

商业贸易

零食渠道研究——
电商活力依旧，线下价值重估

评级：增持（维持）

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：15221203039

Email: pengyi@r.qlzq.com.cn

研究助理：龙凌波

Email: longlb@r.qlzq.com.cn

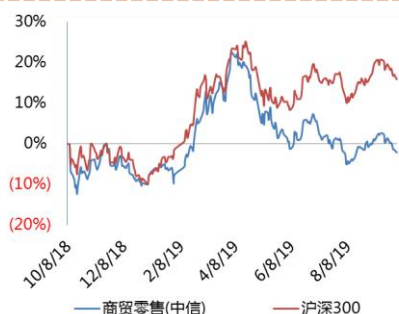
重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
苏宁易购	10.3	1.43	1.76	0.38	0.48	7.24	5.89	27.26	21.58	买入
永辉超市	8.89	0.15	0.24	0.31	0.40	59.2	37.04	28.68	22.23	增持
家家悦	26.6	0.92	1.02	1.15	1.31	28.9	26.10	23.15	20.32	增持
南极电商	10.3	0.36	0.48	0.64	0.85	28.6	21.48	16.11	12.13	买入
天虹股份	11.9	0.75	0.89	0.98	1.10	15.9	13.46	12.22	10.89	增持
备注										

基本状况

上市公司数	103
行业总市值(百万元)	824,170
行业流通市值(百万元)	337,910

行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 休闲零食行业空间广阔，多渠道并行发展是趋势。**收入增长和饮食结构升级的背景下，作为正餐补充的休闲零食行业迎来稳健发展。目前，零食消费线下渠道占比达86.8%，仍然以商超卖场为主导；电商渗透率快速提升，涌现出三只松鼠、百草味等互联网零食品牌。由于商超渠道产品迭代滞后、存货周转效率较低，渠道份额正在逐步萎缩；从流量、转化率、客单价等关键盈利要素来看，电商渠道充满活力，渗透率提高有望延续电商销售规模的快速增长；线下专卖店拥有稳定的自然客流，可满足即时消费需求，但跨区域扩张的难度大，行业正在加速整合。**我们认为，多渠道并行发展可以获得较大的竞争优势：一方面可以借力电商渠道实现快速增长，打造全国性销售能力、提升品牌认知度；另一方面通过加速线下专卖店布局，完善销售网络，市场份额和盈利能力有望加速提升。**
- 坚果零食子行业：电商&连锁专卖并驾齐驱。**坚果零食多为包装产品，保质期较长，对渠道的要求较低。在新零售大背景下，渠道边界逐步弱化，电商渠道与线下连锁并行扩张的模式最优。电商渠道销售成本低、增长快，可突破地域限制，进行全国性销售扩张，且线上渗透率仍有较大的提升空间，是各品牌必争之地。线下经营的最优模式是以少量的直营门店打造经营标杆，输出优质的品牌形象，同时通过开放加盟进行门店的快速扩张，增加消费者触达。目前，三只松鼠线上市占率稳居第一，正在通过自营投食店和加盟松鼠小店完善线下门店布局；连锁品牌来伊份/良品铺子正在积极拓展线上渠道，线下门店集中布局在华东/华中区域，暂未出现全国性连锁龙头。据测算，线下零食专卖店的净利率在5%上下浮动，线下消费的即时性需求更强，价格敏感度较低，散装/小包装产品更能满足多样化的消费需求，门店盈利能力有望进一步提升。
- 鲜卤制品子行业：加盟连锁效率最优。**鲜卤制品保质期短，对销售半径和供应链管理的要求高，线下门店是最主要的销售渠道。综合来看，新鲜度和购买便利性是鲜卤制品消费的两个重要决定因素，通过加盟模式快速扩张门店布局，提升销售密度，可以形成一定的渠道壁垒，有利于抢占市场份额。绝味贴近大众消费，门店选址范围更广、单店投入更小，在一二线城市可以深入社区和街道，下沉低线市场的空间也较大，通过加盟模式加速跑马圈地，门店密度快速提升；配套建设销地生产网络，以最优冷链配送距离作为辐射半径，为加盟门店提供“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链支持。据测算，绝味单店的加盟商净利率可达17%，招商吸引力较大，开放加盟可转移门店运营开支，规模扩张的效率更优。
- 烘焙子行业：商超龙头盈利稳健，烘焙连锁百花齐放。**烘焙食品的可替代性强、消费频次较低，呈现出品牌消费的发展趋势。由于跨区域生产经营的难度较大，小作坊式烘焙企业占比高，行业格局较为分散，品牌集中度较低。桃李面包主打“中央工厂+批发”模式，快速铺开商超销售网点，虽然KA渠道在逐步萎缩，但龙头市场份额仍在持续提升，收入和盈利均保持稳健增长。烘焙连锁店主打“新鲜+手工现制”概念，产品差异化程度较高，定位中高端消费群体，未来市场份额有望持续提升。元祖利用产品提货券特点，线上自建官网和电商旗舰店，线下“直营为主、加盟为辅”进行标准化、精细化的门店连锁经营，实现全渠道销售布局，经营持续向好。LadyM等网红烘焙店定位高端、小众，测算单店净利率超过40%，盈利能力最强，但门店扩张受限，成功经验难以大规模复制。
- 推荐标的：**坚果零食子行业建议关注稳步推进线上线下全渠道发展的电商品牌三只松鼠和区域性连锁龙头来伊份；鲜卤制品子行业建议关注加速跑马圈地的绝味食品和煌上煌；烘焙子行业建议关注市场份额稳健提升的商

超渠道龙头桃李面包，以及定位中高端的烘焙连锁品牌元祖股份。

- 风险提示事件：（1）电商红利快速消退，销售增长不及预期；（2）线下门店经营不善，盈利持续下滑；（3）租金、人工成本持续上涨，销售费用大幅增加；（4）加盟商管理不到位，品牌形象受损。

内容目录

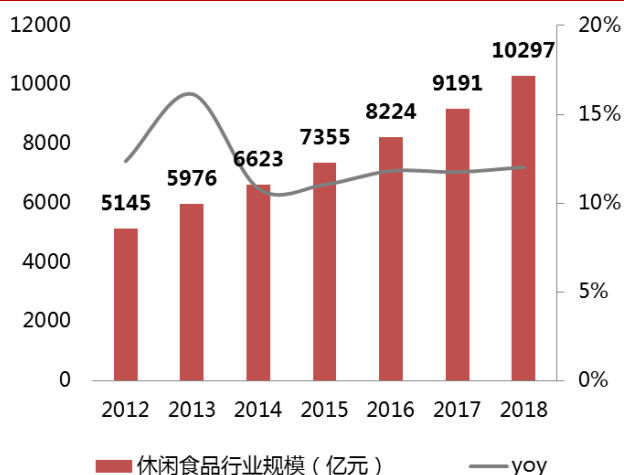
休闲零食行业格局与渠道分析	- 4 -
休闲食品市场稳健增长，线上渠道快速发展	- 4 -
子行业和渠道分化程度较高	- 5 -
坚果零食子行业：电商&连锁专卖并驾齐驱	- 6 -
渠道多样化，行业集中度持续提升	- 6 -
快速起量的电商渠道	- 7 -
稳扎稳打的连锁渠道	- 8 -
逐步萎缩的 KA 渠道	- 9 -
单店模型测算：电商与连锁店并行的模式较优	- 10 -
鲜卤制品子行业：加盟连锁效率最优	- 11 -
绝味护城河深厚，加盟模式优势突出	- 11 -
单店模型测算：自营盈利能力较强，加盟扩张更快	- 14 -
烘焙子行业：商超龙头盈利稳健，烘焙连锁百花齐放	- 15 -
烘焙行业格局分散	- 15 -
“中央工厂+批发”模式以商超为主要销售渠道	- 16 -
定位中高端的烘焙连锁店呈现两极分化	- 17 -
单店模型测算：小而美的精品烘焙门店盈利能力最强	- 18 -
风险提示事件	- 18 -

休闲零食行业格局与渠道分析

休闲食品市场稳健增长，线上渠道快速发展

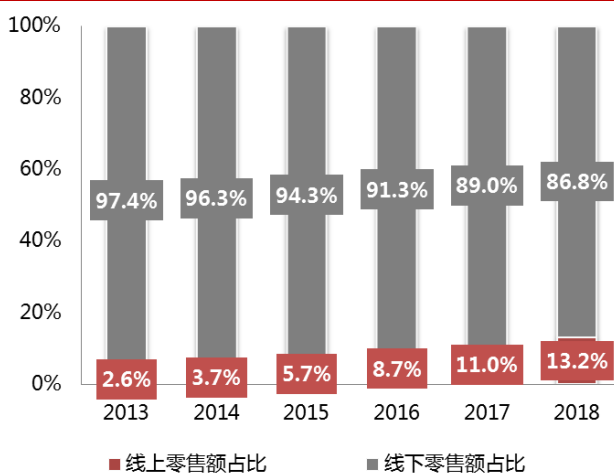
- **即时、冲动型消费主导，零售渠道各有千秋。**伴随着人均可支配收入的提高和饮食结构的升级，作为正餐补充的休闲零食行业迎来稳健发展。据前瞻产业研究院的数据，2018年我国休闲食品行业销售规模达10,297亿元，同比增长12.03%，2012-2018年复合增长率达12.26%。休闲食品消费一般具有即时、高频和冲动性消费的特征，产品口味、价格以及购买的便利性都是消费者考量的重要因素，线下渠道占比达86.8%，以商超卖场为主导，连锁专卖店正在稳步扩张；电商平台流量优势明显，销售规模可以快速起量，零食消费电商渠道实现快速发展，线上占比持续提升，涌现出三只松鼠、百草味等互联网零食品牌。

图表 1: 休闲食品行业年复合增长率达 12.3%



来源：前瞻产业研究院 中泰证券研究所

图表 2: 线下渠道主导，线上渠道快速发展



来源：前瞻产业研究院 中泰证券研究所

图表 3: 休闲食品行业销售渠道对比

	自营连锁	加盟专卖店	电商/零售通/外卖	KA经销
优势	产品结构丰富； 有助于树立品牌形象； 商品和服务质量有保障；	门店扩张较快； 固定资产投资较少； 人工/租金波动影响小；	规模可快速起量； 便于获取消费者数据； 固定成本较低	可快速建立销售渠道； 先款后货，现金流好；
劣势	门店扩张较慢； 模式重，门店成本高； 租金/人工波动影响大；	质量管控难度较大； 短保产品加盟对生产基地和冷链物流的要求高；	品牌自建渠道流量小； 电商/外卖平台扣点高； 线上毛利率较低； 线上履约成本较高；	毛利率较低； 渠道话语权小； 终端管控难度较大；
代表品牌	来伊份 周黑鸭 元祖 克莉丝汀	良品铺子 好想你 绝味 煌上煌	三只松鼠 百草味	洽洽 桃李面包

来源：中泰证券研究所

- 我们认为，影响零售企业盈利表现的四个要素是客流量、转化率、客单价和净利率。

从流量的角度来看，互联网效应可以突破地域限制，电商渠道的流量优势大，拉新效果好，但由此产生的品牌宣传和营销成本也较高；线下门店拥有稳定的自然流量，引流成本较低，但覆盖半径有限，在注重存量用户运营的同时，需要通过快速扩张完善门店布局。

从转化率的角度来看，线下零食专卖店购买便利性高，可以满足即时消费需求，销售转化率较高。

从客单价的角度来看，线上主打性价比，商品毛利率较低，为摊薄配送成本，线上普遍提供满额消费优惠来提高客单价；线下消费更为灵活，客单价分布区间相对更广。

从净利率的角度来看，线下连锁渠道需要承担租金、人工等门店运营成本，净利率相对较低；线上渠道主要承担营销和配送成本，盈利能力适中；KA 渠道以批发模式出售商品，不参与终端零售，销售费用低，净利率相对最优。

图表 4：不同渠道中盈利要素的表现

	流量	转化率	客单价	净利率
自营连锁	中	高	高	较低
加盟专卖店	低	高	较高	中
电商	高	低	较高	中
KA经销	较高	低	低	高

来源：中泰证券研究所

子行业和渠道分化程度较高

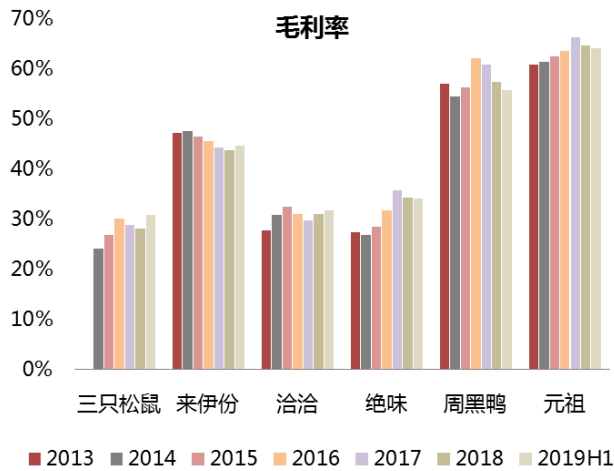
- **线下盈利能力更强，专卖店周转更快。** 主营中高端烘焙食品的元祖毛利率最高，其次是产品附加值较高的卤制品龙头周黑鸭，来伊份为代表的综合零食品牌毛利率相对较低；对比来伊份、三只松鼠、洽洽可知，线下连锁渠道的毛利率要高于电商渠道和 KA 经销渠道。

线下自营门店需要承担较高的销售费用，相比 KA、电商渠道和加盟连锁门店模式，自营连锁的净利率较低。2019H1，以加盟模式实现快速扩张的绝味的扣非归母净利率为 15.6%，首次超过专攻自营门店的周黑鸭；洽洽/三只松鼠/来伊份净利率分别为 8.7%/5.8%/1.4%。

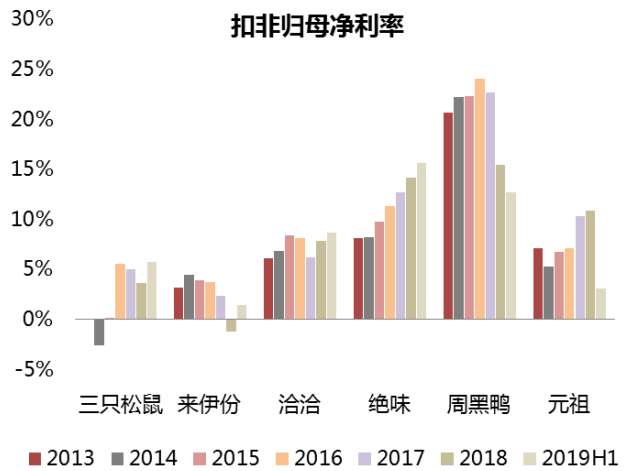
KA 经销渠道的存货周转效率最低；电商渠道受到销售旺季备货的影响，存货周转存在季节性波动；线下连锁专卖店人流量较稳定，走货较快，存货周转天数较低，提货券销售占比高的元祖存货周转效率最优。

图表 5：毛利率比较

图表 6：扣非归母净利率比较

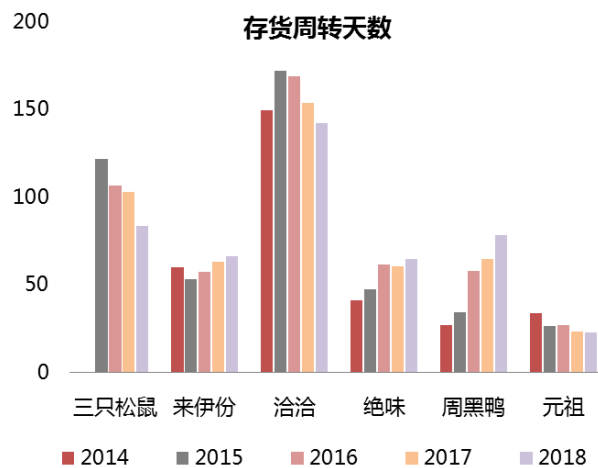


来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 7: 存货周转效率对比



来源：公司公告 中泰证券研究所

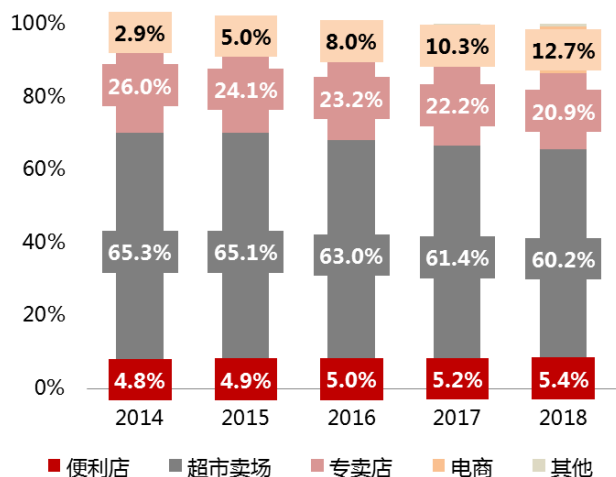
坚果零食子行业：电商&连锁专卖并驾齐驱

渠道多样化，行业集中度持续提升

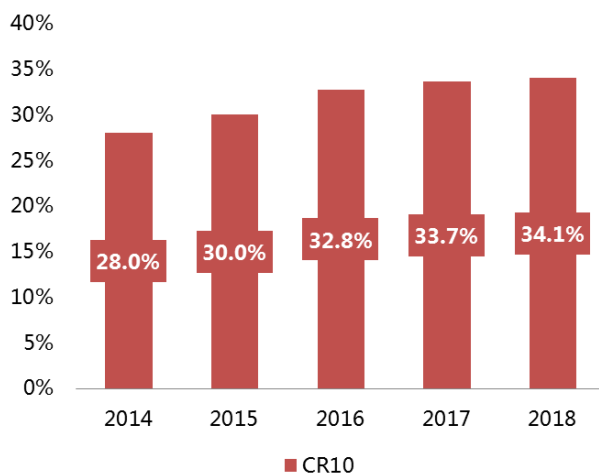
- **电商渠道快速增长，品牌集中度稳健提升。** 零食多为包装产品，超市卖场是最主要的流通渠道，2018 年渠道占比达 60.2%。随着电商平台扩品和快递的快速发展，零食作为快消品类的重要组成部分，电商销售规模快速增长，电商渠道占比持续提升，推动三只松鼠、百草味等线上零食品牌的崛起。据 Euromonitor 统计，2018 年国内市占率排名前五的零食品牌分别为旺旺 7.1%/乐事 5.6%/三只松鼠 4.2%/洽洽 3.7%/良品铺子 3.3%，行业 CR10 为 34.1%，头部品牌集中度持续提升。

图表 8: 零食子行业以商超渠道为主

图表 9: 品牌集中度稳健提升



来源: Euromonitor 中泰证券研究所

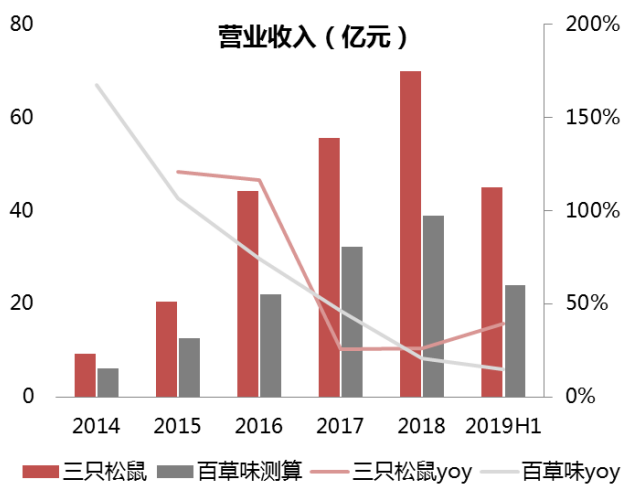


来源: Euromonitor 中泰证券研究所

快速起量的电商渠道

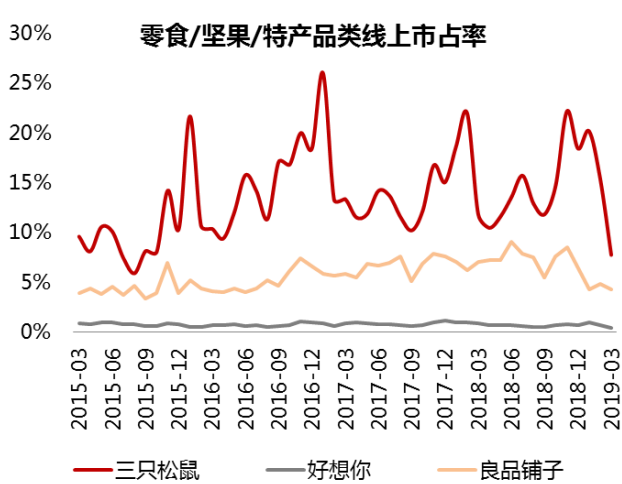
- **电商渠道快速增长，三只松鼠线上称雄。**在电商流量红利支持下，三只松鼠和百草味的销售规模快速增长。2019H1，三只松鼠/百草味实现营业收入 45.11/24.06 亿元，同比增长 40%/15%，领先线下品牌增长。线上渠道可减少中间经销环节，提供高性价比的产品和服务，且销售地域限制小，更容易产生全国性品牌；线上获取的销售数据和用户反馈可以指导公司及时响应市场需求变化，经营更加高效灵活。尽管流量增长放缓，电商依然是最具活力的销售渠道，线上渗透率仍有较大的提升空间。
- 三只松鼠以坚果起家，持续推进品类扩充，已经成为线上全品类零食第一品牌。2013 年起，三只松鼠连续六年蝉联天猫双十一“零食/坚果/特产”类目销售冠军，在该类目的线上市占率稳居第一。优质的用户体验、高效的供应链管理和差异化的 IP 营销持续提升三只松鼠的品牌力，预计未来市场份额将进一步提升。

图表 10: 电商红利推动三只松鼠/百草味收入快速增长



来源: 公司公告 中泰证券研究所

图表 11: 三只松鼠零食品类线上市占率第一

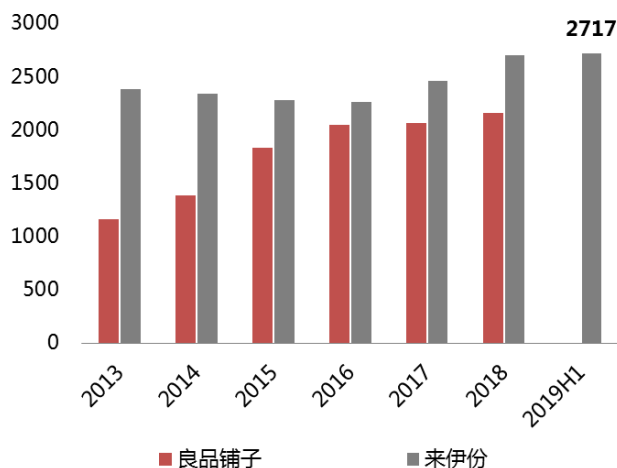


来源: Wind 中泰证券研究所

稳扎稳打的连锁渠道

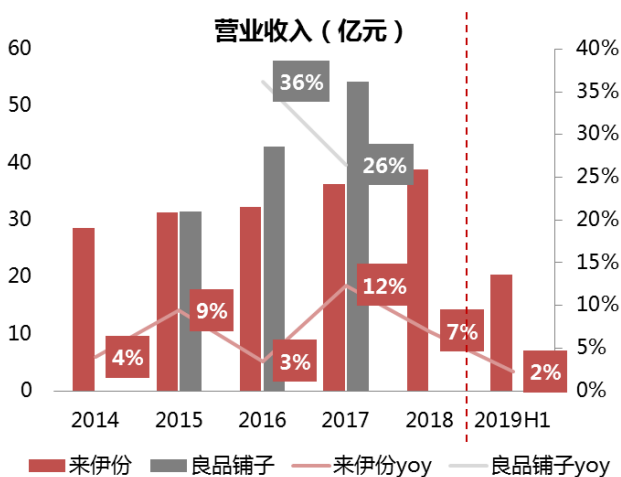
- 专卖店是仅次于商超卖场的线下销售渠道，2018 年专卖店渠道占比为 20.9%，其中规模较大的品牌包括来伊份、良品铺子等区域性零食连锁。从门店布局来看，2019H1 来伊份门店数量达 2,717 家，其中直营门店为 2,389 家，大部分门店位于上海和江苏地区；良品铺子 2016 年开始关闭部分直营店面，以加盟方式实现门店扩张，2018 年直营/加盟门店为 774/1,388 家，门店数量快速向线下连锁龙头来伊份看齐。
- 加盟门店扩张和线上渠道的开拓推动良品铺子收入快速增长，而专注线下连锁、主要以直营模式进行门店扩张的来伊份收入增速较慢。2019H1 来伊份实现营业收入 20.38 亿元，同比增长 2.25%，其中线下直营门店收入为 16.13 亿元，同比仅增长 0.07%，加盟收入 0.94 亿元，同比减少 2.32%，电商收入 2.2 亿元，同比增长 19.8%。

图表 12: 来伊份/良品铺子门店数量对比



来源：公司公告 CCFA 中泰证券研究所

图表 13: 来伊份营收低速增长



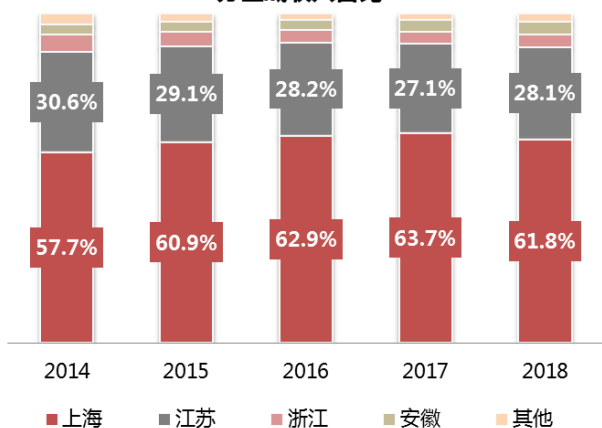
来源：公司公告 中泰证券研究所

- 加盟模式扩张更快，自营模式质量较优。对于自营门店而言，在有竞争优势的地区高密度开店，可以提高品牌曝光率，共享地区资源，实现成本分摊，产生规模效益，有利于在优势区域抢占更多的市场份额，但同时也面临着门店扩张较慢、区域分布不均的问题。目前来伊份在上海和江苏的收入占比达 90%。对比之下，2017 年良品铺子华中/华东/西南地区销售收入占比为 42.4%/7.6%/6.3%，线上收入占比为 41.8%，线上渠道拓展和加盟连锁模式有效提升了跨区域销售能力。
- 与线上渠道相比，线下门店的毛利率水平较高，2019H1 来伊份毛利率为 44.7%，高于三只松鼠的 30.9%。线下渠道中，由于加盟模式需要将产品低价批发给加盟商，对应的毛利率较低；来伊份直营门店收入占比近 80%，毛利率也显著高于电商渠道和加盟门店占比较高的良品铺子。
- 从门店经营的角度来看，直营门店的终端管控力强，产品和服务质量更优，门店经营效率更优。据测算，2018 年来伊份自营/加盟单店收入为 133.44/95.97 亿元，自营门店的盈利能力更强。但由于自营门店扩张需要承担对应的装修、租金和人工成本，来伊份租金费用率和销售人员费用率的波动较大。

图表 14: 来伊份区域集中度更高

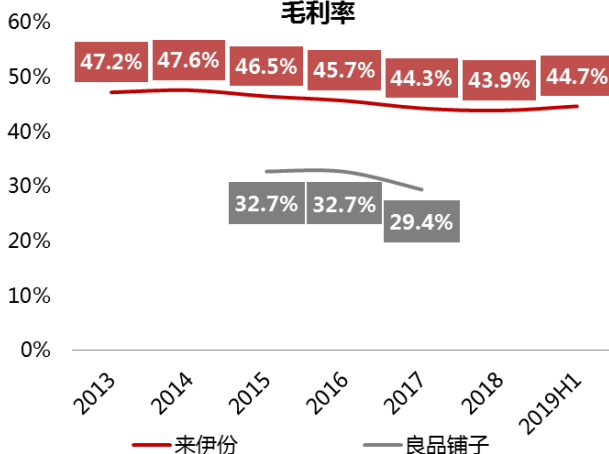
图表 15: 来伊份毛利率更高

分区域收入占比



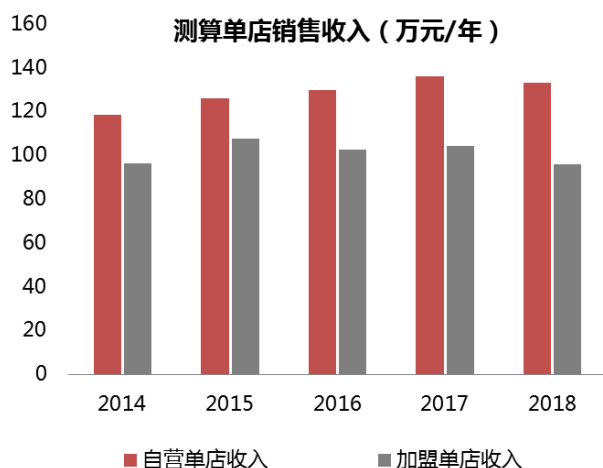
来源：公司公告 中泰证券研究所

毛利率



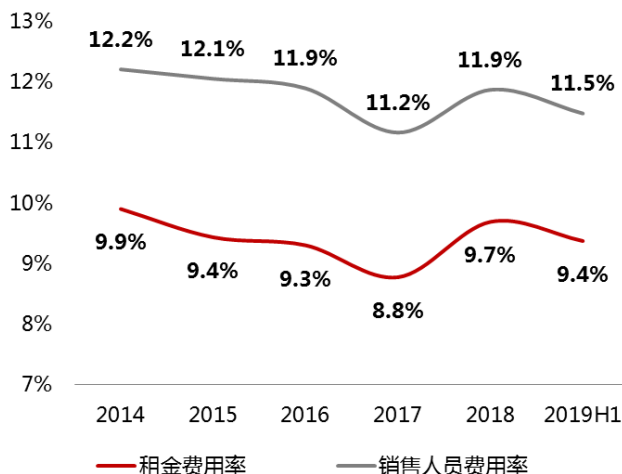
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 16: 来伊份直营店销售额更高, 经营效率优



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 17: 来伊份租金和人工费用受环境影响较大



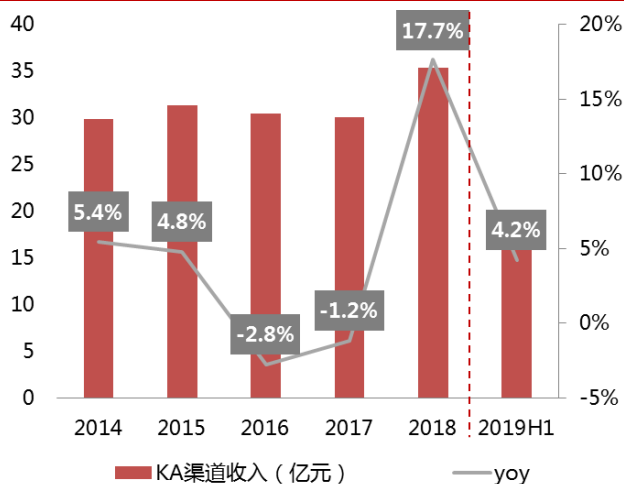
来源：公司公告 中泰证券研究所

逐步萎缩的 KA 渠道

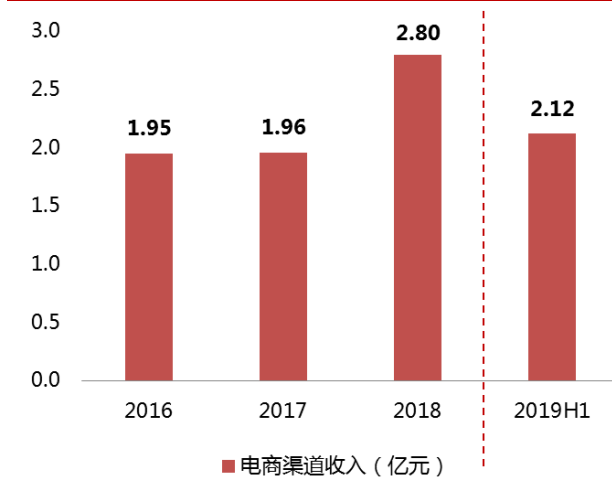
- **商超渠道增长放缓, 洽洽把握新渠道机遇。**洽洽作为老牌坚果炒货企业, 拥有成熟的经销和 KA 卖场渠道运营能力, 已经建立起以经销商为主的全国销售网络, 但在商超渠道逐渐萎缩和竞争加剧的情况下, 洽洽在 2016-2017 年曾出现收入负增长。2018 年, 洽洽战略聚焦新品发展, 香瓜子等八个品类产品的出厂价格提高 6%-14.5%, 推动营业收入实现恢复性增长; 另一方面, 洽洽抓住新渠道崛起的机遇, 以单品“每日坚果”发力电商销售, 电商渠道收入达 2.8 亿元, 同比增长 42.86%。
- 2018 年底, 洽洽与四川中石化达成投资合作, 受让中石化子公司西南食品 51% 股权, 并与四川中石化共建合资工厂, 合资工厂生产的产品将进入四川易捷旗下 450 家便利店进行销售, 洽洽新渠道扩张战略再下一城。

图表 18: 洽洽商超渠道增长放缓

图表 19: 洽洽开拓电商渠道

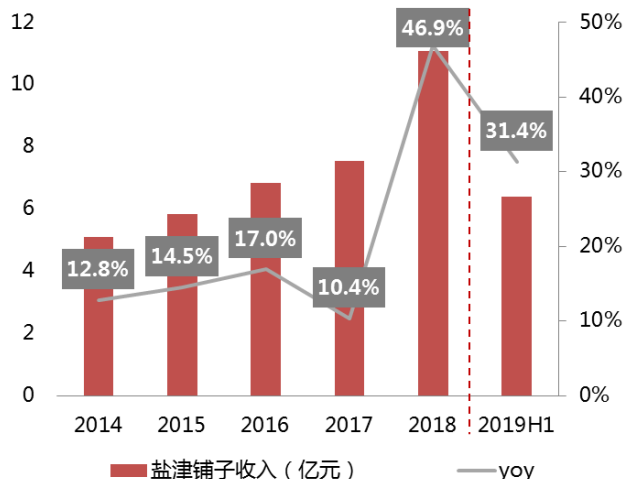


来源：公司公告 中泰证券研究所

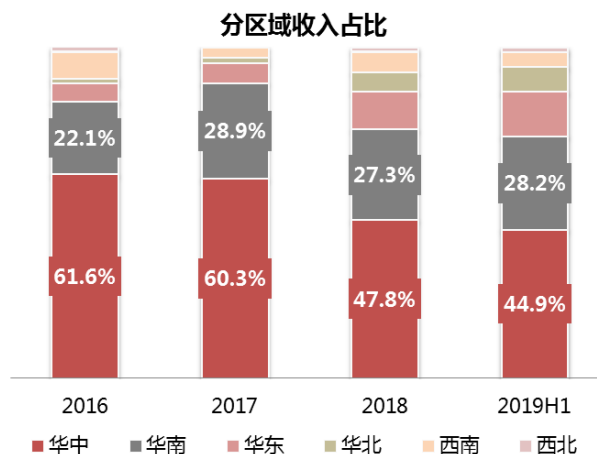


来源：公司公告 中泰证券研究所

- 盐津铺子拓宽销售渠道，优化品牌营销。**盐津铺子以凉果蜜饯产品起家，已经建立起“直营商超主导、经销跟随，线上+线下良性互补”的营销网络，以沃尔玛、大润发、步步高等大型连锁商超的高端渠道壁垒带动地区经销商发展，向下延伸销售网络，在华中地区具有较大的区域竞争优势。2018年，盐津铺子新零售销售部战略签约京东新通路、阿里巴巴等新零售平台，月活门店达2万+；京东、天猫、唯品会、拼多多等电商平台销售业绩均录得稳健增长。
- 在品牌营销方面，盐津铺子与大型商超合作密切，**在门店配备专业的导购人员，打造超过1000条店中岛陈列堆头，集中展示产品和品牌形象；“金铺子”店中岛投放门店销售同比增长超过50%，“蓝宝石”店中岛成功确立了烘焙新品“58天鲜”的行业领先地位。烘焙品类已成为盐津铺子增长第二曲线，2018年收入达1.78亿，同比增长230%。

图表 20: 盐津铺子收入稳健增长


来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 21: 收入集中在华中/华南地区


来源：公司公告 中泰证券研究所

单店模型测算：电商与连锁店并行的模式较优

- 据我们测算，来伊份和三只松鼠自营门店的毛利率和净利率水平较高，良品铺子由于多布局在华中和二三线市场，门店成本相对较低，门店净利率可达 6.2%。整体来看，直营和加盟门店的净利率水平差异不大。对于公司而言，线下经营的最优模式是以少量的直营门店打造经营标杆，输出优质的品牌形象，同时通过开放加盟进行门店的快速扩张，增加消费者触达。电商销售成本低、增长快，可突破地域限制，完善全国性销售能力，是各品牌必争的渠道。在新零售大背景下，渠道边界逐步弱化，电商渠道与线下连锁并行扩张的模式最优。
- 在经营方面，由于线上销售需要承担物流费用，以大包装、满减优惠等方式提高客单价是常见的行为。线下消费的即时性更强，大包装产品的吸引力较小，散装区和小型包装更有利于满足消费者多样化的消费需求，也有利于提升盈利能力。

图表 22: 门店单店模型测算

日均盈利模型	来伊份-自营	松鼠投食店-自营	来伊份-加盟	良品铺子-加盟
定位	打造标杆	品牌输出	快速扩张	快速扩张
客流(人)	60人	267人	45人	67人
客单价(元/人)	60元	75元	60元	75元
面积(平米)	50平方米	300平方米	40平方米	70平方米
日销售额(元)	3,600	20,025	2,700	5,025
毛利率	42%	37%	30%	30%
租金费用(元)	650/16.7%	3,600/18.0%	280/10.4%	420/8.4%
人工费用(元)	600/16.7%	2,000/10.0%	400/14.8%	600/11.94%
水电杂费(元)	125/3.5%	750/3.7%	100/3.7%	175/3.5%
门店净利润(元)	137/3.8%	1,075/5.4%	30/1.1%	313/6.2%

来源：草根调研 公司公告 中泰证券研究所

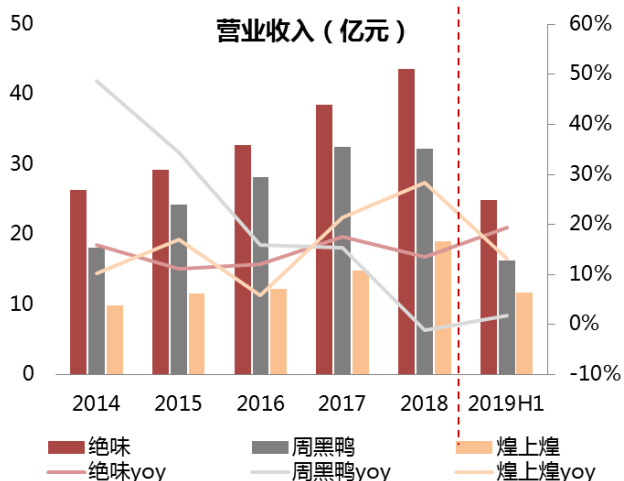
鲜卤制品子行业：加盟连锁效率最优

绝味护城河深厚，加盟模式优势突出

- 卤制品主攻线下渠道，满足短保要求。受中国传统饮食文化的影响，咸口味小吃的需求刚性，用户粘性较强；据前瞻产业研究院统计，咸味小吃在我国休闲食品市场中收入规模最大，占比达 28%。其中，鲜卤制品风味浓郁，普遍作为佐餐配菜和休闲零食，是深受消费者喜爱的传统中式食品。为保证口感和新鲜度，鲜卤制品的保质期一般不超过 7 天，对销售半径和供应链管理的要求高，小作坊式生产和销售的模式最为常见，目前行业内知名的卤制品连锁品牌包括绝味、周黑鸭、煌上煌等。
- 2019H1 绝味/周黑鸭/煌上煌实现营业收入 24.9/16.3/11.7 亿元，同比增长 19.4%/1.9%/13.2%，绝味规模和增速均处于领先地位。鲜卤制品短保的特点决定消费者更看重购买便利性，完善的线下销售网络是提升市场份额的关键；绝味通过加盟模式加速门店扩张，2019H1 门店数超过 1 万家，大幅领先周黑鸭和煌上煌。

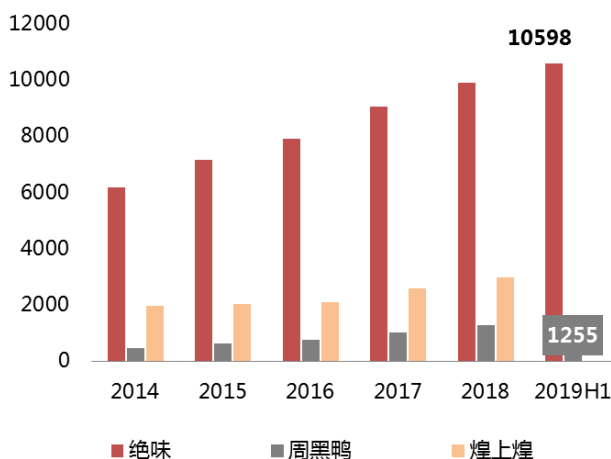
图表 23: 绝味规模领先，煌上煌增长提速

图表 24: 绝味/煌上煌以加盟为主，门店数领先周



来源：公司公告 中泰证券研究所

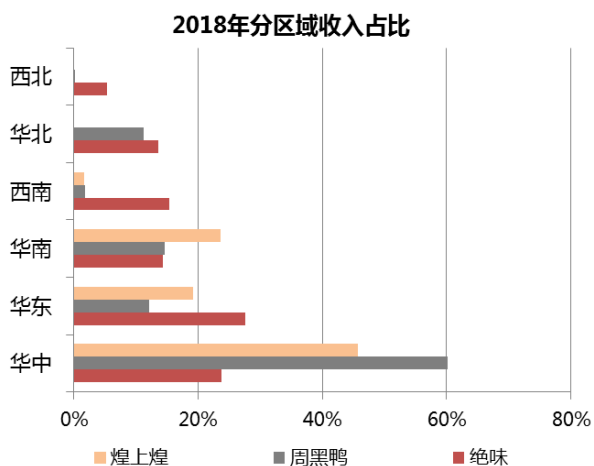
黑鸭



来源：公司公告 中泰证券研究所

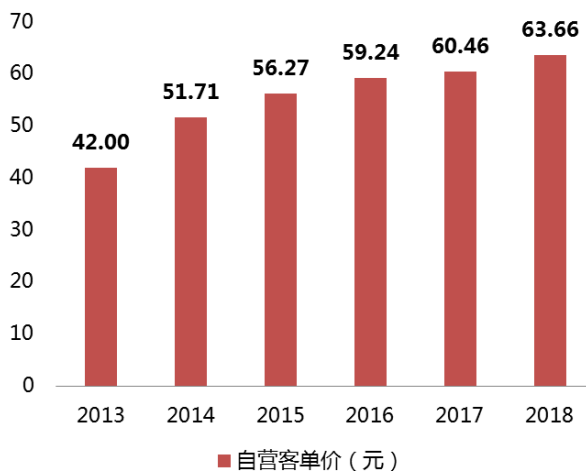
- **绝味门店布局灵活，区域分布更为均衡。**从品牌定位来看，周黑鸭品牌形象较高端，主推锁鲜盒大包装产品，客单价较高。2018年周黑鸭客单价持续提高至近64元；而根据我们从大众点评获取的数据，绝味和煌上煌的客单价一般在32元左右，仅为周黑鸭的50%。高定价一定程度上会降低消费转化率，对客流量的要求相对更高，因此周黑鸭门店主要选址在交通枢纽和核心商圈，门店运营成本高，加盟商难以承受，直营扩张的模式更优。相比之下，绝味以散装称重为主，贴近大众消费，门店选址的范围更广、单店投入更小，在一二线城市可以深入社区和街道，下沉低线市场的空间也较大，通过加盟模式加速跑马圈地，门店密度得以快速提升。
- 绝味凭借便利度和实惠价格获得了明显的竞争优势，区域扩张的能力更强。2018年，周黑鸭华中地区收入占比达60.2%，煌上煌江西地区收入占比达45.7%，绝味华东和华中合计占比达51.4%，在全国的销售分布更加均衡。

图表 25: 绝味全国销售布局更加均衡



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 26: 周黑鸭客单价持续提高



来源：公司公告 中泰证券研究所

- **配合加盟模式完善销地生产网络，绝味经营效率持续优化。**为保证产品

的及时供应，绝味在全国销售网络基础上，通过设立子公司的模式获取当地食品生产许可、建立生产基地，以最优冷链配送距离作为辐射半径，为加盟门店提供“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链支持。每次开拓新的市场区域，绝味必先建立起相应的生产供应和物流配送体系，为加盟门店快速扩张提供保障。由于门店配送距离短，绝味对加盟门店实行每日配送制度，以销定产提升经营效率，物流费用率持续优化。

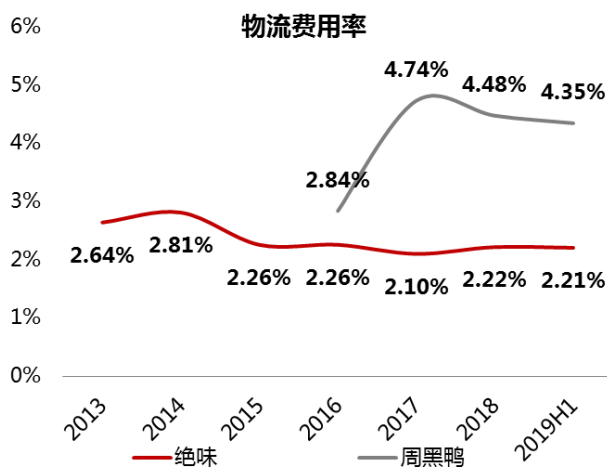
- 对比来看，周黑鸭则采用“中央工厂”模式，产品从工厂直接配送全国，目前周黑鸭在河北、湖北、广东设有 3 个加工工厂，门店配送距离相对较长，跨区域扩张的物流成本更高。由于门店密度较低，周黑鸭通过入驻外卖平台增加消费者触达，2018 年外卖平台占自营门店收入比重达 13.7%。我们用周黑鸭的电商及外卖平台服务及快递费近似替代物流费率，作为用户触达的渠道成本，可以发现周黑鸭的物流费率高于绝味。

图表 27: 绝味生产基地遍布全国



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 28: 绝味物流费用率优化

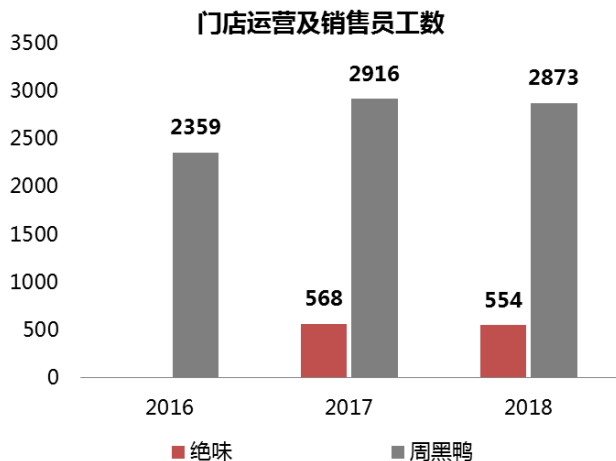


来源：公司公告 中泰证券研究所

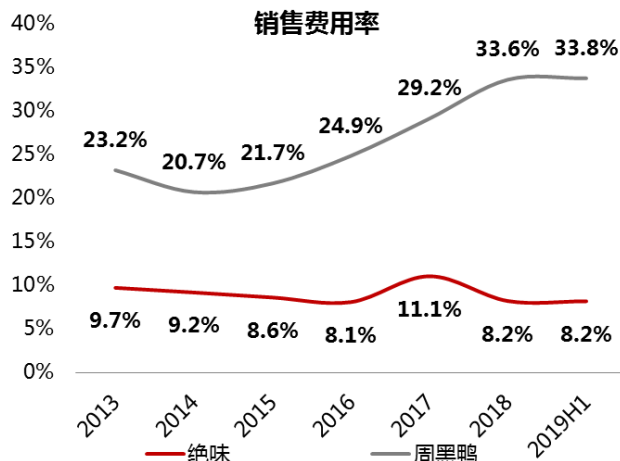
- 门店加盟是一种轻资产、低边际成本的扩张模式，公司需要承担的人力、租金等成本较少，销售费用率可随规模增长持续优化。2018 年绝味门店运营及销售员工数为 554 人，不到周黑鸭的五分之一，人均效益更高。周黑鸭销售人员众多，工资福利等费用高；且重点布局机场、高铁站等高频客流场景，交通枢纽门店的租金费率较高，销售费用率也随之持续走高。

图表 29: 绝味销售人员数量少

图表 30: 周黑鸭销售费率走高



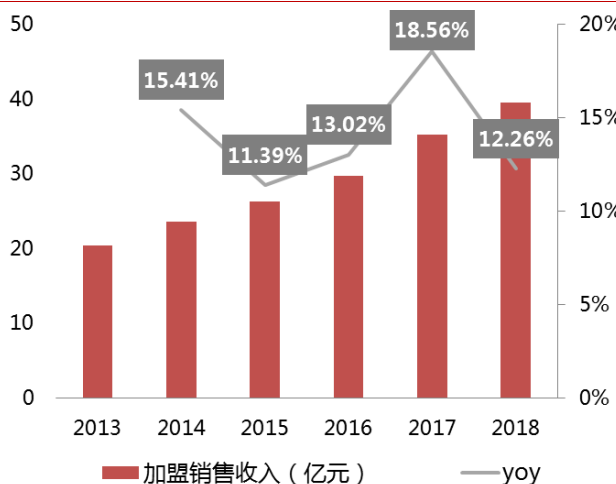
来源：公司公告 中泰证券研究所



来源：公司公告 中泰证券研究所

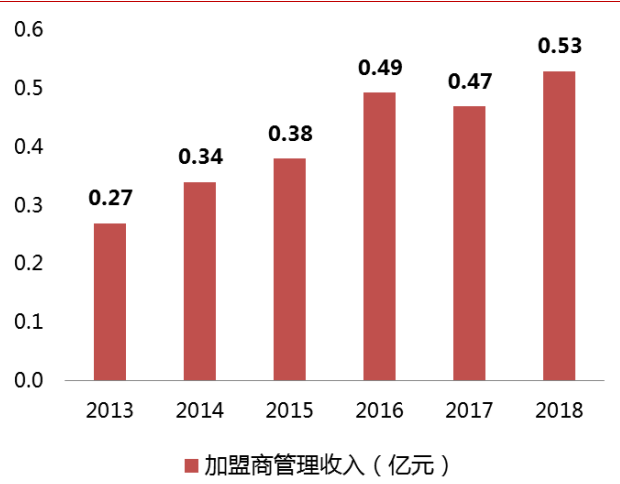
■ **优化加盟商管理，加盟规模稳健增长。高效的加盟商管理是加盟模式成功的关键之一。**在加盟商管理方面，绝味通过营销管理中心统筹加盟商一体化建设，建立起了统一的加盟商信息和销售管理系统；在总部培训指导、加盟商分级管理和激励政策的基础上，加设加盟商委员会，提高加盟商自主积极性，以各区域为单位进行经验交流和资源共享，达成高效的加盟管控。在门店经营方面，公司知道加盟商根据今日销量对次日销售进行预估，每日按需下单，减少门店损耗，经营效率有效提升。2018年，绝味加盟销售收入达 39.55 亿元，同比保持稳健增长。绝味加盟商管理收入包括加盟费和管理费等，向单名加盟商收取的加盟费和管理费约 0.8-1.6 万元/年，2018 年绝味加盟商管理收入达 0.53 亿元，同比增加 600 万元，显示绝味加盟商规模仍在持续壮大。

图表 31：绝味加盟销售收入稳健增长



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 32：绝味加盟商规模持续壮大



来源：公司公告 中泰证券研究所

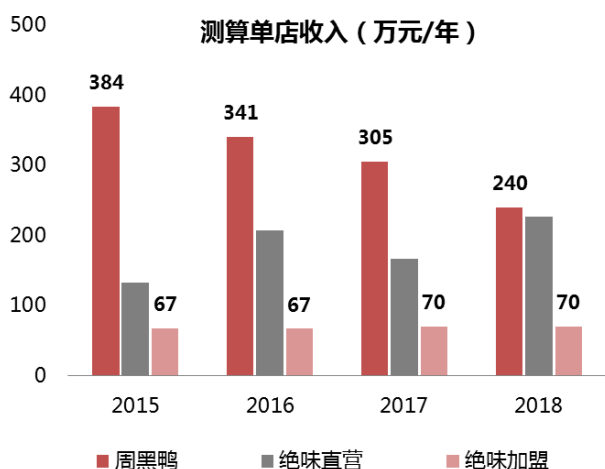
单店模型测算：自营盈利能力较强，加盟扩张更快

■ **加盟商能够实现稳健盈利是加盟模式成功的关键之二。**据绝味披露，加盟商的利润空间较大，一般在 40%左右；新店达到盈亏平衡一般需要 3-6

个月，投资回收期较短。从门店单店模型测算的结果来看，绝味加盟门店的净利率约为 17.1%，可以满足加盟商的盈利需求，加盟模式的可行性和可靠性较高。

- 根据我们测算的数据，2018 年周黑鸭/绝味直营/绝味加盟门店单店收入为 240/227/70 万元，周黑鸭自营单店收入持续下滑，绝味加盟单店收入稳中有升。周黑鸭自营门店的毛利率和净利率水平均领先绝味，自营门店的优越性依然显著；但高效的加盟门店管理也为绝味提供了较强的竞争优势。综合来看，新鲜度和购买便利性是鲜卤制品消费的两个重要决定因素；通过加盟模式快速扩张门店布局，提升销售密度，可以形成一定的渠道壁垒，有利于抢占市场份额。

图表 33: 周黑鸭单店收入下滑



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 34: 门店单日盈利模型测算

(元)	周黑鸭自营	绝味自营	绝味加盟
客流	105人	126人	60人
客单价	64元	50元	32元
面积	30平米	30平米	20平米
日销售额	6,720	6,300	1,920
毛利率	55%	50%	40%
租金费用	900/13.4%	900/14.3%	160/8.3%
人工费用	600/8.9%	600/9.5%	200/10.4%
水电杂费	120/1.8%	120/1.9%	80/4.2%
门店净利润	2,076/30.9%	1,530/24.3%	328/17.1%

来源：草根调研 公司公告 中泰证券研究所

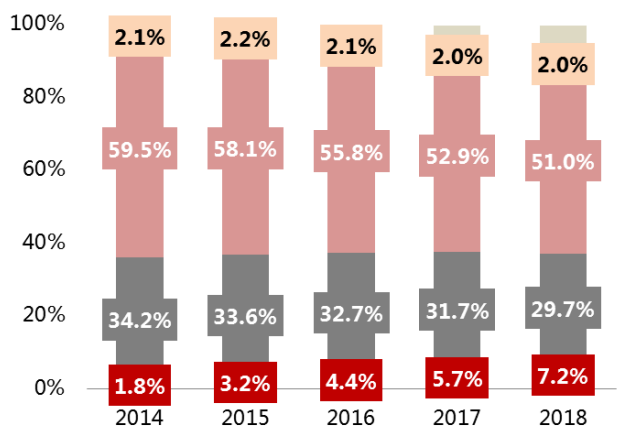
烘焙子行业：商超龙头盈利稳健，烘焙连锁百花齐放

烘焙行业格局分散

- 行业集中度低，龙头销售主要依赖经销渠道。与西方国家相比，中国以米饭/面点为主食的传统深入人心，烘焙食品的可替代性强、消费频次较低。随着经济发展和饮食结构多元化，烘焙行业呈现出品牌消费的发展趋势，市场规模稳健增长。据 Euromonitor 统计，2018 年中国烘焙行业销售规模达 2,110.13 亿元，同比增长 12%。
- 由于跨区域生产经营的难度较大，小作坊式烘焙企业占比高，行业格局较为分散，品牌集中度较低。行业龙头偏好保质期较长的包装产品，主要依赖商超 KA 及便利店布局销售网络，2018 年龙头达利园的市场份额为 4%，较 2014 年的 5.6% 明显下滑；体量较小的烘焙连锁店主打“新鲜+手工现制”概念，产品差异化程度较高，定位中高端消费群体，未来市场份额有望持续提升。

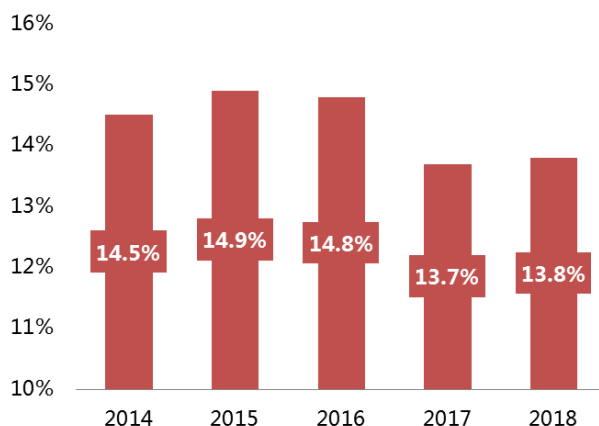
图表 35: 烘焙子行业以专卖店渠道为主

图表 36: 行业集中度低，品牌忠诚度不高



■ 便利店 ■ 超市卖场 ■ 餐饮/烟草专卖店 ■ 独立烘焙连锁店 ■ 电商

来源：公司公告 中泰证券研究所



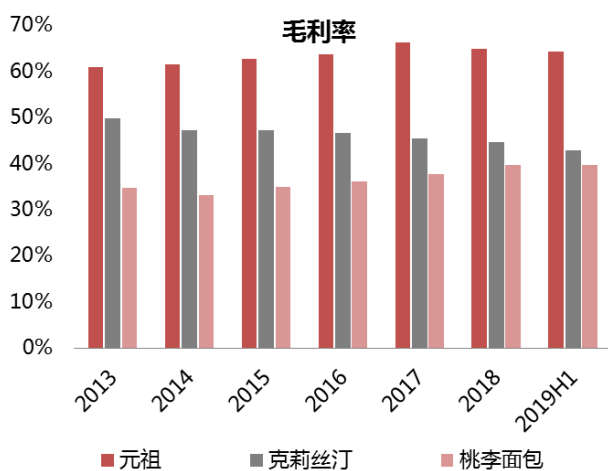
■ 烘焙CR10

来源：公司公告 中泰证券研究所

“中央工厂+批发”模式以商超为主要销售渠道

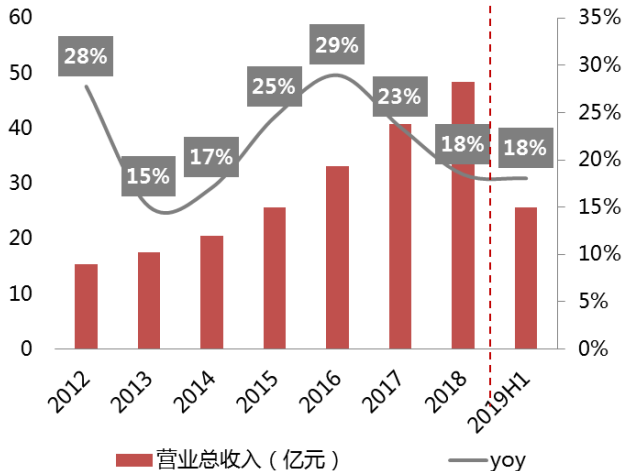
- 以桃李面包为例，包装类烘焙产品以商超批发为主要销售渠道，销售毛利率低于烘焙连锁店元祖和克莉丝汀。桃李面包采用直营与经销相结合的销售模式进行渠道开拓，快速铺开商超销售网点，截至2018年底已在全国市场建立了22万多个零售终端，收入保持高速增长，市场份额持续提升至3.2%，稳居行业第二，与第一的差距逐渐缩小。
- 桃李面包主营短保烘焙食品，SKU少而精，标准化程度较高，追求单品生产销售规模，可有效降低单位生产成本，2018/2019H1毛利率为39.3%/39.6%，同比稳中有升；由于商超渠道不用承担门店租金和人工成本，桃李面包的销售费用率较低，2019H1元祖/桃李的销售费用率为49.6%/22.1%。2018年，元祖/桃李的归母净利率为12.4%/13.3%，桃李面包实现了收入和盈利增长的良性平衡。

图表 37: 批发模式毛利率较低



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 38: 短保产品借力商超渠道，桃李面包实现快速增长

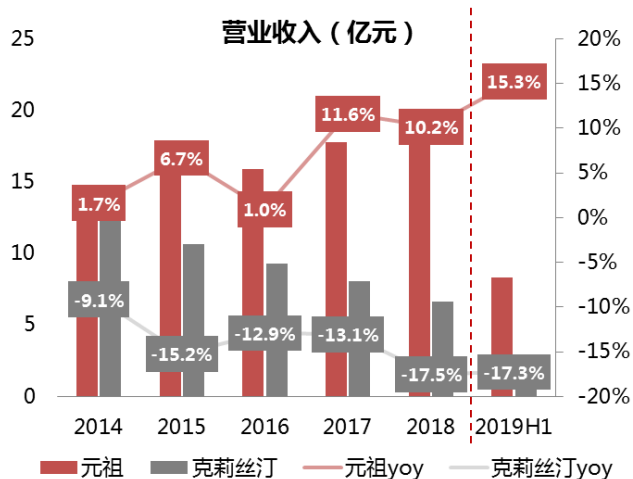


来源：公司公告 中泰证券研究所

定位中高端的烘焙连锁店呈现两极分化

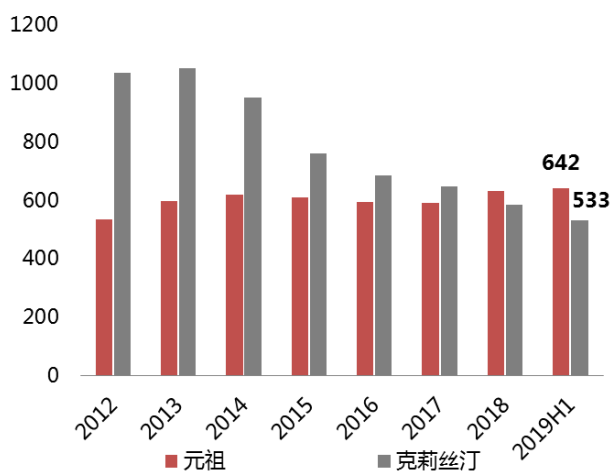
- 据美团点评发布的《烘焙&现制饮品行业趋势洞察报告》，2018 年北上广深入均消费 30 元以上的烘焙店占比达 45%，同比增长 3%；人均消费 15 元以下的烘焙店数量占比为 17%，同比下降 4%，定位中高端消费群体的现烤烘焙连锁店增势强劲。2019H1 元祖实现营业收入 8.33 亿元，同比增长 15.3%，相比之下，曾经的“烘焙第一股”克莉丝汀营业收入持续负增长，门店数减少至巅峰期的一半。
- 从产品结构来看，元祖主营月饼礼盒和蛋糕品类，产品毛利率超过 60%；克莉丝汀面包占比较高，毛利率相对较低。从渠道来看，元祖利用产品提货券特点，线上自建官网和电商旗舰店，线下“直营为主、加盟为辅”进行标准化、精细化的门店连锁经营，实现全渠道销售布局；克莉丝汀渠道较单一，主要依靠线下门店进行销售，但在门店布局上出现了战略失误，上市后在低线城市快速进行的门店扩张与定位高端的品牌形象不符，造成品牌力和单店收入的持续下滑。

图表 39: 元祖收入稳健增长



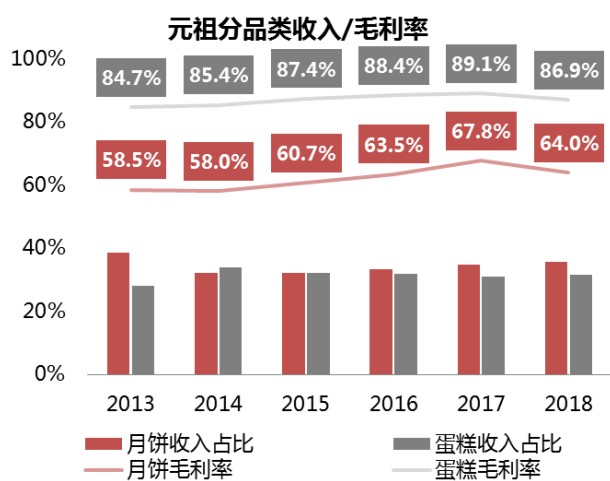
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 40: 克莉丝汀经营不善, 持续关店



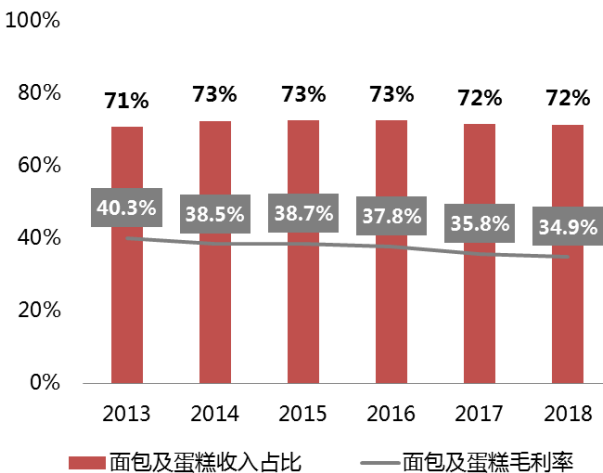
来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 41: 元祖主营高毛利的月饼礼盒/蛋糕品类



来源：公司公告 中泰证券研究所

图表 42: 克莉丝汀面包占比高, 毛利率低

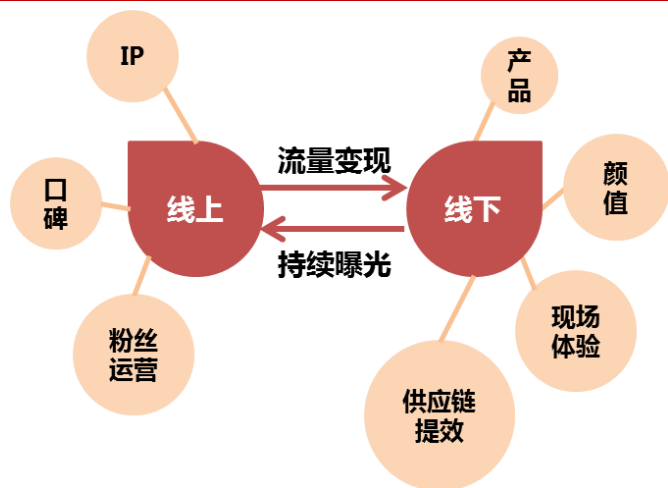


来源：公司公告 中泰证券研究所

单店模型测算：小而美的精品烘焙门店盈利能力最强

- 小型网红烘焙品牌定位高端、小众，门店数量有限，单店盈利能力强，一般布局在客流量高的核心商圈位置。网红店是新零售思维的优秀实践，通过线上进行 IP 和粉丝运营，通过线下消费推动流量变现和口碑积累，实现良性循环。网红烘焙店普遍具有产品颜值高、现场体验感强、饥饿营销等特征。以 Lady M 为例，每日冷链空运配送到店/到家保证了产品口感，精致简约的设计则满足了中产阶级消费者的小资需求；上海国金店开业期间，Lady M 每天限量出售 300 块蛋糕，产品依然供不应求。
- 根据草根调研的结果，我们对不同类型的烘焙连锁门店进行了单店盈利模型测算，元祖广告费、运输费、折旧摊销、管理费用等由公司总部承担，门店日常经营的净利率约 30.3%。预测 Lady M 等网红店盈利能力最强，单日门店净利润超过 7,000 元，门店净利率达 48.3%，但门店运营成本高，难以进行规模扩张。

图表 43：网红店“新零售”模式—线上引流，线下变现



来源：中泰证券研究所

图表 44：烘焙连锁门店单日盈利模型测算

(元)	元祖	克莉丝汀	网红店
客流(人)	70人	120人	200人
客单价	130元	25元	75元
面积(平米)	110平米	55平米	100平米
日销售额	9,100	3,000	15,000
毛利率	64%	45%	75%
租金费用	1,320/14.5%	440/14.7%	2500/16.7%
人工费用	1,200/13.2%	600/20.0%	1,000/6.7%
水电杂费	550/6.0%	275/9.2%	500/3.3%
门店净利润	2,754/30.3%	35/1.2%	7,250/48.3%

来源：草根调研 公司公告 中泰证券研究所

风险提示事件

- (1) 电商红利快速消退，销售增长不及预期；
- (2) 线下门店经营不善，盈利持续下滑；
- (3) 租金、人工成本持续上涨，销售费用大幅增加；
- (4) 加盟商管理不到位，品牌形象受损。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。