

食品饮料

春江水暖鸭先知系列 3: 不同打法的绝味 vs 周黑鸭

直营 vs 加盟: 不同的经营模式拥有不同的品牌定位和扩张效率。 国际对标来看, 直营模式下的星巴克中国定位新中产阶级消费群体, 3521 家门店集中在一二线城市。单店营收高, 净利率接近 20%, 投资回报率超过 30%。肯德基和麦当劳定位大众消费群体, 消费者年龄跨度广, 三四线可容纳门店数量多。百胜中国具有低毛利低净率的特点, 2017 年净利率水平为 6%, 投资回报率约 15%。但是加盟模式可以帮助公司快速实现门店扩张, 减轻资本开支压力, 获得更稳定的收入及现金流。

从经营模式延伸到财务角度看, 绝味增长稳健、周黑鸭波动明显:

1) 收入端: 绝味定位大众消费, 增长驱动来自于门店扩张, 单价涨幅与 CPI 增幅相近; 周黑鸭定位中高端白领阶层, 追求高效单店, 但销量受经济周期波动影响下滑, 单价几近是行业天花板。

2) 毛利率: 绝味毛利率水平受采购成本影响大, 具备成本管控与转嫁能力且存在提价空间, 毛利率仍有上行空间; 周黑鸭高举高打, 随着包装化红利将尽、提价空间低, 未来毛利率预计保持平稳。

3) 费用水平: 绝味销售费用率在 10% 以内, 广告宣传、运输费用占半壁, 随着配送效率提升仍有下行空间; 周黑鸭销售费用率上行至近 30%, 租赁费、人工开支占 65% 以上。

4) ROE: 绝味 ROE 稳中有升, 依靠销售净利率提升驱动增长; 周黑鸭 ROE 波动较大。

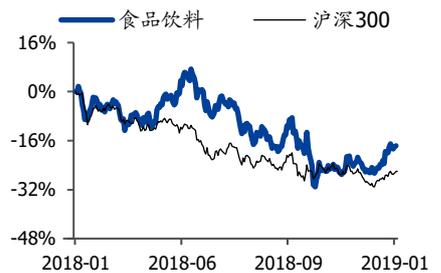
5) 运营效率: 绝味预收账款多且周转加快, 存货构成原材料占比 93.1%; 周黑鸭预付租金多且周转速度下滑, 存货中库存商品占比提升且周转变慢。

绝味食品稳扎稳打, 发展路径清晰, 上行空间仍大, 强烈推荐。 绝味定位大众及便利性, 抓住 2010-15 年卤制品行业量价齐升红利, 采用加盟模式进行快速扩张下沉。体现在财务端, 绝味食品量增价稳, 以性价比优势抢占市场份额。公司具有较强的成本控制和转嫁能力, 毛利率仍有上行空间, 供应链效率改善进一步降低费用率。销售净利率上行驱动 ROE 水平稳中有升, 运营效率高、资本开支小且现金流稳定。

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。

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: Q4 成本压力趋缓, 关注大众品龙头》2019-01-27
- 2、《食品饮料: 春江水暖鸭先知系列 2: 一文看懂卤制品行业》2019-01-21
- 3、《食品饮料: QFII 额度翻倍, 利好白酒及大众食品板块》2019-01-21

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.SH	绝味食品	买入	1.22	1.58	1.90	2.25	32.21	24.46	20.34	17.17
01458.HK	周黑鸭	未评级	0.32	0.28	0.30	0.32	11.63	13.29	12.4	11.63

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 (周黑鸭盈利预测使用 wind 一致预期)

请仔细阅读本报告末页声明



内容目录

直营 VS 加盟：不同的定位与扩张效率.....	4
直营与加盟模式下的客户定位和渠道下沉力度不一.....	4
星巴克中国：定位新中产阶级消费人群，一二线城市门店密度高.....	4
肯德基&麦当劳：定位大众消费群体，渠道下沉深度高.....	5
直营模式下单店营收贡献高，投资回报率高.....	6
生意本质决定经营模式.....	8
特许经营模式下资本开支较低，收入和现金流更稳定.....	9
绝味 VS 周黑鸭：寻找规模与利润的平衡.....	10
收入端：绝味量增价稳，周黑鸭暂时回调.....	10
门店数×单店收入.....	10
销量×平均单价.....	12
毛利率&费用率：绝味精益化、周黑鸭高举高打.....	13
毛利率：绝味低于周黑鸭，但上行趋势明显.....	13
费用率：绝味稳健，周黑鸭销售费用率上行.....	14
ROE：绝味稳中有升，周黑鸭波动大.....	16
运营效率：绝味周转加速，周黑鸭周转放缓.....	17
小结：推荐绝味食品.....	18
风险提示.....	19

图表目录

图表 1：直营店和加盟店的对比.....	4
图表 2：星巴克在中国的门店数量（家）.....	5
图表 3：星巴克在中国一线城市的门店数量（家）.....	5
图表 4：百胜中国的直营店和加盟店数量（家）.....	6
图表 5：星巴克亚太地区营业收入和经营利润（百万美元）.....	6
图表 6：星巴克亚太地区单店营业收入和经营利润（万美元）.....	6
图表 7：星巴克自营门店数和自营店收入.....	7
图表 8：星巴克平均门店收入.....	7
图表 9：国外主要食品餐饮公司的投入资本回报率 ROIC（%）.....	7
图表 10：星巴克的门店收入模型.....	8
图表 11：星巴克的销售毛利率和销售净利率（%）.....	8
图表 12：百胜中国的销售毛利率和销售净利率（%）.....	8
图表 13：百胜中国 FY2017 主要费用支出占营业收入比重.....	9
图表 14：星巴克 FY2018 主要费用支出占营业收入比重.....	9
图表 15：星巴克/麦当劳/百胜中国的资本开支（百万美元）.....	9
图表 16：麦当劳的收入构成.....	10
图表 17：星巴克/麦当劳/百胜中国的自由现金流（百万美元）.....	10
图表 18：绝味食品门店数量增长中枢在 1000 家左右.....	11
图表 19：绝味食品整体单店收入(出厂口径)在 40 万元/店.....	11
图表 20：周黑鸭门店数量增长中枢在 200 家左右.....	11
图表 21：周黑鸭单店收入(零售口径)约 330 万元/店.....	11

图表 22: 绝味食品销量近两年保持双位数增长.....	12
图表 23: 绝味食品整体单店收入(出厂口径)在 40 万元/店.....	12
图表 24: 绝味食品鸭副产品采购价格变化(元/公斤).....	12
图表 25: 周黑鸭 2018H1 首次出现销量下滑.....	13
图表 26: 周黑鸭平均销售单价略有下滑.....	13
图表 27: 周黑鸭 MAP 包装产品销售占比从 37.8% 上升至 90.3%.....	13
图表 28: 周黑鸭毛利率水平高于绝味.....	14
图表 29: 绝味食品成本构成(2015 年).....	14
图表 30: 周黑鸭成本构成(2015 年).....	14
图表 31: 绝味 vs 周黑鸭费用率水平比较.....	15
图表 32: 绝味食品销售费用构成.....	15
图表 33: 周黑鸭销售费用结构.....	15
图表 34: 绝味 vs 周黑鸭配送效率比较.....	16
图表 35: 绝味 vs 周黑鸭 ROE 比较.....	16
图表 36: 绝味食品 ROE 拆分.....	17
图表 37: 周黑鸭 ROE 拆分.....	17
图表 38: 绝味食品预收账款及周转率.....	17
图表 39: 绝味食品存货构成(2017 年).....	17
图表 40: 周黑鸭预付租金、供应商垫款(百万元)及周转率.....	18
图表 41: 周黑鸭存货构成(2017 年).....	18
图表 42: 行业可比公司估值(2019/1/27).....	18

直营 VS 加盟：不同的定位与扩张效率

本章采用国际对标的方法，比较连锁品牌经营的两种不同模式。直营、加盟两种模式各有优劣，决定品牌扩张有效方式的关键在于生意本质和品牌属性的不同。

图表 1: 直营店和加盟店的对比

项目	直营	加盟
定位	看重品质或服务	注重产品，标准化程度高
扩张速度	慢，开店范围、数量有限	快，较短时间进行扩张
出资方式	公司出资投资，拥有全部收益权	加盟商投资，公司收取加盟费和租金/收入分成
人员归属	公司聘请人员，承担人工成本	加盟商负责人工成本
收入确认模式	终端完成销售，确认收入	先预收款项，根据发货确认收入
产品定价方式	全国统一定价，区域微调	
优势	公司统一管理，统一调度，使品牌影响力最大化，同时使信息及 管理资源等共享化。 对品牌形象的统一性能做到最大 程度的保持。	特许者可获得总公司的品牌、经 营管理经验的帮助。 公司转让经营权，用较少资本投 入迅速扩大公司规模。
劣势	资金投入更大，成本更高，营销 调整速度慢，很难做到因地制宜	自负盈亏；加盟店依赖总公司的 品牌、形象、管理

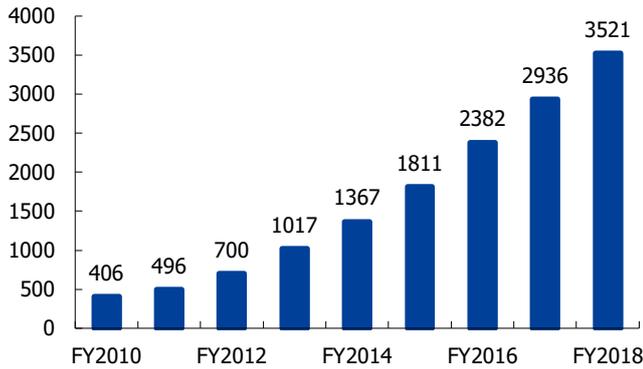
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

直营与加盟模式下的客户定位和渠道下沉力度不一

星巴克中国：定位新中产阶级消费人群，一二线城市门店密度高

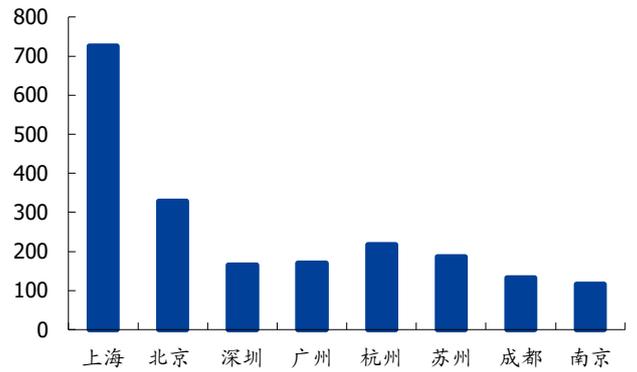
星巴克在中国的定位人群为“新中产阶级”消费人群，被“符号化”为一种生活方式，代表着美国中产阶级的“小资”情调，目标客户人群多为年轻一代、有一定经济能力和教育背景的人群，因此门店布局在购物中心、写字楼等人流量较大的场所。星巴克在中国主要集中在沿海经济发达省份，一二线城市门店密度较高，三线以下城市门店相对较少，借助标准化的流程和管理可以使直营门店迅速扩张，因此较多采用直营模式。

图表 2: 星巴克在中国的门店数量 (家)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 3: 星巴克在中国一线城市的门店数量 (家)



资料来源: 大众点评 (截至 2019/1/24), 国盛证券研究所

星巴克最初进入中国市场时考虑到风险等因素, 采用的是合资和特许加盟的开店方式, 随着中国市场呈现出的高增速和高利润率, 星巴克不断回购原有合资公司的股份。2007年星巴克确立了在华直营扩张的战略, 2018财年中国地区的 1477 家特许经营门店全部转变为直营门店, 至此星巴克在中国地区的门店已经实现全部直营。

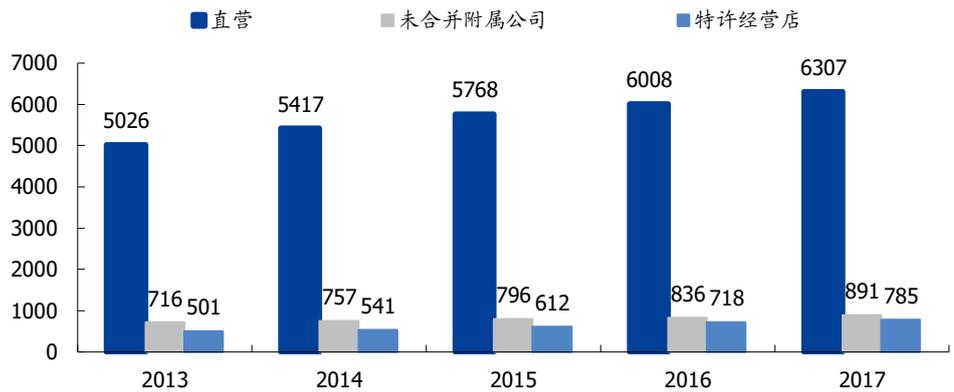
肯德基&麦当劳: 定位大众消费群体, 渠道下沉深度高

肯德基的消费人群为大众消费群体, 消费者年龄跨度广, 从孩子、青少年、年轻人到年轻父母均有覆盖。门店布局从一线城市到三四线城市均有布局, 并且三四线市场可容纳的门店数量多。目前肯德基主要在国内的一些中小城市并且有肯德基餐厅开业的地区提供一定的加盟机会。

肯德基在中国开放加盟模式。肯德基于 1987 年进入中国市场, 1993 年在西安授权了第一家特许经营的加盟公司。肯德基致力于建立一个可持续的特许经营体系, 在中国开放“不从零开始”的加盟模式, 将成熟的肯德基餐厅整体转让给通过了资格评估的加盟申请人, 同时授权其使用肯德基品牌继续经营。

除肯德基外, 麦当劳也在推动特许经营模式和加盟店占比的提升。2016 年 3 月底, 麦当劳中国表示将计划引进战略投资者, 提升竞争优势, 推动餐厅扩张与升级, 实现更本地化的发展策略。根据协议, 中信股份与中信资本控股、凯雷投资集团、麦当劳将成立新公司, 新公司将以最高 20.8 亿美元的总对价收购麦当劳在中国内地和香港的业务。交易完成后, 中信股份和中信资本在新公司中将持有共 52% 的控股权, 凯雷和麦当劳分别持有 28% 和 20% 的股权。新公司将取得未来 20 年在中国内地和香港的 1750 多家麦当劳餐厅特许经营权。

图表 4: 百胜中国的直营店和加盟店数量 (家)

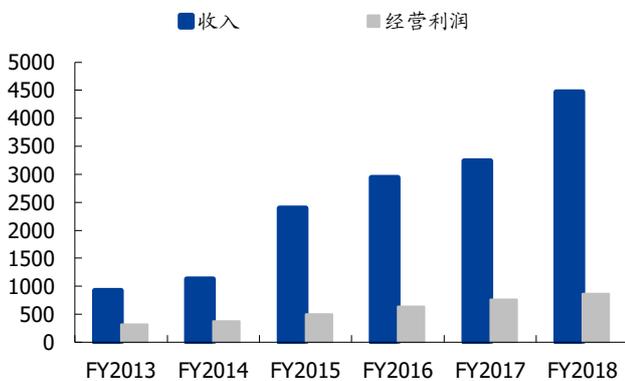


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (百胜中国拥有肯德基、必胜客和塔可钟品牌在中国的许可经营权和东方既白、小肥羊的专有权。)

直营模式下单店营收贡献高, 投资回报率高

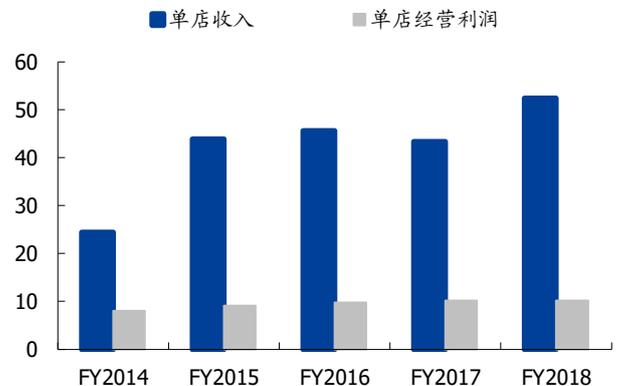
采用直营模式的企业不仅需要标准和流程化的管理, 往往拥有较高的单店营收和投资回报率。以星巴克为例, 2018 财年亚太地区收入 4474 百万美元, 经营利润 867 百万美元, 门店数量达到 8530 家 (直营 5159 家, 特许经营 3371 家), 平均来算单店收入 52.45 万美元, 单店经营利润 10.16 万美元, 平均来看单店收入逐年提升。

图表 5: 星巴克亚太地区营业收入和经营利润 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

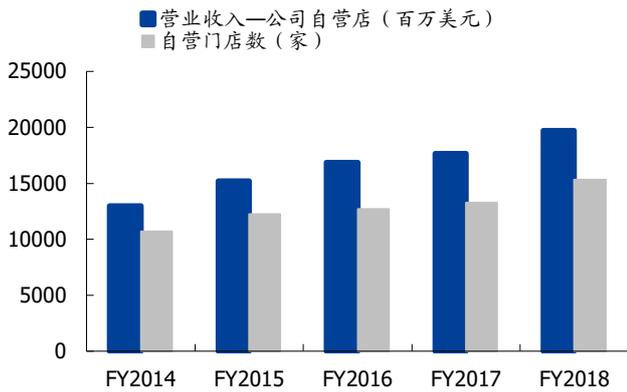
图表 6: 星巴克亚太地区单店营业收入和经营利润 (万美元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 (采用亚太地区收入利润除以门店总数得出数据, 门店总数包含特许经营门店, 具有偏差仅供参考趋势)

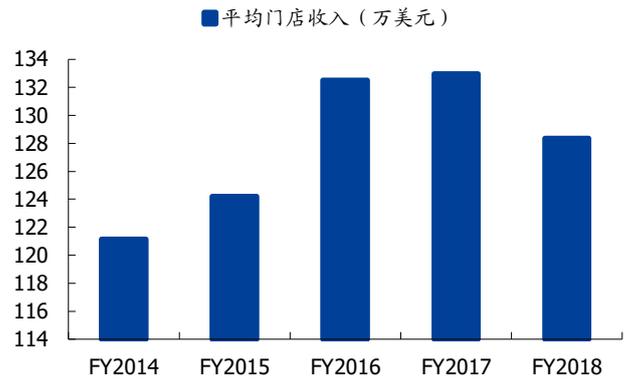
从星巴克全球市场来看, 2018 财年星巴克公司自营店收入为 196.9 亿美元, 自营门店数为 15341 家, 平均门店收入为 128 万美元, 2014-2018 年间星巴克自营店平均收入均超过 120 万美元。

图表 7: 星巴克自营门店数和自营店收入



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

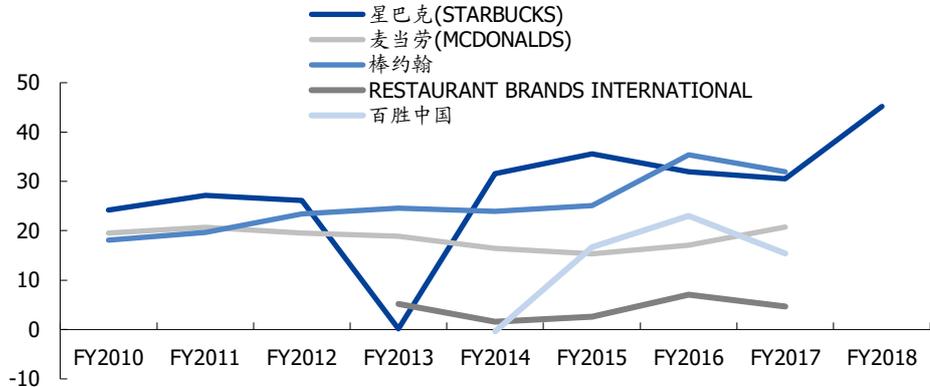
图表 8: 星巴克平均门店收入



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

采用直营模式的门店投资资本回报率高。以国外主要食品餐饮公司的投入资本回报率 ROIC 对比来看, 星巴克的投入资本回报率较高, 平均在 30% 左右, 除 2013 财年因为终止与卡夫的合作, 一次性支付终止和诉讼费用较高导致利润较低, 数据出现偏差外, 其他财年星巴克的 ROIC 普遍高于如麦当劳、肯德基、汉堡王、棒约翰等餐饮企业。门店投入资本回报率较高的企业会更多考虑采用直营模式, 投入资本回报率较低的企业会考虑采用加盟模式进行补充。

图表 9: 国外主要食品餐饮公司的投入资本回报率 ROIC (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

星巴克的门店主要分布在办公写字楼和商业街。办公写字楼的门店经营时间为早上七点到晚上九点, 其中早上八点到十点和下午一点到三点为高频消费时段, 我们假设销量为每小时 100 杯, 其余时间为低频消费时间, 我们假设销量为每小时 30 杯, 则办公写字楼的日销量为 700 杯, 假设每杯均价 40 元, 则日收入 2.8 万, 年收入约 672 万元 (工作日 240 天)。商业街门店的经营时间为早上十点到晚上十点, 其中工作日和节假日的高频消费时间和低频消费时间不同, 工作日 240 天, 节假日 125 天, 我们假设工作日的高效时段为 11:00-13:00 和 17:00-19:00, 节假日的高效时段为 11:00-17:00, 预计节假日的日销量为 540 杯, 工作日的日销量为 520 杯, 商业街门店的年收入为 769 万元。

图表 10: 星巴克的门店收入模型

门店分布位置	办公写字楼		商业街
时间	工作日	工作日	节假日
高效时段	8:00-10:00	11:00-13:00	11:00-17:00
	13:00-15:00	17:00-19:00	
	10:00-13:00	10:00-11:00	
低效时段	15:00-21:00	13:00-17:00	17:00-22:00
		19:00-22:00	
高效时段销量	100 杯/h	70 杯/h	60 杯/h
低效时段销量	30 杯/h	30 杯/h	30 杯/h
日销量 (杯)	700	520	540
每杯均价 (元)	40	40	40
日收入 (万元)	2.8	2.08	2.16
年销售收入 (万元)	672		769

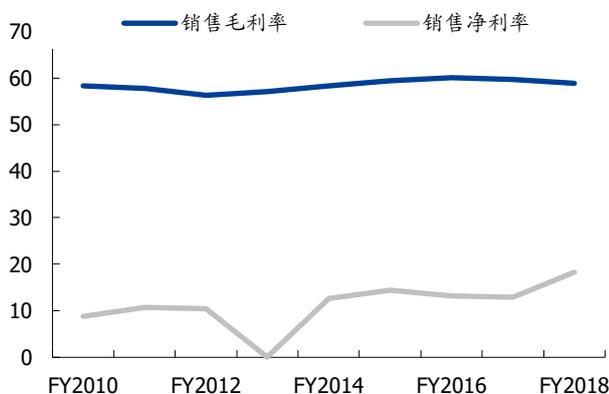
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

生意本质决定经营模式

采用直营模式的企业往往具有高毛利高费用的特征, 而加盟模式下的企业体现为低毛利低费用。星巴克在中国定位中高端消费人群, 品牌文化属性强, 客单价高且复购率高, 在财务上表现为高毛利、高利润。因而星巴克在中国较多采用直营的模式来扩张门店, 保证品牌调性的同时获得更多的利润, 星巴克逐渐收回中国地区的特许经营权转为自营模式体现这一特征。星巴克的销售毛利率水平接近 60%, 2018 财年中国区所有的特许经营门店转为直营门店后, 公司的销售净利率为 18.28%, 息税前利润率为 24.07%, 而 2018 财年之前星巴克的销售净利率一直低于 15%。

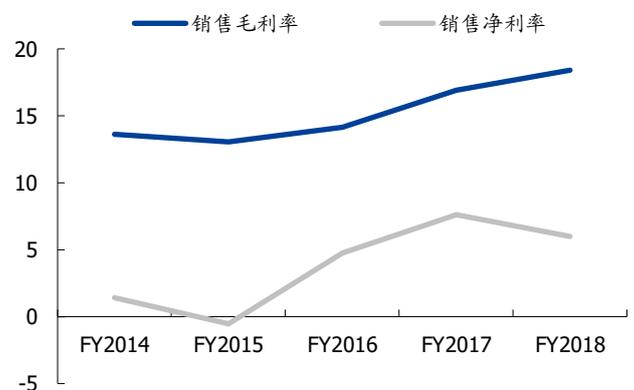
百胜中国定位于大众快餐, 注重规模、周转率, 因而在财务上表现为低毛利、低净利率。2017 财年的销售毛利率为 18.4%, 销售净利率为 6%。特许经营模式可以帮助公司快速实现门店扩张, 提升规模效率, 减轻门店投资的资本支出压力。

图表 11: 星巴克的销售毛利率和销售净利率 (%)



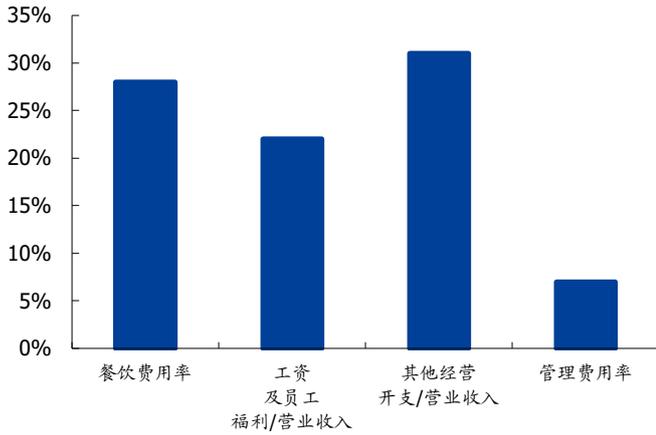
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 12: 百胜中国的销售毛利率和销售净利率 (%)



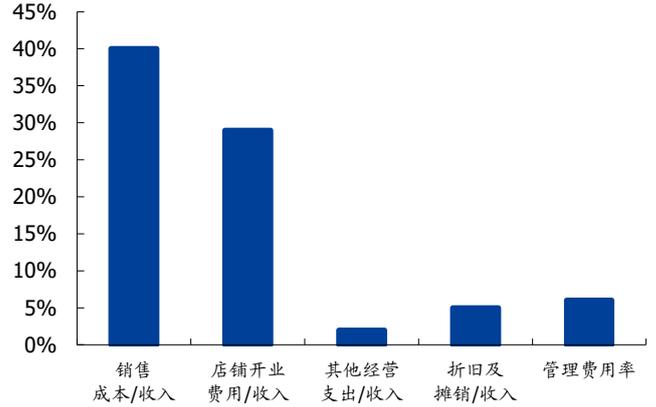
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 百胜中国 FY2017 主要费用支出占营业收入比重



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 星巴克 FY2018 主要费用支出占营业收入比重

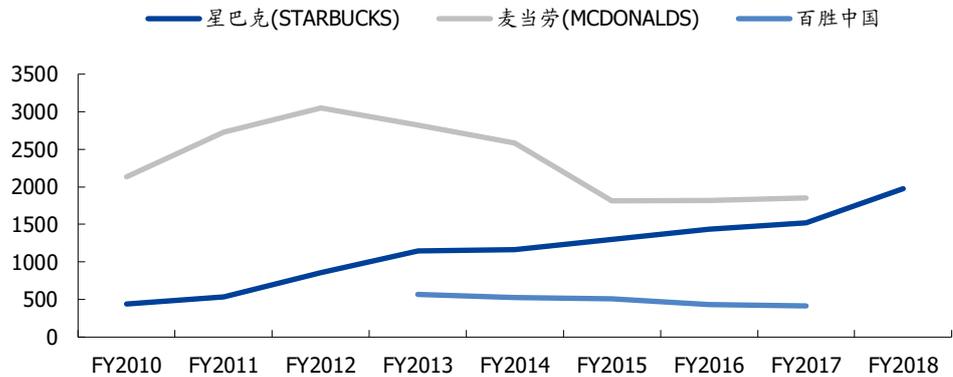


资料来源: wind, 国盛证券研究所

特许经营模式下资本开支较低, 收入和现金流更稳定

特许经营模式属于轻资产模式, 公司不需要自己出资建造门店, 因此资本开支较低, 现金流压力小。从星巴克/麦当劳/百胜中国的经营数据来看, 星巴克近几年的资本开支处于逐年上升的状态, 主要原因是星巴克新开门店较多分布在中国等新兴市场, 而中国市场采用直营模式, 新开门店的计划高速增长导致星巴克的资本开支不断提升。麦当劳和百胜中国的资本开支处于下降趋势, 尽管这两家公司在中国的门店中直营占比较高, 但是麦当劳和百胜中国正往特许经营门店方向发展, 资本开支和现金流压力变小。

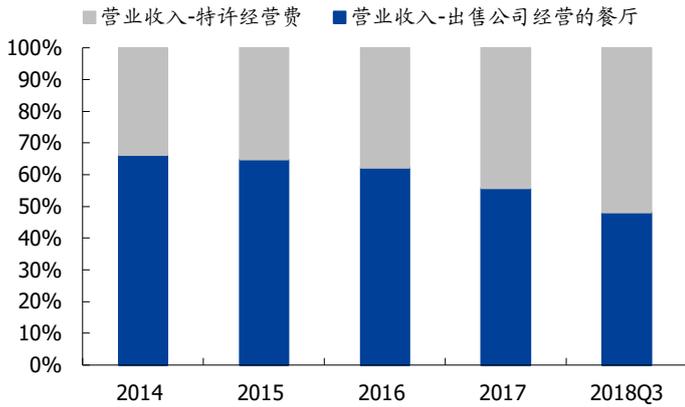
图表 15: 星巴克/麦当劳/百胜中国的资本开支 (百万美元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

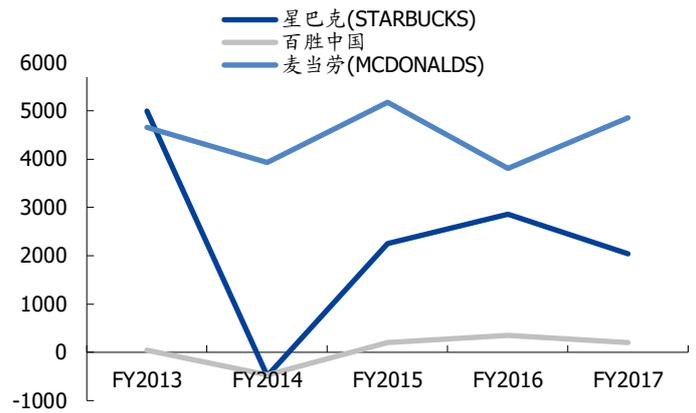
特许经营模式下, 公司的资本开支较低, 公司通过转让经营权将无形资产变成有形资产, 能够积累大量资金, 用较少资本投入迅速扩大公司规模。特许经营模式下公司可以专注于提升供应链的效率, 做到更优化的管理, 提升利润率水平的同时做到门店的迅速扩张。门店的利润率对于加盟商而言具有吸引力, 公司收取加盟费 and 租金/收入分成, 拥有更稳定的收入和现金流。从麦当劳的收入构成来看, 公司营业收入中来自特许经营费的占比逐渐提升, 2018年三季度特许经营费在营业收入中的占比达到 51.8%。从自由现金流角度来看, 以加盟模式为主的麦当劳自由现金流稳定, 而目前直营占比较大的百胜中国和星巴克波动程度较大, 百胜中国的自由现金流较低。

图表 16: 麦当劳的收入构成



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 星巴克/麦当劳/百胜中国的自由现金流 (百万美元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

绝味 VS 周黑鸭: 寻找规模与利润的平衡

绝味和周黑鸭,作为卤制品行业头部的两大连锁品牌,以不同的经营模式各自快速发展。2010-2015年受益消费升级、成本下行、外卖流量红利,是卤制品行业的黄金时代。站在当下,经济周期波动、一二线城市竞争激烈,行业的冠军面临着什么境况,未来将如何发展。我们结合定位及经营模式差异,试图从财务角度分析绝味与周黑鸭的成长路径和未来趋势。

收入端: 绝味量增价稳,周黑鸭暂时回调

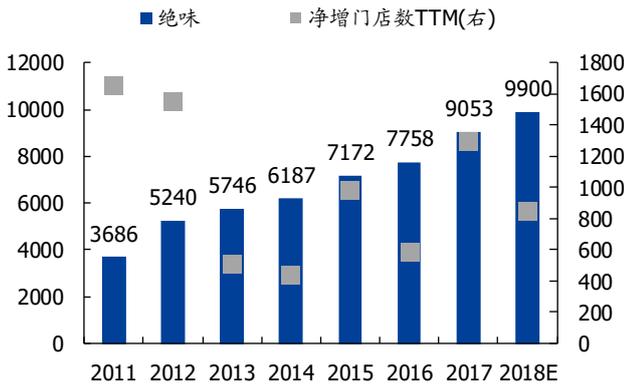
门店数 × 单店收入

加盟模式下,绝味食品增长的主要驱动力来自于门店扩张。拆分单店收入、门店数量来看,庞大的门店基数、快速扩张的新门店是收入增长的主要驱动力。

绝味食品在 2011-2014 年享受门店数量、单店收入齐升的红利。2010-2018 年,公司门店数量增长的 CAGR 约 22%。绝味 2011 年在江西(+328)、重庆(+202)、上海(+146)、云南(+124)、广西(+110)、山东(+107)、北京(+102)等快速复制扩张,可以看出这些地区喜辣、人流量多;2012 年公司重点拓展广东(+430)、江苏(+336)、安徽(+142);2013 年布局浙江(+162)、辽宁(+103),全国扩张已经初步完成。2013 年末,公司开始实施“关低效开高效”的门店调整策略,因而 2014 年门店扩张速度放缓,但整体的单店收入有较大幅度上升。截至 2018 年末,绝味食品门店数量约 9900 家,接近万家。未来公司预计每年新增 800-1200 家门店,门店扩张速度约 10%。

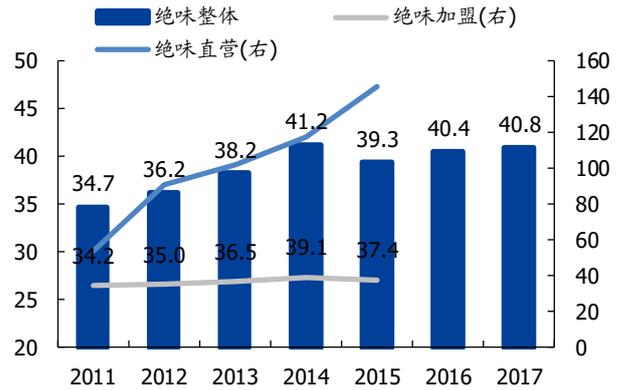
公司对单店的销售额平均值在 40 万左右,其中对加盟门店销售额略低于 40 万元。直营门店单店收入在 140 万以上,但直营门店数量不断减少,占比较低。绝味单店收入较低的原因有以下几点: 1) 加盟模式下,以出厂口径确认收入; 2) 定价较低,绝味以散装为主,定价约 8.5 元/100g,较周黑鸭 MAP 包装 11.9 元/100g 低 40%; 3) 以便利性为主,社区门店密集布局,而周黑鸭门店位于地铁站、商业区等人流量密集区。

图表 18: 绝味食品门店数量增长中枢在 1000 家左右



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 绝味食品整体单店收入(出厂口径)在 40 万元/店



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

直营模式下, 周黑鸭追求开高效店。

周黑鸭每年开店的数量中枢在 200 家左右。自 2013 年至 2017 年门店数量增长的 CAGR 为 27.5%。截至 2018 年上半年, 已有门店 1196 家。公司门店主要集中在湖北、广东, 其次是华东地区。

周黑鸭单店营收额 340 万元左右, 是绝味直营门店 2-3 倍。差异在于周黑鸭产品单价更高, 以及门店多集中于经济发达、人流量密集地区。2017 年以来, 周黑鸭门店单店收入下滑明显, 2017 年单店收入较 2016 年下滑 12.6%至 45.6 万元, 2018 年上半年同比下滑幅度超过 25%。

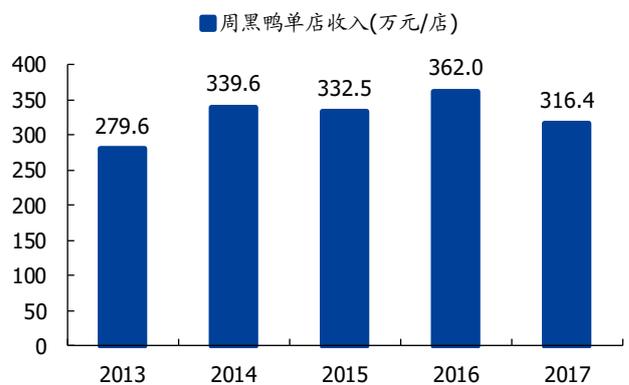
我们认为周黑鸭的单店收入下滑是由于定位较高受到消费挤压、门店扩张导致, 不构成对行业整体的威胁, 原因如下: 1) 周黑鸭客单价在 65 元左右, 是绝味的 2-3 倍, 定位于都市白领, 而这个人群众对价格敏感度较高, 更容易受到经济周期波动影响; 2) 周黑鸭“选址红利”不可持续, 一二线城市竞争日趋激烈, 且在下沉的过程中, 会牺牲单店营收; 3) 周黑鸭市场份额仅占 5%, 行业太过分散, 一家公司不具有代表性; 4) 周黑鸭在武汉地区开店密集, 武汉以外的城市核心商业区店所实现的店均营业额较武汉地区低了 44%。而武汉地区的周黑鸭门店较为特殊, 具有“旅游纪念品”特性。但随着周黑鸭门店向全国铺设, 武汉地区单店收入下滑也是正常的。

图表 20: 周黑鸭门店数量增长中枢在 200 家左右



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 21: 周黑鸭单店收入(零售口径)约 330 万元/店



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

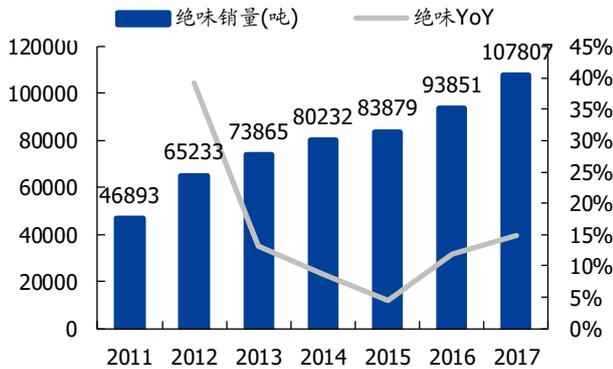
销量×平均单价

绝味食品：量增驱动收入增长，单价涨幅与CPI增幅相近。

拆分量价来看，绝味食品收入增长的驱动力主要来自于销量。

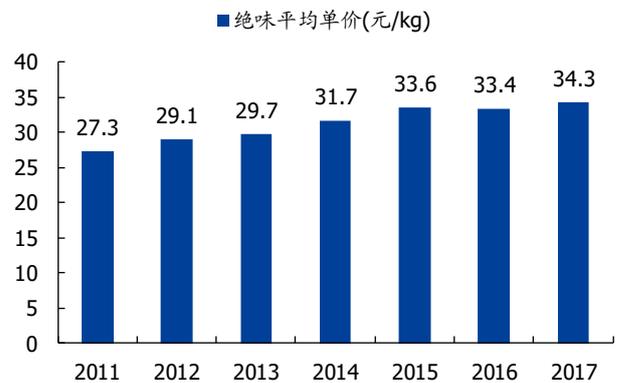
单价变化较为平缓，2011-2017年销售单价增长的CAGR为3.9%。经对比发现，公司历年平均单价的提升与采购成本并无明显关系，与CPI增幅相近。2017年绝味食品出厂价34.3元/kg，换算为零售价约57.2元/kg，较周黑鸭低45%。

图表 22: 绝味食品销量近两年保持双位数增长



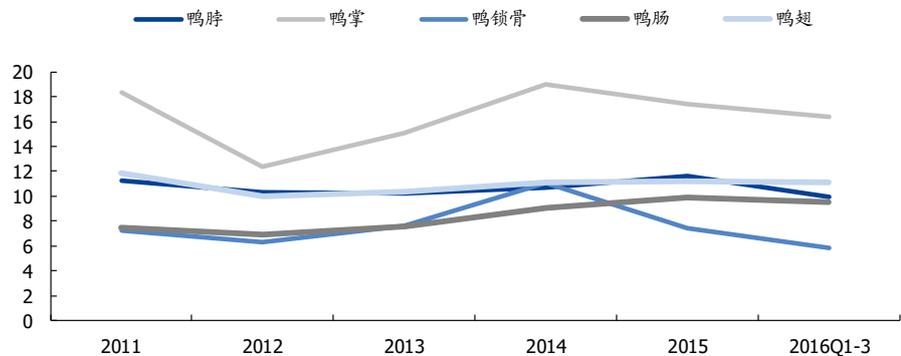
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 23: 绝味食品整体单店收入(出厂口径)在 40 万元/店



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 24: 绝味食品鸭副产品采购价格变化(元/公斤)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

周黑鸭：受经济周期波动销量下滑，平均单价几近行业天花板。

周黑鸭客单价超过 65 元，经济周期波动、竞争激烈影响销量。2018 年以来，受到宏观经济周期波动影响，经济数据增速下行，挤压高端消费（卤制品行业内相对而言），公司销量首次出现下行。此外，周黑鸭扩张速度较慢，进入新市场时间晚导致抢占市场份额难度提升。周黑鸭以每年 200-300 家门店拓展一二线城市，速度慢于加盟模式的竞争对手，导致销量下滑。

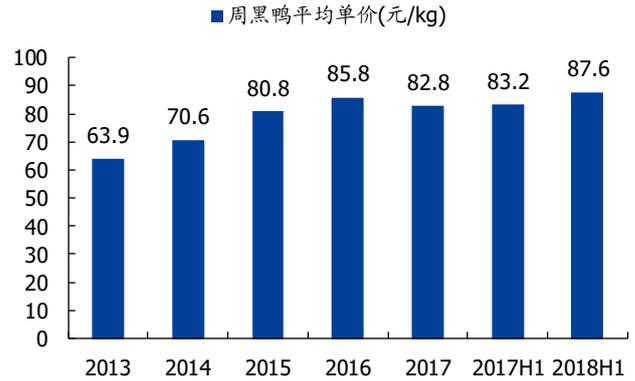
周黑鸭 2013-16 年单价的增长来自于 MAP 包装占比提升，未来单价提升难度高。自 2013 年开始，周黑鸭逐步推广 MAP 锁鲜包装，放弃散装。MAP 包装又称气调包装技术，将氮气冲入包装内以防止食品变质。随着 MAP 包装从 2013 年占比 37.8%，提升至 2016 年占比 89.4%，公司的平均单价从 63.9 元/kg 上行至 85.8 元/kg。这个价格几乎是行业的天花板，较绝味食品的零售价高出 45%。未来周黑鸭平均销售单价的提升难度较大。

图表 25: 周黑鸭 2018H1 首次出现销量下滑



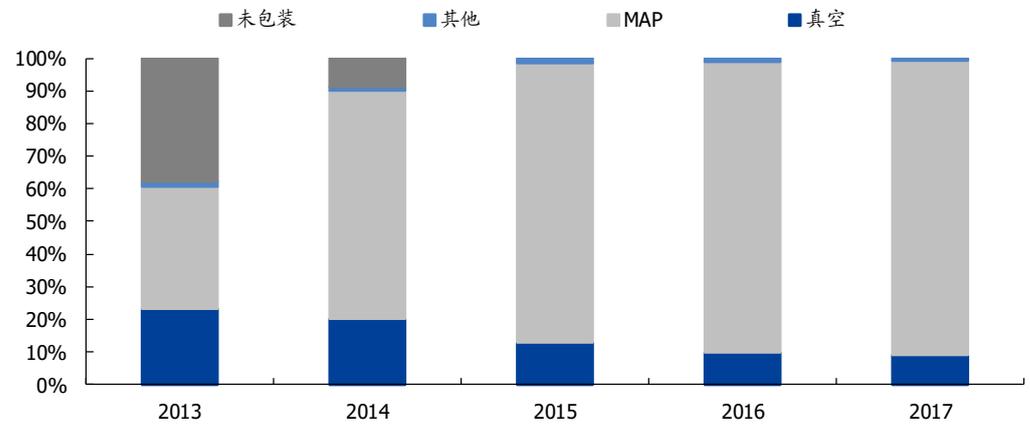
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 26: 周黑鸭平均销售单价略有下滑



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 周黑鸭 MAP 包装产品销售占比从 37.8% 上升至 90.3%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

毛利率&费用率: 绝味精益化、周黑鸭高举高打

毛利率: 绝味低于周黑鸭, 但上行趋势明显

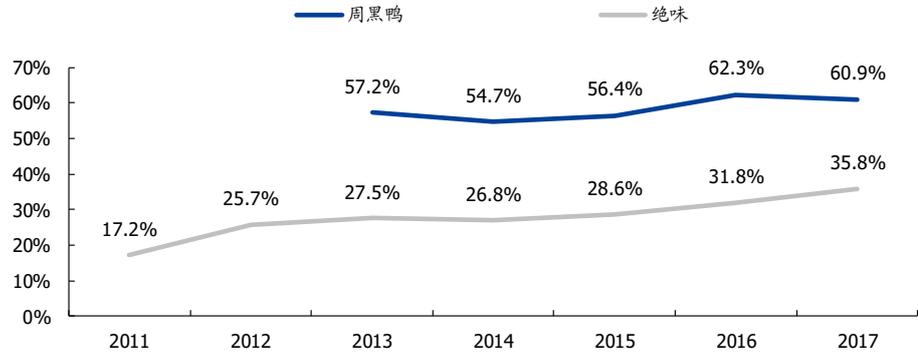
直营模式下周黑鸭高举高打, 完成 MAP 包装的普及后毛利率超过 60%。2013-2016 年周黑鸭毛利率水平的提升主要来自于包装化占比提升推高平均单价。包装化红利将尽、提价空间较低, 毛利率预计保持平稳。

绝味毛利率仍有上行空间, 但当前仍以扩张下沉为首要目标, 不会轻易调价。绝味的毛利率水平上行空间来自于:

- 1) 成本端采购价格下行, 提升毛利率水平。2014 年毛鸭价格大幅上行, 其中鸭脖采购价上行 4.6%, 鸭锁骨采购价上行近 46%, 鸭掌采购价上行约 26%, 绝味的毛利率水平下降 0.7 个百分点。2015 年之后, 玉米价格下跌带来毛鸭养殖成本下降、毛鸭产能充足, 致使鸭副产品采购成本进入下行通道。2015/16 年毛利率水平较 2014 年提升, 分别为 28.6%/31.8%, 主要由采购成本下降贡献。
- 2) 仓储能力、生产效率提升。公司的原材料主要采购自山东地区, 可转债建设项目山东 3 万吨仓储中心落成后, 将进一步减少公司采购成本波动, 平滑毛利率水平。此外公司新建 7.93 万吨产能, 用于替代租赁产能将提升生产效率, 改善毛利率水平。

3) 公司具备成本转嫁能力, 2017年底公司为抵消成本上升压力, 在部分成熟地区提升主力销售品种价格。随着公司门店扩张、市场份额提升, 提价能力也相应增强。
4) 从加盟商利润空间看, 绝味具备提价空间。绝味加盟商的毛利率40%, 净利率约15%, 比公司的盈利水平高。相比于周黑鸭加盟门店(历史留存)的毛利率水平在15-20%, 绝味仍有提高出厂价的空间。
但公司当前仍然以门店扩张下沉, 替代夫妻老婆店为主要目标, 不会轻易提价。

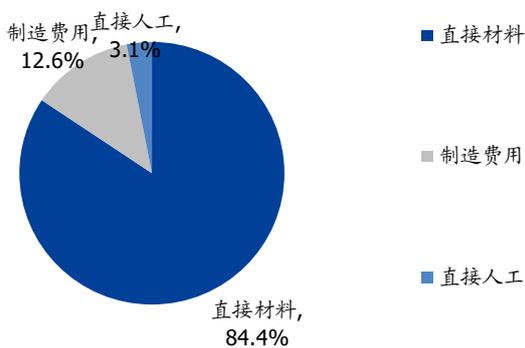
图表 28: 周黑鸭毛利率水平高于绝味



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

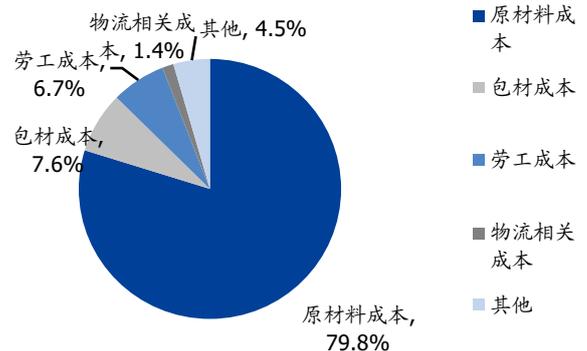
生产销售模式决定绝味食品制造费用占比较高, 而周黑鸭包装成本占比高。绝味食品直接材料占比84.4%, 制造费用占比12.6%, 直接人工占比3.1%。由于在全国布局19个生产基地, 以300-350公里为配送半径, 绝味的制造费用占比较高。
周黑鸭原材料成本占比近80%, 由于MAP包装、真空包装产品合计占比达到99.3%, 包材成本占比7.6%。周黑鸭采用中央工厂+全国配送模式, 目前投产工厂仅有河北、湖北2个工厂, 广东、江苏及四川工厂在建。周黑鸭在上海、武汉及深圳设立分仓店, 采用高铁+顺丰B2C物流。

图表 29: 绝味食品成本构成(2015年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 周黑鸭成本构成(2015年)

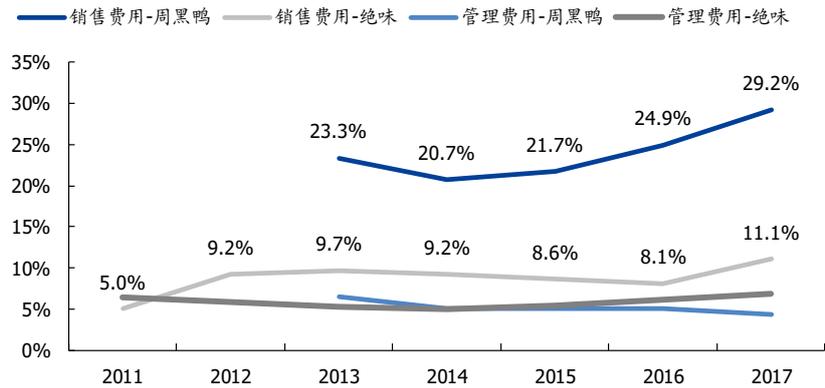


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

费用率: 绝味稳健, 周黑鸭销售费用率上行

绝味销售费用率保持在8-10%, 2017年加大营销投入首次超过10%, 预计2018年会回落至8-9%。周黑鸭销售费用率上行明显, 自2014年20.7%上升至2017年的29.2%。管理费用率绝味、周黑鸭保持平稳, 绝味略高于周黑鸭。

图表 31: 绝味 vs 周黑鸭费用率水平比较



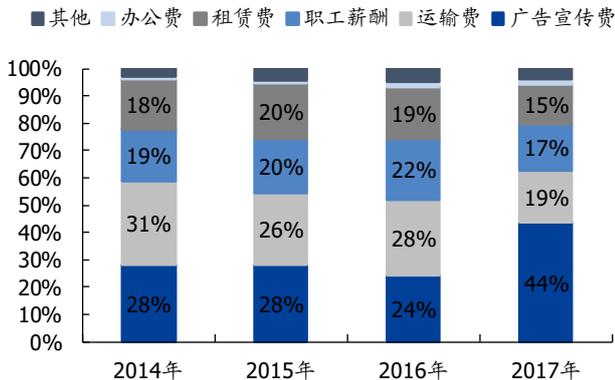
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

加盟模式下, 绝味的广告费、运输配送费占据销售费用近半壁。绝味为了引导消费者进行品牌消费, 为加盟店导流, 公司通过一系列接地气、性价比高的广告方式, 如报纸、车身、楼宇、电视宣传等。此外, 公司的广告宣传费用还包括门店的统一装修、门店改造升级, 以及与饮料等产品进行联合促销活动。

绝味配送效率提高。绝味每天从 19 个生产基地对各门店进行冷链配送, 因而运输费在销售费用中占比较高。公司与第三方冷链物流合作, 以冷链运输为主, 运输时间一般不超过 4 小时, 覆盖 300-350 公里范围。公司的配送效率可以用运输费用/营业收入来衡量, 运输费用占比越小, 说明配送效率越高。绝味运输费用占营收比从 2013-14 年的 2.6%-2.8%, 下降到 2017 年占比 2.1%。

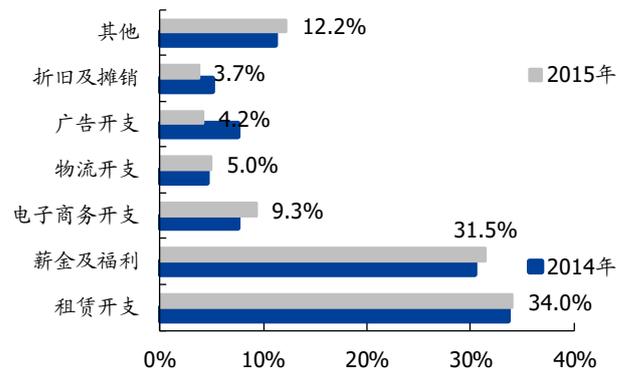
直营模式下, 周黑鸭门店的租赁费、人工开支占据销售费用的 65%以上。绝味将租赁费用、大部分人工费用都转移至加盟商, 这两部分构成终端门店的最大成本。经过简单测算得出周黑鸭 2015 年单店租金在 32.4 万元/年, 考虑周黑鸭多布局在地铁站、商业区, 这个数据较为合理。

图表 32: 绝味食品销售费用构成



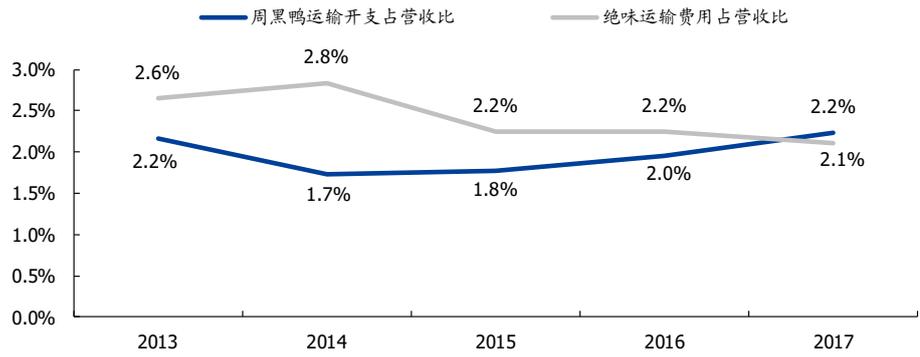
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 周黑鸭销售费用结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 绝味 vs 周黑鸭配送效率比较



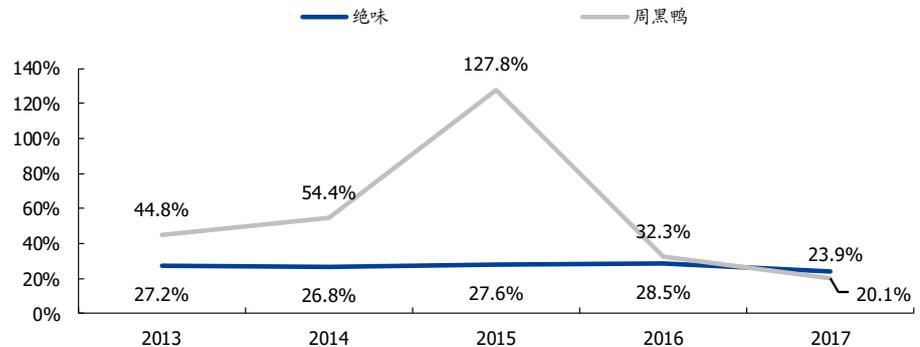
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

ROE: 绝味稳中有升, 周黑鸭波动大

绝味 ROE 水平稳中有升, 依靠销售净利率提升驱动。绝味销售净利率从 2013 年的 8.5% 提升至 2017 年的 12.9%。总资产周转率、权益乘数略有下滑, 但仍处于健康稳健的水平。

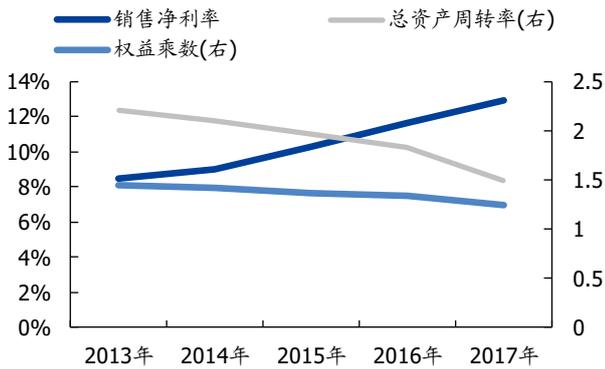
周黑鸭 ROE 水平波动较大。周黑鸭的 ROE 水平主要由总资产周转率、权益乘数驱动, 2015 年存货、应付款科目波动明显。

图表 35: 绝味 vs 周黑鸭 ROE 比较



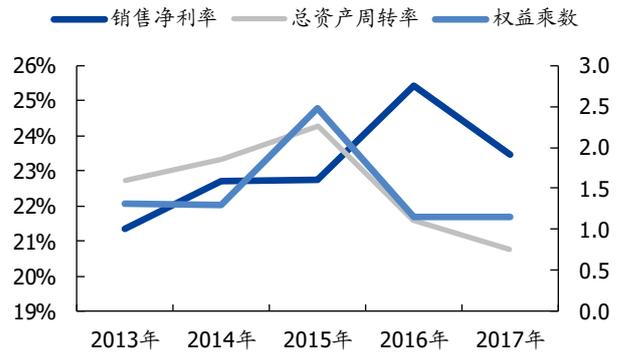
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 绝味食品 ROE 拆分



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 37: 周黑鸭 ROE 拆分



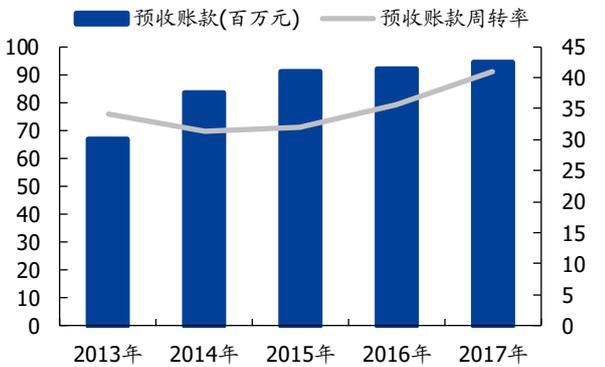
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

运营效率: 绝味周转加速, 周黑鸭周转放缓

绝味预收账款多, 且周转加快。从销售模式来看, 绝味对加盟商的销售首先进入预收账款, 根据每日配送数量、加盟商收货确认后, 再确认收入。这种销售模式决定公司基本上没有应收账款。绝味的运营效率不断提升, 2017 年公司的预收账款 0.94 亿元, 预收账款周转率约 41 次。

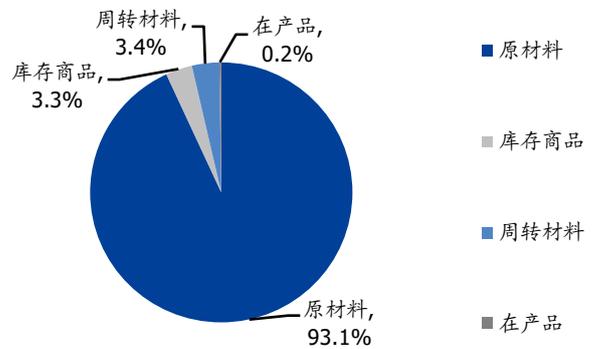
绝味存货结构中原材料为主。绝味的存货周转天数从 2013 年 41.3 天上升至 2017 年 60.7 天, 但公司存货构成中 93.1%均为原材料, 公司在采购价较低的时候进行囤货以锁定成本。

图表 38: 绝味食品预收账款及周转率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 绝味食品存货构成(2017年)

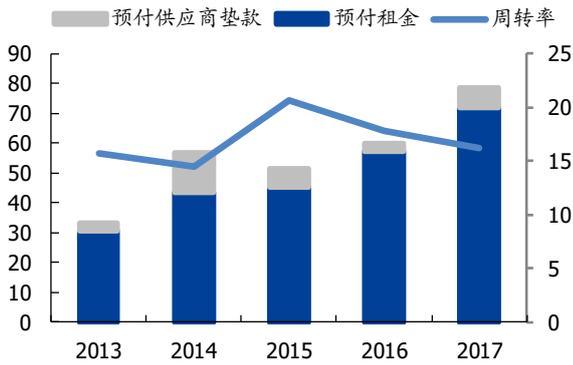


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

周黑鸭门店自营, 预付租金多, 周转速度下滑。周黑鸭由于直营模式运作, 门店销售直接确认收入, 因而没有预收款项, 应收账款也很低, 周转天数在 1-2 天。同时随着自营门店增多, 公司流动资产中预付租金增加, 2017 年预付租金 0.72 亿元。自 2015 年之后, 周黑鸭预付租金、预付供应商垫款的周转率开始下滑。

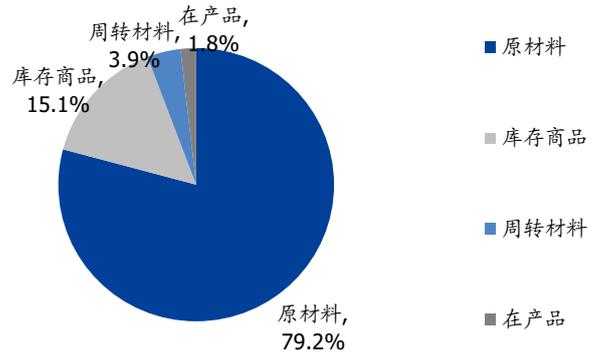
周黑鸭存货同样以原材料为主, 库存商品占比高于绝味。周黑鸭存货构成中原材料占比 79.2%, 库存商品占比 15.1%。库存商品占比高于绝味的原因是直营门店内在售商品仍然属于公司库存商品。单独计算周黑鸭库存商品周转率, 发现该周转率自 2015 年 55.5 的高位持续下行, 2017 年库存商品周转率为 33.9。

图表 40: 周黑鸭预付租金、供应商垫款(百万元)及周转率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 周黑鸭存货构成(2017年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

小结: 推荐绝味食品

当前时点推荐主业稳健增长, 全国门店布局基本成型, 供应链效率持续改善的绝味食品。

1) 未来 2-3 年公司收入增长仍由门店扩张贡献, 预计门店增速双位数。公司当前门店数量约 9900 家, 开店上限在 22000 家左右, 仍有翻倍空间。预计公司未来 2 年仍保持 800-1200 家门店的开店速度。

2) 整体单店收入保持 3-5% 增长。公司通过门店升级、拓展新品类、促销活动、成熟地区提价等方式, 能够维持整体单店收入 3-5% 增长。例如, 公司近期在湖南、武汉地区尝试推广“椒椒有味”串串店, 目前门店数量近 20 家, 19 年目标增至 200 家门店。

3) 上游成本压力下行, 毛利率有望提升。2018 年四季度以来, 上游鸭副产品采购价格已经出现下行趋势, 成本压力减缓。由于毛鸭养殖周期较短, 预计毛鸭价格 2019 年会继续下行, 有望提升公司毛利率水平。

4) 可转债落地, 供应链效率持续改善。公司已经在全国布局 19 个生产基地, 门店下沉和布局加密边际成本低, 摊薄配送费用。可转债落地后, 7.93 万吨新建产能缓解产能紧张局面, 自建产能替换租赁产能提高生产效率, 新建山东仓储中心将进一步平滑毛利率波动。

绝味食品投资建议: 预计 2018/19/20 年营收 43.69/49.80/56.70 亿元, 归母净利润 6.47/7.79/9.21 亿元, 对应 PE 24.8/20.6/17.4 倍, 给予“买入”评级。

图表 42: 行业可比公司估值(2019/1/27)

股票代码	公司名称	总市值	营收规模	2018 EPS	2019 EPS	PE TTM	2018 PE	2019 PE	2020 PE	PS
01458.HK	周黑鸭	93.2	32.5	0.28	0.30	11.1	12.2	11.5	10.6	2.4
002695.SZ	煌上煌	53.1	14.8	--	--	28.3	--	--	--	3.6
002507.SZ	涪陵榨菜	178.1	15.2	0.82	1.01	28.1	27.7	22.5	18.2	11.7
002557.SZ	洽洽食品	104.9	36.0	0.79	0.94	27.2	26.4	21.9	18.7	2.9
603866.SH	桃李面包	240.0	40.8	1.39	1.70	38.8	36.7	29.9	24.1	5.9
	平均值		27.9	0.82	0.99	26.7	25.7	21.5	17.9	5.3
603517.SH	绝味食品	160.6	38.5	1.58	1.90	25.0	24.8	20.6	17.4	4.2

资料来源: wind, 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，尤其是在门店已经密集的一二线城市。如果未来竞争加剧，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所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