



Research and
Development Center

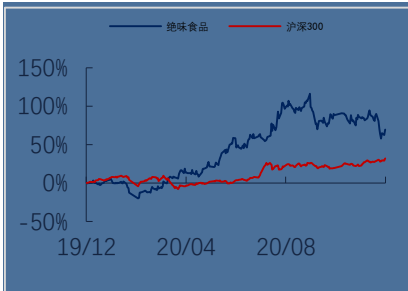
管理领先，布局长远

—绝味食品(603517)公司首次覆盖报告

2020年12月02日

马铮 首席研究员
S1500520110001

mazheng@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
绝味食品 (603517)
投资评级 **增持**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	73.80
52 周内股价波动区间 (元)	94.20-35.00
最近一月涨跌幅 (%)	-26.20
总股本 (亿股)	6.09
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	449.17

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

管理领先，布局长远

2020 年 12 月 02 日

本期内容提要：

◆**投资建议：**市场对于公司门店空间和同店增长有所疑虑。我们认为，行业千亿规模且保持双位数增长，市场空间可支撑绝味 23000+家门店，大众产品定位及渠道盈利效应助推渠道深耕，同店提升仍大有可为。供应链和渠道管控具备核心优势，能力外延构建美食生态圈有望与主业形成协同，收入端导入新增长点，成本端规模优势更加凸显。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.27/1.76/2.11 元，给予 21 年 45XPE，对应市值 481 亿元，给予“增持”评级。

◆**处卤制品优质赛道，千亿规模高增长，集中度有望提升。**休闲卤味产品具有一定的成瘾性属性，铸就细分行业壁垒。居民人均消费水平提升打造行业高景气度，目前市场规模约 1200 亿元，保持双位数高增长，行业集中度低，CR5 仅为 20%左右。头部品牌有望凭借供应链、品牌等优势逐步提升市占率，充分享受行业快速发展红利。

◆**万家门店铸就品牌知名度，供应链和渠道管控能力突出，规模优势显著。**绝味门店布局在深度和广度强于行业竞争对手，依托 1 万家+门店对目标消费者的辐射，绝味品牌率先抢占消费者心智。搭建加盟商一体化自治管理体系，保障门店终端管控。覆盖全国的供应链具备壁垒，采购端规模效应凸显具备成本优势，配送端依托全国工厂日配到店，绝配供应链持续向外赋能配送效率有望进一步提升，亦有望成为新的营收增长点。

◆**门店扩张稳步推进，同店收入长期有望保持增长。**目前绝味近一半的门店集中在省会和一线城市，门店下沉空间巨大。以省会城市门店保有量为度量，我们测算绝味门店长期可看至 20000+家，加盟商赚钱效应及已被万家门店验证的渠道管控能力预计稳步推进渠道下沉，疫情期间公司逆势开店，预计 2020 年门店开拓超预期。品类轻微提价表现为不减销量，单店收入通过门店升级、品类提价等方式有望长期保持稳步增长态势，主业增长确定性强。规模效应下，成本费用率有望下行，盈利能力有望进一步提升。

◆**供应链和渠道管控能力外延，赋能美食生态圈构建。**公司目前向外投资包括和府捞面、四川幺麻子、千味央厨等优质项目，聚焦轻餐饮，供应链和渠道管控能力外延赋能被投项目预计加速其发展，供应链端预计与卤制品主业形成协同效应，投资收益有望带来业绩高弹性。

◆**股价催化剂：**门店扩张超预期；美食生态圈构建超预期。

◆**风险因素：**食品安全风险、单店收入有所下滑、原材料价格波动。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	4,368	5,172	5,417	6,539	7,461
增长率 YoY %	13.4%	18.4%	4.7%	20.7%	14.1%
归属母公司净利润 (百万元)	641	801	771	1,070	1,285
增长率 YoY%	27.7%	25.1%	-3.8%	38.8%	20.2%
毛利率%	34.3%	33.9%	34.6%	34.0%	34.3%
净资产收益率ROE%	21.2%	17.5%	15.3%	18.9%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.05	1.32	1.27	1.76	2.11
市盈率 P/E(倍)	31.46	35.29	56.55	40.74	33.91
市净率 P/B(倍)	6.66	6.19	8.67	7.68	6.76

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2020 年 12 月 01 日收盘价

目录

1. 投资故事	4
2. 绝味概览：后起之秀，门店破万家	4
2.1. 坚持加盟连锁为主体，门店率先突破万家	4
2.2. 卤制品领导品牌，营收双位数增长	5
2.3. 创始人为实控人，行业运营经验丰富	6
3. 论护城河：规模优势凸显，渠道管控能力被验证	7
3.1. 渠道横纵先发，铸造品牌壁垒	7
3.2. 供应链具备规模效应，成本管控优势显著	7
3.3. 渠道赚钱效应好，管控开拓能力突出	9
4. 未来展望：处优质赛道，门店增长可期	10
4.1. 行业双位数高增长，收割集中度提升红利	10
4.2. 开店远未到天花板，单店增长仍可期	11
4.3. 供应链和渠道管控外延，构建美食生态圈	13
5. 估值与投资评级	15
6. 风险因素	15

表目录

表 1: 核心管理层持股并长期任职	6
表 2: 毛利受原料价格波动敏感性测试	8
表 3: 绝味门店空间可达 23000+家	11
表 4: 公司围绕轻餐饮构建美食生态圈	14
表 5: 可比公司估值对比	15

图目录

图 1: 绝味食品发展历程图	4
图 2: 营收保持稳步增长	5
图 3: 净利率持续提升至 15%	5
图 4: 华南地区 2019 年增速达 39%	5
图 5: 加盟收入占比近 90%	5
图 6: 禽类制品为主要品类	6
图 7: 绝味食品股权结构	6
图 8: 渠道先发深化品牌力	7
图 9: 绝味门店广度纵深具备优势	7
图 10: 直接材料占比超过 80%	8
图 11: 鸭副采购价格变化趋势不完全一致	8
图 12: 采购规模带来强议价能力	8
图 13: 可通过提价向下游传导原料涨价压力	8
图 14: 绝味生产基地基本辐射全国	9
图 15: 绝味单店运输成本优势显著	9
图 16: 前五大加盟商占比提升验证加盟动力足	9
图 17: 30%以上的加盟商开设 2 家门店及以上	9
图 18: 加盟一体化统一公司与加盟商共同诉求	10
图 19: 费用率呈现下降趋势	10
图 20: 净利率居于行业前列	10
图 21: 休闲卤制品行业双位数高增长	11
图 22: CR5 市占率相对较低	11
图 23: 单店增长仍有大有可为	12
图 24: 加盟单店收入长期保持平稳增长	13
图 25: 绝味直营单店收入逐步赶超周黑鸭	13
图 26: 绝味散卖鸭脖价格提升空间大	13
图 27: 平缓提价不减销量	13
图 28: 绝味长期股权投资规模增长快	14
图 29: 千味央厨 2019 营收 8.89 亿元	14
图 30: 绝配供应链有望增厚公司营收	14
图 31: 2020Q3 投资收益为负主要系塞飞亚影响	14

1. 投资故事

与众不同的认识：市场对于公司门店空间和同店增长有所疑虑。我们认为，行业千亿规模保持双位数增长，市场空间可支撑绝味 20000+家门店，大众产品定位及渠道盈利效应助推渠道深耕，行业为蓝海竞争市场，同店提升仍大有可为。市场对供应链体系和渠道管控能力外延铸就的核心优势仍认识不足，我们认为，公司供应链和渠道管控能力在过去开设万家门店已经得到印证，国内连锁门店成功的渠道管控经验对于被投项目的孵化和加速具备重大借鉴意义，公司通过能力外延构建美食生态圈有望与主业形成协同优势，收入端导入新增长点，成本端规模优势更加凸显。

2. 绝味概览：后起之秀，门店破万家

2.1. 坚持加盟连锁为主体，门店率先突破万家

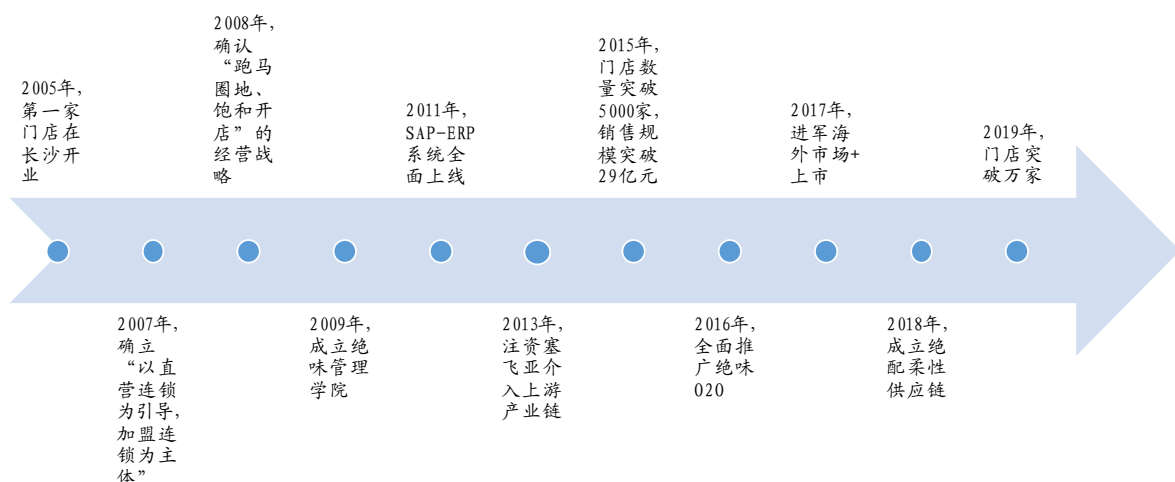
公司主营休闲卤制品的销售，主要产品包括鸭脖、鸭架等鸭副产品及豆皮、藕片等蔬菜制品。在创始人戴文军先生的带领下，2005 年于湖南长沙开设第一家门店，并于 2017 年成功上市。

2005-2010 稳健起步：确立加盟模式为主体及跑马圈地的经营战略。2005 年公司在长沙开设的首家门店生意火爆，并逐步向广东、江西等省外市场扩张。2007 年，公司确立了“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的商业运营模式。2008 年公司提出跑马圈地，饱和开店的门店拓展思路，并且与冷链巨头英格索兰合作全面导入冷链系统，绝味的第二代门店应运而生。

2011-2015 全国扩张：全面上线 SAP-ERP 信息系统及整合产业链。2011 年，公司全面上线 SAP-ERP 系统，并于同年销售额突破 10 亿。2013 年，公司注资塞飞亚股份公司，整合上游产业链。2015 年，公司启动第四代门店的推广，并于同年门店数量超过 5000 家，销售额突破 29 亿元，成为鸭脖行业的领导品牌。

2016-至今渠道深化：推广 O2O 及开拓海外。2016 年公司成立营销公司推广 O2O，当年年底线上会员突破 1000 万人；2017 年，开拓新加坡市场并于当年上市。2019 年渠道策略由“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”。秉持“提高单店营收，开好店，多开店”的经营方针，截止到 2019 年，公司共开设 10594 家门店（不含港澳台），销售额超过 51 亿元，开启万店时代。

图 1：绝味食品发展历程图

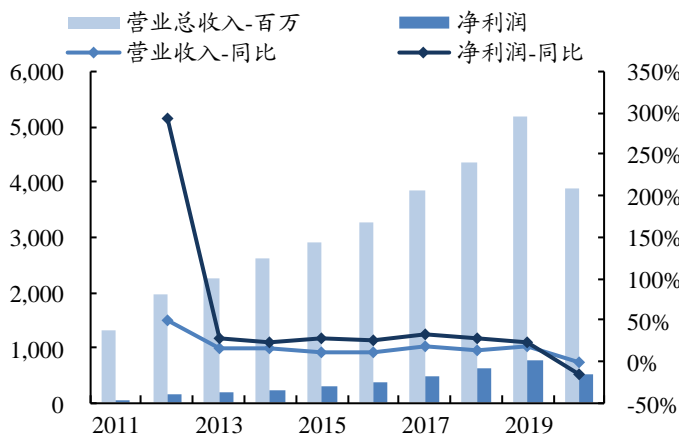


数据来源：绝味食品官网，信达证券研发中心

2.2. 卤制品领导品牌，营收双位数增长

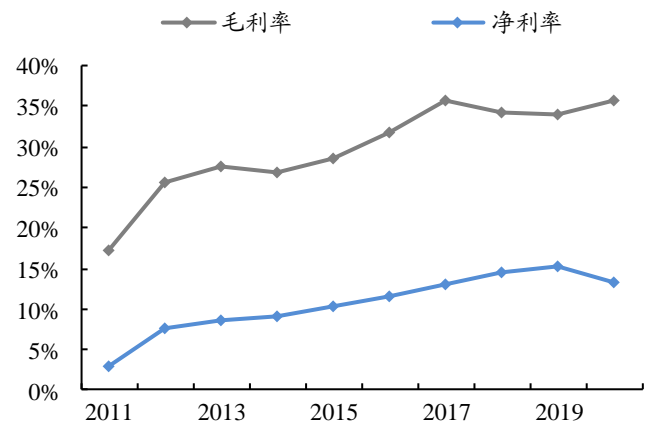
公司营收净利润保持双位数增长，华南地区增速达39%表现亮眼。2019年公司实现营业收入51.72亿元，归母净利润8.01亿元，毛利率33.95%同比略微下降，主要系公司大单品鸭脖原料价格上涨，净利率15.29%，同比稳步上升，经营效率处于行业内高水平。从产品结构上来看，主营休闲卤制品占比97%，其中禽类制品占比78%，蔬菜制品占比10%，其他产品占比9%。鸭脖为公司的大单品，2015年营收占比近36%。从地区收入上来看，华东、华中、华南营收占比均超过20%，2019年华南地区营收增速达39%，表现亮眼。运营模式上，2019年年底拥有门店10594家（不含港澳台），加盟为主，加盟收入占比89%。

图2：营收保持稳步增长



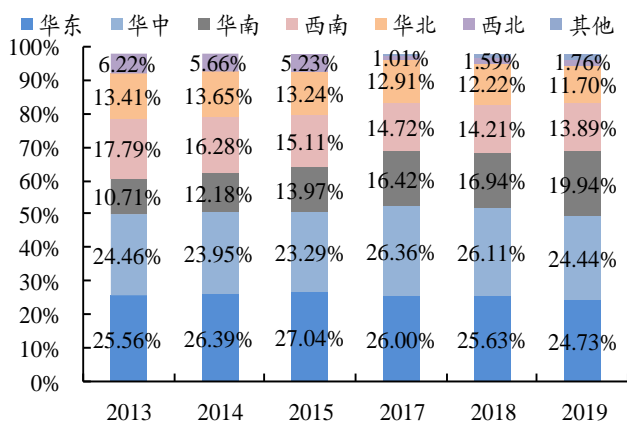
数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：最新为2020Q1-3

图3：净利率持续提升至15%



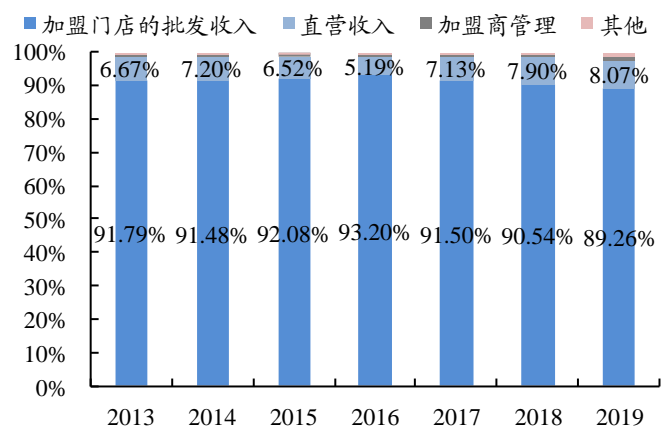
数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：最新为2020Q1-3

图4：华南地区2019年增速达39%

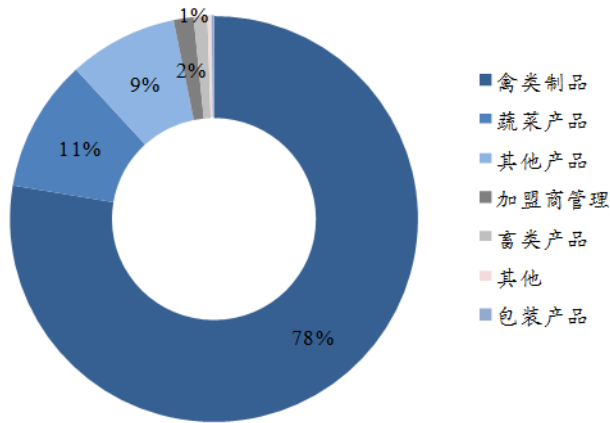


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图5：加盟收入占比近90%



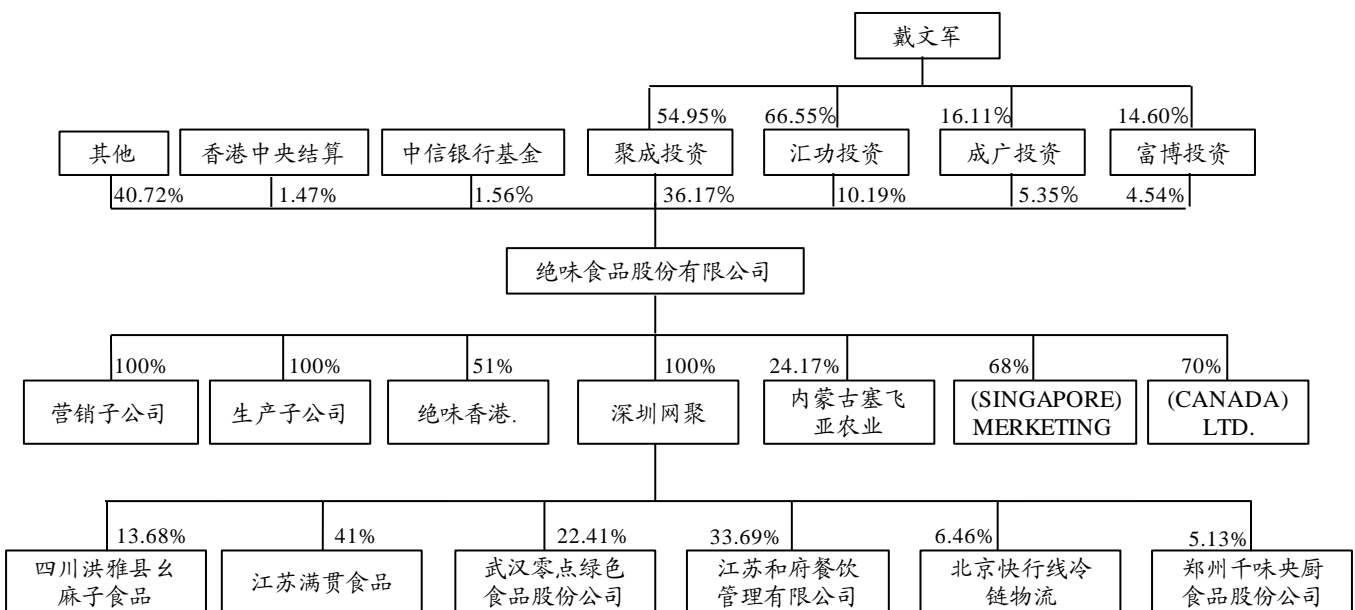
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 6: 禽类制品为主要品类


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3. 创始人为实控人, 行业运营经验丰富

创始人戴文军先生为实控人, 间接持股近 46%。核心管理层医药市场部门出身, 市场开拓和渠道管控经验丰富。2011 年公司搭建四家持股平台, 管理层、员工、供应商、加盟商均相应持股, 深度绑定各方利益。实控人为创始人戴文军先生, 通过四家持股平台间接持股近 46% 的股份, 风投复星等基本退出, 持股比例低于 1%。创始人戴文军先生兼具医药和食品行业深耕经验, 市场开拓和渠道管控能力突出, 核心管理层在公司任职时间超 10 年, 长期战略执行一致性高, 行业运营经验丰富。

图 7: 绝味食品股权结构


数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 截止到 2020 年 H1

表 1: 核心管理层持股并长期任职

姓名	职务	出生年月	税前薪酬-万元	工作经历
戴文军	董事长、总经理	1968	97.78	长江商学院 EMBA。曾任株洲千金药业市场部经理。现任绝味食品股份有限公司董事长、总经理。
刘全胜	副总经理	1974	51.72	本科学历, 高级食品安全师。2009 年至今任绝味生产管理中心总监, 2012 年至今任绝味副总经理。

彭刚毅	副总经理、 董事会秘书	1979	44.81	本科学历，中级经济师。2001-2004 年任株洲千金投资中心项目经理、董秘授权代表；2012 年至今任绝味副总经理、董事会秘书。
彭才刚	财务总监	1971	59.51	硕士研究生学历，会计师。2008-2009 年任绝味财务经理。2010 年至今任绝味财务管理中心总监。

数据来源：Wind，信达证券研发中心

3. 论护城河：规模优势凸显，渠道管控能力被验证

3.1. 渠道纵横先发，铸造品牌壁垒

依托 1 万家+门店对目标消费者的辐射，公司品牌率先抢占消费者心智。公司成立于 2005 年，跑马圈地初期以产品推动渠道和品牌发展，逐步打开品牌知名度。门店全国化的实现进一步加强品牌力，与渠道向下深耕相辅相成。相比于竞争对手，绝味率先实现全国化，依托于渠道的广度（门店曝光度）和深度（购买便利性）对目标消费群体的辐射，品牌在率先抢占消费者心智上具备优势。因此对于后续进入的竞争者，渠道先发深化品牌力存在无形的壁垒。

图 8：渠道先发深化品牌力

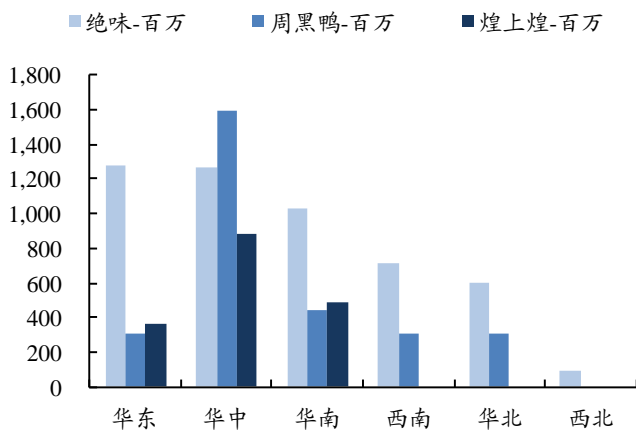
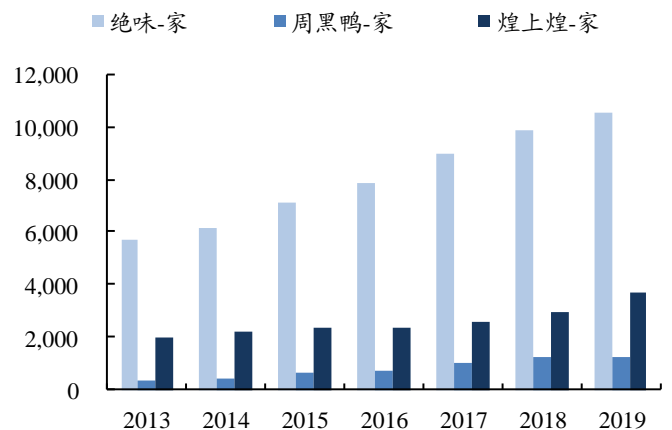


图 9：绝味门店广度纵深具备优势



数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：营收数据，地区划分按照周黑鸭数据披露标准划分，煌上煌 2019 年只披露前四大市场，江西、广东、福建、浙江地区分别计入华中、华南、华南、华东。由于周黑鸭目前主要为直营，煌上煌和绝味为加盟，报表端数据与终端数据存在一定口径差异。

数据来源：Wind，信达证券研发中心

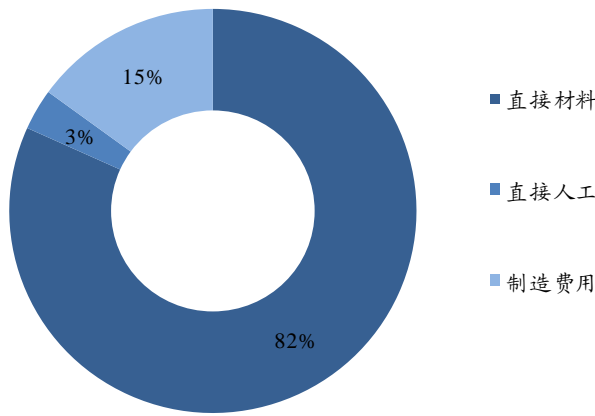
定位大众消费，品类丰富，口味可针对地区定制化，产品适应全国化推广。公司产品定位大众消费，售卖形式主要为散装，方便消费者少量多品类的搭配购买需求。推出“招牌风味”、“黑鸭风味”、“五香风味”、“藤椒风味”等多口味，针对地区口味差异，依托遍布各地的生产基地可实现产品定制化。在“大众消费+口味丰富+一定的定制化”的组合拳下，公司产品适应全国化全面推广。

3.2. 供应链具备规模效应，成本管控优势显著

采购规模优势下，上游原料具备高议价权。公司的直接材料（占比 80%左右）包括鸭脖、鸭掌、鸭锁骨等鸭副产品及调味佐料，其中鸭副产品采购金额占比 50%左右。相比行业竞争对手，公司在营收端具备绝对的规模优势，采购端具备更高的议价权。观察公司历年的鸭副产品采购价格，鸭脖和其他鸭副产品价格从 2015 年起开始呈现不同的走势，鸭脖的下游销售面主要是休闲卤制品，相较其他鸭副产品还大量用于餐桌菜品制作要窄，采购价格整体呈现下降的趋势。针对原材料波动对 2020 年毛利率的影响，由于鸭脖和其他鸭副采购价格不完

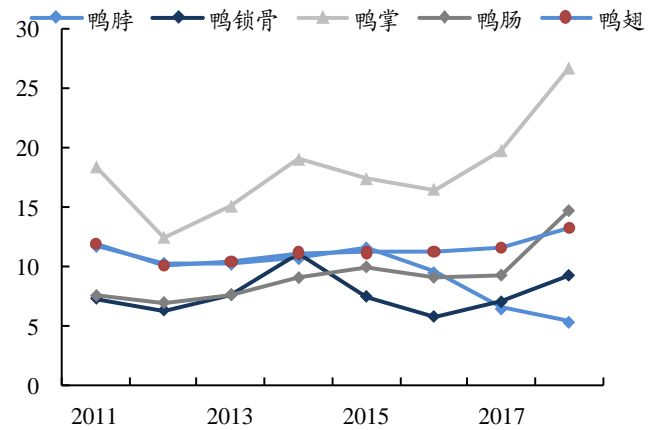
全同方向涨跌，且公司鸭脖采购量相对大，因此考虑鸭脖和其他鸭副产品价格反向变动和同向变动的情况，进行敏感性测试，在原料价格剧烈上涨时，公司毛利率面临较大侵蚀。但考虑到原料采购年内价格波动大，通过原料储备择时采购有望缓冲原料上涨。同时公司也具备向销售终端传导涨价压力的能力，研究公司历史的毛利率变化，基本呈现稳中有升的态势，因此整体毛利率受原料波动影响可更加乐观的看待。

图 10: 直接材料占比超过 80%



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2018Q1-3 数据

图 11: 鸭副采购价格变化趋势不完全一致



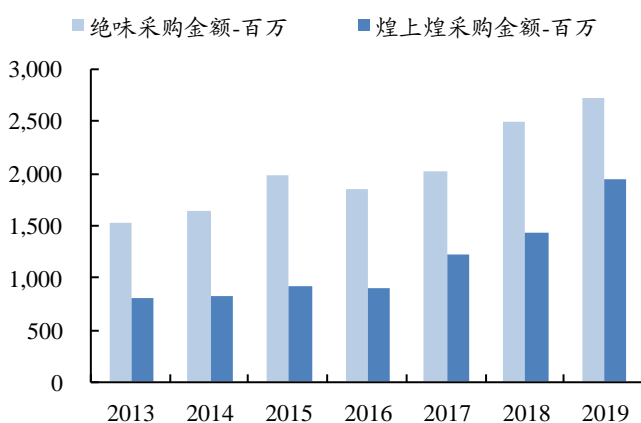
数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 单位-元/kg

表 2: 毛利受原料价格波动敏感性测试

假设: 人工成本和制造费用占比不变, 以 2019 年毛利率为基础	鸭脖采购价格变动					
	-2%	-5%	5%	10%		
其他鸭副采购价格变动	5%	10%	10%	20%		
直接材料	81.70%					
鸭脖采购占比	10.34%	10.13%	9.63%	10.11%	11.12%	
鸭锁骨等鸭副产品采购占比	35.23%	36.99%	40.69%	44.76%	53.71%	
成本变动率	1.27%	3.88%	7.60%	15.73%		
2019 毛利率	33.95%	毛利率变动	-0.28%	-0.85%	-1.62%	-3.20%

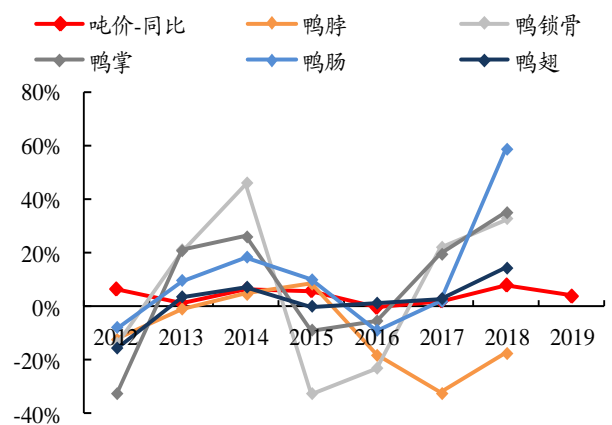
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 采购规模带来强议价能力



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 可通过提价向下游传导原料涨价压力



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 鸭副产品均为价格增减幅度, 2018 年鸭副产品数据为 Q1-3, 2019 年数据缺失。

供应链配送效率高, 成本优势愈加显著, 供应链外溢具备协同效应。公司采用“一个市场, 一个生产基地”的冷链配送模式, 在全国布局生产基地 (目前生产基地整合成 22 个), 辐射

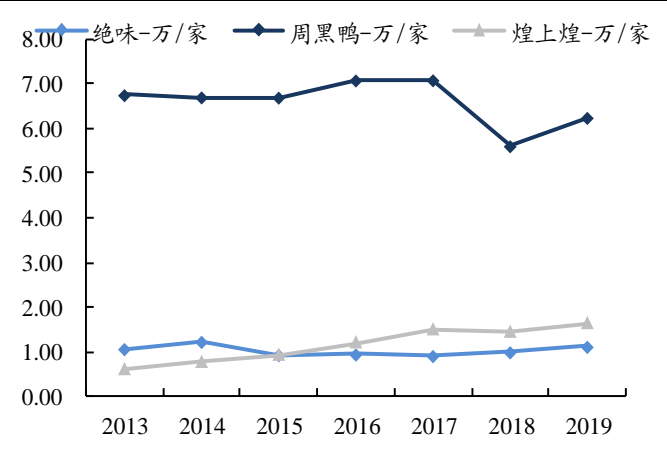
周边 31 个省市，基本实现前日下单、当日生产配送到店。配送效率位于行业前列，相比于竞争对手周黑鸭大基地模式及煌上煌 6 个大小生产基地结合模式，绝味配送半径短，在配送效率和成本控制方面占据优势。同时区域扩张一般采用“先有市场，再建工厂”的思路，而绝味已经基本实现全国化扩张，供应链具备先发优势，全资子公司绝配供应链同时也对外开放，服务慕玛披萨、幸福西饼、淳百味等知名连锁餐饮企业，供应链具备扎实的产业支撑，竞争对手要全面复制具备一定的门槛。随着供应链能力外溢与主业形成协同效应，成本优势有望愈加显著，盈利能力有望持续提升。

图 14: 绝味生产基地基本辐射全国



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 15: 绝味单店运输成本优势显著

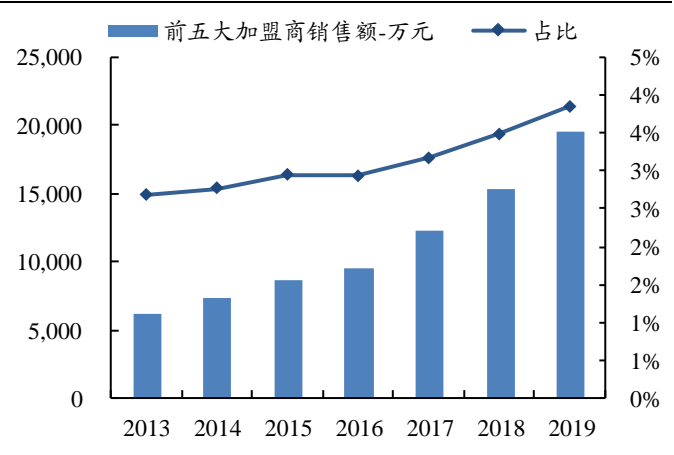


数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：数据为单店运输费

3.3. 渠道赚钱效应好，管控开拓能力突出

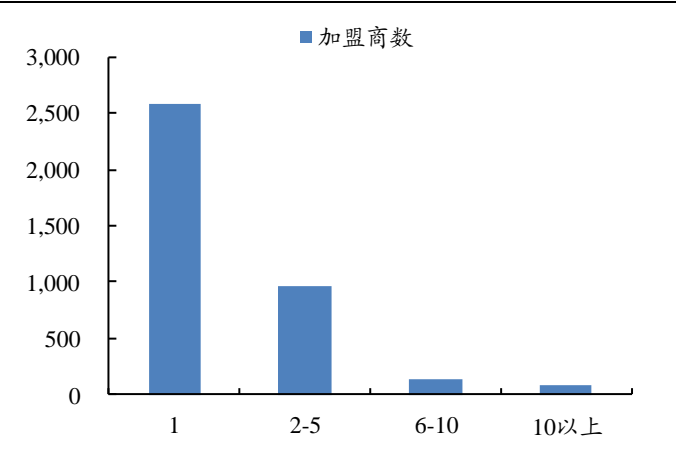
盈利效应好保障渠道稳定，一体化管理激发加盟商主观能动性。加盟商初始投资在 15-20 万元，平均回收期在 1-1.5 年左右，毛利率在 40%左右，可实现净利率 15%-20%。对于加盟商而言，加盟绝味初期投资相对少并且盈利效应好，投资动力足是加盟渠道稳定的根本。在加盟商的管理上，于 2013 年正式推出加盟商委员会，分设四级，包括全国委、片区委（华东、华中、华南、北方和西南）、省委会及战区委，一个战区委一般包含 80-100 个加盟店，平均对应约 30-40 个加盟商，战区委内部可进行经验交流、资源共享及门店巡查等，激发了加盟商内部管理的主观能动性，比如说某一家门店发生问题，战区有动力率先出面解决，防止影响当地绝味品牌形象，从而影响其他门店收入。加盟商一体化缓冲了加盟商在品牌维护等利益上与公司的委托代理问题，统一了双方一致诉求。

图 16: 前五大加盟商占比提升验证加盟动力足

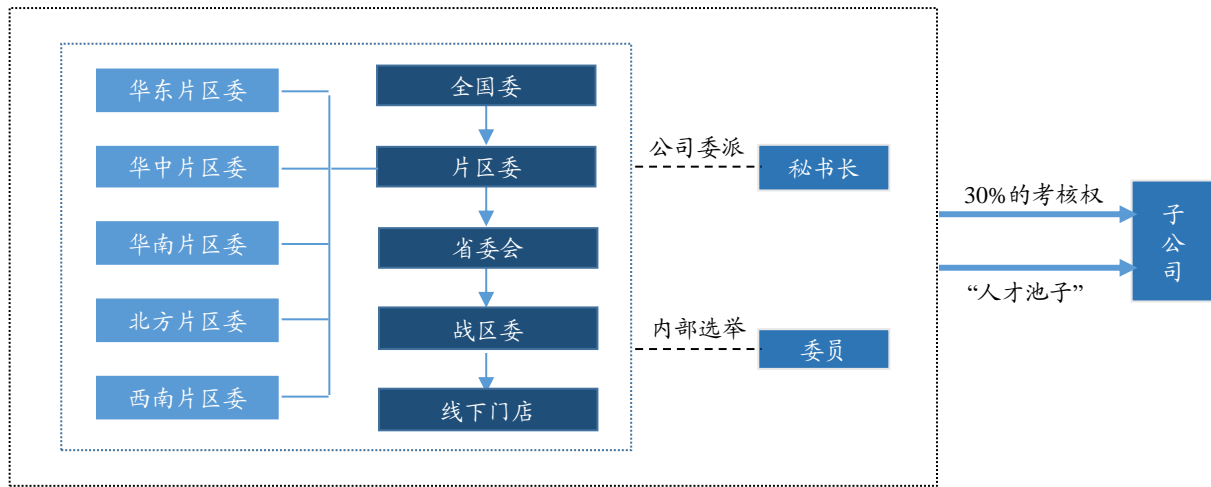


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17: 30%以上的加盟商开设 2 家门店及以上

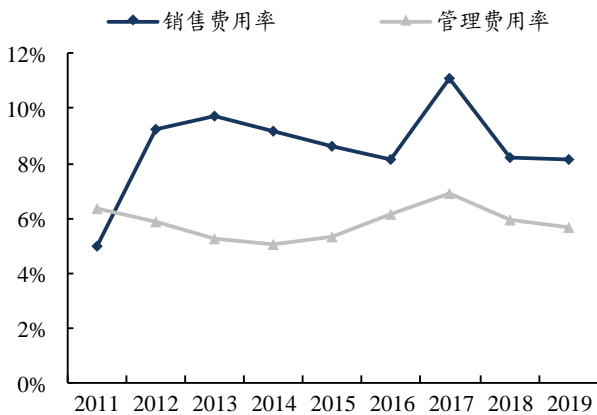


数据来源：招股说明书，信达证券研发中心 注：2016 年 Q1-3 数据

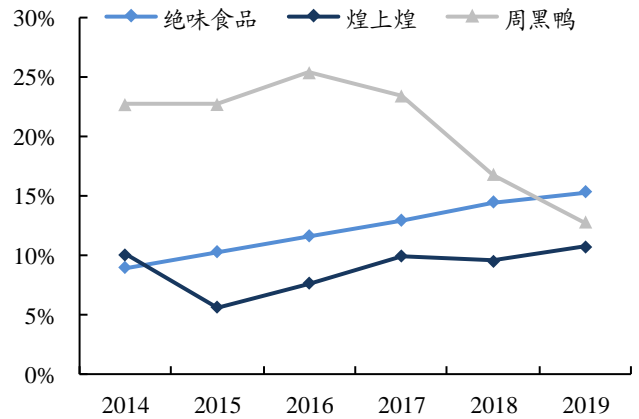
图 18: 加盟一体化统一公司与加盟商共同诉求


数据来源：信达证券研发中心

人才培养体系完善，管理效率居于行业前列。公司渠道管控和开拓优势一方面来源于渠道组织架构，另一方面在于运营管理人才。在人才培养上，2009年成立绝味管理学院，每年向公司输送大量加盟连锁管理人才。并开设EMBA研修班，与南洋理工大学、新加坡国立大学等合作教学，提升加盟商门店运营能力。其次，公司吸纳具备实际加盟门店管理运营经验的加委会成员加入分子公司成为管理人员，充盈管理团队。高效的管理效率及门店的快速扩张验证公司优秀的渠道管控和开发能力。

图 19: 费用率呈现下降趋势


数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 20: 净利率居于行业前列


数据来源：Wind，信达证券研发中心

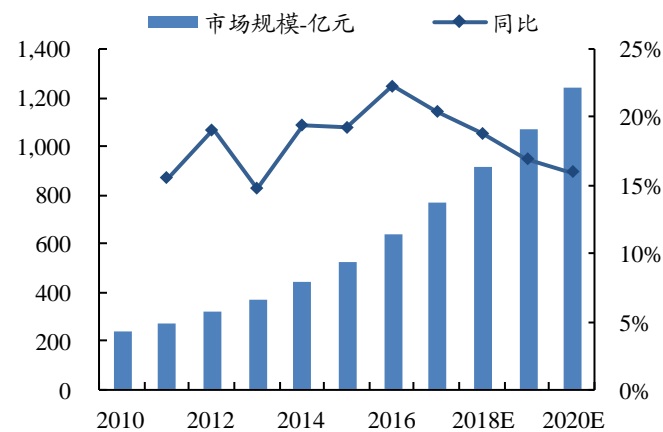
4. 未来展望：处优质赛道，门店增长可期

4.1. 行业双位数高增长，收割集中度提升红利

卤制品行业千亿规模，年复合增速达 18.8%，行业集中度分散，头部企业有望抢占夫妻店市场份额收割行业红利。卤制品行业在我国具备源远流长的消费积淀，消费者对于卤制品的食用可以追溯到战国时期。作为休闲食品的细分子行业，“麻辣鲜香”的消费特点鲜明，具备一定的成瘾性，行业空间被其他子行业比如烘焙、坚果等侵蚀的风险较低。据 Frost&Sullivan

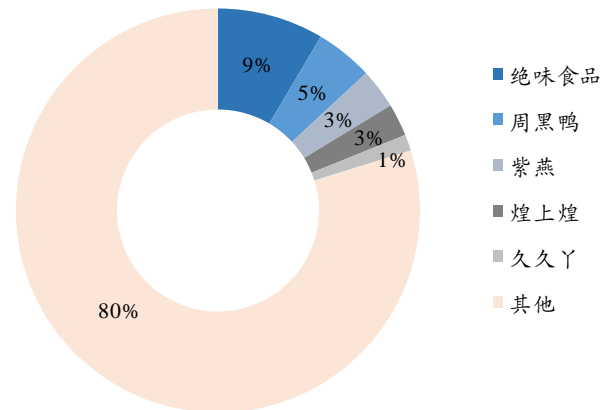
数据显示，卤制品行业规模预计在 2020 年将达到 1235 亿元，年复合增速达 18.8%，随着人均可支配收入的提升及城镇化的推进，行业预计持续保持高景气度。行业模式仍以小作坊为主，集中度低，前五大品牌市占率约 20%。随着人们品牌消费意识的崛起及供给端工业化的提升，头部企业在规模化生产、供应链、品牌力等方面逐步建立壁垒，叠加监管端逐步加强对小作坊的规范监督，头部企业有望加快收割小作坊式的市场空间。据调研了解，2020 年的新冠疫情期间，资金实力弱的门店受疫情冲击纷纷关店或转型，而对于具备雄厚的资金能力行业头部企业而言，疫情期间优质门店的置出反而提供了开店的绝佳机会，预计行业整合在疫情推动下呈现加速态势。

图 21: 休闲卤制品行业双位数高增长



数据来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心

图 22: CR5 市占率相对较低



数据来源: Frost&Sullivan, 信达证券研发中心 注: 营收口径数据

4.2. 开店远未到天花板，单店增长仍可期

市场容量可支撑绝味 23000+ 门店，大众产品定位及加盟商赚钱效应保障渠道深耕。截止到 2019 年，绝味共开设门店 10594 家（不含港澳台），目前公司 50% 以上的门店集中在省会级别城市及以上，根据 2019 年提出的“渠道深耕”策略，低线城市仍有巨大空间。由此进行保守估计：假设 1) 以华中地区省会城市人均保有量作为其他地区省会城市人均保有量估计量。2) 参照摩根士丹利发布的蓝皮书报告《中国城市化 2.0: 超级都市圈》，假设城市化率在 2030 年将达到 75%。3) 鉴于同一地区非省会城市与省会城市饮食习惯相近，假设非省会城市人均保有量将达到省会城市人均保有量*城市化率。依据以上假设，以人均保有量为基准，保守测算绝味门店空间可达 23375 家，对比 2020H1 门店数量 12058 家，尚有约翻倍的开店空间，短期内预计不会触及开店天花板。

表 3: 绝味门店空间可达 23000+ 家

行政区	城市级别	人口-万	实际门店-家	人均保有量-家/万人	理论门店-家
华北	省会城市	5,450.31	848	0.1555	1371
	非省会城市	12,027.73	588	0.0489	1403
东北	省会城市	2,440.42	383	0.1571	614
	非省会城市	8,261.78	547	0.0662	973
华东	省会城市	6,846.71	1327	0.1938	1722
	非省会城市	33,352.45	2664	0.0799	4848
华中	省会城市	2,869.10	721	0.2515	721
	非省会城市	19,452.05	983	0.0505	3669
华南	省会城市	3,645.21	718	0.1969	917
	非省会城市	13,334.55	840	0.0630	1969

西南	省会城市	7,378.34	1474	0.1998	1855
	非省会城市	19,438.03	808	0.0416	2913
西北	省会城市	499.51	62	0.1236	126
	非省会城市	2,963.94	94	0.0317	275
合计		137,960.13	12,058		23375

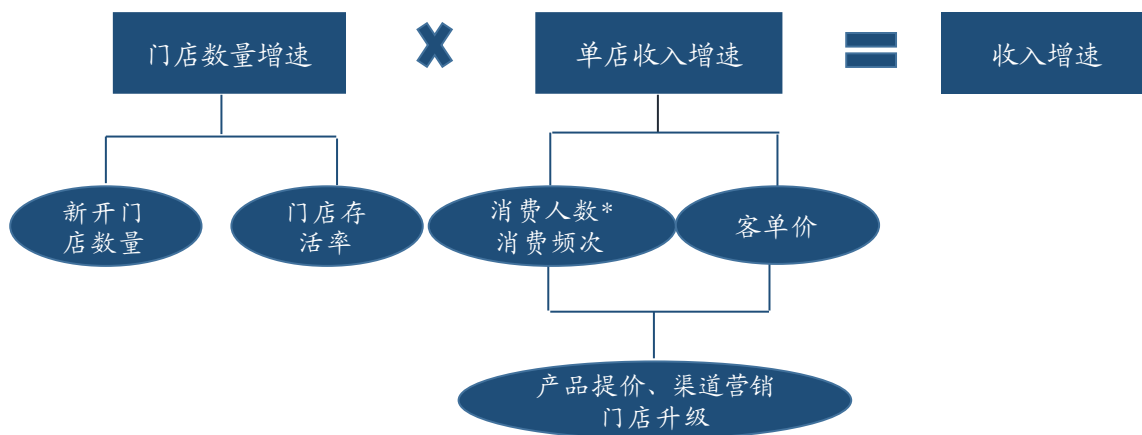
数据来源：大众点评，信达证券研发中心

注：省会城市理论门店数=华中省会城市人均保有量（标绿部分）*省会城市人口，即其他地区省会城市对标华中地区省会城市。

非省会城市理论门店数=本地区省会城市人均保有量（淡蓝部分）*非省会城市人口*预期城镇化率，即非省会城市对标本地区省会城市。

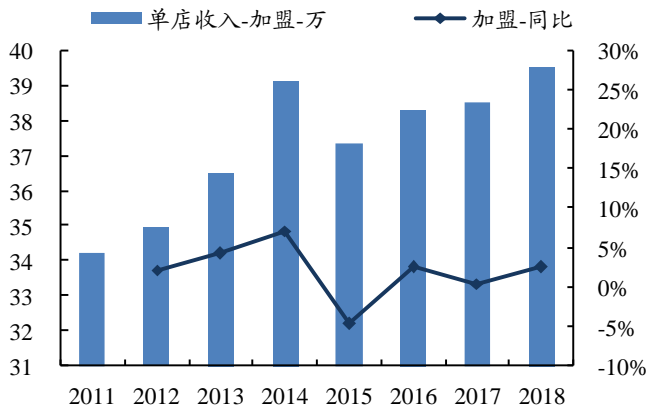
其次，对于公司渠道下沉的进展，我们认为公司产品定位于大众消费，人均消费为 20-30 元/次，对比市场上连锁品牌及夫妻店的产品单价，公司产品价格接受度高，产品矩阵和口味丰富，产品品牌方面具备渠道下沉的条件。率先实现万家门店开设验证公司渠道开拓能力，叠加加盟商赚钱效应，开店速度有望持续保持高速。疫情期间公司逆势拿地，2020 年新开店有望达到 1500 家，公司进入万店时代门店规模上具备优势，主动进行行业整合预计新开门店有望加速。

图 23：单店增长仍有大有可为

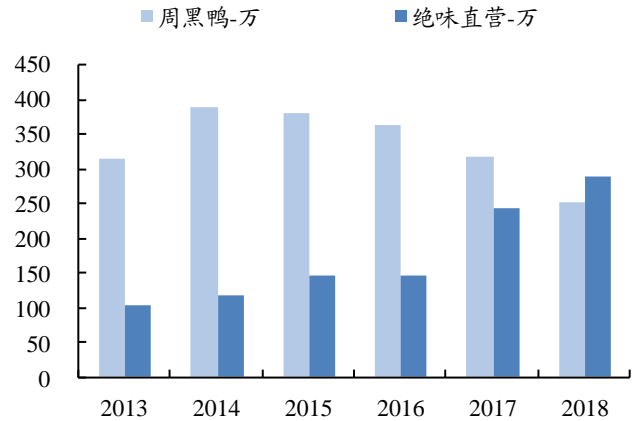


数据来源：信达证券研发中心

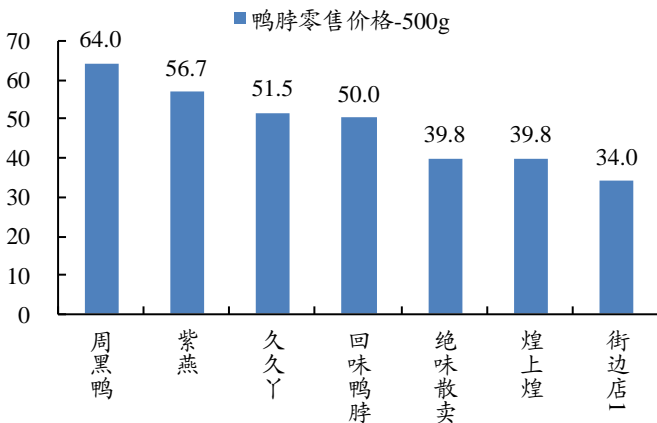
长期来看，单店收入有望保持年均 3%-5% 的平稳增长。对于公司的单店收入，可以拆分成消费人数*客单价*消费频次细分来看。考虑正常的通胀影响，产品价格从长期来看会有一个稳步的增长，其次，观察公司历年的产品吨价，整体呈现上升趋势，在原材料上涨的年份，公司可通过提价向终端传递价格压力。对比公司的产品价格和行业竞品的价格，公司价格仍有较大提升空间。门店的更新换代以及促销活动预计将提升消费频次，目前行业尚处于蓝海阶段，营销手段仍大有可为。公司 2016 年着手推广 O2O 平台，2018 年线上会员超过 4000 多万人，线上（外卖）的持续发力有望持续助推单店增长。目前公司在新零售营销、提价、门店升级等单店提升举措上仍在持续发力，单店保持复合 3%-5% 的年均增长可期。

图 24: 加盟单店收入长期保持平稳增长


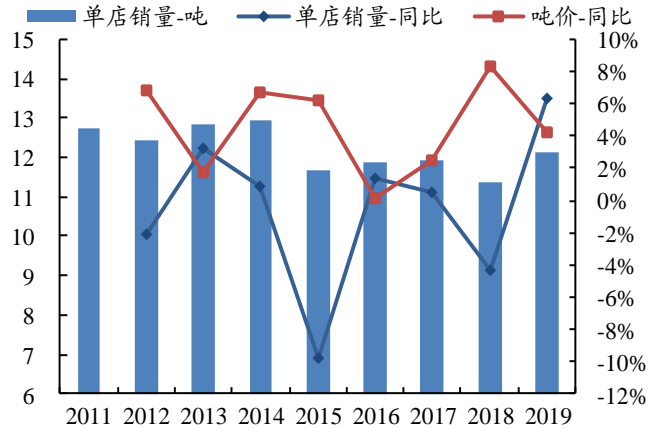
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25: 绝味直营单店收入逐步赶超周黑鸭


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26: 绝味散卖鸭脖价格提升空间大


数据来源：美团外卖，信达证券研发中心

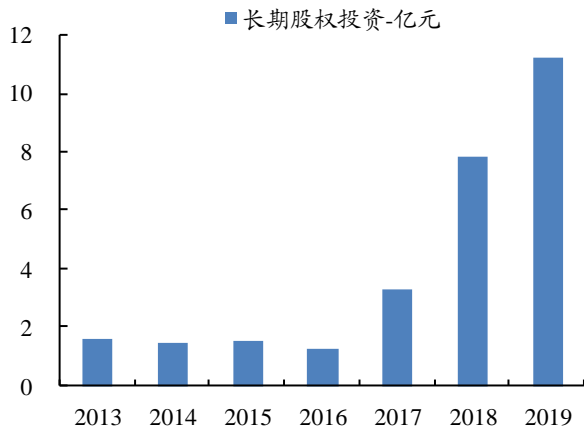
图 27: 平缓提价不减销量


数据来源：Wind，信达证券研发中心

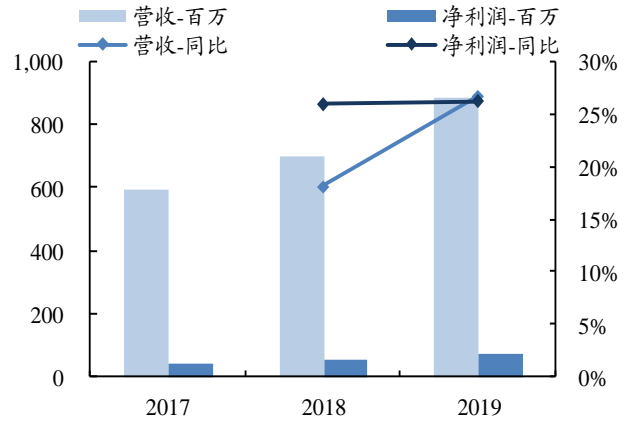
4.3. 供应链和渠道管控外延，构建美食生态圈

供应链和渠道管控向外赋能，由产品型公司向平台型公司迈进。公司的供应链体系和渠道开发管控能力具备核心优势，通过子公司网聚投资进行新项目的孵化和投资并购，护城河外延构建美食生态圈，公司致力于成为“特色食品和轻餐饮的加速器”。目前公司的向外投资包括和府捞面、四川幺麻子、千味央厨等优质项目，聚焦轻餐饮，赋能加速被投资项目发展，公司有望逐步由产品型向平台型迈进。同时供应链端预计与卤制品主业形成协同效应，2018年绝味单独成立绝配柔性供应链有限公司，主要由绝配贡献的其他主营业务收入 2020Q1-3 实现 9117 万元，有望成为新的营收增长点。

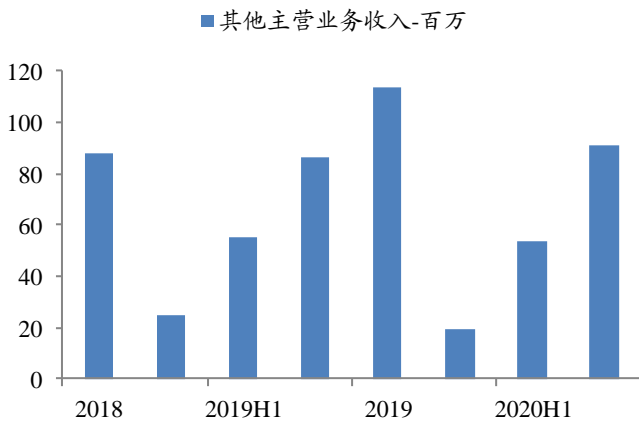
千位央厨准备上市，绝味持股 5.13%（公开发行前）。千位央厨主营为速冻面米制品的销售，2019 年营收为 8.89 亿元，净利润 7412 万元，绝味通过子公司网聚持股占比 5.13%（公开发行前），若千味央厨顺利上市，投资收益预计增厚公司业绩。

图 28: 绝味长期股权投资规模增长快


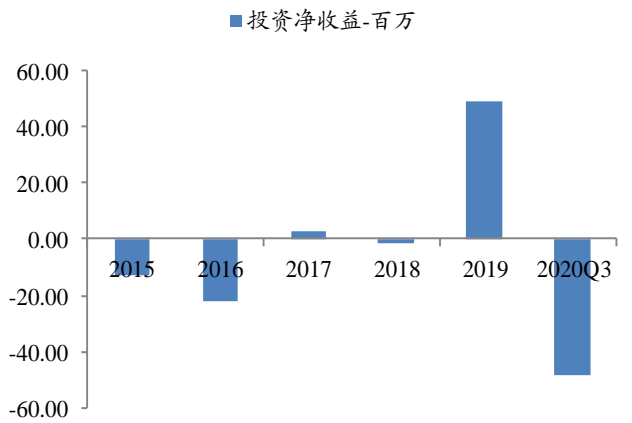
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29: 千味央厨 2019 营收 8.89 亿元


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 30: 绝配供应链有望增厚公司营收


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 2020Q3 投资收益为负主要系塞飞亚影响


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

表 4: 公司围绕轻餐饮构建美食生态圈

被投资企业	投资金额(万元)	占比	主营业务
江苏和府餐饮管理	24,700.00	33.69%	专注于经营面食生产和销售的连锁门店, 主要产品为和府捞面系列面食、炒饭、果饮、小吃四大品种
四川洪雅县么麻子食品	13,000.00	15.29%	主营为藤椒油的生产销售
郑州千味央厨食品	5,000.00	5.13%	速冻面食米制品的制作和销售
深圳市幸福商城科技	1,788.05	4.35%	立足于烘焙行业的互联网电商企业、旗下品牌幸福西饼为国内 O2O 知名蛋糕品牌
轻餐饮			
武汉零点绿色食品	1,477.94	22.41%	专注于包装休闲鸭副产品的生产和销售, 公司旗下拥有品牌包括“精武”、“可可哥”等
重庆市涪陵辣妹子酱菜	1,045.00	40.00%	生产经营“辣妹子”、“靓妹子”系列榨菜、泡菜、酱菜等
福建淳百味餐饮发展	1,000.00	10.00%	主营升级版的沙县小吃
长沙颜家食品销售	950	21.11%	主营辣酱鸭等酱卤食品的生产及销售
徐州市美鑫食品	600	12.00%	长三角专业的复合调味料生产商, 包括原味番茄汤、农家土鸡汤、酱料等产品
福州舞爪食品	100	10.00%	卤制品生产销售, 经典产品如花椒鸡爪等
内蒙古塞飞亚农业科技发展	16,800.00	28.00%	肉鸭全产业链企业, 绝味从其购买鸭副产品

卤制品 产业链	襄阳富襄现代农业开发	200	100%	肉鸭养殖、屠宰企业
	深圳绝配柔性供应链	2000	100%	供应链管理及相关配套服务
供应链	北京快行线冷链物流	1,000.00	6.46%	普通货运和货物专用运输(冷藏保鲜)
	江西阿南物流	900	20.00%	冷藏车道路运输
	深圳市餐北斗供应链管理	300	1.67%	供应链管理及相关配套服务
信息化	北京靠谱筹信息技术	1,000.00	10.00%	主要产品有靠谱投互联网非公开股权投资融资服务平台
	武汉食和岛网络科技	100	4.17%	食材专业展览、商务服务互联网平台

数据来源：各公司官网，公司公告，信达证券研发中心

5. 估值与投资评级

收入端：假设 20-22 年年均复合增长在 15%左右。我们预计公司 20-22 年实现营业收入分别为 54.17 亿元、65.39 亿元和 74.61 亿元，同比增速分别为 4.73%、20.72%和 14.1%。疫情期间公司开店加速，预计 20-22 年新净开加盟门店 1400、1500、1500 家，直营门店 5、5、5 家，单店收入 20 年由于疫情影响，预计同比下降 5%，21 年预计恢复到年均 3%的复合增长的水平，预计同比增长 8%，22 年预计同比增长 3%。

成本费用端：假设 20-22 年毛利率分别为 34.6%、34%和 34.3%。由于今年整体鸭副价格处于相对低位，Q4 鸭副价格有上行趋势，因而预计 21 年毛利率将面临部分压力。费用率端，规模效应下预计有所降低，假设 20-22 年销售费用分别为 8.6%、8.3%、7.9%，管理费用率分别为 5.5%、5.1%、4.7%。

20-22 年，预计归母净利润为 7.7、10.7、12.9 亿元，对应 EPS 为 1.27、1.76、2.11。

选取同行业 7 家休闲食品上市公司进行对比，公司的市盈率水平略低于行业平均，但一方面门店扩张仍有空间，且具备万店体量下，公司主动进行行业整合门店扩张有望保持较快速度，同时公司供应链和渠道管控端具备核心优势，业绩有望具备高弹性，我们给予绝味食品 21 年 45XPE，对应市值 481 亿元，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值对比

2020/11/27	总市值 亿元	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E	19A		20E	21E	
良品铺子	232	0.95	0.86	1.16	11%	61	67	50	4.6	3.0	2.8	2.3	
三只松鼠	213	0.60	0.63	0.83	18%	89	85	64	3.6	2.1	1.8	1.5	
盐津铺子	147	1.00	1.90	2.73	66%	114	59	41	0.6	10.5	7.3	5.5	
有友食品	57	0.59	0.79	0.95	27%	32	24	20	0.7	5.7	4.9	4.3	
甘源食品	90	2.40	2.22	2.79	8%	40	43	34	4.4	8.1	6.9	5.5	
华文食品	79	0.33	0.32	0.36	4%	60	62	55	13.4	8.8	7.9	7.1	
煌上煌	118	0.43	0.52	0.66	24%	54	44	35	1.5	5.6	4.7	3.9	
平均					22%	64	55	43	1.9	6.2	5.2	4.3	
绝味食品	431	1.32	1.27	1.76	16%	35	57	41	2.6	8.3	8.0	6.6	

数据来源：Wind，信达证券研发中心 注：绝味以外的公司 EPS 和 PE 均采用 Wind 一致预测，更新于 2020 年 11 月 30 日

6. 风险因素

原料价格剧烈波动风险。直接材料占比 70%，若原材料发生剧烈波动，公司虽然可通过提价向下游传导提价部分压力，但对毛利率水平预计产生挤压。

食品安全风险。公司是一家食品连锁企业，若行业或者门店发生食品安全问题，将对公司品牌形象及门店扩张造成不利影响。

门店扩张不顺利。目前公司门店已过万家，渠道扩张难度逐渐增加，而门店增长作为公司业绩的主要引擎，若扩张不顺利，将对公司业绩产生影响。

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,524	2,471	2,493	2,893	3,476
货币资金	703	1,602	1,589	1,797	2,232
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	5	10	11	13	14
预付账款	116	98	102	124	141
存货	609	669	693	845	959
其他	91	91	99	114	128
非流动资产	2,297	2,992	3,270	3,655	3,949
长期股权投资	785	1,122	1,422	1,522	1,522
固定资产(合计)	1,023	1,144	1,253	1,476	1,721
无形资产	161	197	198	241	272
其他	328	529	397	415	434
资产总计	3,821	5,463	5,763	6,548	7,424
流动负债	780	881	729	885	1,007
短期借款	210	180	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	227	311	322	392	446
其他	343	390	407	493	561
非流动负债	14	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	14	17	17	17	17
负债合计	794	897	745	902	1,024
少数股东权益	3	-2	-12	-25	-42
归属母公司股东权益	3,025	4,567	5,030	5,671	6,443
负债和股东权益	3,821	5,463	5,763	6,548	7,424

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,368	5,172	5,417	6,539	7,461
同比(%)	13.4%	18.4%	4.7%	20.7%	14.1%
归属母公司净利润	641	801	771	1,070	1,285
同比(%)	27.7%	25.1%	-3.8%	38.8%	20.2%
毛利率(%)	34.3%	33.9%	34.6%	34.0%	34.3%
ROE%	21.2%	17.5%	15.3%	18.9%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.05	1.32	1.27	1.76	2.11
P/E	31.46	35.29	56.55	40.74	33.91
P/B	6.66	6.19	8.67	7.68	6.76
EV/EBITDA	14.13	24.13	36.29	29.67	24.31

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,368	5,172	5,417	6,539	7,461
营业成本	2,870	3,416	3,543	4,316	4,902
营业税金及附加	40	41	41	47	50
销售费用	359	422	466	543	589
管理费用	261	294	298	333	351
研发费用	10	16	16	16	16
财务费用	0	26	19	-19	-22
减值损失合计	3	-1	0	0	0
投资净收益	-1	49	-49	49	49
其他	1	1	4	4	4
营业利润	831	1,006	989	1,355	1,628
营业外收支	17	44	53	53	53
利润总额	848	1,050	1,042	1,408	1,681
所得税	217	259	281	352	412
净利润	631	791	761	1,056	1,269
少数股东损益	-10	-10	-10	-14	-16
归属母公司净利润	641	801	771	1,070	1,285
EBITDA	926	1,112	1,157	1,409	1,701
EPS(当年)(元)	1.05	1.32	1.27	1.76	2.11

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	485	1,028	889	1,044	1,289
净利润	631	791	761	1,056	1,269
折旧摊销	98	130	103	125	148
财务费用	3	37	37	0	0
投资损失	1	-49	49	-49	-49
营运资金变动	-254	115	-8	-35	-26
其它	5	5	-53	-53	-53
投资活动现金流	-871	-799	-378	-408	-340
资本支出	-388	-523	-10	-338	-370
长期投资	-454	-256	-300	-100	0
其他	-30	-21	-68	30	30
筹资活动现金流	21	669	-525	-428	-514
吸收投资	9	6	0	0	0
借款	210	942	-180	0	0
支付利息或股息	-199	-268	-345	-428	-514
现金流净增加额	-363	899	-14	208	435

研究团队简介

马铮，马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。