

2019年02月23日

固本培元，卤味一绝
买入（首次）

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,850	4,368	5,032	5,714
同比(%)	17.6%	13.5%	15.2%	13.6%
归母净利润(百万元)	502	642	783	940
同比(%)	31.9%	27.9%	22.0%	20.1%
每股收益(元/股)	1.22	1.56	1.91	2.29
P/E(倍)	31.05	24.28	19.90	16.57

投资要点

- **迎万店，再远航，卤味龙头正出发。**绝味食品成立于2008年，以综合信息系统、供应链整合体系为基础，采取“以销定产”生产模式，专注于休闲卤制食品的开发、生产和销售，力图打造国内休闲卤制食品连锁企业品牌。门店开拓上，公司采取“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的组合模式，截至18H1在全国共有门店9459家，覆盖30个省市，销售网络覆盖率和门店数量居于行业第一。
- **行业空间大+成长快，双子星格局已现。**我国休闲卤制品行业发展迅速，17年行业规模767亿元，同增+20.4%，五年CAGR达19.2%；行业CR2约为14%，以绝味&周黑鸭为首的竞争格局清晰。**绝味的竞争优势体现在**1) **生产端**：绝味全国范围内布局20多家生产基地，实现冷链生鲜、日配到店，部分核心工厂已满足柔性供应链基础要求；2) **产品端**：通过丰富口味、开发SKU、创新包装等方式，提升产品效能，卤制蔬菜等产品创收能力喜人；3) **渠道端**：整合约9500多个终端资源，利用后仓空间、优化前店软硬件、融合线上线下等方式，全方位提升空间效能，我们测算得出17年绝味单店收入45.4万元，同增+4.6%。
- **绝味可持续成长逻辑清晰。**1) **开店空间广阔。**我们测算，绝味全国门店容量预计达23191家，按目前每年800-1200家新增门店的开店节奏，成长确定性较高；2) **渠道利润优秀。**根据草根调研，绝味加盟店启动资金约10万元，投资回收期约在12-18个月。综合来看，渠道利润水平与可持续性高于同类食品加工零售店，普适性广泛、三四线城市易下沉，加盟绝味是门好生意。3) **平台化零售模式可复制。**18年推出串串品牌“椒椒有味”，门店效益匹敌卤制品，多元化发展提高绝味天花板。
- **积蓄高势能，看龙头穿越周期。**1) **业务延伸：跨品系经营，玩转“辣”艺术。**多维度辣味产品，突破消费者对辣味的地域性偏好；多品类经营，突破单品生命周期；2) **单店提升：探索门店升级，线上赋能线下。**在线下，公司已初步进军交通枢纽地带，同时推进高势能门店形象升级，加强对客流的深度获取；在线上，通过O2O官方平台引流线下，打通“最后一公里”，提升单店收入；3) **管理提效：优化加盟商、战略人才管理体系。**设立四级加盟管理委员会，施行加盟商间组织管理；开办绝味管理学院，体内培育+体外转化为公司不断输送优质人才，围绕“基层战区化，中层片区化，总部精简化”改革，持续提升运作效率。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计18-20年，绝味营收43.7/50.3/57.1亿元，同比增速13.5/15.2/13.6%；归母净利6.4/7.8/9.4亿元，同比增速27.9/22.0/20.1%，对应EPS分别为1.56/1.91/2.29元。当前股价对应18-20年PE为24X、20X、17X，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，动物疫情或自然灾害风险，市场竞争加剧，加盟模式管理风险，大股东减持风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	38.00
一年最低/最高价	29.98/49.68
市净率(倍)	5.43
流通A股市值(百万元)	6220.69

基础数据

每股净资产(元)	7.00
资产负债率(%)	25.17
总股本(百万股)	410.00
流通A股(百万股)	163.70

内容目录

1. 休闲食品行业——万亿行业 10%增长，卤味赛道 20%增速领先	5
1.1. 论增速：禽类卤制品>休闲卤制品>休闲食品行业	5
1.2. 谈驱动：“辣上瘾”养成黏性，渠道物流提升消费频次	6
2. 休闲卤制品行业——绝味高速扩张塑护城河，周黑鸭坚持直营走高端化	8
2.1. 生产端：全国化布局 VS.区域性建厂	8
2.2. 产品端：多品零售 VS.单品为王	9
2.3. 渠道端：加盟扩张 VS.直营做大	10
3. 卤味龙头——如何评价绝味增长的可持续性？	12
3.1. 市场空间大+渠道利润壁厚，为开店节奏保驾护航	12
3.1.1. 门店容量预计达 23191 家，十年成长无虞	12
3.1.2. 加盟门槛低+投资回收期合理，绝味是门好生意	13
3.2. 产品渠道蓄势，看卤味龙头穿越周期	15
3.2.1. 业务延伸：平台化零售商思维，穿越单品生命周期	15
3.2.2. 单店提升：探索门店升级，线上赋能线下	15
3.2.3. 管理优化：独创加盟商、战略人才管理培训体系	17
3.3. 多元发展开拓新增长点	19
4. 财务分析	22
4.1. 毛利率持续上升，来自提价能力与成本管理力	22
4.2. 加盟模式稳步扩张，期间费用率逐步压缩	23
4.3. 高周转率驱动高 ROE	25
4.4. 开店节奏合理，助经营性现金流持续向好	26
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1. 核心假设	26
5.2. 盈利预测	26
5.3. 估值与投资建议	27
6. 风险提示	29

图表目录

图 1: 我国休闲食品行业规模及预测 (单位: 亿元)	5
图 2: 我国休闲卤制品行业规模 (单位: 亿元)	5
图 3: 休闲食品行业中市场份额与增速 Top2 子板块	5
图 4: 休闲食品行业规模分品类/分渠道拆分	6
图 5: 2017 年餐饮口味偏好, 辣味第一占比 27.6%	7
图 6: 2017 年线上零售销售发展程度	7
图 7: 线上、线下销售渠道在新零售融合中的商业模式	7
图 8: 休闲卤制品行业龙头公司市占率 (%)	8
图 9: 休闲卤制品龙头公司收入 (单位: 亿元)	8
图 10: 绝味食品与周黑鸭生产基地布局	9
图 11: 绝味食品产品线	9
图 12: 周黑鸭产品线	9
图 13: 绝味食品收入全国分布/门店选址占比/上海地区开店统计	11
图 14: 周黑鸭收入全国分布/门店选址占比/上海地区开店统计	11
图 15: 绝味四代店外观设计	16
图 16: 绝味四代店内陈设	16
图 17: 绝味每月新增会员数与订单数 (单位: 百万)	16
图 18: 绝味月度线上支付增加额 (单位: 百万元)	16
图 19: 绝味食品股份有限公司股权结构图	17
图 20: 绝味管理学院运营模式	18
图 21: 绝味四级加盟管理委员会体系	18
图 22: 绝味向前五大加盟商销售额及占绝味营收比 (右轴)	19
图 23: 火锅 (狭义) 与串串行业毛利率区间范围	19
图 24: 卤制品与串串香行业集中度对比	19
图 25: 椒椒有味串串门店	20
图 26: 大众串串门店	20
图 27: 椒椒有味产品	21
图 28: 椒椒有味门店图	21
图 29: 毛鸭主产区均价 (单位: 元/公斤)	22
图 30: 50 个城市平均鸭价 (单位: 元/公斤)	22
图 31: 鸭苗均价及增速	22
图 32: 鸭苗与鸭价走势	22
图 33: 绝味食品历年禽类业务毛利率 (%)	23
图 34: 周黑鸭历年禽类业务毛利率 (%)	23
图 35: 绝味存货/应收账款周转天数 (单位: 天)	25
图 36: 周黑鸭存货/应收账款周转天数 (单位: 天)	25
图 37: 绝味食品 PE-Band (倍)	28
图 38: 周黑鸭最近一年 PE-Band (倍)	28
表 1: 休闲卤制品细分赛道规模及预测 (单位: 亿元)	6
表 2: 绝味食品与周黑鸭产能利用率&产销率 (单位: 万吨)	8

表 3: 近三年绝味食品与周黑鸭收入拆分一览 (单位: 亿元)	10
表 4: 绝味食品与周黑鸭线下渠道 (门店) 收入拆分	10
表 5: 长沙市为绝味门店发展最为成熟地区	12
表 6: 绝味食品门店潜在开店量测算	12
表 7: 绝味食品加盟店日常经营简单	13
表 8: 绝味食品加盟商门店经营测算 (按单店 15 平米测算)	14
表 9: 绝味食品线上平台 SKU 丰富 (单位: 亿元)	15
表 10: 绝味 O2O 收入占比持续提升	16
表 11: 绝味食品董事、高管履历	18
表 12: 毛利率弹性测算 (以 2016.1-9 月数据为基准)	23
表 13: 2016.1-9 月绝味食品主要原材料采购价格 (单位: 元/公斤)	23
表 14: 绝味食品三费率 (%)	24
表 15: 绝味食品销售费用细拆 (单位: 百万元)	24
表 16: 可比公司净资产收益率情况	25
表 17: 绝味食品经营性现金流情况 (单位: 百万元)	26
表 18: 可比公司经营性现金流对比 (单位: 百万元)	26
表 19: 绝味食品盈利预测表 (单位: 百万元)	27
表 20: 休闲零食行业上市公司估值表 (单位: 倍)	28

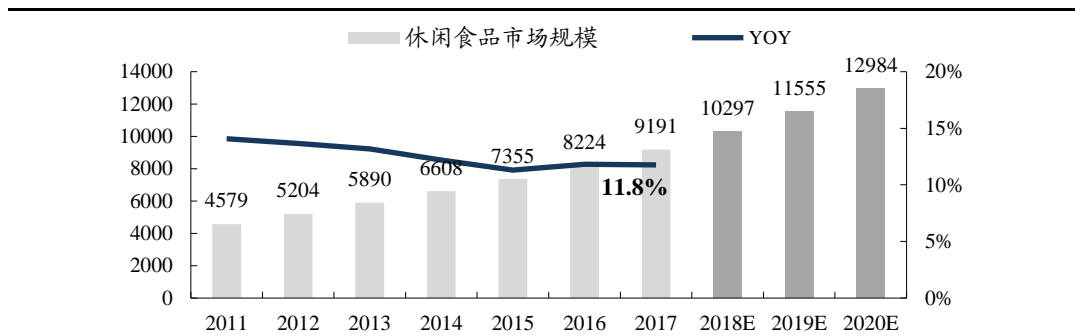
1. 休闲食品行业——万亿行业 10%增长, 卤味赛道 20%增速领先

1.1. 论增速: 禽类卤制品>休闲卤制品>休闲食品行业

结论一: 休闲食品行业是朝阳产业

万亿行业维持 12% 中高速增长。根据中商产业研究院的定义,“休闲食品”指代一切方便包装类食品,是一类正餐以外、充饥性需求较弱、强调消费场景化、满足更多维度需求(包括功能延伸、健康诉求、情绪融入等)、单品或多品类创意融合的即食食品。Frost&Sullivan 数据显示,我国休闲食品行业市场规模 2017 年达 9191 亿元,5 年 CAGR 达 12.0%,并预计未来 3 年行业将以 12.2% 的复合增速增长,至 2020 年达到 12984 亿元规模。

图 1: 我国休闲食品行业规模及预测 (单位: 亿元)

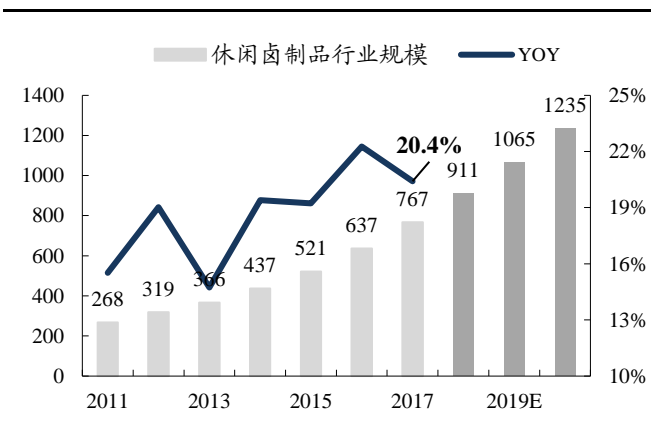


数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

结论二: 休闲卤制品是休闲食品行业中成长性优良的子板块。

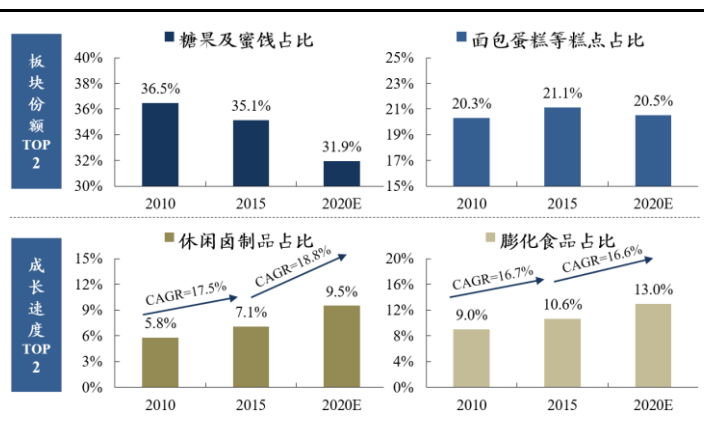
从细分品类来看,休闲食品主要包含卤制品、糖果蜜饯、面包糕点、膨化食品、炒货坚果、饼干六大类,其中占比最高的为糖果蜜饯(35%)、面包糕点(21%);膨化食品(11%)、卤制品(7%)虽然在休闲食品行业中占比尚低,但增速领先于其他子板块,据 F&S 预计,2015-2020 年我国休闲卤制品行业规模复合增速将达 18.8%。

图 2: 我国休闲卤制品行业规模 (单位: 亿元)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 3: 休闲食品行业中市场份额与增速 Top2 子板块



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

结论三：禽类卤制品是休闲卤制品中成长性优良的细分赛道。

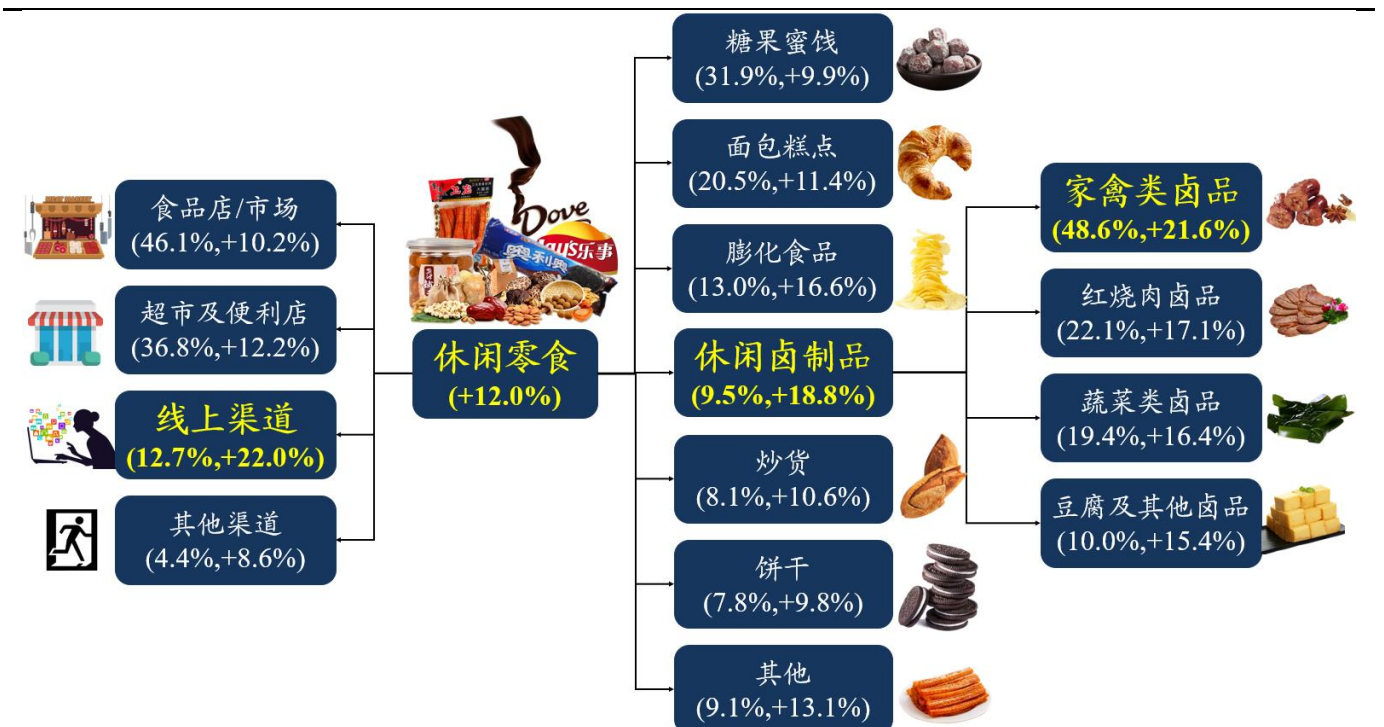
论增速：禽卤品>卤肉>蔬菜卤制品>豆卤。据 F&S 预计，到 2020 年家禽类卤品在休闲卤制品行业中占比能接近 50%、红烧肉卤品&蔬菜类卤品各约 20%、豆腐类卤品约 10%，预计 15-20 年家禽类卤品赛道规模 CAGR 能达到 21.6%，成长性为板块第一。

表 1: 休闲卤制品细分赛道规模及预测 (单位: 亿元)

品类	2010	2015	2020E	品类	2010	2015	2020E
(1)家禽类卤品	88	226	600	(2)蔬菜类卤品	56	112	239
占比	38%	43%	49%	占比	24%	21%	19%
5年 CAGR	-	20.8%	21.6%	5年 CAGR	-	14.9%	16.4%
(3)红烧肉卤品	59	124	273	(4)豆腐卤品等	29	60	123
占比	25%	24%	22%	占比	13%	11%	10%
5年 CAGR	-	16.0%	17.1%	5年 CAGR	-	15.7%	15.4%

数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 4: 休闲食品行业规模分品类/分渠道拆分



注: (a, +b%) 中 a 表示预计 2020 年细分赛道份额在行业中占比, b 表示 2015-2020E 年细分赛道 CAGR。

数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

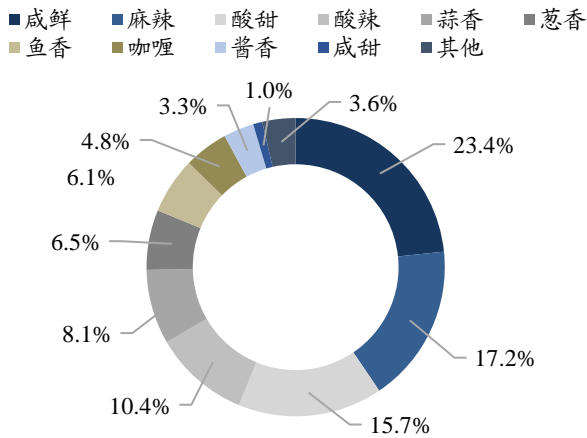
1.2. 谈驱动：“辣上瘾”养成黏性，渠道物流提升消费频次

辣味受众基数大，休闲零食无辣不欢。《2018 全国调味品行业蓝皮书》显示，全球吃辣人群达到 25.24 亿人，辣味调味品占有调味品 30.88%，辣作为主要味觉基调，受众基数广泛、具有更强的味觉辨识度，让消费者有良性上瘾感，可以提高产品复购率。

1) 从线下餐饮来看，17 年餐饮行业食客口味偏好中辣味（麻辣、酸辣）占比最高，占比达 27.6%；**2) 从线上零售来看**，17 年线上辣味零食销售额占休闲零食的 27%，同比

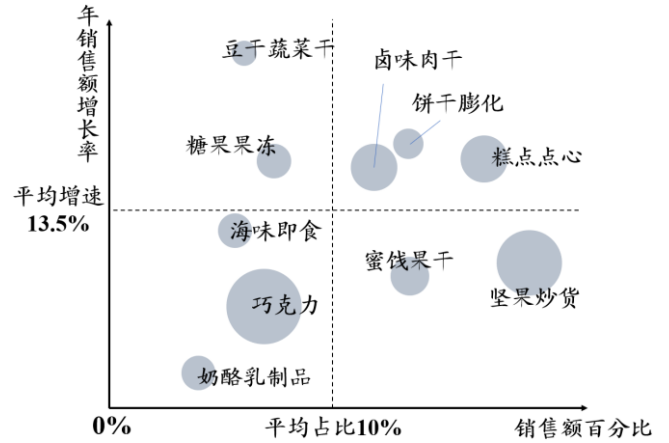
+2pct; 其中卤制品年销售增长率约为 15%，销售额约占 60%的辣味零食，占线上零食零售总额的 10%以上。据大象公社统计，湖北、湖南、江西、四川、云南、贵州、重庆七个中国主要食辣区域向外输出的流动人口占据中国劳动人口输出的 40%以上，随着人口大量输出到北上广深产生的集聚效应，辣的偏好作为一种饮食文化逐渐风靡全国各地。

图 5: 2017 年餐饮口味偏好, 辣味第一占比 27.6%



数据来源: 中国烹饪协会, 东吴证券研究所

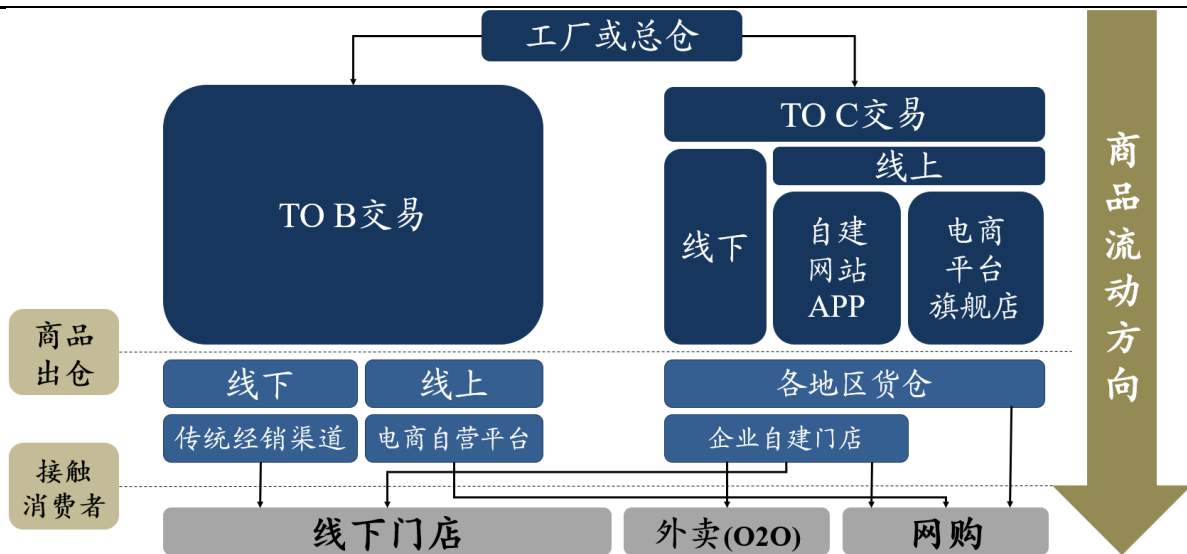
图 6: 2017 年线上零售销售发展程度



注: 气泡大小表示客单价, 越大则客单价越高。
数据来源: 阿里数据, 东吴证券研究所

渠道物流发展为消费者提供多触点、便捷化的多场景购物解决方案。目前, 休闲零食企业重视线上、线下双渠道发展, 并积极探索自营渠道, 通过线上、线下相互组合加成, 带来更多消费场景可能性和更便捷的消费解决方案; 例如 1) 自营门店与外卖平台结合, 可带来 O2O 快送业态, 做到门店即货仓; 2) 数字化管理系统实时管理库存、高效调度物流, 减轻门店库存压力, 让货品“跑”在路上, 带来物流即仓储的可能。休闲食品具备代餐、消遣、功能三大特性, 渠道的打通和物流的高效化为增强消费便捷度、提升复购频率提供了良好的基础。

图 7: 线上、线下销售渠道在新零售融合中的商业模式

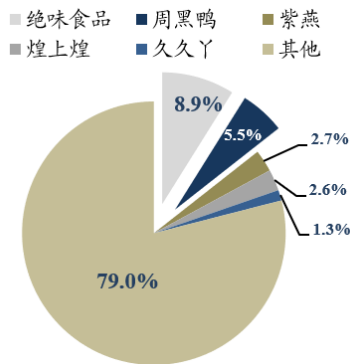


数据来源: EO Intelligence, 东吴证券研究所

2. 休闲卤制品行业——绝味高速扩张塑护城河，周黑鸭坚持直营走高端化

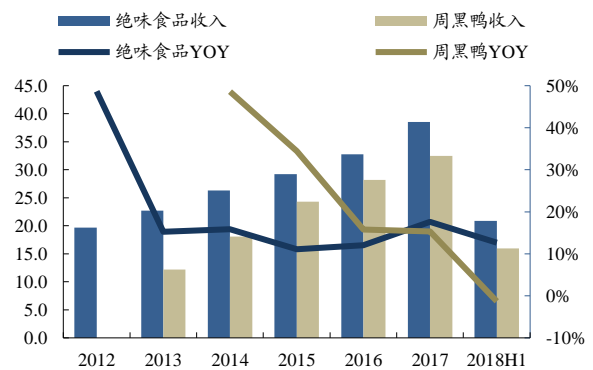
我国卤制品行业“双子星”的竞争格局明显，龙头集中度尚低。目前卤制品行业的经营模式主要有三种：小作坊（数量占 90%）、区域性、全国连锁经营模式，行业尚未经历大规模洗牌阶段，格局较为分散；截至 2016 年中，卤制品行业 CR2=14.4%，绝味、周黑鸭处于卤制品行业的第一梯队。**绝味食品、周黑鸭**凭借全国连锁（规模生产、统一配送、连锁销售）的业务模式和可复制的经营策略，借助品牌优势和技术优势，实现了 1) 空白市场的开拓；2) 替代作坊性、区域性企业。

图 8: 休闲卤制品行业龙头公司市占率 (%)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图 9: 休闲卤制品龙头公司收入 (单位: 亿元)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.1. 生产端: 全国化布局 VS.区域性建厂

基地布局是生鲜卤品供应的“主动脉”。绝味和周黑鸭作为全国连锁品牌，在工厂生产新鲜、短保的卤味食品，并迅速通过物流将食品送达门店渠道。从工厂布局来看，截至 2018 年 6 月，**绝味食品**在全国 30 个省共设立 20 多个全资生产型子公司，负责配送半径约 300 公里的门店，具备“区域广覆盖”、“冷链生鲜，日配到店”的能力，预计绝味上市募投项目完工后总产能将有 15+万吨。预计 19 年初前后**周黑鸭在全国产能约为 7.7 万吨**，原上海工厂于 18 年 6 月关停，相关产能转移至武汉和新设的河北工厂，广东工厂预计 18 年底投产，此外公司还计划新增江苏、四川等几处工厂以满足不同地区的供应需求。

表 2: 绝味食品与周黑鸭产能利用率&产销率 (单位: 万吨)

绝味食品	2013	2014	2015	2016 Q1-Q3	周黑鸭	2013	2014	2015	2016H
设计产能	9.9	10.1	10.5	8.3	设计产能	0.8	2.1	3.1	1.6
实际产量	7.4	8.0	8.4	7.0	实际产量	0.6	1.7	2.5	1.5
产能利用率	74.4%	79.3%	79.6%	85.1%	产能利用率	69.9%	80.9%	81.1%	89.7%
销量	7.4	8.0	8.4	7.0	销量	0.8	1.9	2.7	1.5
产销率	100.3%	100.2%	100.4%	100.1%	产销率	133.5%	111.5%	107.5%	99.4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 近三年绝味食品与周黑鸭收入拆分一览 (单位: 亿元)

绝味食品(603517.SH)			2015	2016	2017	周黑鸭(1458.HK)			2015	2016	2017
营业收入			29.2	32.7	38.5	营业收入			24.3	28.2	32.5
YOY			11.1%	12.1%	17.6%	YOY			34.4%	15.8%	15.4%
休闲卤制品	禽类(鸭产品)	收入	18.9	26.3	30.7	鸭及鸭副产品	收入	22.1	25.0	32.3	
		YOY	10.7%	39.0%	16.9%		YOY	32.7%	13.2%	29.2%	
		占比	64.7%	80.2%	79.7%		占比	90.7%	88.7%	99.3%	
	畜类、蔬菜等卤制品	毛利率	29.2%	32.0%	36.5%	毛利率	56.5%	62.3%	60.9%		
		收入	9.3	5.1	6.3	其他产品	收入	2.3	.2	0.2	
		YOY	10.7%	-45.1%	22.9%		YOY	54.8%	41.6%	-92.5%	
占比	33.0%	16.3%	17.0%	占比	9.3%		11.4%	0.7%			
毛利率	24.1%	24.9%	26.5%	毛利率	-	-	-				

注: 周黑鸭未分别披露各分项业务毛利情况, 考虑鸭及鸭副产品占比较高, 故用销售毛利率代之。

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.3. 渠道端: 加盟扩张 VS. 直营做大

绝味食品——保持门店数增长节奏, 是核心指标。借助全国化的基地布局, 绝味以“加盟为主体、直营为引导”, 采取低成本、高速扩张的形式展开线下渠道的布局; 截至 18H1, 绝味食品线下共计 9459 家门店 (加盟店占 98%), 有望年内破万。公司每年净增加 800-1200 家门店, 结合单店收入平均 3% 的同比增幅, 驱动公司营收每年 15% 增长; 因此, 对于绝味来说, 开店节奏是维持收入增速中枢的核心保证。

周黑鸭——维持高单店收入, 是核心指标。受限于生产基地辐射半径, 同时考虑到行业同质化竞争、质量控制等因素, 周黑鸭一直坚持直营模式发展; 截至 18H1, 周黑鸭线下门店共 1196 家, 每年门店净增加 150-200 家; 门店具有高单店收入、高坪效的特征: 17 年周黑鸭单店收入 305 万元, 约为绝味的 6.7 倍; 坪效 15.3 万元/平, 约为绝味的 6.1 倍。但是, 16/17 年受开店节奏加快而华中、华东等地区收入增速放缓影响, 周黑鸭单店收入同比下滑 11.2/10.5%, 导致公司总营收增速由 15 年的 30+% 增速下滑至 16 年的 13.6%。因此, 对于周黑鸭而言, 维持高单店收入是支撑收入动力的核心保证。

表 4: 绝味食品与周黑鸭线下渠道 (门店) 收入拆分

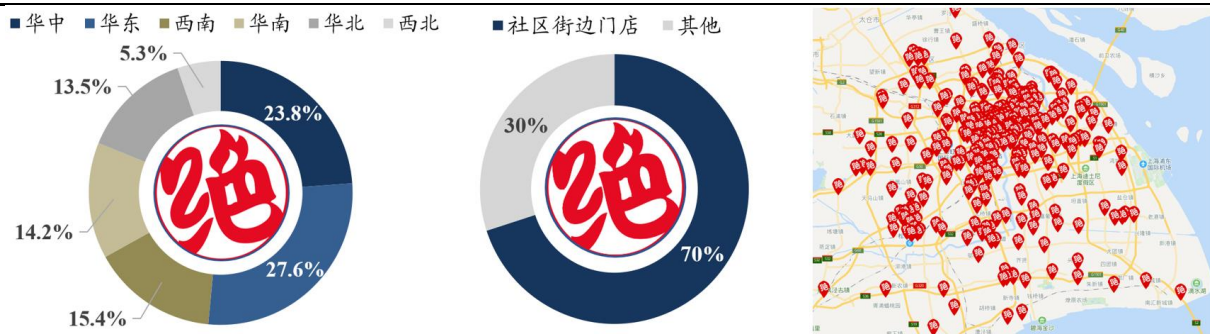
绝味	2014	2015	2016	2017	周黑鸭	2014	2015	2016	2017
营业收入	26.3	29.2	32.7	38.5	营业收入	15.9	21.3	24.2	27.5
YOY	15.8%	11.1%	12.1%	17.6%	YOY	46.1%	34.1%	13.6%	13.8%
门店数	6187	7172	7924	9053	门店数	468	641	778	1027
YOY(±)	441	985	752	1129	YOY(±)	79	173	137	249
单店收入	44.1	43.7	43.4	45.4	单店收入	370.9	384.4	341.2	305.2
YOY	11.6%	-0.8%	-0.8%	4.6%	YOY	32.6%	3.6%	-11.2%	-10.5%
单店面积	18.4	18.3	18.3	18.3	单店面积	20.0	20.0	20.0	20.0
坪效	2.4	2.4	2.4	2.5	坪效	18.5	19.2	17.1	15.3
YOY	11.5%	-0.1%	-0.9%	4.8%	YOY	32.6%	3.6%	-11.2%	-10.5%

注: 营业收入单位为亿元, 单店收入为万元/家, 单店面积 (推算数) 单位为平米, 坪效为万元/平米; 周黑鸭营业收入均为直营收入。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

绝味食品：跑马圈地，看准待拓市场。绝味门店以华中（23.8%）、华东（27.6%）地区分布为主，通常加盟店铺资源以及资金实力较为有限，加盟商选址随机性较大，因此门店以城市住宅区、社区街边店为常；以绝味食品 2015 年在上海市场为例，社区街边店占比约为 70%。亲民的开店设定，使其迅速在全国二三线城市下沉。截至 2017 年末，绝味形成了覆盖全国绝大多数省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络，较周黑鸭 15 个省份 60 座城市更广；此外，绝味食品还在新加坡、香港市场稳步发展，17 年大陆以外地区实现营收 0.14 亿元。绝味看准的是尚未开发市场的潜在的蓝海空间，借助全国化布局的工厂和物流系统，实现市场份额的扩大；因此发展空间是绝味的首要考虑的问题。

图 13：绝味食品收入全国分布/门店选址占比/上海地区开店统计



数据来源：公司公告，餐饮老板内参，绝味食品官网，东吴证券研究所

周黑鸭：流量为王，重点发展核心商圈+交通枢纽。周黑鸭门店分布以华东地区为主（70.1%），其中根据地武汉市门店数约占总门店数三分之一，单门店覆盖人数为 5.5 万人/家；直营店选址一般选在机场、高铁等交通枢纽以及商业区；以周黑鸭 2015 年在上海市场为例，社区街边店占比约 15%，核心商圈店占约为 56%，交通枢纽店约为 29%。核心商圈与交通枢纽是人流聚集地，对价格敏感性较低，也是品牌宣传的窗口，周黑鸭的“选址策略”叠加其“高价策略”使其在同质化的休闲卤制品行业形成差异化的定位。**客流量是周黑鸭的核心关键。**公司数据显示，2017 年周黑鸭客单价达 60.5 元，同比+2.1%；客流量达 138.3 万人次，同比-12.3%，综合导致单店收入 305.2 万元，同比下滑 10.5%；主要系交通枢纽的人流变幅较高叠加同行竞争影响，客流量被一定程度上分流。

图 14：周黑鸭收入全国分布/门店选址占比/上海地区开店统计



数据来源：公司公告，餐饮老板内参，百度地图，东吴证券研究所

3. 卤味龙头——如何评价绝味增长的可持续性？

3.1. 市场空间大+渠道利润壁厚，为开店节奏保驾护航

3.1.1. 门店容量预计达 23191 家，十年成长无虞

长沙是绝味最具标志的成熟市场。绝味鸭脖发源于湖南长沙，当地市场根基深厚、门店密度最高。根据绝味官网显示，2017 年长沙市内约开设有 350 家门店，17 年长沙市城镇常住人口达 614.38 万，农村常住人口 177.43 万，假设门店分布中 90% 位于城镇地区，由此可算出长沙城镇、农村地区每万人绝味门店保有量分别为 0.51、0.20 家。

表 5: 长沙市为绝味门店发展最为成熟地区

城市	绝味门店数 (a)		常住人口数 (b) (万人)		人均门店保有量 (d) (家/万人)	
	城镇	乡村	城镇	乡村	城镇	乡村
长沙市	315	35.00	614.38	177.43	0.51	0.20

计算公式: 门店人均保有量(d)=绝味门店数(a)/常住人口数(b);

注: 截至 2017/12/31, 绝味根据地长沙市约有 350 家绝味门店; 假设城镇占 90%, 乡村占 10%。

数据来源: 长沙市统计局, 绝味官网, 东吴证券研究所

绝味全国门店容量预计可达 23191 家。我们令 r = 各地绝味门店人均保有量/长沙绝味门店人均保有量, 根据各地饮食习惯及消费结构, 我们假设北上广 $r_1=80%$, 人均收入前 15 的地区 (除北上广) $r_2=40%$, 其余地区为 $r_3=20%$, 测算出全国各城市绝味的门店人均保有量 ($R=d*r$); 再结合各省和直辖市 17 年常住人口数 (A), 设置调整系数 ($f=B/c$, B 为人均可支配收入, c 为 17 年湖南城镇、乡村人均年可支配收入) 计算出各区域的绝味门店开店上限 ($D=R*A*f$), 经测算绝味在全国范围内开店空间 23191 家, 其中城市地区 18970 家, 乡村地区 4221 家。截至 2018H1, 全国共有绝味食品 9459 家门店, 距离测算上限仍有较大的空间, 按照每年 800-1000 家净增门店的开店速度, 未来 10 年成长确定性较高。此外, 随着城镇化推进, 消费升级红利凸显, 将会涌现出大量适合绝味门店下沉的地区, 三四线城市、农村开店的空间不容小觑。

表 6: 绝味食品门店潜在开店量测算

No.	地区	人均门店保有量 (家/万人)		2017 年常住人口数 (万人)		人均可支配收入 (元)		调整系数 (湖南人均 可支配收入 c 为基 数 1)		门店空间测算 (家)		
		城镇	农村	城镇	农村	城镇	农村	城镇	乡村	城镇	农村	合计
		$R=d*r$		A		B		$f=B/c$		$D=R*A*f$		
1	北京	0.41	0.16	1,877	294	62,406	24,240	1.84	1.87	1407	88	1496
2	上海	0.41	0.16	2,127	293	62,596	27,825	1.84	2.15	1600	101	1701
3	广东	0.41	0.16	7,802	3,367	40,975	15,780	1.21	1.22	3842	657	4499
4	浙江	0.20	0.08	3,847	1,810	51,261	24,956	1.51	1.93	1185	279	1464
5	江苏	0.20	0.08	5,521	2,508	43,622	19,158	1.28	1.48	1447	297	1744
6	天津	0.20	0.08	1,291	266	40,278	21,754	1.19	1.68	312	36	48

7	福建	0.20	0.08	2,534	1,377	39,001	16,335	1.15	1.26	594	139	733
8	山东	0.20	0.08	6,062	3,944	36,789	15,118	1.08	1.17	1340	369	1709
9	内蒙古	0.20	0.08	1,568	960	35,670	12,584	1.05	0.97	336	75	411
10	辽宁	0.20	0.08	2,949	1,420	34,993	13,747	1.03	1.06	620	121	741
11	湖南	0.20	0.08	3,747	3,113	33,948	12,936	1.00	1.00	764	249	1013
12	重庆	0.20	0.08	1,971	1,104	32,193	12,638	0.95	0.98	381	86	468
13	湖北	0.20	0.08	3,500	2,402	31,889	13,812	0.94	1.07	671	205	876
14	安徽	0.20	0.08	3,346	2,909	31,640	12,758	0.93	0.99	636	230	866
15	江西	0.20	0.08	2,524	2,099	31,198	13,242	0.92	1.02	473	172	645
16	云南	0.20	0.08	2,148	2,623	30,996	9,862	0.91	0.76	400	160	560
17	海南	0.20	0.08	537	388	30,817	12,902	0.91	1.00	100	31	130
18	山西	0.20	0.08	2,178	1,657	30,810	10,265	0.91	0.79	403	15	508
19	新疆	0.10	0.04	1,207	1,237	30,775	11,045	0.91	0.85	112	42	154
20	四川	0.10	0.04	4,217	4,085	30,727	12,227	0.91	0.95	389	154	544
21	西藏	0.10	0.04	104	233	30,671	10,330	0.90	0.80	10	7	17
22	河北	0.10	0.04	4,136	3,383	30,548	12,881	0.90	1.00	380	135	51
23	广西	0.10	0.04	2,404	2,481	30,502	11,325	0.90	0.88	220	87	307
24	河南	0.10	0.04	4,795	4,764	29,558	12,719	0.87	0.98	426	187	613
25	宁夏	0.10	0.04	395	286	29,472	10,738	0.87	0.83	35	10	45
26	青海	0.10	0.04	318	281	29,169	9,462	0.86	0.73	28	8	36
27	山西	0.10	0.04	2,123	1,579	29,132	10,788	0.86	0.83	186	53	238
28	贵州	0.10	0.04	1,648	1,932	29,080	8,869	0.86	0.69	144	53	197
29	吉林	0.10	0.04	1,648	1,203	28,319	12,950	0.83	1.00	140	48	188
30	甘肃	0.10	0.04	1,218	1,408	27,763	8,076	0.82	0.62	102	35	137
31	黑龙江	0.10	0.04	2,251	1,538	27,446	12,665	0.81	0.98	186	60	246
合计		-	-	81,990	56,948	-	-			18,970	4,221	23,191

数据来源：Wind 资讯，国家统计局，东吴证券研究所测算

注：调整系数 $f = \text{当地人均可支配收入} / \text{湖南人均可支配收入}$ ；

17 年湖南城市、农村人均年可支配收入（c）分别为 33948 元、12936 元

3.1.2. 加盟门槛低+投资回收期合理，绝味是门好生意

经营简单&管理成熟，吸引加盟商。对于加盟店而言，日常经营中的培训、配送、管理环节均由公司统一负责管理，加盟商只需每日完成收货、销售、提交下一日订单等流程，简单而容易执行。针对加盟店管理，绝味设有 4 级加委会，当加盟店日常经营过程中出现问题，率先由加委会受理，化解了公司和加盟商的矛盾。目前正在进行网格化管理的变革，细化各个单元市场的运作权限和运作机制，并遴选出优秀的加盟人才入选加委会，将体外经营者变为体内管理者。

表 7：绝味食品加盟店日常经营简单

经营环节	内容
装修	公司根据统一的门店装修标准和配置要求加盟商聘请第三方施工队进行门店装修。

技能培训	公司对加盟商门店经营人员进行产品知识、设备操作、销售技巧、门店日常管理、经营理念、实际销售技巧等方面的系统性培训，要求所有经营人员和直营门店的员工达到相同的标准和服务。
配送	由公司寻找第三方物流公司，运输过程全程冷链物流，司机将货物配送至加盟门店。
烹调	产品冷藏保存，无需热加工、不涉及复杂烹调。
广告宣传	由公司承担广告宣传、品牌 VI 维护等相关工作。

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所整理

投资回收期约在 12-18 个月，普适性广泛。开设绝味加盟的资本投入可以划分为两阶段：**1) 前期投资：**公司目前加盟费&管理费收取标准为 4-8 千元/年，加盟商保证金收取标准为 3-5 千元/家，此外需加盟商自配冰箱、展柜、收银等工具及首笔进货款，整体的初期投入在 9.9-11.2 万左右；**2) 维持经营：**由于绝味门店面积较小，以 15 平米测算月租费约 7500 元，单店员工仅需 2-3 名，日常维持经营所需资金在 5.5-6.5 万左右（覆盖后期营运费用、周转资金等）；根据调研数据，绝味平均单店毛利率 39%，以单日客流量 45.5-49.2 人次、客单价 30 元来看，投资回收期在 1-1.5 年；此外，加盟管理费收取会根据地区、加盟商规模、物价水平适时调整定价，以适应市场环境变化。

表 8：绝味食品加盟商门店经营测算（按单店 15 平米测算）

1. 开店预算			
阶段	投资类别	投资金额	备注
前期投资	装修费	50000	物料、冷冻保险展示柜等
	工具设备	20000	自购冰箱、工具和收银系统
	加盟费	4000-8000	
	保证金	3000-5000	正常、合理退盟时返还
	管理费	4000-8000	
	消防费	3000	
	首笔货款	15000-18000	首笔进货款
	总计	99000-112000	
后期营运	房租	7500	单店按店铺 15 平米测算
	员工工资	9000	按两名员工(主管+员工)
	水电物业杂费	2000	按月计费
	加盟费	333-667	年加盟费 4000-8000 元
	管理费	333-667	年管理费 4000-8000 元
	其他	0	督导管理费、广告费、特许使用金
	原料成本	15682-16227	门店平均毛利率为 39%
	总计	34848-36061	
2. 盈亏平衡点			
客单数	客单价	营业额	月销额（按 30 日计算）
38.7-40.1	30	1161.6-1202.0	34848-36061
每小时客单数			
平衡点	4.0	盈利点	>5.0
3. 投资回收期			
单期盈利	客单量（人次）	45.5-49.2	
	客单价（元/人）	30.0	
	月营业额（元）	40941-44280	
	盈亏平衡点（元）	34834-36061	
	净利润（元）	6107-8219	
投资回收期	前期投入（元）	99000-112000	
	回收期(月)	12-18	

数据来源：草根调研，开店邦，东吴证券研究所

3.2. 产品渠道蓄势，看卤味龙头穿越周期

3.2.1. 业务延伸：平台化零售商思维，穿越单品生命周期

跨品系经营，玩转“辣”艺术。 卤味休闲品具有很强的地方性口味特色，**1) 按口味不同可分出：**香辣、麻辣、甜辣、酸辣、酱辣等口味；**2) 按辣度可分出：**小辣、中辣、大辣、重辣等，绝味起家于湖南长沙具备优质的“做辣”基因，在拓宽全国市场的同时，扩宽品类辣味的维度，以打破地域口味偏好的限制，例如在鸭副主产品系列中添加不同种辣味、辣度的SKU品类。根据绝味公众号平台数据，绝味最大的单品鸭脖（超辣）截至18年10月末实现营收1.3亿元，而五香、藤椒、甜辣鸭脖共实现营收0.14亿元，约占核心单品的10.98%，满足了不同人群的需求，从此**突破辣味的地域性**；此外，公司在品类上还推出了**1) 卤味蔬菜系：**毛豆、藕片、海带、豆干；**2) 卤肉类：**金钱肚等；**3) 水产系：**鱿鱼、鱼豆腐、虾球等；**4) 饮料搭配：**四款口味的气泡果汁，作为主产品的“卤味伴侣”。17年公司总营收中（剔除加盟费收入）卤禽类产品收入30.7亿元（+16.9%），占总营收的79.7%；非禽类卤品收入6.3亿元（+22.9%），占比总营收的17%，副业增长迅速，对核心主业良好地实现了补充，助力**突破单品的生命周期**。

表 9：绝味食品线上平台 SKU 丰富（单位：亿元）

图示				
	黑鸭鸭头(甜辣)	招牌鸭脖(超辣)	极品鸭架(超辣)	招牌鸭舌(超辣)
	6元/个	22元/份	15元/份	20元/份
	0.16	1.3	0.21	0.63
图示				
	招牌鱼豆腐	招牌藕片	招牌毛豆	招牌海带结
	5元/份	5元/份	5元/份	5元/份
	0.04	0.04	0.12	0.01
图示				
	招牌鱿鱼	招牌金钱肚	招牌虾球	气泡果汁(多口味)
	15元/份	20元/份	20元/份	6元/瓶
	0.01	0.01	0.02	0.01

注：收入统计来自绝味公众号，统计截止时间为2018/11/6。

数据来源：绝味食品公众号，东吴证券研究所

3.2.2. 单店提升：探索门店升级，线上赋能线下

进军交通枢纽地带，高势能门店初现。 绝味于16-17年开始尝试并推进设立高势能门店，16年主要定位于城市综合体（核心商圈）、地铁口，17年主要定位于机场、高铁等交通枢纽，目前绝味的高势能门店约有600多家；**由于交通枢纽人员流动变幅较高，**

需要产品具备完整的追溯系统和特殊包装形态，针对渠道特征绝味将“散售”策略改为 MAP 包装，相较于传统散鲜售品的短保，气调包装保质期可达 5-7 天，旨在延长保质期、保证渠道的库存。根据草根调研，绝味的高势能店增长迅速，加盟商投资回收期健康，交通枢纽流量一直是周黑鸭的主要获利来源，长期处于独享渠道的状态，绝味的进入无疑将会分享到渠道高流量红利；此外预计绝味今年将完成线下四代店的升级，吸引客流并提振同店增长。

图 15: 绝味四代店外观设计



数据来源：大众点评，东吴证券研究所

图 16: 绝味四代店内陈设



数据来源：大众点评，东吴证券研究所

线上赋能线下，助力提升单店收入。绝味的线上渠道主要有 **1) 自营平台**：微信公众号、绝味 POS 店应用；**2) 第三方外卖平台**：饿了么、美团等；**3) 电商**：天猫、京东、1 号店等，消费者线上下单后，由定位附近的 3-4 家门店抢单，由店员或第三方物流配送，核心城市基本实现最后一公里 30 分钟配送到家，竞争机制下门店的配送模式不断优化，线下 9500 家门店的冷库设置同时避免了由工厂（地区中心仓）配送带来的高昂物流成本。最终，绝味的线上客单计入线下对应配送门店，助力绝味进一步扩大了门店的覆盖半径（获取潜在客流量），提升单店的营收水平。

O2O 会员体系收入占比持续提升。16 年绝味通过微信服务号，开通了集“会员营销、移动支付和闪电外卖送”于一体的 O2O 官方服务平台，会员购买转化率达 85%，复购率达 58%。根据调研数据估算，截至 18H1 绝味 O2O 销售额达 17.5 亿元，转化为报表口径收入占公司营收的 37.8%，较 17 年 29.2% 环比上升，线上业务发展突飞猛进。

表 10: 绝味 O2O 收入占比持续提升

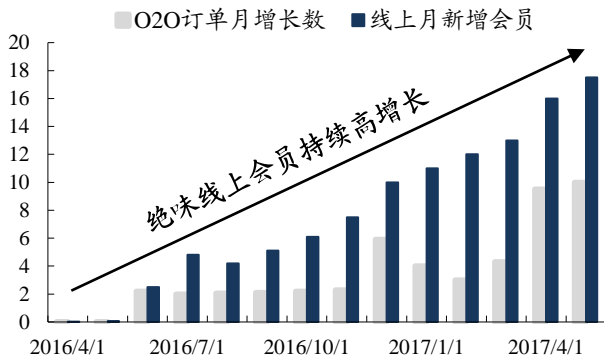
	2016	2017	2018H1
O2O 销售额(亿元)	12.0	25.0	17.5
出厂收入(亿元)	5.40	11.25	7.88
营业收入(亿元)	32.74	38.50	20.85
占比(%)	16.5%	29.2%	37.8%
会员数(万人)	1000	2000	4000

注：假设绝味加盟商平均按 45 折提货。

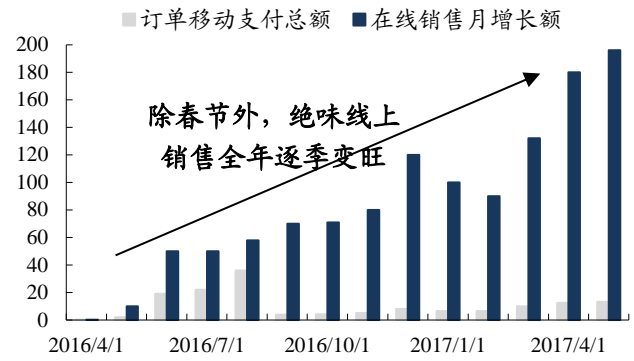
数据来源：绝味官网，公司调研，东吴证券研究所

图 17: 绝味每月新增会员数与订单数（单位：百万）

图 18: 绝味月度线上支付增加额（单位：百万元）



数据来源：绝味官网，东吴证券研究所

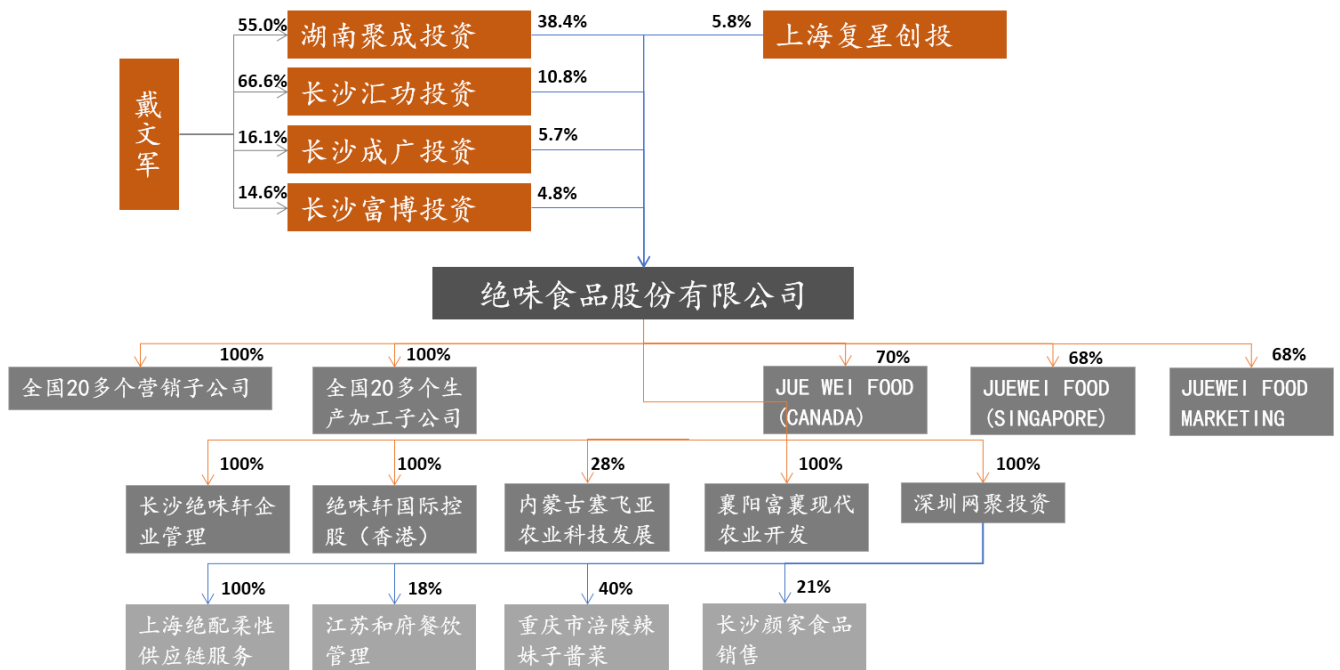


数据来源：绝味官网，东吴证券研究所

3.2.3. 管理优化：独创加盟商、战略人才管理培训体系

绝味食品控股股东为湖南聚成投资（持股 38.4%），实际控制人是戴文军，2011 年初，戴文军共成立四家员工持股平台，用于员工、供应商、加盟商等股权激励，后与两家平台签署一致行动协议，间接合计持有 29.9% 的股份，实际控制公司 59.6% 的股份。

图 19：绝味食品股份有限公司股权结构图



数据来源：公司公告，企查查，东吴证券研究所

公司董事、高管兼具医药&食品行业复合背景。医药行业管理相较于食品行业流程更复杂、标准更严格，借鉴医药行业的管理经验，绝味得以良好运营“散鲜·短保”的卤味制品，在食品安全方面注重：**1) 原料管理**，统一采购严控各环节质量监督；**2) 生产、物流高度自动化**，涵盖机器称量分拣、GPS 物流、温控点监控、门店冰柜温控等环节，生产、运输过程中尽可能减少人因干扰，保证食品安全。

表 11: 绝味食品董事、高管履历

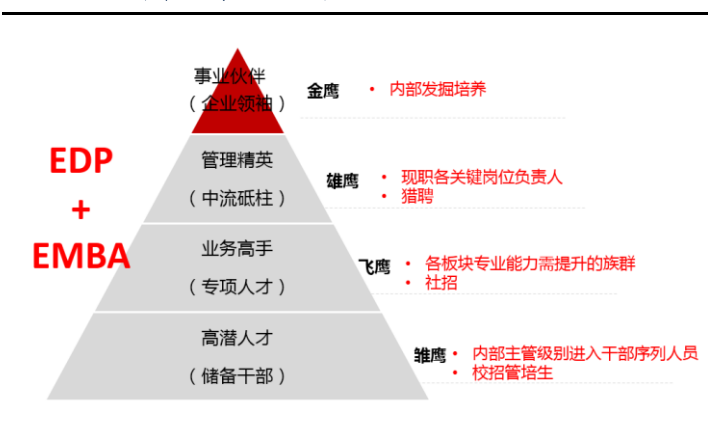
姓名	职务	学历	个人简历
戴文军	董事长,董事	硕士	长江商学院 EMBA, 2000-2005 年任株洲千金药业市场部经理; 2008 年至今任绝味食品董事长、总经理。
陈更	董事	本科	1995-2011 年任株洲千金药业部门经理、营销总监、副总经理; 2012 年至今, 任绝味食品股份有限公司董事。
赵雄刚	董事	本科	2004-2016 年任千年生物工程执行董事、总经理; 2016 年至今任塞飞亚农业科技发展董事; 2012 年至今任绝味食品董事。
刘全胜	副总经理	本科	高级食品安全师, 2015-2016 年任内蒙古塞飞亚农业科技发展董事长; 2012 年至今任绝味食品股份有限公司副总经理。
彭刚毅	副总经理,董秘	本科	中级经济师, 2004-2006 年任株洲金泰制药董事; 2012 年起任绝味食品股份有限公司副总经理, 董事会秘书, 2015 年起任武汉零点绿色食品股份有限公司董事。

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

供应链、门店管理技术成熟。绝味过去十年聚焦两大能力, 1) **冷链生鲜, 日配到店。**以 20 多家工厂覆盖半径 300 公里的门店, 在全国、新加坡均实现了当天订货、当天生产、当天分拣、当天配送, 24 小时配送至店, 根据门店今日下单、次日到达, 将产销率精准控制在 100% 的满产销状态, 效率极高; 2) **开发&掌控渠道经营节奏。**近几年, 通过信息化投入, 搭建 SAP 视频系统、终端系统等, 复制商业模式进行门店扩张的难度大幅降低, 保证了每年新增 800-1200 家门店的扩张节奏。

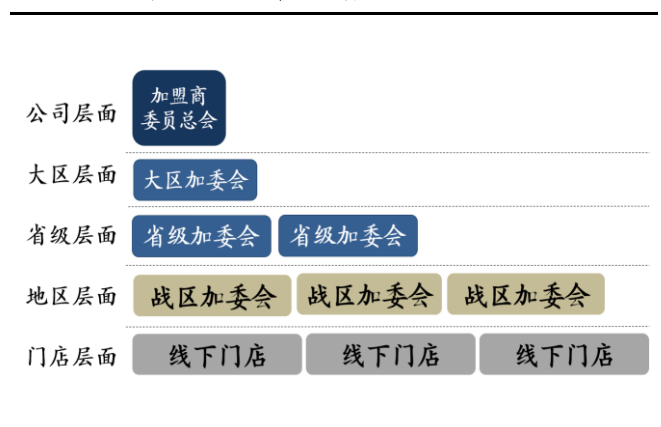
体内培训+体外转化, 实现战略人才管理。1) **体内培训:** 2009 年绝味参访了国内第一批成立的企业大学, 通过对标学习, 探索出绝味管理学院的运营模式——人才孵化模式、三位一体的学习体系、“铁三角”导师制。在人才高流动性的卤品行业, 绝味中高级管理人员的流失率保持连续五年低于 5%; 2) **体外转化:** 独创“经销商一体化”, 通过建立四级加委会实现加盟商间管理, 资助加盟商的管理人员到海外进修 EMBA, 培养忠诚的加盟商团队, 大商数量不断增加, 13-17 年前五大加盟商创收复合增速达 19.1%, 营收占比由 13 年的 2.68% 提升至 17 年的 3.17%。

图 20: 绝味管理学院运营模式



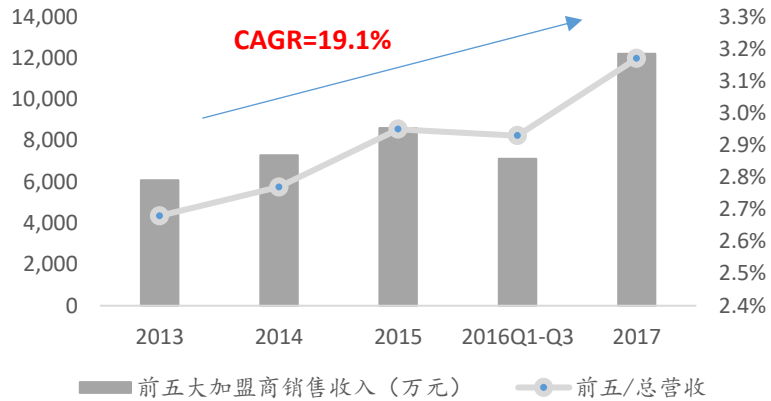
数据来源: HRunion, 东吴证券研究所

图 21: 绝味四级加盟管理委员会体系



数据来源: 草根调研, 东吴证券研究所

图 22: 绝味向前五大加盟商销售额及占绝味营收比 (右轴)

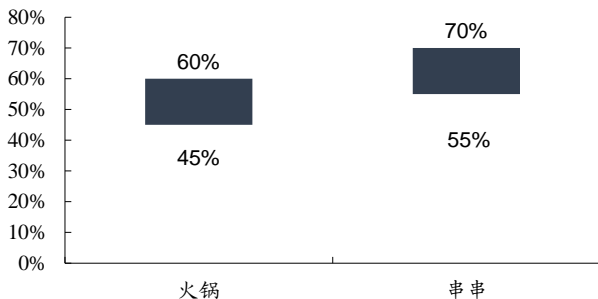


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 多元发展开拓新增长点

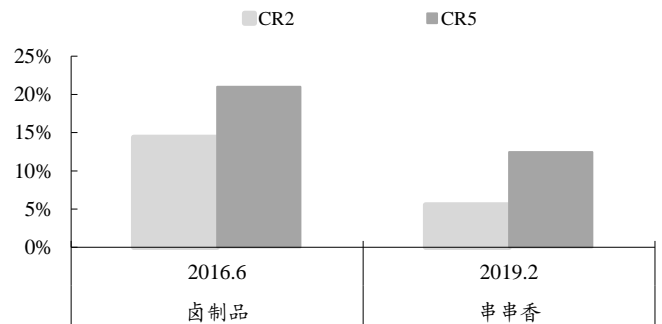
串串香行业高速发展, 存在行业整合机遇。串串作为火锅的延伸品近两年高速发展, 17 年串串走出四川, 开始在北上广铺开, 据餐饮老板内参统计 17 年全国开店超过 8000 家, 年底门店约 4 万家, 已经成为火锅 (广义) 的第一大品类。1) 客户角度: 串串价格亲民, 低客单价扩大了覆盖人群, 价格位于麻辣烫和火锅之间, 客单价 30~50 元的店铺占 48.46%。全场景、全时段运营增加营收, 串串有小吃的天然属性, 外带、堂食两相宜, 客流和营收由此驱动。2) 加盟商角度: 休闲小吃属性带来价格敏感性低, 与火锅相比, 串串毛利可高出约 10pct, 对加盟商吸引力大。3) 公司角度: 串串行业连锁化程度低, 19 年初 CR5 约为 12%, 和卤制品集中度 (16 年中 CR5 为 21%) 相比仍有较大整合空间。

图 23: 火锅 (狭义) 与串串行业毛利率区间范围



数据来源: 餐饮老板内参, 东吴证券研究所

图 24: 卤制品与串串香行业集中度对比



数据来源: 中国餐饮网, 美团, 公司公告, 东吴证券研究所

绝味开发椒椒有味串串香品牌，培育平台化零售模式，多元发展不断打破天花板。绝味于 18 年 10 月在长沙开业首家椒椒有味串串，目前分店（主要是直营）覆盖湖南，武汉区域。门店选址多在人流密集区域，其中 3 家与绝味鸭脖紧邻。1) 原材料品类上，串串的品类主要是腐竹、藕片、鸭附等，相较卤味品类上增加较少，此外原有强大的研发团队，为串串系列的品类扩张也打下坚实基础。；2) 食材上，新鲜食材卤制成串后，由绝味原有的配送渠道当天运输至店内，在产品口味和品质上严格把关，区别于普通夫妻店、传统授权加盟串串店。3) 供应链上，椒椒有味门店多在绝味门店周边，运送的边际成本低，运输质量高。4) 渠道角度，新品牌建设还能利用渠道协同优势，获取绝味原有卤味门店的市场信息，更便利、经济的挖掘新店选址。公司原有的加盟商体系也是椒椒有味日后扩张的重要基础。我们预计 19 年椒椒有味最多可开店 200 家，多元化业务进一步打开长期盈利增长空间。椒椒有味也是绝味多元化发展的重要里程碑，或成为串串中的下一个“绝味”。

绝味串串产品休闲化消费、工业化生产，区别于餐饮店。从供应链管理上，绝味串串的中央厨房模式将食材加工好后配送至加盟门店，门店只需对串串产品加热，根据客户需求浇汁。椒椒有味区别于餐饮店的授权加盟，但只教授制作方法，不供应食材的模式，更利于规模化发展。从坪效角度，椒椒有味串串是小吃模式，用餐场景多，区别于类火锅的串串餐饮店，效益更优。

图 25: 椒椒有味串串门店



数据来源：长沙美食分队，东吴证券研究所

图 26: 大众串串门店



数据来源：大众串串官网，东吴证券研究所

产品可组合性强，满足多种需求，单店效益匹敌鸭脖或有赶超趋势。椒椒有味串串按单串来销售，冷热皆有，在售产品包括卤味蔬菜，卤肉，水产等 25 种串串，以及猪蹄排骨翅根鸡爪的卤味产品。素菜串串的售价在 2-3 元，荤菜 3-6 元，卤味 10-15 元。对于消费者而言，外带串串可随意组合，价格实惠，份量合适，并有不同口味的椒汁和小料提供，且重辣重麻的口味和鸭脖产品类似具有辣成瘾的属性。草根调研数据显示，平日单店客单数在 50 单以上，周末客单可超过 70 单，假设客单消费 35 元，月流水可达 52500-73500 元，经营效益匹敌鸭脖等卤味店。

图 27: 椒椒有味产品



数据来源: 长沙美食分队, 东吴证券研究所

图 28: 椒椒有味门店图



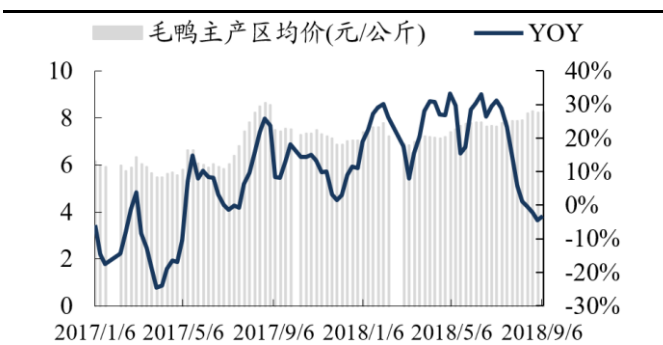
数据来源: 长沙美食分队, 东吴证券研究所

4. 财务分析

4.1. 毛利率持续上升，来自提价能力与成本管理力

环保督察是 18 年鸭副上涨主因。鸭副价格主要受饲料成本、下游需求、家禽传染病等影响，价格波动较全鸭价格振幅更大。2011 年养鸭饲料成本上升引发鸭副供应短缺，导致鸭脖价格上涨+75.4%；2014 年由于 13 年发生 H7N9 禽流感，导致 13-15 年进入新一轮鸭价上行周期；2017 年 8 月环保督察，鸭养殖水污染较大，我国大量鸭棚被拆、散养户产能退出，鸭价迈入新一轮上行周期、叠加种鸭存栏量下降等因素，18 年鸭价累计涨幅在 10% 以上，我们估计对禽卤制品企业形成了一定成本压力。

图 29: 毛鸭主产区均价 (单位: 元/公斤)



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

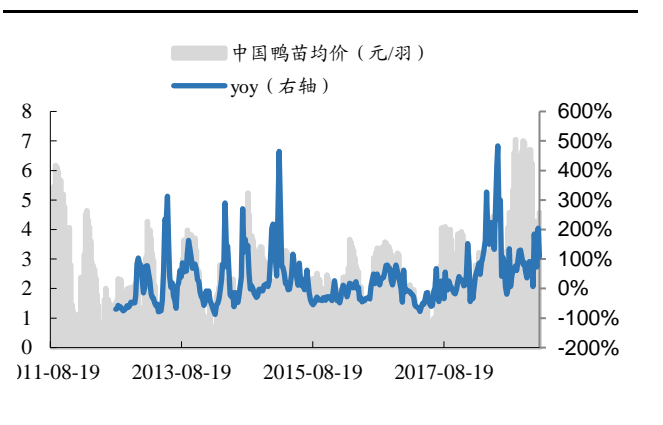
图 30: 50 个城市平均鸭价 (单位: 元/公斤)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

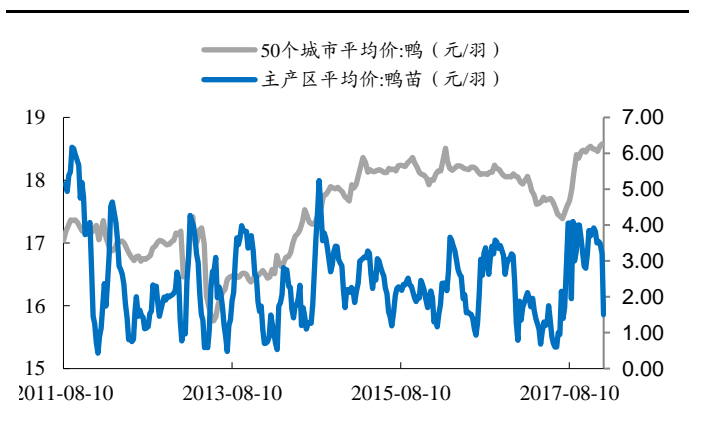
鸭苗价格抬升明显，19 年成本有望下降。18 年底鸭苗价格涨幅明显，高点一度达到 7 元/羽，同比增长超过 80%，养殖户补栏意愿强，养殖动力充足，预计 19 年毛鸭供给将有所回升，鸭副产品成本有望下降。

图 31: 鸭苗均价及增速



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

图 32: 鸭苗与鸭价走势



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

绝味食品原材料占主营业务成本 80% 以上，从业务体量来看：鸭脖 (约 32%)，鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅 (各约 5-10%)，鸭副合计约占原材料采购总额的 50% 左右。成本上行时期，公司主要通过第三方机构进行市场研究，通过价格弹性测试掌控提价节

奏；此外，在禽流感时期，公司运用大量现金向上游收储原材料，同时给予加盟商补贴，等原材料价格回升后使用低价吸储的存货，平衡对加盟商补贴的支出，14年禽流感后绝味毛利水平稳步提升，17年达到历史新高36.5%，同比+4.5pct。

表 12: 毛利率弹性测算 (以 2016.1-9 月数据为基准)

		提价比例								
		20%	15%	10%	5%	0%	-5%	-10%	-15%	-20%
进 货	20%	30%	27%	24%	20%	16%	12%	7%	1%	-5%
	15%	33%	30%	27%	23%	20%	15%	11%	5%	-1%
	10%	36%	33%	30%	27%	23%	19%	15%	10%	4%
	5%	39%	36%	33%	30%	27%	23%	18%	14%	8%
成 本 变 动	0%	42%	39%	36%	33%	30%	26%	22%	18%	13%
	-5%	45%	42%	40%	37%	34%	30%	26%	22%	17%
	-10%	48%	45%	43%	40%	37%	34%	30%	26%	21%
	-15%	50%	48%	46%	43%	41%	37%	34%	30%	26%
	-20%	53%	51%	49%	47%	44%	41%	38%	34%	30%

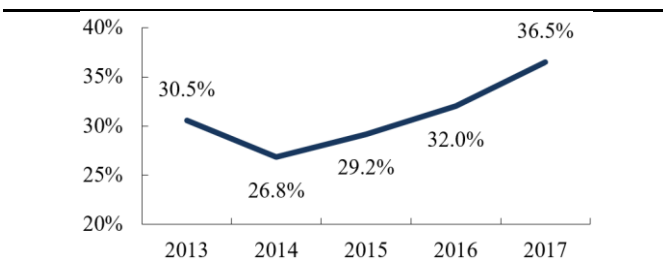
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 13: 2016.1-9 月绝味食品主要原材料采购价格 (单位: 元/公斤)

	鸭脖	鸭掌	鸭锁骨	鸭翅
绝味食品	9.9	16.4	5.9	11.1
周黑鸭	10.4	16.0	8.1	8.3
绝味采购价比较优势	-4.4%	2.6%	-27.8%	34.1%

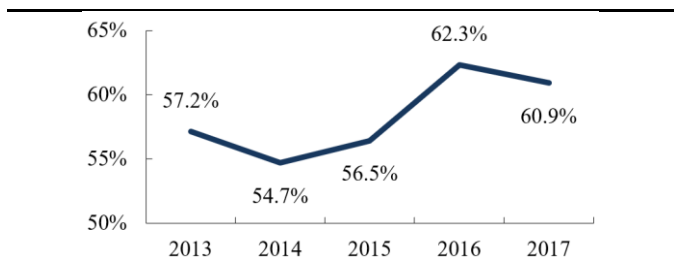
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 33: 绝味食品历年禽类业务毛利率 (%)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 34: 周黑鸭历年禽类业务毛利率 (%)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4.2. 加盟模式稳步扩张，期间费用率逐步压缩

开店步伐稳步推进，费用率逐渐优化。绝味食品“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的门店运营模式，加盟模式作为品牌的轻资产扩张方法，由加盟商负责门店的人力、日常运营、装修等投入，使得其三费率较周黑鸭更低。2012-2016 年伴随着每年 800-1200 家门店扩张的步伐，公司规模经济持续凸显，期间费用率逐渐下降。

表 14: 绝味食品三费率 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
销售费用	5.0%	9.2%	9.7%	9.2%	8.6%	8.1%	11.1%	8.4%
管理费用	6.4%	5.8%	5.2%	5.0%	5.3%	6.1%	6.9%	6.0%
财务费用	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%
期间费用率	11.2%	15.0%	15.1%	14.3%	13.9%	14.3%	17.9%	14.4%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

品牌升级, 销售费用略升。2017 年, 因公司上市加大了广告宣传投入 (同比增加 +186.1%) 且正值品牌升级时期, 对于线下 (例如地铁、公交站) 广告投放力度加大, 导致 17 年公司销售费用率达 11.1% (+3.0pct)。随着公司线下扩张, 绝味的品牌形象将进一步渗透三四线城市消费者的消费意识中, 而门店升级的同时也将提升绝味在一二线城市的口碑, 起到良好的宣传效果, 我们预计 18 年广告投放费用将有所回落, 销售费用率总体保持在 8-10% 的水平。但考虑到经济形势, 19 年促销费用或有加大的可能。

表 15: 绝味食品销售费用细拆 (单位: 百万元)

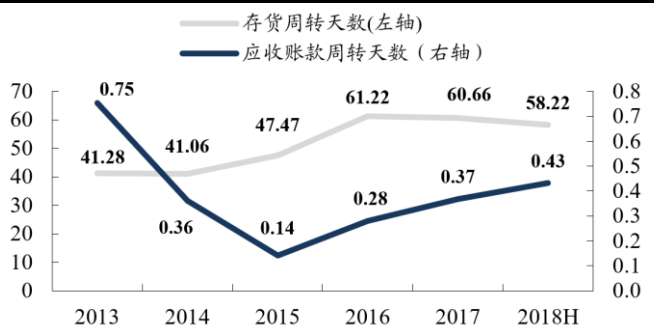
	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
销售费用(a)	220.6	241.7	251.6	265.5	426.1	173.5
YOY	-	9.6%	4.1%	5.5%	60.5%	-19.5%
营业收入(b)	2270.1	2629.7	2921.3	3274.1	3850.2	2085.0
YOY	-	15.8%	11.1%	12.1%	17.6%	12.6%
销售费用率(a/b)	9.7%	9.2%	8.6%	8.1%	11.1%	8.3%
广告宣传费(c)	81.9	67.9	71.1	65.0	186.1	28.0
YOY	-	-17.1%	4.7%	-8.5%	186.3%	-71.5%
c/a	37.1%	28.1%	28.2%	24.5%	43.7%	16.2%
运输费(d)	60.1	74.5	65.6	73.6	80.9	45.6
YOY	-	24.0%	-11.9%	12.1%	10.0%	-4.9%
d/a	27.2%	30.8%	26.1%	27.7%	19.0%	26.3%
职工薪酬(e)	35.8	45.6	50.2	58.7	73.0	40.5
YOY	-	27.4%	10.1%	17.0%	24.2%	24.9%
e/a	16.2%	18.9%	20.0%	22.1%	17.1%	23.4%
租赁费(f)	32.4	44.0	50.8	50.3	62.1	43.7
YOY	-	35.9%	15.4%	-1.2%	23.5%	67.9%
f/a	14.7%	18.2%	20.2%	18.9%	14.6%	25.2%
办公费(g)	3.1	2.3	3.4	5.6	8.5	2.9
YOY	-	-25.4%	49.4%	64.6%	51.4%	-34.6%
g/a	1.4%	0.9%	1.4%	2.1%	2.0%	1.7%
其他(h)	7.4	7.4	10.5	12.3	15.6	12.7
YOY	-	-0.2%	42.1%	17.5%	26.3%	106.4%
h/a	3.4%	3.1%	4.2%	4.6%	3.7%	7.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 高周转率驱动高 ROE

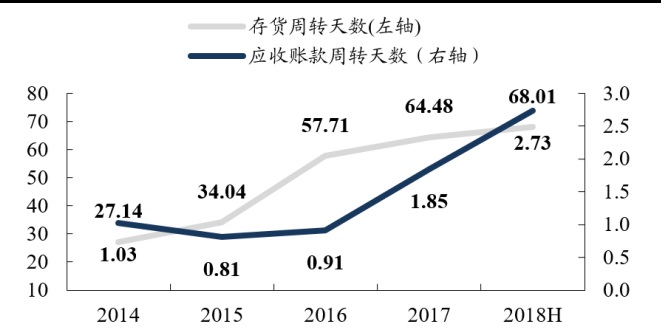
净营业周期短，回款效率高。绝味的存货周期平均约为两个月，同比水平基本持稳，18 年上游鸭副价格上涨公司积极低价吸储原材料，预计 18 年 Q4 鸭副产品走低公司亦有提前布局。公司对加盟门店采取“预收发货”的结算制度，仅对少部分优秀的加盟商给予一定的销售信用，应收账款账期远低于周黑鸭。

图 35: 绝味存货/应收账款周转天数 (单位: 天)



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图 36: 周黑鸭存货/应收账款周转天数 (单位: 天)



数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

绝味净资产收益率在 25% 以上。受益于公司优秀的资产周转率以及持续上升的净利率水平，17 年公司 ROE 达到 24.86%，较同行周黑鸭、煌上煌分别高出 4.81pct、16.34pct，公司上市后随着充沛现金流入，ROE 略有摊薄，但依然保持约 25% 的 ROE 高水平，我们预计未来消费升级红利下，门店升级将带来客流和客单价的提升，叠加规模效应压缩费率将拉动净利率进一步提升，看好公司未来盈利能力。

表 16: 可比公司净资产收益率情况

	2013	2014	2015	2016	2017
绝味食品					2017/3 上市
ROE	19.29%	17.90%	28.08%	28.73%	24.86%
· 净利率 (%)	13.07%	14.92%	10.30%	11.62%	13.03%
· 资产周转率 (次)	1.12	0.93	1.96	1.83	1.49
· 权益乘数 (倍)	1.32	1.29	1.39	1.35	1.28
周黑鸭				2016/11 上市	
ROE	44.85%	54.72%	84.57%	35.96%	20.05%
· 净利率 (%)	21.34%	22.70%	22.72%	25.39%	23.42%
· 资产周转率 (次)	-	1.85	2.26	1.11	0.75
· 权益乘数 (倍)	1.31	1.30	1.64	1.27	1.14
煌上煌	2012/9 上市				
ROE	8.92%	6.82%	4.05%	5.66%	8.52%
· 净利率 (%)	13.61%	10.02%	5.29%	7.24%	9.53%
· 资产周转率 (次)	0.62	0.64	0.67	0.65	0.74
· 权益乘数 (倍)	1.06	1.07	1.14	1.20	1.21

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.4. 开店节奏合理，助经营性现金流持续向好

现金流水平稳健向好。公司销售商品收到的现金逐年增加，经营性现金流净额总体呈上升趋势。2018Q1-Q3 年公司销售商品收到的现金占含税营业收入达 119.7%，经营活动产生的现金流量净额与净利润比值达 107.3%，销售回款能力良好。

表 17: 绝味食品经营性现金流情况 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1-Q3
货币资金	325.3	300.4	163.6	373.8	231.5	399.8	1065.8	977.9
归母净利润	38.7	151.8	192.8	236.3	300.8	380.3	501.7	487.2
销售商品、提供劳务收到的现金(a)	1568.6	2316.1	2653.2	3090.9	3409.9	3840.4	4495.8	3908.4
含税营业收入(b)	1324.8	1969.4	2270.1	2629.7	2921.3	3274.1	3850.2	3265.9
a/b	118.4%	117.6%	116.9%	117.5%	116.7%	117.3%	116.8%	119.7%
经营性活动现金流量净额(c)	51.8	229.7	192.0	426.3	215.3	493.9	641.3	516.2
净利润(d)	38.7	151.8	192.8	236.3	300.8	380.3	497.3	481.1
c/d	134.1%	151.3%	99.6%	180.4%	71.6%	129.9%	129.0%	107.3%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

表 18: 可比公司经营性现金流对比 (单位: 百万元)

公司名称	2015			2016			2017			2018H1		
	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润	流入总额	流入净额	净额/净利润
周黑鸭	-	624	113%	-	757	106%	-	641	84%	-	207	63%
煌上煌	1,454	109	180%	1,443	168	190%	1,835	133	94%	1,179	347	305%
绝味食品	3,448	215	72%	3,876	494	130%	4,559	641	128%	2,458	332	105%

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

绝味食品是我国休闲卤制品行业龙头企业，截至 2018H1 在全国范围内设有 9459 家营业网点，我们预计未来三年公司门店数将以每年 800-1200 家的速度扩张；同时假设单店面积不变，由于线上业务收入并入线下门店的 O2O 机制，单店获得的客流量和客单数将有效提升，因此我们预计 (1) 单店坪效逐年提高，拉动单店收入增长；(2) 线下门店有序扩张，持续挖掘市场份额；两者因素叠加推动公司营收稳健增长。

5.2. 盈利预测

(1) 收入端: 我们预计公司 18-20 年收入增速为 13.5%、15.2%、13.6%，主要系 1)

绝味线下门店升级、线上会员数提升带来的客流量增加；2) 品类扩充、消费升级带来的客单价的提升，18-20 年综合坪效分别达 2.51/2.62/2.72 万元/平米；同时预计未来三年门店数为 10040/11060/12030 家，综合估算出收入增速。

(2) **综合毛利率**：受 17 年环保政策趋严，18 年内鸭副价格上行 10% 以上，但考虑到 1) 公司在 Q1 鸭价低位时及时预判全年鸭副价格趋势，择时择价积极吸储原材料；2) 看好公司产品在原材料价格上升阶段，对于产品价格、结构的调整能力，预计 18 年毛利水平略有下滑，18-20 年公司综合销售毛利率 35.6/36.5/37%。

(3) **期间费用率**：伴随加盟模式的扩张，公司在全国范围内基地布局进一步完善、物流配送的优化、线上渠道的成熟、线下门店升级持续推进带来的品牌宣传效应，全年销售费用回落，我们预计公司未来期间费用增速低于收入增速，三费率水平稳中有降。

表 19: 绝味食品盈利预测表 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3274.1	3850.2	4368.4	5032.3	5714.5
YOY	12.1%	17.6%	13.5%	15.2%	13.6%
毛利率 (%)	31.8%	35.8%	35.6%	36.5%	37.0%
门店总数(家)	7924	9053	10040	11060	12030
当年新开店数(家)	752	1129	987	1020	970
单店收入(万元/家)	43.4	45.4	45.8	47.7	49.5
YOY	-0.8%	4.6%	0.9%	4.2%	3.8%
单店平均面积(平方米)	18.30	18.30	18.20	18.20	18.20
坪效(万元/平方米)	2.37	2.48	2.51	2.62	2.72

数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5.3. 估值与投资建议

我们预计 2018-2020 年，绝味食品营业收入分别为 43.68 亿元、50.32 亿元、57.14 亿元，同比增速分别为 13.5%、15.2%、13.6%；归母净利润分别为 6.42 亿元、7.83 亿元、9.40 亿元，同比增速分别为 27.9%、22.0%、20.1%，对应 EPS 分别为 1.56、1.91、2.29 元。当前股价对应 18-20 年 PE 为 24X、20X、17X，基于绝味稳步开店、规模稳增长，多元发展打造新增长点，业绩确定性相对较高，我们认为估值仍有提升空间。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

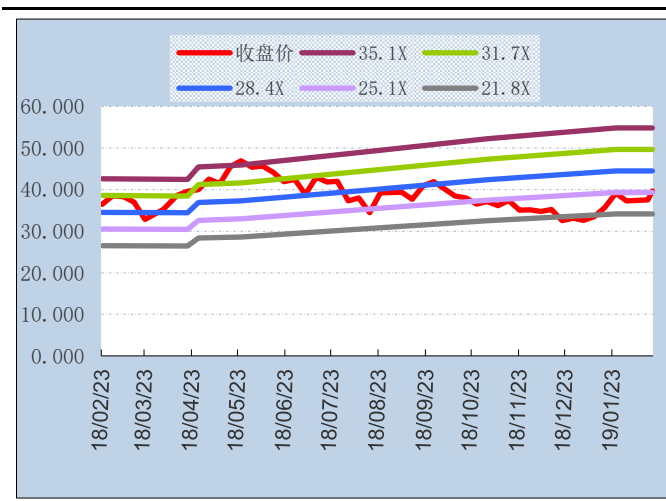
表 20: 休闲零食行业上市公司估值表 (单位: 倍)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	19 收入 YOY	20 收入 YOY	19 利润 YOY	20 利润 YOY	PE (19E)	PE (20E)	PEG (19E)
603517.SH	绝味食品	155.8	14.7%	14.4%	21.1%	19.8%	19.90	16.57	0.94
1458.HK	周黑鸭	89.6	10.7%	12.2%	7.3%	9.5%	12.62	11.53	1.73

数据来源: Wind, Bloomberg, 东吴证券研究所

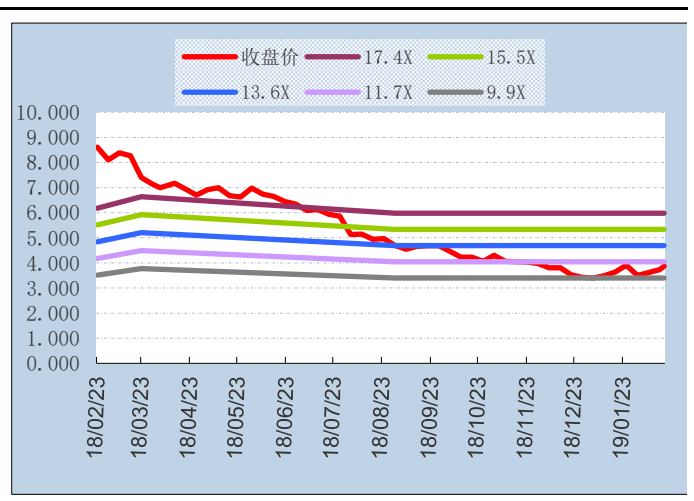
注: 周黑鸭增速为 Bloomberg 一致预期

图 37: 绝味食品 PE-Band (倍)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图 38: 周黑鸭最近一年 PE-Band (倍)



数据来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

6. 风险提示

原材料价格波动的风险。公司产品原材料占其主营业务成本 80%以上，其中鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅等约占原材料采购总额的 50%左右，因此上述主要原材料的价格波动将影响公司的毛利率和盈利能力。近年来，由于受动物疫情或其他自然灾害、养殖成本、通货膨胀等因素的影响，原材料的价格出现了一定的波动。若未来原材料价格大幅波动而公司不能及时将材料成本的变动影响消化或转移至下游客户，可能会增加生产成本，对经营造成不利影响。

发生动物疫情或自然灾害导致的风险。鸭、鸡等禽畜类农产品是公司生产所需的主要原材料，若我国主要家禽养殖地区发生大规模的疫情或自然灾害，禽畜养殖行业可能难以及时、充足地向公司供应符合质量管理要求的原材料，公司可能面临原材料供应中断或供应数量不足的风险。此外，禽流感等动物瘟疫的发生可能降低消费者对于禽类制品的消费预期，导致市场需求总量的减少，从而对包括公司在内的行业整体经营业绩带来不利影响。

市场竞争风险。随着市场竞争的不断深入，中国休闲卤制食品行业市场份额呈现逐步集中的趋势。若公司未能持续保持核心竞争力，可能导致产品需求下降，从而影响公司的财务状况和经营业绩。此外，随着人民生活水平的提高，休闲卤制食品市场规模的扩大，不排除其他潜在竞争者进入本行业，从而使公司面临市场竞争加剧的风险。

加盟模式的管理风险。目前，公司采取以“直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式，加盟门店的数量增长较为迅速，主营业务收入 90%以上来源于加盟模式的产品销售。加盟商拥有对加盟门店的所有权和收益权，实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司的业务指导和监督，公司亦未将其纳入会计核算体系。若加盟商在日常经营中未严格遵守公司的管理要求，将对绝味食品经营效益、品牌形象造成不利影响。

绝味食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,633	1,680	2,110	2,476	营业收入	3,850	4,368	5,032	5,714
现金	1,066	989	1,409	1,647	减:营业成本	2,472	2,813	3,193	3,600
应收账款	4	5	6	6	营业税金及附加	41	43	49	56
存货	425	482	516	575	营业费用	426	401	445	491
其他流动资产	138	204	180	247	管理费用	265	280	315	343
非流动资产	1,556	2,166	2,464	2,717	财务费用	-2	3	-1	-18
长期股权投资	331	721	910	1,098	资产减值损失	3	0	0	0
固定资产	801	925	992	1,063	加:投资净收益	3	-4	-1	-1
在建工程	93	100	114	129	其他收益	0	0	0	0
无形资产	140	162	159	156	营业利润	650	826	1,030	1,242
其他非流动资产	191	258	290	272	加:营业外净收支	17	20	16	15
资产总计	3,189	3,846	4,574	5,193	利润总额	667	846	1,046	1,257
流动负债	595	797	873	693	减:所得税费用	169	194	261	314
短期借款	0	240	150	0	少数股东损益	-4	10	1	2
应付账款	290	239	362	315	归属母公司净利润	502	642	783	940
其他流动负债	305	318	362	378	EBIT	635	822	1,022	1,216
非流动负债	19	20	20	20	EBITDA	704	914	1,126	1,332
长期借款	0	1	2	2					
其他非流动负债	19	19	19	19	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	614	817	894	714	每股收益(元)	1.22	1.56	1.91	2.29
少数股东权益	3	13	14	16	每股净资产(元)	6.27	7.36	8.94	10.88
归属母公司股东权益	2,572	3,016	3,666	4,463	发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
负债和股东权益	3,189	3,846	4,574	5,193	ROIC(%)	18.3%	19.3%	20.0%	20.3%
					ROE(%)	19.3%	21.5%	21.3%	21.0%
					毛利率(%)	35.8%	35.6%	36.5%	37.0%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	13.0%	14.7%	15.6%	16.5%
经营活动现金流	641	587	1,045	883	资产负债率(%)	19.3%	21.2%	19.5%	13.7%
投资活动现金流	-526	-706	-403	-370	收入增长率(%)	17.6%	13.5%	15.2%	13.6%
筹资活动现金流	553	42	-221	-275	净利润增长率(%)	31.9%	27.9%	22.0%	20.1%
现金净增加额	666	-77	421	238	P/E	31.05	24.28	19.90	16.57
折旧和摊销	69	92	104	116	P/B	6.06	5.16	4.25	3.49
资本开支	334	144	59	65	EV/EBITDA	20.65	16.26	12.75	10.49
营运资本变动	74	-163	157	-158					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

