覆盖地区主要为华中及华南地区。公司门店以直营为主, 注重高势能门店建设, 2018 年上半年公司高能门店数量占比达 30.18%, 营收占比 48.9%。公司的 MAP 包装使得配送范围更广, 因此公司生产工厂较少, 采用“高铁+顺丰 B2C 物流”, 实现全国配送。

**煌上煌:**江西煌上煌集团食品股份有限公司始创于1993年,由“南昌市皇上皇烤禽社”、“南昌市煌上煌烤禽总社”、“江西煌上煌烤卤有限公司”、“江西煌上煌集团食品有限公司”沿革发展而来。公司是一家以畜禽肉制品加工为主的食品加工企业,2012年9月5日成功在深交所挂牌上市,成为酱卤肉制品行业首家上市企业。公司实施肉鸭养殖——屠宰——肉制品深加工产业化特色经营,被农业部列为第三批全国农产品加工业示范基地,也连续多年被农业部等八部委评定为农业产业化国家重点龙头企业,是全国绿色食品示范企业。截至2018年9月底,公司门店数量近3000家,直营店比例约为10%。

**久久丫:**“久久丫”创建于2002年,是上海顶誉食品有限公司旗下的休闲食品品牌,总部设于上海,全国共有六大分部(上海分部、无锡分部、杭州分部、广州分部、北京分部、成都分部)。主要产品包含鸭脖,鸭翅,鸭舌,鸭掌,鸭肠,锁骨,豆干,毛豆等酱卤肉类制品、卤制豆制品。目前久久丫拥有门店约1000家,收入规模仅次于绝味食品、周黑鸭、煌上煌。

**有友食品:**公司主营业务为泡卤风味休闲食品的研发、生产和销售,产品包括泡肉、泡菜和卤香三大系列。泡椒凤爪为公司主导产品。公司主要依靠经销模式覆盖传统渠道及现代流通渠道,目前形成经销商为主、直销渠道为辅的销售模式,经销模式销售占比达95%以上。公司主要生产、销售地集中在西南地区,业务收入超过60%集中在该地区,在成都、重庆分别设立1个运营中心,在全国其他城市设有15个办事处,共同管理全国700多家经销商,具有强大的终端渗透能力和较快的市场反应速度。

**紫燕百味鸡:**紫燕百味鸡隶属于上海紫燕食品有限公司旗下产品,公司是一家全国性熟食连锁企业,上世纪80年代末发源于四川,发展于江苏,壮大于全国,现总部位于上海。目前紫燕专卖店已覆盖全国七十多个大中城市,主要集中于华中及华南地区。公司产品丰富,生产各类卤制熟食,包含以百味鸡、夫妻肺片、芙蓉鸭为主的共三十多个精品菜肴。

图表 36: 主要卤制品企业对比

	绝味	周黑鸭	煌上煌	久久丫	有友食品	紫燕百味鸡
主要产品	酱卤肉制品,主营卤鸭及鸭副产品,如鸭脖、鸭锁骨、鸭肠等	酱卤肉制品,主营卤鸭及鸭副产品,如鸭脖、鸭锁骨、鸭肠等	酱卤肉制品及佐餐凉菜,主要产品包括酱香鸭脖、鸭翅、猪手、牛肉等	酱卤肉制品,主要产品包含鸭脖,鸭翅,鸭舌,鸭掌等	泡卤风味,主要为泡椒凤爪	卤制熟食,如百味鸡、夫妻肺片、芙蓉鸭等
是否上市	是	是	是	否	已披露招股书	否
收入规模(亿元,2017年)	38.50	32.52	14.78	-	9.9	-
主要模式	加盟	直营	加盟	加盟	经销	加盟
门店特点	门店数量约 9800 家,加盟店占比约 98%,其中高势能门店约占比 11%	门店数量 1196 家,高势能门店数量占比 30.18%,营收占比达 48.9%	门店数量近 3000 家,直营店占 10%	门店数量约 1000 家,全国拥有北京、无锡、广州、杭州、北京、成都 6 大分部。	全国经销商 700 多家	门店数量超过 2000 家
覆盖地区	盖范围已达全国所有省份及部分香港、新加坡等境外城市	覆盖 16 省,78 个城市	覆盖 11 省,主要集中于华中及华东部分沿海地区	覆盖华东、华中地区	西南地区为主,成都、重庆分别有一个运营中心,其他城市设立 15 个办事处	华中及华东 70 多个大中城市。
强势地区	华中及华东	华中	江西	上海	西南	西南

资料来源:公司公告、公司官网,国盛证券研究所

## 风险提示

**食品安全问题。**如果在卤制品加工制作过程中，食品安全不达标，将会对品牌形象造成影响。卤制品保质期短，需冷链运输，如果在运输过程中脱离冷链，有可能会变质。

**上游禽畜养殖行业价格波动。**行业的毛利率水平与上游采购家禽的成本有关，如果发生疫情等无法预料的事件，导致上游采购成本高企，可能会对公司的盈利水平产生影响。

**行业竞争激烈。**当前休闲卤制品行业中品牌连锁竞争激烈，虽然已基本形成两超多强的格局，但是在核心城市仍然布局密集、竞争激烈。如果未来竞争日益激烈，可能会对盈利能力产生影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com