

天时地利人和，后万店时代迎成长机遇

——绝味食品（603517）深度报告

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	77.54
股票代码:	603517
52 周最高价/最低价:	95.8/34.36
总市值(亿)	471.93
自由流通市值(亿)	471.93
自由流通股数(百万)	608.63



分析师: 寇星

分析师: 卢周伟

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120120070103

联系电话:

联系电话:

投资逻辑

- **卤制品行业方兴未艾，龙头绝味迎成长机遇：**卤制品属于消费人群广、复购率高的休闲食品，也是增速最快的休闲食品细分品类。2019年卤制品市场规模达到1065亿元，同比+17%，我们预计随着市场渗透率提升、消费者消费能力提升、连锁经营模式成熟和冷链物流行业发展，卤制品行业仍有较大的扩容空间。行业竞争格局仍然较为分散，CR5仅21%，未来在食品安全标准规范提升以及品牌化企业生产效率提升推动下，连锁企业将不断挤占小作坊市场空间。连锁业态中我们认为在行业快速发展且连锁化管理不断成熟的新阶段，加盟模式能更快提升市占率，进而提升公司整体规模和盈利能力。综合来看，作为以连锁加盟为主的龙头企业绝味迎来成长机遇。
- **三板斧铸竞争壁垒，后万店时代依旧可期：**公司发展至今旗下已经拥有超过12000家门店，远超行业内其他竞争对手。我们认为公司形成现有门店结构和数量主要得益于1) 较早确立“饱和开店”的经营战略，并长期执行落地，战略目标清晰；2) 形成了一套成熟且行之有效的加盟商管理机制；3) 不断整合优化供应链，通过绝配、信息化建设等支持市场开拓。进入后万店时代，我们认为一方面前期加盟商管理和供应链整合的优势将延续，另一方面在公司“深度覆盖、深度精耕”的战略下门店数量仍有较大的成长空间，我们测算公司门店上限至少为21405家。同时在一二线渠道加密、三四线下沉的开店方向指引下，叠加品牌势能提升以及产品创新和结构优化，预计公司平均单店营收仍将维持稳健增长。
- **规模效应平滑成本波动，毛利率稳步提升：**鸭副等原材料价格有一定的周期性，公司通过集中采购、囤货和参股上游企业等方式平滑原材料成本波动，同时公司具备提价能力且不断优化生产效率，毛利率稳中有升。
- **构建美食生态圈，丰富产业布局：**公司在打造一流美食平台、构建美食生态圈的战略下，已经投资超过20家企业，主要涵盖卤味、轻餐饮、复合调味料和能实现产业上下游协同的企业等4大类企业。短期来看，投资企业带来的投资收益是公司利润的重要增量，也能够与绝味实现供应链协同；长期来看，为公司孵化新业态提供支持。

投资逻辑

• 投资建议

➤ 我们预计公司20-22年收入分别为52.49/63.60/73.58亿元，同比+1.5%/+21.2%/15.7%，上次预测增速分别为+3.9%/+19.0%/14.4%；归母净利润分别为7.52/10.51/12.94亿元，同比-6.1%/+39.6%/+23.2%，上次预测增速分别为-3.6%/+37.4%/+22.5%；EPS分别为1.24/1.73/2.13元；当前股价对应估值分别为63/45/36倍，维持“买入”评级。

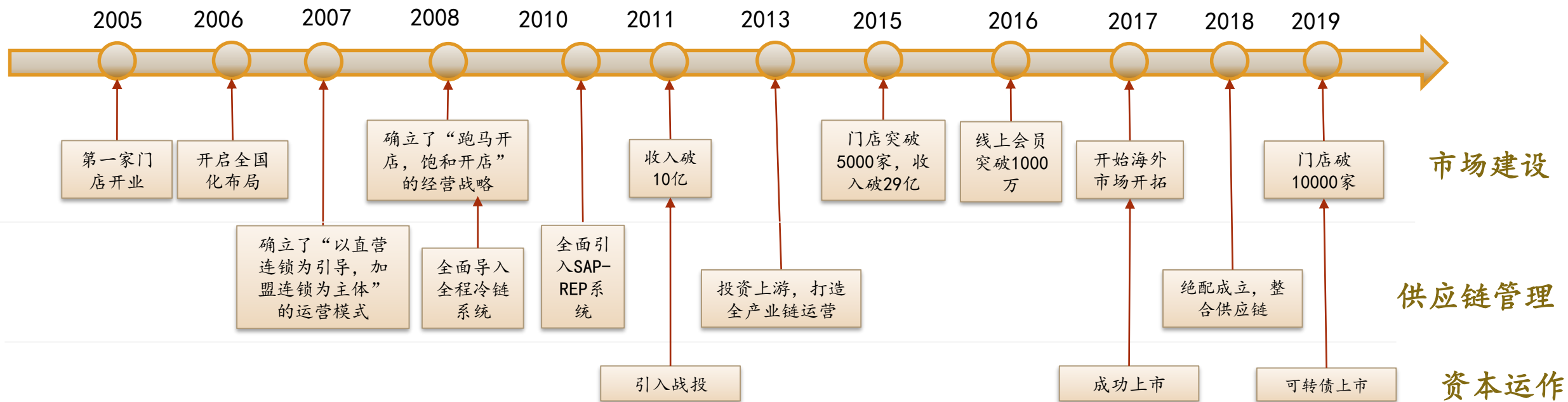
• 风险提示

➤ 疫情影响超预期、原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全

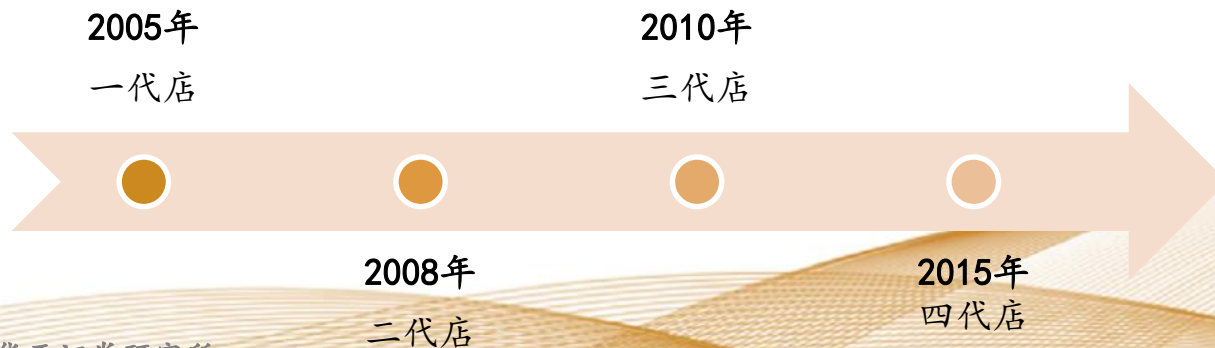
财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,368	5,172	5,249	6,360	7,358
YoY (%)	13.4%	18.4%	1.5%	21.2%	15.7%
归母净利润(百万元)	641	801	752	1,051	1,294
YoY (%)	27.7%	25.1%	-6.1%	39.6%	23.2%
毛利率 (%)	34.3%	33.9%	35.6%	36.0%	36.5%
每股收益 (元)	1.05	1.32	1.24	1.73	2.13
ROE	21.2%	17.5%	14.1%	16.5%	16.9%
市盈率	73.67	58.90	62.73	44.92	36.47

1.1 公司发展历程

图表1 公司发展历程



门店更新换代:



图表2 公司四代门店



1.2 职业经理人管理体系，高管持股战略可持续

- 公司实际控制人是戴文军，控股股东及其一致行动人合计持有公司总股本的51.24%，戴总为公司创新人和精神领袖。
- 公司采取职业经理人管理体系，高管稳定性高，战略执行力强且具备持续性。高管通过上海聚成、上海慧功、上海福博、上海成广持有公司股权，共享成长果实。
- 公司管理层多数拥有医药企业工作背景，在食品安全等方面更为谨慎和严格。
- 公司战略持续围绕绝味业务体系制定，新的战略方向为“深度覆盖，渠道精耕”，全面提升单店营收和品牌势能，是前期战略的延续。

图表3 公司最新股权结构



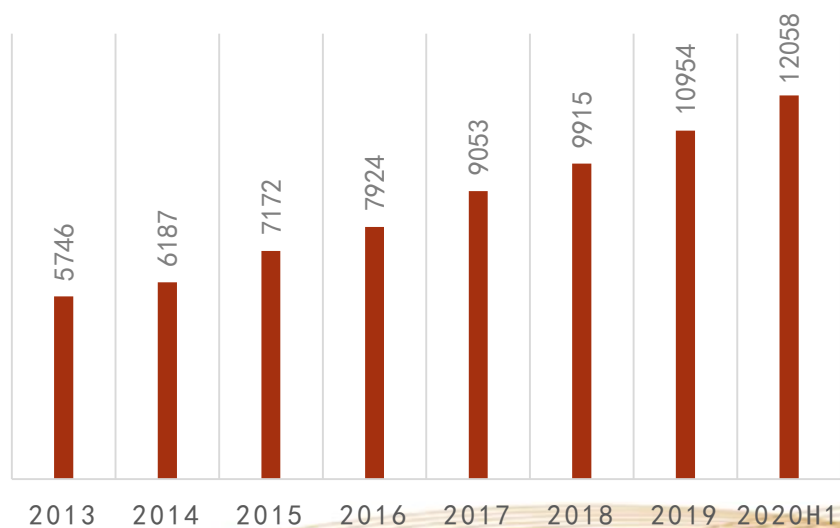
图表4 公司发展里程碑



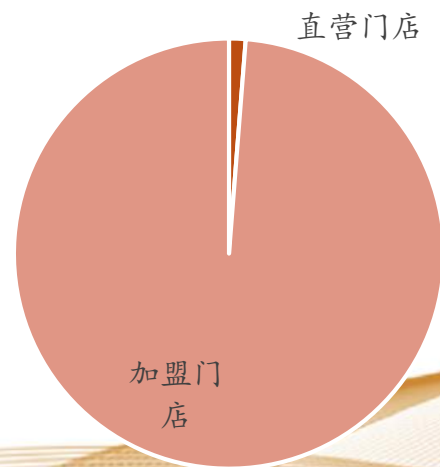
2.1 万家门店铸竞争壁垒，供应链优化助力规模扩张

- 公司形成了覆盖**31个**省、市、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络。
- 截止2020年6月末，公司共开设了**12058家**门店（不含港澳台），销售网络的覆盖率和门店数量居于市场领先地位。
- 公司在“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的运营模式指引下超过**99%**为加盟店。
- 我们认为公司形成现有的门店结构和数量主要得益于：1) 公司早在2008年就确立了“跑马开店，饱和开店”的经营战略，并长期执行落地，战略层面目标清晰、具备先发优势；2) 公司形成了一套成熟且行之有效的加盟商管理机制；3) 公司不断整合优化供应链，支持市场拓展。

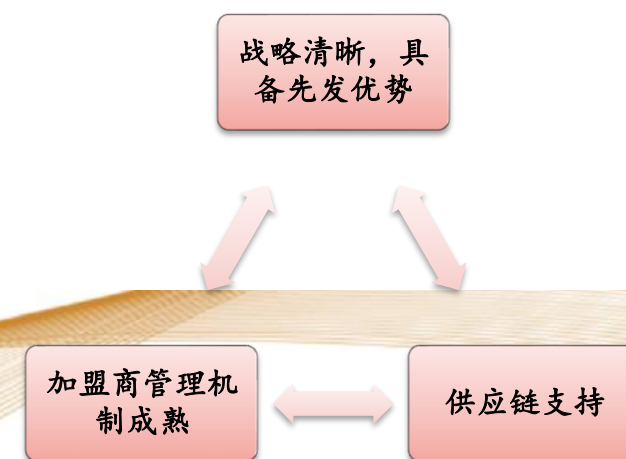
图表5 公司门店数已破万家



图表6 公司以加盟门店为主



图表7 三大优势铸就绝味门店体系

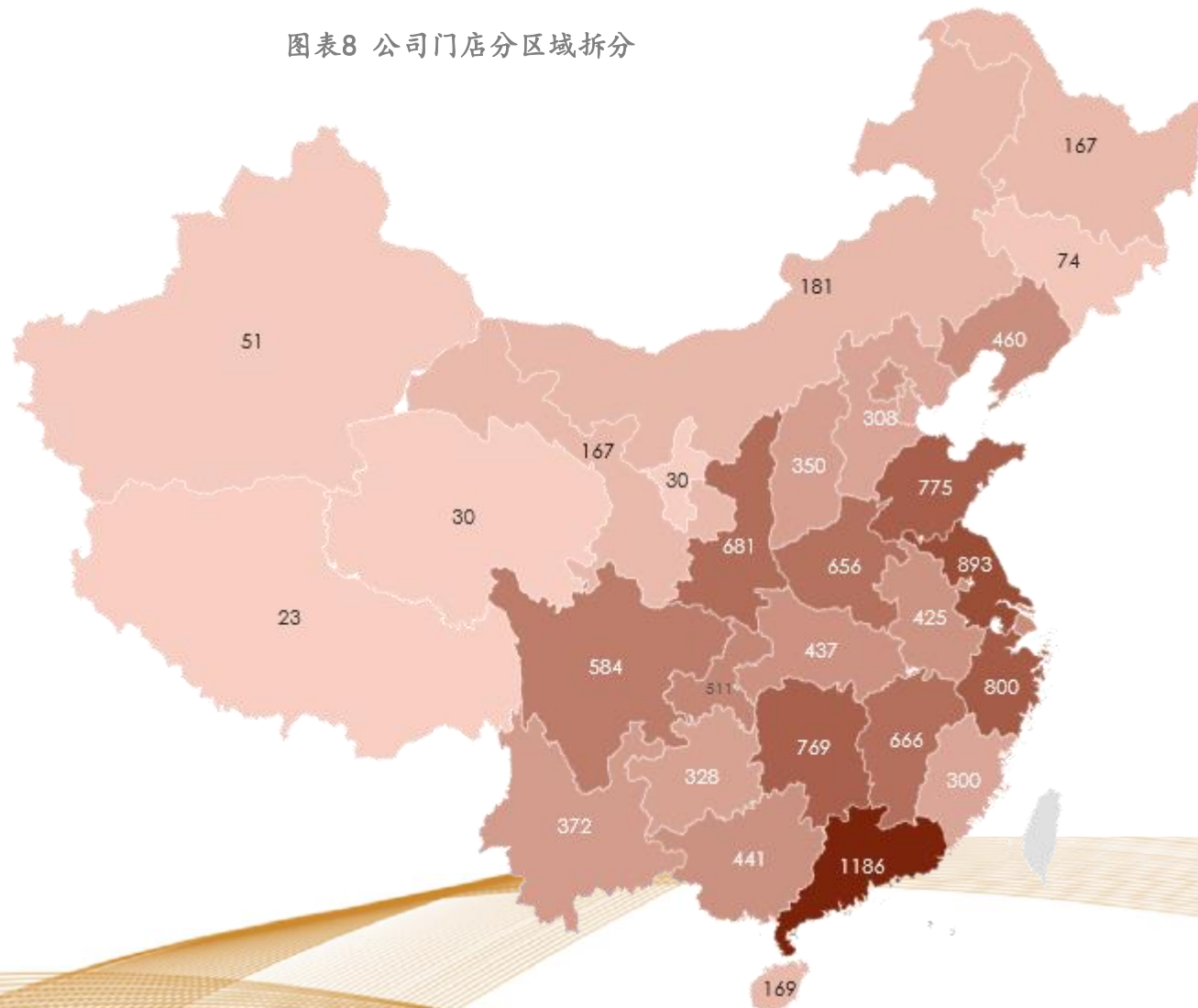


2.2 门店空间测算：渠道加密，成长加速

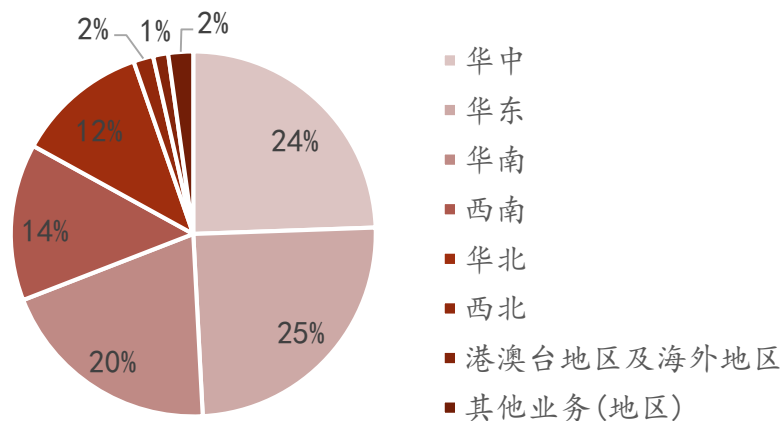
• 门店分拆1：分区域和省份

- 分省份来看，绝味门店销售网络已经覆盖31个省、市、自治区和直辖市；其中广东、江苏、浙江、山东、湖南门店数量最多；吉林、新疆、宁夏、青海和西藏等地门店数量不足百家。
- 分区域来看，华中和华东是公司强势区域，收入规模超过12亿，华北和西北地区规模仍然较小。

图表8 公司门店分区域拆分



图表9 公司收入分区域拆分



2.2 门店空间测算：渠道加密，成长加速

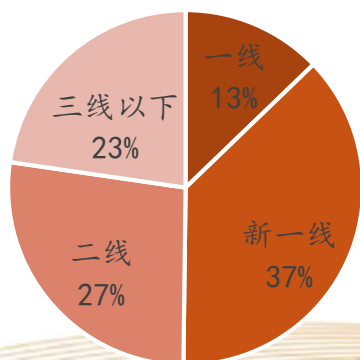
• 门店分拆2：分城市

- 绝味门店布局以一、二线城市为主，占比接近80%，市内核心区域门店集中分布，郊区乡镇点状分布。
- 公司将继续在一二线城市进行渠道加密和精耕，三四线下沉覆盖。

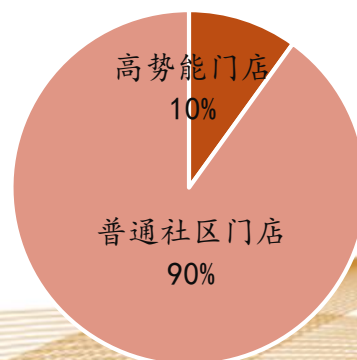
• 门店分拆3：分类型

- 公司对所有门店进行了梳理，将所有渠道分成了**7大渠道**，优化门店布局，针对不同的渠道制定相应的渠道策略。
- 门店从大类上主要是普通社区门店和高势能门店，其中高势能门店涵盖核心商圈门店、城市综合体门店和交通枢纽门店等。公司以社区门店为核心，占比90%以上，但在积极抢占重点渠道，提升高势能门店占比，优化门店模型。
- 从单店营收来看，因社区门店占比较高，因此公司年收入50万以下的门店占比80%左右。

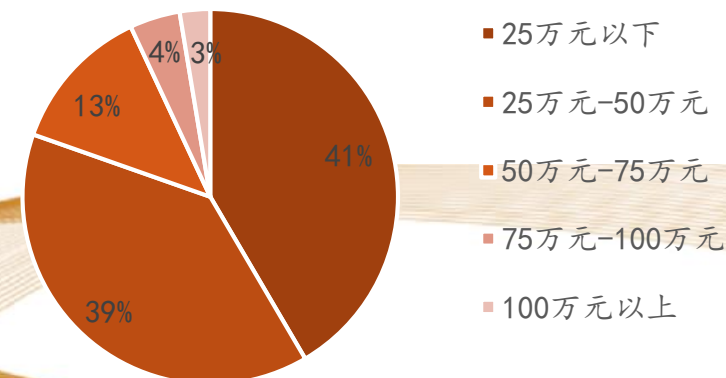
图表10 公司门店分城市拆分



图表11 公司门店分区域拆分



图表12 公司门店分收入拆分



2.2 门店空间测算：渠道加密，成长加速

图表13 公司门店空间测算

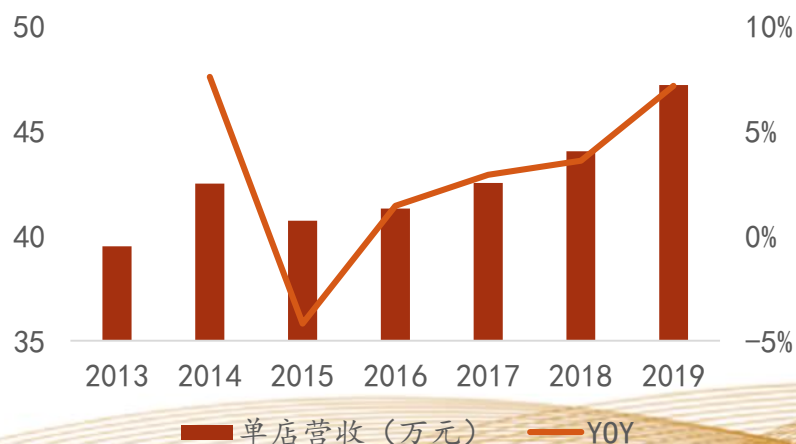
- **门店空间测算：**
 - **核心逻辑：**单店覆盖人数仍有加密空间，并且人均GDP越高的省份门店更密，单店覆盖人数更少。
 - **核心假设：**公司大本营湖南地区市场较为成熟，门店密度相对较高，以湖南门店密度与人均GDP的相关性为基准，计算其他省份单个门店覆盖人数的加密空间，进而计算整体开店上限。
 - **计算方法：**1) 计算分省份单店覆盖人数（城镇人口/门店数）；2) 计算调整后的单店覆盖人数（湖南人均GDP*单店覆盖人数/其他省份人均GDP）；3) 计算分省份门店上限（城镇人口/新的单店覆盖人口）。
 - **结论：**整体门店上限合计为**21405家**，较目前还有将近10000家的增长空间。
 - 因此参考我们的测算，以公司每年800-1200家门店的开店速度，预计未来至少**5年**将维持稳健的门店数量增长。
 - **开店策略：**公司将营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，未来将细化渠道分类，全方位提升品牌势能。**未来开店将以一二线加密和三四线下沉为主。**
 - **局限性：**1) 仅具体到省份，并未细化到城市；2) 以湖南为饱和区域为假设计算，湖南开店空间并不一定饱和；3) 绝味在不同区域市场竞争力有差异，并非全部能达到饱和开店的程度；4) 部分省份计算后的上限数低于现有门店，未进行处理。

	门店数	城镇人口数量(万人)	单个门店覆盖人数(万人/家)	人均GDP(元)	调整后的单个门店覆盖人口(万人/家)	门店数量上限
北京	417	1865	4.47	164220	1.80	1034
上海	463	2144	4.63	157279	1.88	1138
江苏	893	5698	6.38	123607	2.40	2378
浙江	800	4095	5.12	107624	2.75	1488
福建	300	2642	8.81	107139	2.76	956
广东	1186	8226	6.94	94172	3.15	2615
天津	283	1304	4.61	90371	3.28	398
湖北	437	3615	8.27	77387	3.83	945
重庆	511	2087	4.08	75828	3.91	534
山东	775	6194	7.99	70653	4.19	1477
内蒙古	181	1609	8.89	67852	4.37	369
陕西	681	2304	3.38	66649	4.44	518
安徽	425	3553	8.36	58496	5.06	702
湖南	769	3959	5.15	57540	5.15	769
辽宁	460	2964	6.44	57191	5.18	572
海南	169	560	3.31	56507	5.24	107
河南	656	5129	7.82	56388	5.25	976
四川	584	4505	7.71	55774	5.31	848
新疆	51	1309	25.66	54280	5.46	240
宁夏	30	416	13.86	54217	5.46	76
江西	666	2679	4.02	53164	5.57	481
青海	30	337	11.25	48981	6.05	56
西藏	23	111	4.81	48902	6.06	18
云南	372	2376	6.39	47944	6.18	385
贵州	328	1776	5.41	46433	6.38	278
河北	308	4374	14.20	46348	6.39	684
山西	350	2221	6.35	45724	6.48	343
吉林	74	1568	21.19	43475	6.81	230
广西	441	2534	5.75	42964	6.89	368
黑龙江	167	2285	13.68	36183	8.19	279
甘肃	167	1284	7.69	32995	8.98	143

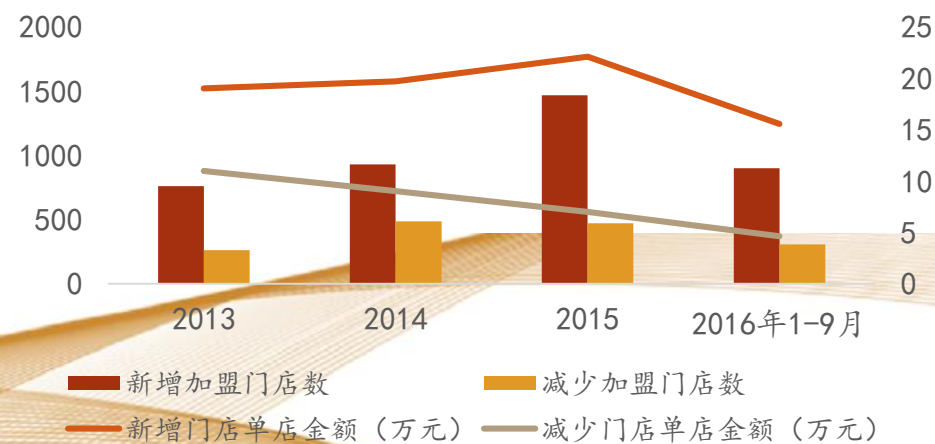
2.2 门店空间测算：渠道加密，成长加速

- 新增门店以及门店内部结构调整是单店营收增长的核心因素：
 - 单店营收增长对于单个门店而言是收入的增长，对于整个绝味体系而言是平均单店营收的增长。
 - 单店营收逐年增长：2019年单店营收达到47万元，同比+7.2%，已连续4年增长。主要得益于：1) 公司持续的“关低效开高效”策略，新店和次新店盈利能力优于淘汰的老店，优化整体盈利模式。2) 新增品类+部分单品提价等推动单个门店盈利能力提升。3) 每一代门店的更新换代对于盈利水平带来质的飞跃。目前主要以四代店为主，新店正在尝试更潮、更多元化的门店装修和展示。
 - 单店营收预计将持续维持稳健增长：1) 公司最新的门店开拓策略下，仍是以一二线城市渠道加密为主，更加注重商圈、交通枢纽等高势能点位的布局，新增门店的单店营收超过平均水平；2) 公司将提升品牌势能提上日程，不断创新营销活动，积极拥抱新业态、新渠道和媒体，通过提升绝味品牌势能带给旗下门店营收的增长；3) 公司持续创新能力提供新增品类供给，分区域每年5%左右的产品替代和上新。

图表14 公司单店营收逐年增长



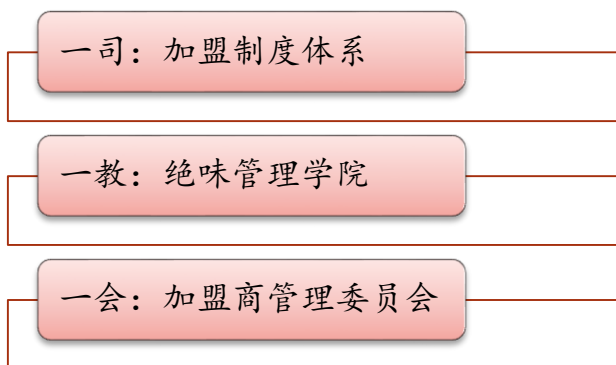
图表15 新增门店收入优于关闭门店



2.3 加盟商管理体系行之有效，助力经销商盈利提升

- 绝味现有**3000多家**加盟商，形成如此庞大且稳健的加盟体系得益于绝味形成了一套加盟商一体化建设模式：**一司、一教、一会**。
 - **一司**：即加盟商管理体系。绝味形成了对加盟商可量化的级别测试，根据加盟商级别不同，对应不同的资源支持，形成公平、统一的管理机制。
 - **一教**：绝味2009年成立企业大学-绝味管理学院，解决了加盟商队伍发展和建设的问题，既让加盟商完善知识体系，又提升眼界，增强加盟商凝聚力和向心力，让加盟商将绝味当做事业来做，拥有公司化和企业化的发展格局。
 - **一会**：即加盟商委员会。绝味2013年建立加盟商自治管理机构“加盟商委员会”，面向全体绝味加盟商服务，推行绝味共同价值观和加盟商一体化建设，推动加盟商伙伴的生意发展。加委会拥有四级加委组织架构，让加盟商有了组织感，调动了其主人翁意识。

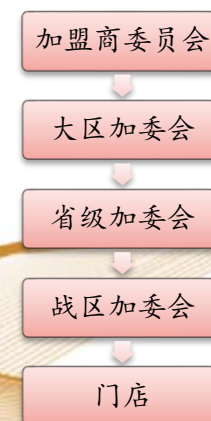
图表16 公司加盟商管理三大体系



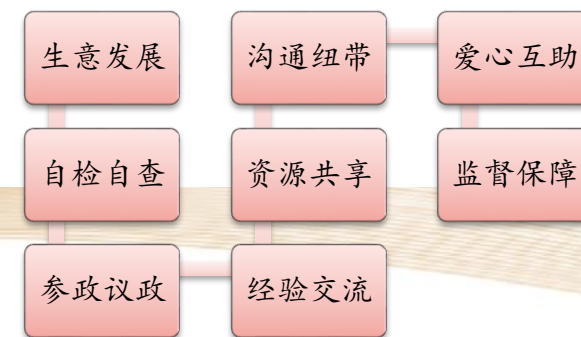
图表17 绝味学院人才梯队培养



图表18 加盟商管理委员会体系



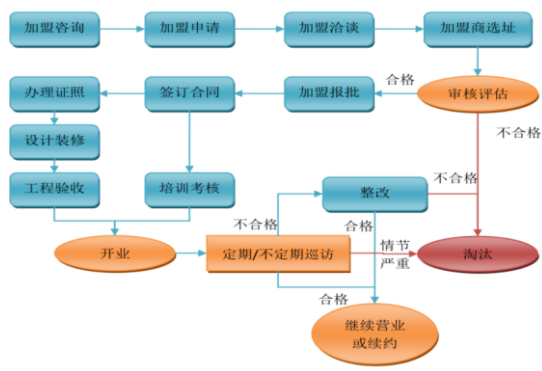
图表19 加盟商管理委员会八大职能



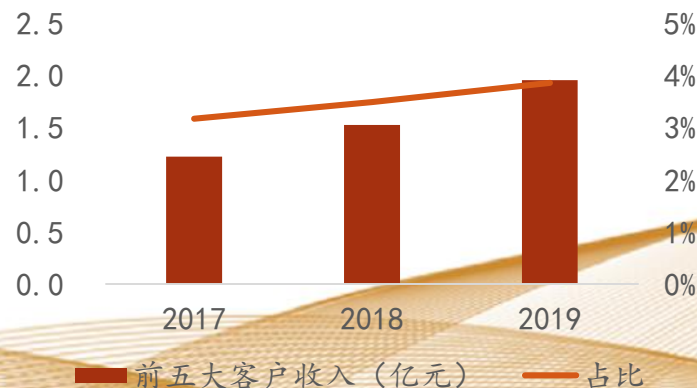
2.3 加盟商管理体系行之有效，助力经销商盈利提升

- 绝味“先让加盟商挣钱”的业务逻辑贯穿整个经营思路
- 加盟商进入门槛高，投资回报率可观：公司拥有一套严格和标准的加盟商准入筛选标准，加盟有一定的门槛。但相较于其他加盟业态，绝味前期投资较少，开店成功率高，投资回报率可观，前期投入在20-30万之间，公司会从选址、装修到新店运营全程跟踪，确保门店开店成功，投资回报周期在12-16个月左右，是相对具备竞争力的加盟业态。
- 标准化管理，经销商省力省心：加盟商购置门店后，由总部统一提供装修、设备、原材料及员工培训，加盟商拥有对加盟门店的所有权和收益权，但在具体经营方面须接受公司的业务指导和监督。在绝味打造的标准流程化管理体系之下，加盟商省心省力。
- 提倡内部加盟，支持现有经销商扩大规模：公司现有经销商平均加盟门店3-4家，单个经销商旗下门店最多超过50家，前五大经销商销售额合计超过1亿元，占整体收入比重逐年提升。新的门店加盟公司更倾向于由现有加盟商持续增加旗下门店数量，甚至支持跨省开店，一方面提升加盟商综合盈利能力，另一方面增强加盟商稳定性。
- 面临困难和风险时优先考虑加盟商：2020年面临疫情这一系统性风险，公司牺牲短期利益全力支持经销商复工开店，既对现有经销商拿货提供一定的货折，又拿出奖励金支持经销商逆势开店，与经销商共度难关，真正做到让加盟商先挣钱。

图表20 加盟商筛选标准



图表21 前五大加盟商收入占比逐年提升



图表22 疫情期间公司会同加盟商共进退

会同加盟商：携手共进退

资源+政策+凝聚力

- ◆资源：解决加盟商日常经营的燃眉之急
- ◆政策：帮助在营门店安全有序经营，提营收；疫情后，多开店
- ◆凝聚力：打胜仗，武器很重要，士气更重要，历练是最好的团建

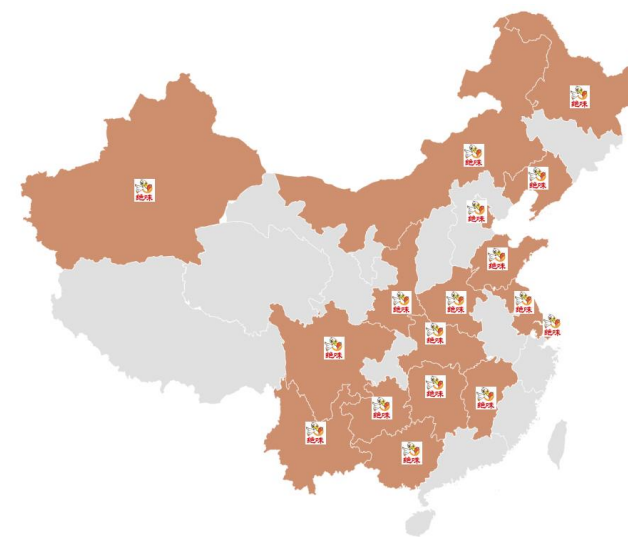
中国连锁经营协会 CCAPI China Franchise Association 绝味食品

2.4 整合供应链，推动效率提升

- 从生产、配送到销售不断优化供应链模式，提升效率：
 - 生产端：公司在全国17个省份设有生产工厂，生产工厂在销售地附近，实现300公里内配送。
 - 配送端：建设绝配柔性供应链，实现“冷链生鲜，日配到店”。
 - 信息化：2010年开始建设SAP-ERP系统，信息化贯穿业务全环节。

图表23 公司工厂网络

- 生产：17个工厂供应市场销售
 - 公司在全国建成工厂17家，合计产能超过15万吨，实现柔性化生产。
 - 工厂建设在销售地附近，实现“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”。
 - 一个生产基地以300公里为辐射半径，配送能力覆盖周边200-300家门店，基本能够实现当日订货、当日生产、当天分拣、当天配送。

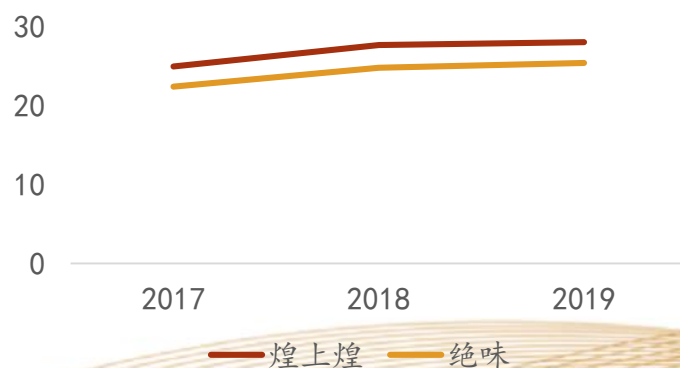


资料来源：公司官网、华西证券研究所

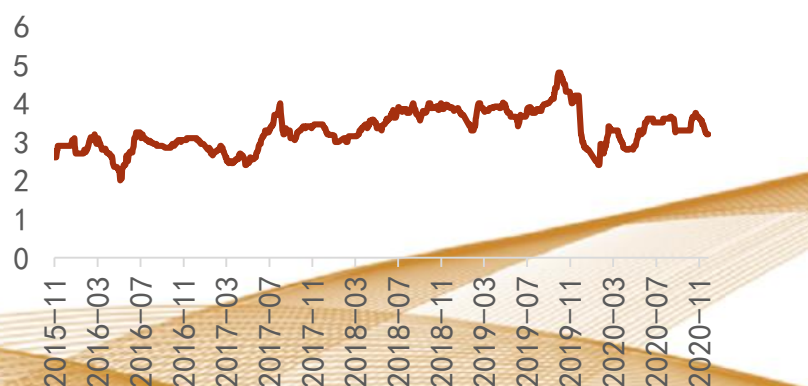
3 规模效应平滑成本波动，毛利率稳步提升

- 鸭副等原材料价格有一定的周期性，公司通过集中采购和囤货等方式平滑原材料成本波动，同时公司不断优化生产效率，毛利率稳步提升。
 - 专业化采购和规模效应降低周期波动。鸭副价格受到环保政策、传染病疫情和下游需求等多重因素影响，价格波动高于毛鸭。公司通过多项策略综合应对原材料价格波动：
 - 1) 集中采购：公司超过85%的原材料通过总部集采，鸭脖采购量全市场第一，规模化采购具备议价权，平均成本更低。
 - 2) 适时的囤货，提前备货应对原材料价格上涨：为防止毛鸭涨价，公司会战略性的囤货。公司拥有多级冷冻仓储系统，可以灵活调节库存，降低成本波动，公司成本波动小于鸭价的波动。
 - 3) 参股上游企业，掌握上游供应。公司参股了全国前十大鸭养殖企业之一的塞飞亚，掌握原材料价格变化，确保原材料供应。

图表27 绝味平均成本更低（元/kg）



图表28 毛鸭价格波动较大



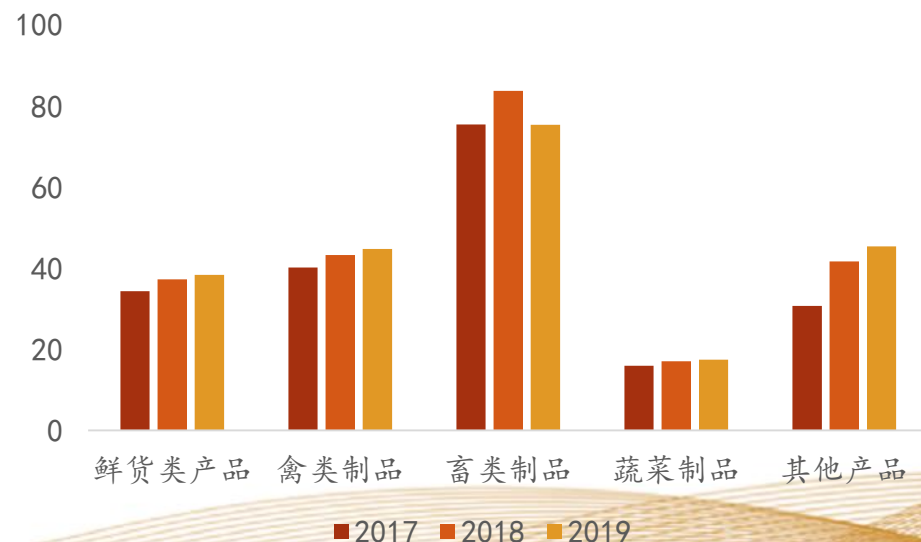
图表29 塞飞亚主营业务



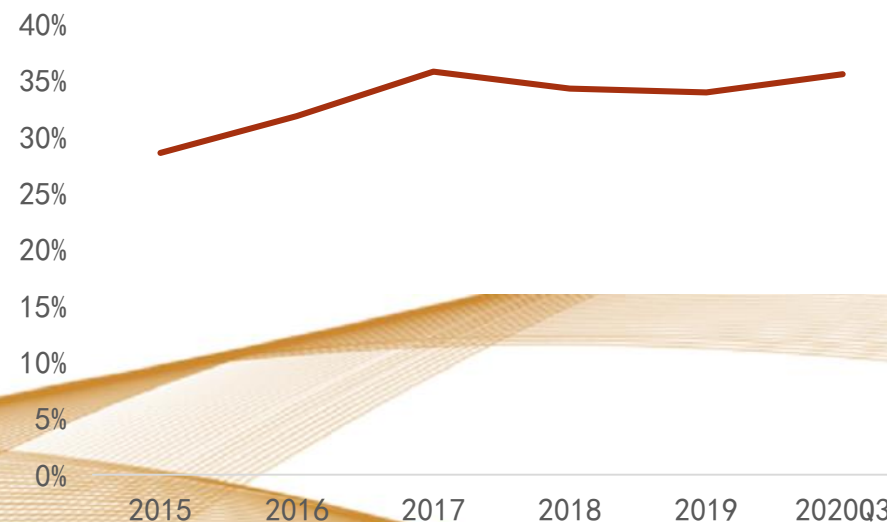
3 规模效应平滑成本波动，毛利率稳步提升

- **具备提价能力，应对原材料上涨压力：**鸭脖类产品消费者价格敏感度低，小幅的价格调整对销售影响不大，但能有效的对冲原材料价格上涨压力。近几年，公司整体出厂价逐年上涨，各分品类出厂价也逐年上涨，进一步证明公司具备提价应对原材料价格波动的能力。
- **工厂制造升级，柔性生产提升生产效率：**公司旗下工厂不断升级，生产效率提升，真正实现柔性供应，平滑淡季和旺季之间的成本波动，我们判断公司单位制造费用和单位人工费用将稳步下降。
- **综合来看，**虽然原材料鸭副有一定的价格周期，但凭借规模化优势和自身采购经验，成本波动对毛利率影响相对有限，叠加制造效率优化，公司毛利率稳步提升。

图表30 绝味出厂单价逐年提升



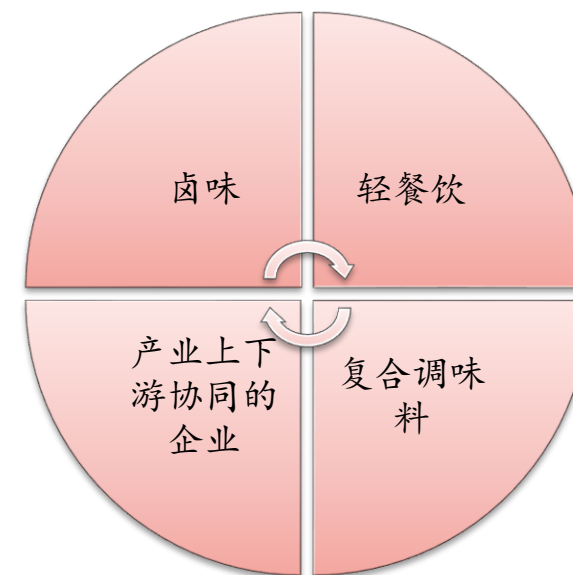
图表31 公司毛利率稳中有升



4 构建美食生态圈，丰富产业布局

- 公司2013年开始产业链投资，致力打造一流特色美食平台，构建美食生态圈，目前已经投资超过20家企业，投资主要涵盖卤味、轻餐饮、复合调味料和能实现产业上下游协同的企业等4大类企业。
- 卤味主要为与公司业务属性相同，叠加实现主业规模扩大的企业，如廖记棒棒鸡。
- 轻餐饮包含商业模式成熟的连锁快餐饮，如和府捞面、幸福西饼等。
- 复合调味料投资了重庆市涪陵辣妹子酱菜等企业。
- 产业链协同企业如中央厨房、冷链物流和禽类原材料等企业，如上游的塞飞亚。
- 短期来看，投资企业带来的投资收益是公司利润的重要增量，也能够与绝味实现供应链协同；长期来看，为公司孵化新业态提供支持。

图表32 公司四大投资主线



资料来源：wind、华西证券研究所

4 构建美食生态圈，丰富产业布局

图表33 公司旗下参投企业

投资主体	被投企业	投资金额(万元)	占比
绝味食品	内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司	16,800.00	24.17%
深圳网聚	武汉零点绿色食品股份有限公司	2,380.51	32.83%
深圳网聚	江苏和府餐饮管理有限公司	24,700.00	33.69%
深圳网聚	江西阿南物流有限公司	900	20.00%
深圳网聚	广州绝了股权投资基金合伙企业(有限合伙)	20,000.00	65.57%
深圳网聚	深圳市幸福商城科技股份有限公司	1,500.00	3.34%
深圳网聚	北京靠谱筹信息技术有限公司	1,000.00	9.33%
深圳网聚	徐州市美鑫食品有限公司	600	12.00%
深圳网聚	宁波番茄叁号股权投资合伙企业(有限合伙)	4,950.00	87.61%
深圳网聚	福建淳百味餐饮发展有限公司	1,000.00	10.00%
深圳网聚	福州舞爪食品有限公司	100	10.00%
深圳网聚	武汉食和岛网络科技有限公司	100	4.17%
深圳网聚	深圳市餐北斗供应链管理有限公司	300	1.67%

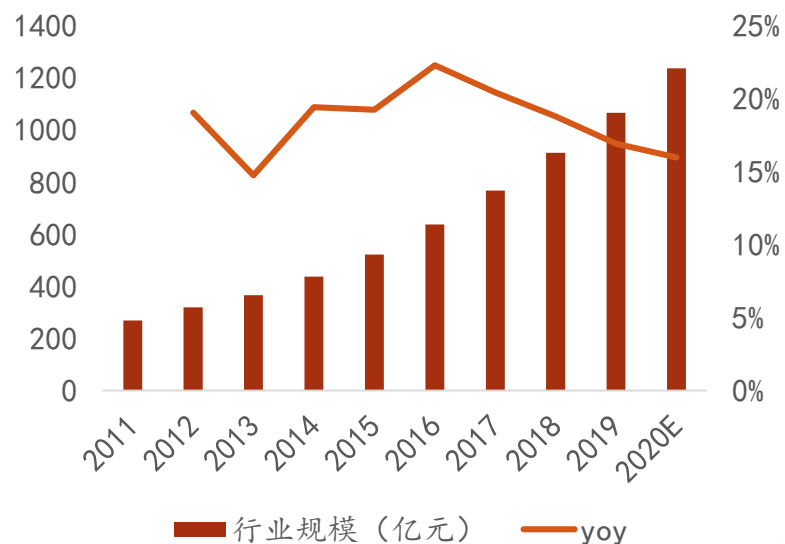
投资主体	被投企业	投资金额(万元)	占比
深圳网聚	宁波番茄肆号私募股权基金合伙企业(有限合伙)	1,000.00	33.33%
深圳网聚	湖南肆壹伍私募股权基金企业(有限合伙)	14,850.00	65.35%
深圳网聚	长沙颜家食品销售有限公司	950	21.11%
深圳网聚	重庆市涪陵辣妹子酱菜有限公司	1,045.00	40.00%
深圳网聚	北京快行线冷链物流有限公司	1,000.00	6.46%
深圳网聚	郑州千味央厨食品股份有限公司	5,000.00	5.13%
深圳网聚	江西满贯食品有限公司	1,230.00	41.00%
深圳网聚	么麻子食品股份有限公司	13,000.00	13.68%
深圳网聚	湖南重熙累盛私募股权基金企业(有限合伙)	2,800.00	77.35%
深圳网聚	江西鲜配物流有限公司	66.67	10.00%
深圳网聚	广州绝了小龙虾产业投资基金合伙企业(有限合伙)	1,975.00	79.00%

资料来源: wind、华西证券研究所

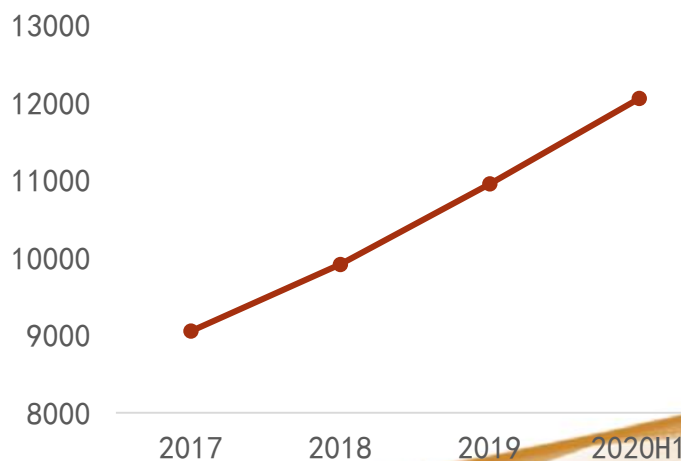
5.1 卤制品行业：方兴未艾，行业高成长

- **增速最快的细分品类：**卤制品属中华传统美食，消费人群广、复购率高。休闲卤制品虽然在整体休闲食品行业中占比仅10%左右，但增速领先。2019年休闲卤制品市场规模达到1065亿元，同比增长17%，未来仍然具备行业扩容的空间。
- **成长空间广阔：**1) 市场渗透率仍然偏低，仍有下沉市场发展机遇；2) 伴随消费升级，消费者消费意愿提升；3) 规模化连锁经营为行业发展提供支撑；4) 冷链物流发展支持行业扩张。

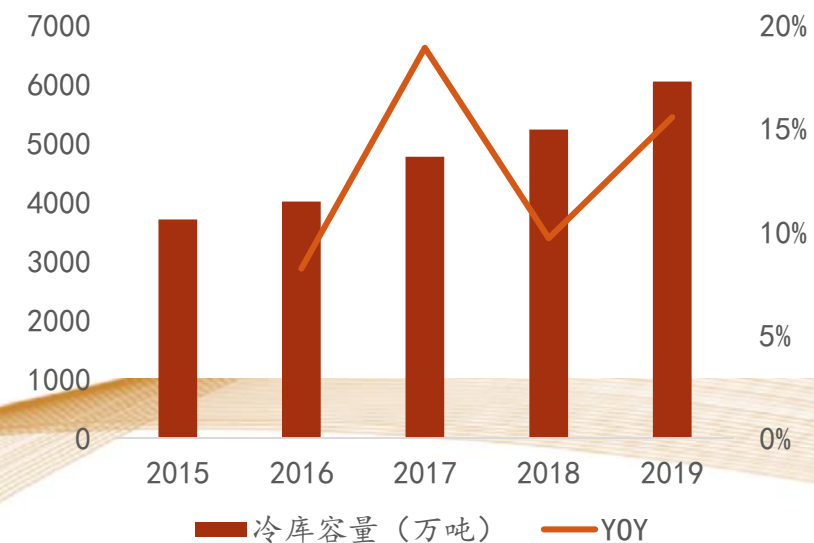
图表34 卤制品行业市场规模



图表35 以绝味为代表的企业连锁化率提升



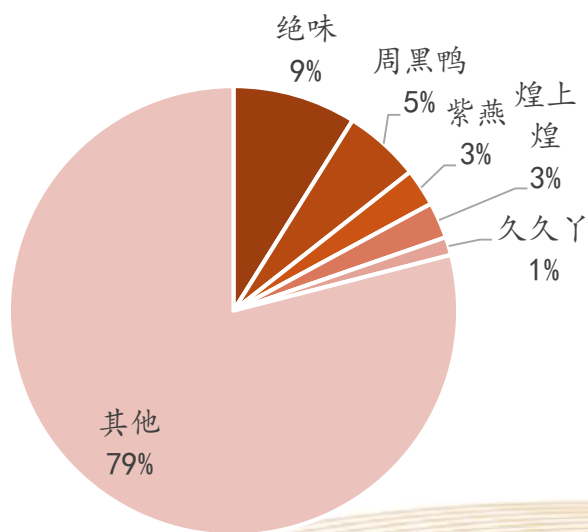
图表36 我国冷库总量快速提升



5.1 卤制品行业：方兴未艾，行业高成长

- **集中度偏低，CR5仅21%：**我国休闲卤制食品生产企业有上万家，小作坊仍然是行业内的主要经营模式，因此行业CR5仅21%左右，行业竞争格局较为分散。行业集中度低主因我国地域广阔，风味多样，能达到规模以上生产水平的企业数量较少。未来随着食品安全控制标准进一步严格和休闲卤制食品行业快速发展，市场份额会逐步向规模以上、具有品牌优势的企业集中。
- **加盟模式扩张更快，直营模式毛利率更高：**直营和加盟是两种常见的卤制品行业经营模式，各有优劣，其中加盟能快速实现门店和规模扩张，而直营门店毛利率水平更高。现阶段行业快速发展且连锁化管理不断成熟，加盟模式发展能更快提升市占率，进而提升公司整体规模和盈利能力。

图表37 卤制品行业竞争格局



图表38 三大类参与主体分析

经营模式	特点	局限	门店毛利率	门店净利率
小作坊	地域性强、品种相对较少、产品品质控制能力差、品牌知名度低，在本行业中仍占有较大比例	食品销售半径有限	35%	5-10%
区域性连锁品牌	中等规模，集中加工生产	规模化产能有限	25-30%	10%
全国性连锁品牌	品牌知名度较高、全国范围内设有营销网点、工艺水平先进、食品安全管理体系较完善、产品品种丰富	—	30%	15%

图表39 两大类业态对比

项目	直营门店	加盟门店
权益归属	公司投资，拥有收益权	加盟商投资，拥有收益权
人员安排	公司聘请，纳入公司的人事体系	加盟商聘请，但须接受公司的培训和监管
生产方式	生产基地统一采购原材料并生产	
供货方式	生产基地统一供应	
物流模式	全程“冷链”统一配送至门店	
销售模式	通过直营门店以零售方式向顾客销售产品	加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售
产品定价方式	统一零售价	

5.2 卤制品行业：三家上市公司对比

➤ 综合来看，绝味是唯一一家实现生产和销售全国化布局、门店数量过万家的卤制品上市公司。

图表40 三大企业经营对比

		绝味	周黑鸭	煌上煌
生产端	工厂	17家工厂，区域广覆盖，日配到店，80%以上省份有建厂 配送效率高，物流费用率仅为2.3%	5大生产基地 广东、河北、武汉已建成投产，江苏、四川在建	全国6大生产基地 江西、福建、广东、广西、河南、辽宁 配送效率较快，物流费用占比2.9%
	产能	超过15万吨 产能利用率80%左右	8万吨左右 产能利用率45%左右	8-9万吨 产能利用率50%左右
产品端	种类	产品线丰富，包含禽类、畜类和蔬菜等 100多个SKU，单个门店陈列30个SKU左右 上新速度快，以鸭副为主，每年更新5-8%的产品	专注鸭副产品和小龙虾 40个SKU左右，包装形式较多 上新较慢，以鸭副为主，近两年加快新品研发上市	酱鸭为主，品类、丰富 40个SKU左右，种类丰富，包含鲜货、休闲食品、礼盒等产品 上新较快，除鸭副外还有牛肉、蔬菜等产品
	包装	散称鲜货	MAP（气调包装）为主，定量装	乐鲜装为主，部分鲜货
渠道端	运营模式	加盟为主	直营为主，逐步开放加盟	加盟为主
	开店战略	密集开店、渠道精耕，12000+门店	开放特许加盟、全渠道覆盖，1300+门店	加速开店、完善市场布局，4000+门店
销售区域		全国布局，华东（25%）、华中（25%）、华南（20%）为优势市场	泛全国化，华中、华南（合计占比65%）为优势市场	泛全国化，江西、广东、浙江、福建（合计占比85%）为优势市场

5.2 卤制品行业：三家上市公司对比

图表41 三大企业财务指标对比

- **业务规模：**绝味>周黑鸭>煌上煌，绝味已形成较为明显的规模优势。
- **利润水平和净利率：**绝味>周黑鸭>煌上煌，绝味盈利能力和盈利水平领先。
- **毛利率：**周黑鸭>煌上煌>绝味，直营门店毛利率水平更高。
- **周转率：**绝味>煌上煌>周黑鸭，绝味是典型的轻资产、快周转运行。
- **上下游议价能力：**绝味>周黑鸭>煌上煌，与采购销售规模和品牌力相关性较高。
- **负债率：**周黑鸭>煌上煌>绝味，绝味资产结构优质，负债率低。
- **ROE：**绝味>煌上煌>周黑鸭，绝味从盈利能力、周转效率和资产结构等多个维度领先竞争对手，资产收益能力优异。

	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
收入(亿元)	51.31	31.86	20.98
归母净利润(亿元)	8.01	4.07	2.20
毛利率	33.9%	56.5%	37.6%
销售费用率	8.2%	35.5%	14.8%
净利率	15.3%	12.8%	10.7%
总资产周转率	1.11	0.63	0.80
固定资产周转率	4.77	2.46	3.63
应收账款周转率	711.45	96.15	49.91
资产负债率	16.4%	22.6%	20.6%
ROE	23.3%	9.7%	11.1%

注：参考2019年年报数据

6 盈利预测

- **短看门店恢复+中看门店扩张+长看美食生态圈建设，公司逻辑依旧顺畅：**公司在疫情影响下积极调整，逆势加大门店扩张，上半年新增门店1104家，短期内随着新增门店逐步跨越盈利平衡点，预计将带来较为明显的业绩增量。同时从行业来看，休闲卤制品行业属成长中的蓝海赛道，绝味作为行业龙头在渠道、品牌和产品端均有领先的行业竞争力，预计公司将继续沿着每年800-1200家的门店扩张战略持续扩大版图，在“深度覆盖、渠道精耕”的战略方向下不断进行门店加密、加深，同时提升门店和公司整体运营效率。长期来看，公司致力打造一流特色美食生态圈，公司已参投超过20家优质产业链相关公司，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来成长储备动能。公司短中长期增长确定性高，仍是不可多得的细分领域优质龙头企业，建议重点关注。
- 我们预计公司20-22年收入分别为52.49/63.60/73.58亿元，同比+1.5%/+21.2%/15.7%，上次预测增速分别为+3.9%/+19.0%/14.4%；归母净利润分别为7.52/10.51/12.94亿元，同比-6.1%/+39.6%/+23.2%，上次预测增速分别为-3.6%/+37.4%/+22.5%；EPS分别为1.24/1.73/2.13元；当前股价对应估值分别为63/45/36倍，维持“买入”评级。

图表42 收入拆分

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
鲜货类产品	收入 (亿元)	36.97	42	49.14	49.63	60.25	69.77
	毛利率	34.80%	33.50%	33.80%	35.00%	35.50%	36.10%
	成本 (亿元)	24.11	27.94	32.54	32.26	38.86	44.58
	增速	17.90%	13.60%	17.00%	1.00%	21.40%	15.80%
包装产品	收入 (亿元)	0.16	0.13	0.09	0.09	0.09	0.10
	毛利率	38.00%	42.00%	48.90%	50.00%	50.10%	50.50%
	成本 (亿元)	0.1	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05
	增速	-29.10%	-19.40%	-27.20%	0.00%	5.00%	5.00%
加盟商管理	收入 (亿元)	0.47	0.53	0.55	0.63	0.70	0.77
	毛利率	96.50%	95.80%	96.70%	96.00%	96.00%	96.00%
	成本 (亿元)	0.02	0.02	0.02	0.03	0.03	0.03
	增速	-4.70%	13.60%	3.20%	15.00%	10.00%	10.00%
其他	收入 (亿元)	0.9	1.02	1.94	2.13	2.56	2.94
	毛利率	44.80%	35.10%	19.60%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本 (亿元)	0.5	0.66	1.56	1.49	1.79	2.06
	增速		13.30%	90.10%	10.00%	20.00%	15.00%
主营业务	收入 (亿元)	38.5	43.68	51.72	52.49	63.60	73.58
	毛利率	35.80%	34.30%	33.90%	35.56%	35.96%	36.50%
	成本 (亿元)	24.72	28.7	34.16	33.82	40.73	46.73
	增速	17.59%	13.45%	18.19%	1.48%	21.18%	15.69%

资料来源：wind、华西证券研究所

7 风险提示

- **疫情影响超预期：**新型冠状病毒的爆发对卤制品销售造成冲击，若疫情不能得到有效控制或者出现反弹情况，将对行业和公司造成不利影响。
- **原材料价格上涨：**公司营业成本中8成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料自行采购，价格波动难免会对成本端产生影响，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。
- **行业竞争加剧的风险：**公司属于卤制品行业龙头企业，在行业中具备竞争优势，但卤制品行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。
- **食品安全的风险：**卤制品企业作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险；另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,172	5,249	6,360	7,358	净利润	791	743	1,037	1,277
YoY (%)	18.4%	1.5%	21.2%	15.7%	折旧和摊销	130	62	68	74
营业成本	3,416	3,382	4,073	4,673	营运资金变动	115	17	-42	0
营业税金及附加	41	42	51	59	经营活动现金流	1,028	892	972	1,250
销售费用	422	472	553	633	资本开支	-523	-360	-323	-324
管理费用	294	315	401	441	投资	-256	-200	-200	-150
财务费用	26	-6	-2	-42	投资活动现金流	-799	-633	-465	-405
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	6	0	0	0
投资收益	49	-68	64	74	债务募资	1,225	0	0	0
营业利润	1,006	975	1,348	1,668	筹资活动现金流	669	-7	-7	-7
营业外收支	44	15	35	35	现金净流量	899	251	500	838
利润总额	1,050	990	1,383	1,703	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	259	248	346	426	成长能力 (%)				
净利润	791	743	1,037	1,277	营业收入增长率	18.4%	1.5%	21.2%	15.7%
归属于母公司净利润	801	752	1,051	1,294	净利润增长率	25.1%	-6.1%	39.6%	23.2%
YoY (%)	25.1%	-6.1%	39.6%	23.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.32	1.24	1.73	2.13	毛利率	33.9%	35.6%	36.0%	36.5%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	15.3%	14.1%	16.3%	17.4%
货币资金	1,602	1,854	2,354	3,192	总资产收益率ROA	14.7%	12.1%	14.2%	14.7%
预付款项	98	111	133	150	净资产收益率ROE	17.5%	14.1%	16.5%	16.9%
存货	669	667	812	925	偿债能力 (%)				
其他流动资产	101	103	118	129	流动比率	2.81	3.00	3.25	3.69
流动资产合计	2,471	2,735	3,417	4,396	速动比率	1.93	2.15	2.35	2.79
长期股权投资	1,122	1,322	1,522	1,672	现金比率	1.82	2.04	2.24	2.68
固定资产	1,144	1,381	1,574	1,758	资产负债率	16.4%	14.9%	14.4%	13.7%
无形资产	197	224	253	282	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,992	3,500	3,995	4,435	总资产周转率	0.95	0.84	0.86	0.83
资产合计	5,463	6,235	7,412	8,831	每股指标 (元)				
短期借款	180	180	180	180	每股收益	1.32	1.24	1.73	2.13
应付账款及票据	311	309	363	421	每股净资产	7.50	8.74	10.47	12.59
其他流动负债	390	421	507	590	每股经营现金流	1.69	1.47	1.60	2.05
流动负债合计	881	910	1,050	1,192	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	17	17	17	17	PE	58.90	62.73	44.92	36.47
非流动负债合计	17	17	17	17	PB	6.19	9.19	7.67	6.38
负债合计	897	927	1,066	1,208					
股本	609	609	609	609					
少数股东权益	-2	-12	-25	-42					
股东权益合计	4,565	5,308	6,345	7,623					
负债和股东权益合计	5,463	6,235	7,412	8,831					

分析师与研究助理简介

- **寇星**：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。
- **郭辉**：华西证券食品饮料高级分析师，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。
- **卢周伟**：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。
- **刘来珍**：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。
- **王厚**：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。
- 所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！