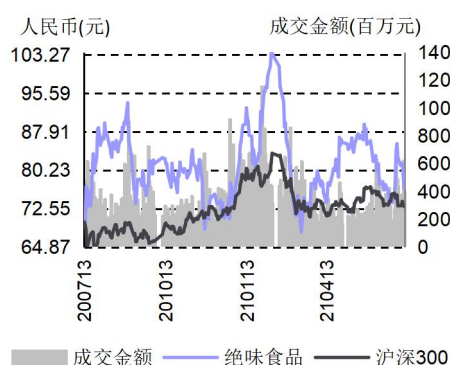


市场价格 (人民币): 76.50 元
 目标价格 (人民币): 92.88-92.88 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.14
已上市流通 A 股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	469.88
年内股价最高最低(元)	103.79/67.91
沪深 300 指数	5069
上证指数	3524



战略转型深挖鸭脖空间，外延布局渐露头角

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,798	8,196	9,736
营业收入增长率	18.41%	2.01%	28.84%	20.57%	18.79%
归母净利润(百万元)	801	701	1,037	1,351	1,624
归母净利润增长率	25.06%	-12.46%	47.90%	30.22%	20.22%
摊薄每股收益(元)	1.316	1.152	1.689	2.199	2.644
每股经营性现金流净额	1.68	1.41	1.68	2.24	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.54%	14.13%	18.40%	20.40%	20.69%
P/E	35.29	67.29	45.30	34.79	28.94
P/B	6.19	9.51	8.34	7.10	5.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **鸭脖生意: 从“量”逐步转变到“质”，在确定性增长下持续挖掘新的空间。**过去 10 多年公司把有限的精力放在追求门店规模上，因为依靠规模增长在行业增量时期是投入产出比更高的选项。创始者在创立初期就确定要走连锁经营的路径，所以较早地铺设好全国化连锁所需的供应体系（工厂布局、配送网络、信息化中后台），并且摸索出一套高效的加盟商管理体系。目前在完备的基础建设上新增门店并不存在较大的边际成本，反而有助于进一步强化规模效应（2011 年至 2019 年，净利率提升 12.37pct）。竞争环境的变化、疫情的催化让公司开始在单店盈利水平上发力，挖掘新的增长点。我们认为公司管理层面对变化及时调整策略，具备优秀的规划力和执行力，考虑到公司准备适当提高开店速度、推进品牌年轻化，我们预计公司 2021-2023 年门店增速为 8.1%/9.0%/7.9%，单店销量增速为 14%/4%/3%，单店均价增速为 1.5%/5%/4%，综合来看预计鲜货业务增速为 28%/19%/16%。
- **外延布局: 美食生态圈、绝配供应链渐露头角。**公司依托网聚资本及其旗下股权投资平台已经投资数十家公司，涵盖调味品、冷链配送、连锁餐饮等。餐饮业态中公司所投企业大多是商业模式或品牌形象已初步建立、具备可复制性，公司优秀的供应链能力、连锁管理能力正好可以帮助被投资企业通关。在卤味赛道，公司投资了精武鸭脖（定位线上）、廖记棒棒鸡（定位餐桌卤味）等知名品牌，已经实现采购、仓配协同和产能输出，充分发挥供应链的协同效应。孙公司绝配供应链已经成长为全国优秀的冷链物流公司之一，连续两年荣获“中国冷链物流企业百强”称号，已为 60 多家餐饮企业提供服务，包括幸福西饼、曼玲粥店、华莱士等知名连锁餐饮品牌。绝配的快速成长带动公司其他主营业务收入 2018-2020 年的 CAGR 达到 258.9%。

投资建议与估值

- 考虑到管理层优秀的掌舵能力和拓店的确定性，预计公司 2021-2023 年归母净利润增速分别为 48%/30%/20%，上调了 3%/7%/4%，对应 EPS 为 1.69/2.20/2.64 元，对应 PE 为 45/35/29 倍。我们认为公司 2021 年合理的 PE 估值应在 55 倍，目标价 92.88 元，给予“买入”评级。

风险

- 食品安全问题、原材料价格波动、行业竞争加剧、品牌转型不达预期。

相关报告

1. 《绝味食品 2021Q1 业绩点评-门店经营快速恢复显著，利润弹性...》，2021.4.27
2. 《20 年完美收官，21Q1 预告超预期-绝味 20 年报点评》，2021.4.16
3. 《绝味食品股权激励公告点评-股权激励落地，经营发展曲线再向上》，2021.4.20
4. 《绝味食品三季报点评-报表质量显著改善，收入端回暖彰显经营信心》，2020.10.20
5. 《绝味食品中报点评-经营业绩提升在即，高瞻布局信心不改》，2020.8.26

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

内容目录

鸭脖生意：从“量”逐步切换到“质”，在确定性增长下挖掘新空间.....	4
量的维度：优秀的供应链能力和加盟商管理能力保证开店速度.....	4
质的维度：开始完善品牌形象，精耕渠道提升门店效率.....	13
外延布局：美食生态圈、绝配供应链渐露头角.....	16
依托网聚资本打造美食生态圈，旗下已有多家知名品牌.....	16
绝配已成为国内优秀的冷链物流公司之一，为多家连锁餐饮品牌提供服务.....	20
盈利预测与投资建议.....	22
盈利预测.....	22
投资建议及估值.....	23
风险提示.....	23

图表目录

图表 1：休闲零食分品类 CAGR.....	4
图表 2：2010-2019 年卤制品行业规模及增速.....	4
图表 3：卤制品行业零售额市占率.....	4
图表 4：卤制品行业门店数量市占率.....	4
图表 5：主要卤制品企业门店和工厂布局.....	5
图表 6：卤制品主要消费动机.....	6
图表 7：卤制品购买渠道占比.....	6
图表 8：卤制品主要企业扩张进程对比.....	6
图表 9：餐饮企业不同发展阶段的重心.....	6
图表 10：卤制品主要企业核心管理层情况对比.....	7
图表 11：公司建立生产型分子公司和境外工厂的进程.....	8
图表 12：主要卤制品企业店均运输费用对比（元/年）.....	8
图表 13：公司信息化、智能化建设进程.....	9
图表 14：不同餐饮业态投资回报情况对比.....	10
图表 15：绝味加盟商委员会体系结构图.....	10
图表 16：绝味 4+2 级人才梯队培养体系.....	10
图表 17：前五大加盟商贡献收入占比.....	11
图表 18：公司股权激励计划授予对象.....	11
图表 19：公司股权激励计划解锁目标.....	11
图表 20：公司营业收入及增速.....	12
图表 21：绝味门店数量及增速.....	12
图表 22：公司销售费用率走势.....	13
图表 23：公司运输费用率走势.....	13
图表 24：公司净利率走势.....	13
图表 25：公司归母净利润及增速.....	13

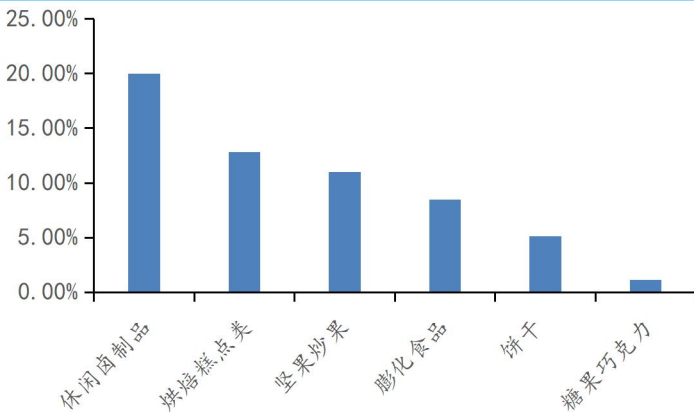
图表 26: 绝味单店营收情况拆分.....	14
图表 27: 主要卤制品企业盈利结构拆分.....	14
图表 28: 主要卤制品企业单店营收对比.....	14
图表 29: 主要卤制品企业单店销量(吨/家)对比.....	15
图表 30: 主要卤制品企业客单价(元)对比.....	15
图表 31: 主要卤制品企业城市分布对比.....	15
图表 32: 公司单店模型测算.....	16
图表 33: 公司及旗下网聚资本的股权投资梳理.....	17
图表 34: 网聚资本旗下投资平台所投公司梳理.....	17
图表 35: 和府捞面现存门店开店时序图.....	19
图表 36: 公司投资整合卤味赛道情况梳理.....	20
图表 37: 绝配供应链部分合作商家.....	20
图表 38: 绝配供应链配送体系.....	21
图表 39: 中国冷链物流行业市场规模及增速.....	21
图表 40: 我国冷藏车保有量及增速.....	21
图表 41: 公司其他主营业务收入及增速.....	22
图表 42: 盈利预测.....	23
图表 43: 可比公司估值比较(市盈率法).....	23

鸭脖生意：从“量”逐步切换到“质”，在确定性增长下挖掘新空间

量的维度：优秀的供应链能力和加盟商管理能力保证开店速度

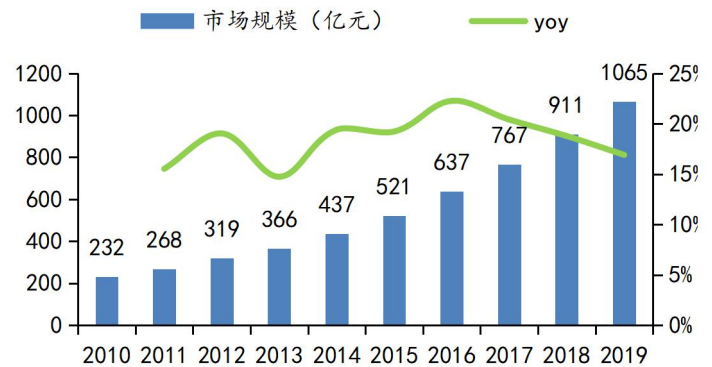
- **行业背景：增长快，头部企业渗透率较低。**在休闲食品领域，卤制品属于增长较快的品类，2014-2019年的CAGR达到19.5%。我们认为一方面卤制品本身兼具“辣、重盐、甜、肉”等特质，容易产生成瘾性，复购率较高；另一方面以绝味、周黑鸭、煌上煌等为代表的头部企业不断提升门店密度，增加了消费者的触达率，并且提供更高质量和标准化的产品，从供给端有力推动了行业的发展。但目前头部企业渗透率仍较低，无论从零售额还是从门店数量来看，CR5都仅有20%左右，其中绝味的市占率在10%左右，周黑鸭、煌上煌在5%及以下。截至2020年底，绝味基本实现全国覆盖，销售区域分布相对均匀，周黑鸭52%的收入来自华中地区，煌上煌76%的收入来自江西、广东和浙江。

图表 1：休闲零食分品类 CAGR



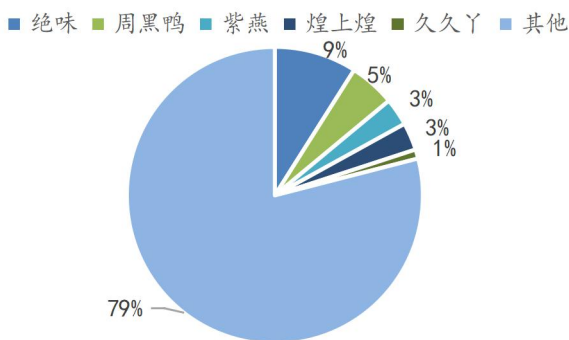
来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 2：2010-2019 年卤制品行业规模及增速



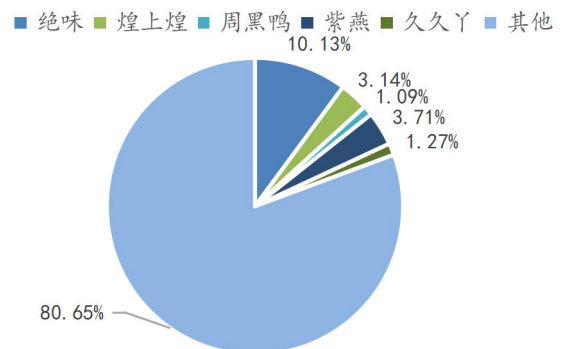
来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 3：卤制品行业零售额市占率



来源：智研咨询，国金证券研究所

图表 4：卤制品行业门店数量市占率



来源：美团，窄门餐眼，国金证券研究所

注：我们在美团上统计了全国 337 个城市的数据，结果显示目前全国大概有将近 13 万家卤味门店；再根据在窄门餐眼上统计的头部品牌的门店数，计算头部品牌门店数量的市占率。统计时间为 2020 年 12 月。

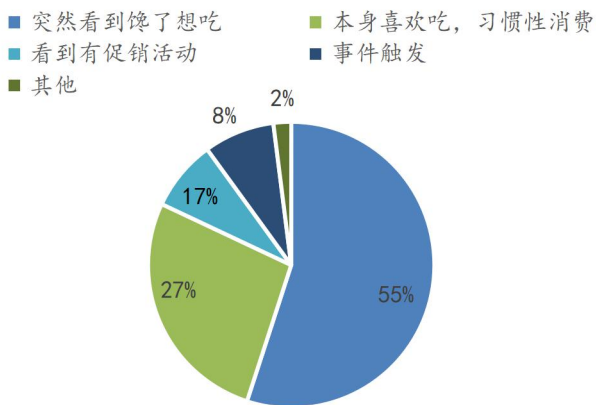
图表 5：主要卤制品企业门店和工厂布局

公司	2020 年营收(亿元)	2020 年底门店数量	加盟占比	覆盖范围	2020 年各地区收入占比	工厂布局
绝味食品	52.76	12399	99%以上	覆盖全国 31 个省市及香港、澳门特别行政区，383 个地级市，443 个县镇乡。		在全国布局了 21 个工厂，其中两家在建。工厂位于黑龙江、辽宁、内蒙、新疆、天津、山东、甘肃、河南、南京、上海、四川、湖北、湖南、江西、云南、贵州、广西、广东、海南。
周黑鸭	21.82	1755	34.07%	覆盖全国 25 个省市，151 个城市。		规划 5 大生产中心，在华北、华中及华南已设有生产中心，新的华东工厂在 2021 年 1 月正式投产，目前在华西规划建设新的生产中心，预计在 2022 年投产。
煌上煌	24.36	4627	92.54%	覆盖全国 26 个省市，235 个地级市。		已有南昌、福清、东莞、沈阳、许昌、南宁等 6 个生产基地，正在加快建设嘉兴、重庆、西安 3 个新生产基地。

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

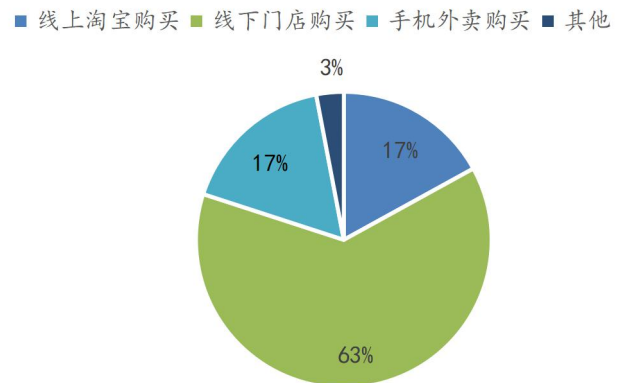
- 因为休闲卤制品的购买具有即时性和冲动性，再加上保质期较短，需要快速周转；因此线下门店是核心载体，门店+外卖渠道占比达到 80%。其实卤制品门店属于标准化较高、复制性较强的连锁业态（没有现场制作环节，门店店员只需要称重、打包，员工数量和店铺面积的要求都比较低），于是公司创始人在 2008 年就设立“饱和开店”的策略，在行业初期实现了门店数量的绝对领先，充分享受规模效应。其实相比周黑鸭、煌上煌等，绝味的成立时间相对较晚，2005 年才开设第一家门店，但 2006 年就开始开拓省外市场，2-3 年内着手打造连锁经营的模式，2008 年正式提出“跑马圈地，饱和开店”的战略，开启全国化铺店的征程。相比之下，煌上煌第一家门店打出名声后，拓店的节奏一直较慢，2 年后才开设第二家门店，8 年后开始进入省外市场；周黑鸭创立初期较为波折，1994 年-2006 年都处于探索期，2008 年开始设立直营连锁的模式。

图表 6：卤制品主要消费动机



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 7：卤制品购买渠道占比



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 8：卤制品主要企业扩张进程对比

公司	第一家门店开设时间及位置	早期扩张进程
绝味	2005 年湖南长沙	2006 年开拓广东、江西市场，第一代标准化门店确立；2007 年确立主导、加盟为主体的连锁运营模式以及“9 个统一”的连锁管理模式；2008 年确立“跑马圈地，饱和开店”的战略，并且全面导入全程冷链系统，基于全程冷链的绝味第二代门店也应运而生，同年成立股份公司。
周黑鸭	1997 年湖北武汉	1994 年初步研发出“周黑鸭”；1997 年于电业村菜场开设首家“周记怪味鸭”店；2002 年“富裕怪味鸭”店开业；2004 年于武汉开设第一家商圈店；2006 年注册公司；2007 年第一家工厂全面运营，整合团队，摒弃家族管理模式；2008 年实行品牌连锁直营的经营模式；2009 年拓展至湖南。
煌上煌	1993 年江西南昌	1995 年开设第一家分店，2001 年进军广东。

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

- 我们认为可以大致把连锁餐饮的发展分为三个阶段：1) 0-1 阶段，重点是打造出好产品、好模式；2) 1-10 阶段，重点是利用资源实现快速复制，逐步打出品牌知名度，这个阶段考验供应链、人才聚合和管理能力；3) 10-100 阶段，重点是资金和系统化运营。绝味主要是在 1-10 阶段和 10-100 阶段领先了对手，周黑鸭和煌上煌的创始者在 0-1 阶段都打出了自己的优势，但是相对缺乏连锁运营的商业思维，所以后续扩张的进度较慢。

图表 9：餐饮企业不同发展阶段的重心

餐饮企业发展历程	需要突破的问题
0-1 阶段	做好产品
1-10 阶段	快速复制的能力，需要供应链和人才
10-100 阶段	资金和系统化运营

来源：模玩思维，国金证券研究所

- 从管理层经历来看，绝味创始人戴文军总和核心管理层都有在大型医药企业工作的经验，任职过市场部经理的戴文军总比较熟悉下游连锁药店的商业模式，有助于其将连锁经营模式复制到鸭脖生意上。戴文军总和彭刚毅总任职过的株洲千金药业于 2004 年上市，主打妇科千金片、补血益母丸等中成药，在国内女性医药健康领域处于领先地位。株洲千金药业的下游

客户主要是医院终端、连锁药房及单体药房；戴文军总曾任株洲千金药业的市场部经理，市场部工作主要负责营销策划、市场调研、营销员和客户培训、客户管理等工作。我们认为这段工作经历中戴文军总深入接触过连锁零售的商业模式，有助于其将连锁经营模式复制到鸭脖生意上。

图表 10：卤制品主要企业核心管理层情况对比

公司	姓名	职位	经历
绝味食品	戴文军	董事长、总经理	长江商学院 EMBA。曾任株洲千金药业股份有限公司市场部经理。现任绝味食品股份有限公司董事长、总经理。
	陈更	董事	本科学历，高级经济师。曾任湖南锻造厂副科长、处长；株洲千金药业股份有限公司部门经理、营销总监、副总经理。现任湖北香连药业有限责任公司执行董事、总经理；湖北绿幽谷原生态食品有限公司执行董事；绝味食品股份有限公司董事。
	王震国	董事	博士研究生学历。曾任中国电子科技集团第十四研究所项目经理；上海爱为乐帮网络科技有限公司执行董事；虎童股权投资基金管理(天津)有限公司董事总经理。现任广州惠威电声科技股份有限公司独立董事；绝味食品股份有限公司董事。
	蒋兴洲	董事	本科学历。曾任西安中萃汉斯可口可乐食品有限公司销售经理；广州健力宝集团销售总公司总经理；广州立白企业集团市场中心/销售总公司经理；白象食品集团执行总裁。现任广州王老吉餐饮管理有限公司董事；绝味食品股份有限公司顾问。
	彭刚毅	副总经理、董事会秘书	本科学历，中级经济师。曾任株洲千金药业股份有限公司投资中心项目经理、董秘授权代表；株洲金泰制药有限公司董事；九芝堂股份有限公司办公室主任；湖南九芝堂医药有限公司董事长助理。现任绝味食品股份有限公司投资证券中心总监；武汉零点绿色食品股份有限公司董事；绝味食品股份有限公司副总经理、董事会秘书。
煌上煌	褚浚	董事长、董事、总经理、	清华大学 EMBA，高级经济师。1997 年开始参加工作，先后担任江西煌上煌集团食品股份有限公司总经理、副董事长；现任本公司董事长、总经理。
	褚剑	副董事长、董事、副总经理	大学学历。2003 年开始在江西煌上煌集团食品股份有限公司参加工作，先后担任过该公司董事、副总经理；现任本公司副董事长、副总经理。
	褚建庚	董事	大学学历，高级经济师。1968 年开始在江西氨厂参加工作，先后担任江西氨厂团支部书记，华灵工贸实业总公司经理，煌上煌集团有限公司总裁；并担任江西省食品工业协会会长，江西省农业产业化龙头企业协会副会长等社会职务。2008-2017 年任本公司副董事长。现任本公司董事。
	范旭明	董事、副总经理	大学学历，在职工商管理硕士，高级经济师。1993 年开始参加工作，先后担任江西煌上煌烤卤有限公司副总经理，江西煌上煌集团食品有限公司常务副总经理。现任本公司董事、副总经理。
	徐桂芬	董事	大学学历，高级经济师。1976 年开始参加工作，先后担任南昌市食品公司门市部经理，江西煌上煌实业有限公司董事长，煌上煌集团有限公司董事局主席；2008-2017 年任公司董事长。现任本公司董事。
	曾细华	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	大学学历，中国注册会计师，美国注册管理会计师。1993 年开始参加工作，历任江西纸业集团抚州板纸有限公司财务审计部经理，江西纸业股份有限公司财务处处长，江西华太药业集团有限公司财务总监。2008-2017 年任本公司财务总监、董事会秘书。现任公司副总经理、财务总监兼董事会秘书。
周黑鸭	周富裕	董事会主席、执行董事	2002 年与妻子唐建芳女士创立周黑鸭，并于 2006 年成立了周黑鸭前身控股公司周黑鸭食品股份有限公司。2016 年获委任为执行董事。
	文勇	执行董事	2006.6-2011.4 及 2011.4-2011.8 分别出任武汉周黑鸭控股公司采购及供应部门的经理以及供应链中心的经理，主要负责各部门的整体营运。2011-2015 年担任深圳市周黑鸭食品有限公司总经理；2015.3-2015.7 担任武汉周黑鸭控股公司副总经理一职。现为周黑鸭企业发展有限公司的副总经理。
	张宇晨	执行董事、行政总裁	1997 年于东南大学取得电气技术学士学位。1997-2003 年任职于广州宝洁有限公司任经销商渠道区域经理；2003-2005 年任职于宝洁公司沃尔玛团队；2005-2006 年任职于宝洁公司洗护发事业部大中国区市场战略策划部；2006-2009 年于宝洁公司担任经销商渠道市场总监；2009-2011 年担任帮宝适全国市场营销总监；2011-2013 年于欧莱雅(中国)有限公司的活性化妆品事业部担任全国销售总监；2013-2016 年于美太芭比(上海)贸易有限公司担任销售总监(中国)；2016-2019 年于一间玩具贸易公司孩之宝商贸(中国)有限公司担任总经理(中国)；2019 年担任湖北周黑鸭企业发展有限公司的常务副总裁。2019.8 和 2019.11 分别获任行政总裁和执行董事。
	周帆	市场总监	2001 年毕业于江汉大学，主修会计及办公室自动化专业。2002-2003 年担任零售公司武汉武商量贩连锁有限公司新华店的团购员；2003-2009 年担任武汉武商量贩连锁有限公司采购员；2009-2012 年担任本公司区域市场发展经理。2012.7 起担任本公司市场开发中心总监。

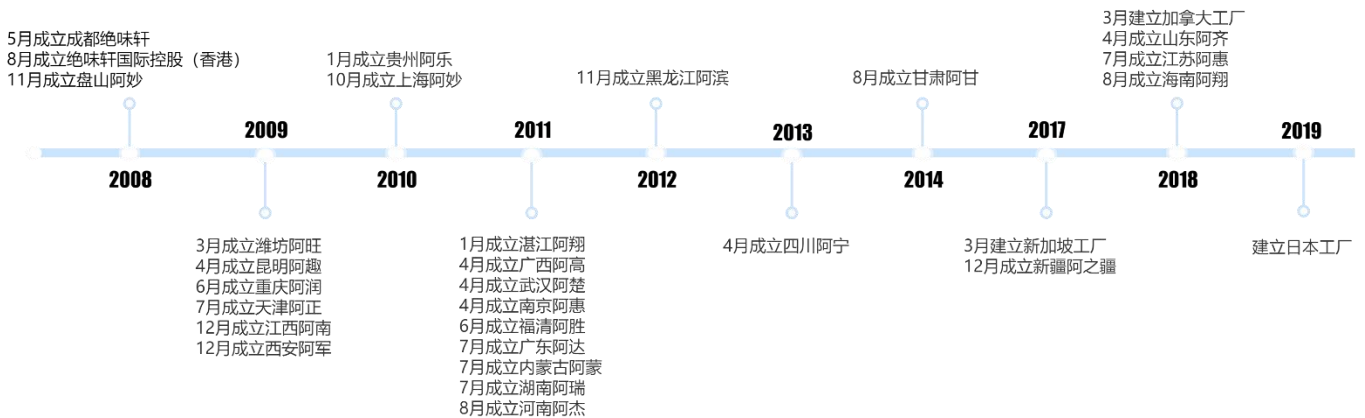
来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- 确定了连锁经营的路径之后，公司也较早地开始铺设全国化连锁所需的供应体系。在跑马圈地的过程中不断完善工厂、配送体系的建设，保障高效

供给；此外公司逐步摸索出一套加盟商管理体系，通过合作共赢的方式提高加盟商的积极性。我们认为连锁经营的核心能力主要包括三方面：稳定强大的供应体系、较强的门店管控能力和深入人心的品牌形象，目前绝味在供应链和门店管控上已经做到行业标杆水平。

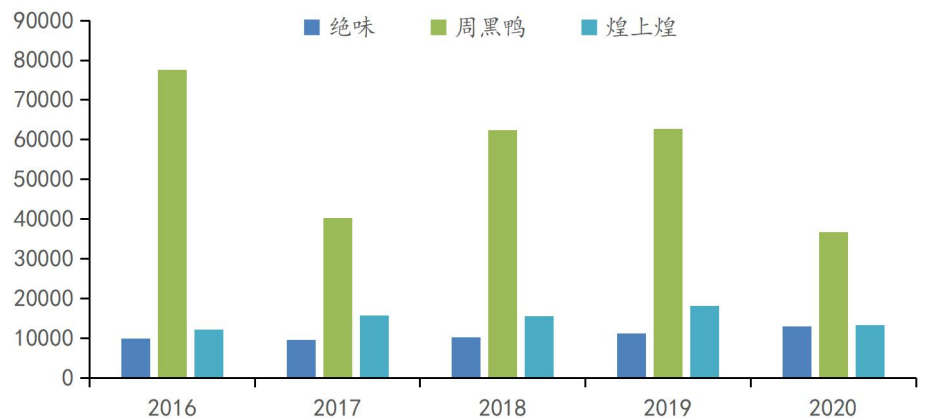
- 工厂布局和门店数量扩张相匹配，供应链效率处于领先水平。公司采取“一个区域市场、一个生产基地、一条冷链配送链”的模式，在主要目标市场中心区域前瞻性地布局了21个工厂（含2个在建），工厂分布和全国化的门店布局高度匹配，每个工厂的配送范围在300-350km。2008年公司确立“跑马圈地，饱和开店”经营战略，同年便导入全程冷链系统，2018正式成立配送子公司“绝配”，通过与第三方冷链平台合作完全可以实现“日配到店”的配送服务，保证产品的新鲜度和高周转，而且在规模化门店布局下单店运输费用也明显低于周黑鸭和煌上煌。

图表 11：公司建立生产型分子公司和境外工厂的进程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：主要卤制品企业店均运输费用对比（元/年）



来源：公司公告，国金证券研究所

注：当期门店数量=(期初门店数量+期末门店数量)/2

- 公司早早就开始打造信息化平台，2010年便引入SAP-ERP系统，截至2020年底，在信息化上的投入资金超过2亿元，已建成贯通供应链、营销、财务、人力、行政的信息化管理系统，通过大数据、智能算法等技术可实现供应链体系的全面管控及直通门店的销售及营销标准管控。同时公司在

智能制造方面也不断突破，2016 年开始在湖南引入第一个自动化工厂，2018 年又实现后端捡配自动化。

图表 13：公司信息化、智能化建设进程

年份	事件
2008 年	携手美国冷链巨头英格索兰，全面导入全程冷链系统，基于全程冷链的绝味第二代门店也应运而生
2010 年	全面导入 SAP-ERP 系统
2011 年	SAP-ERP 系统正式上线
2014 年	与深圳蓝凌软件合作，开启办公自动化建设，开发电脑桌面标准化管理、OA 系统及视频会议系统等
2016 年	绝味北京数字营销公司成立，全面推广绝味 020，发展线上会员；第一个自动化工厂投产；与日本船井综研开启战略合作关系，全面梳理和提升绝味供应链体系。
2018 年	绝味云数据中心竣工，为绝味美食平台建设提供 IT 基础架构支撑；同年绝味首条后端自动捡配线投入使用。
2019 年	支持万店标准化运营的信息化系统 GSC2.0 上线运营，公司门店正式进入智能运营时代。
2020 年	公司生产制造端开始推行 MES 系统建设，开启绝味智能制造探索之路。

来源：公司官网，国金证券研究所

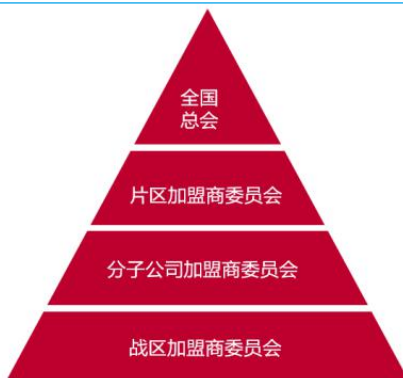
- **绝味为加盟商提供了一门好生意，与之形成命运共同体。** 卤味门店本身是一门投资较少、回本较快的生意，而且从选址、装修到人员培训公司都提供指导，加盟商操作简单。加盟模式最大的弊端在于加盟商管理问题，加盟商如果不服从统一管理、不具备责任心往往会做出损害品牌形象的行为，比如加盟店层出不穷的食品安全问题，绝味的解决方式是软硬兼施，通过管控和加强联结解决问题。
- **在门店监督管理方面**，绝味的门店管理部、子公司区域营运主管和专员会对加盟商进行定期和不定期的巡访、核检及辅导，巡访主要采用市场调研、门店访谈、察看等方式进行，核检的内容包括规范经营、店面运营、食品安全、门店形象等，辅导包括对店员的在岗培训、商圈渗透、成功案例分享等。**公司赏罚分明**：对于违反加盟规范管理的加盟商和门店经营人员，公司会进行处罚并要求整改，情节严重或整改后仍不合格的，将取消加盟资格。绝味在食品质量和安全方面和加盟商划分了清晰可执行的责任边界。同时也制定了激励政策，公司根据门店的定期检核评分，结合加盟商的销售业绩进行评定，根据评定结果进行不同层次的奖励政策，以鼓励加盟商规范运作、力争上游。
- **2013 年开创性地建立加盟商委员会，加强内部治理，实现双赢。** 加盟商委员会的定位加盟商自治组织，分为四级，目前已经拥有 128 个战区委员会（60-70 家加盟店为一个战区）。成立委员会有以下几个作用：1) 直接参与加盟商管理，各级委员会的成员都是由加盟商内部选举，类似于加盟商自治组织；由于委员会来自加盟商，和加盟商的距离更近，更能及时发现底层的问题。即可降低公司的管理成本，也可提升加盟商主人翁意识。2) 公司会定期举办加盟商论坛，主要目的是实现加盟商之间的经验交流、资源共享，此外也是加盟商与公司的沟通平台，加盟商可对公司的加盟运营模式建言献策。3) 公司建立起完备的人才培养体系，加盟商可以进入绝味大学学习，通过和香港理工大学等合作办学的形式，培养了超过两百名核心加盟商，提升加盟商的管理水平和对公司文化的认可。

图表 14：不同餐饮业态投资回报情况对比

品牌	类型	初始投资额	回收期
绝味	休闲卤味	约 10 万元	12-18 个月
周黑鸭	休闲卤味	约 12 万	2-6 个月
煌上煌	休闲卤味	约 10 万元	10-12 个月
一点点	茶饮	60-70 万元	12-18 个月
喜茶	茶饮	约 250 万元	9-12 个月
奈雪的茶	茶饮	135-180 万元	12-18 个月
杨国福	麻辣烫	50-60 万元	12-14 个月
85 度 C	烘焙	约 100 万	24-26 个月

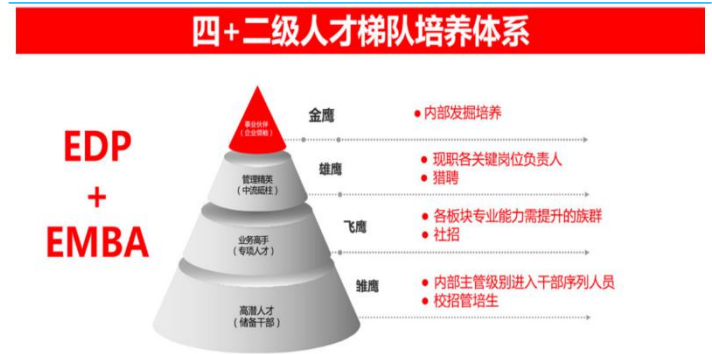
来源：公司公告，渠道调研，国金证券研究所

图表 15：绝味加盟商委员会体系结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

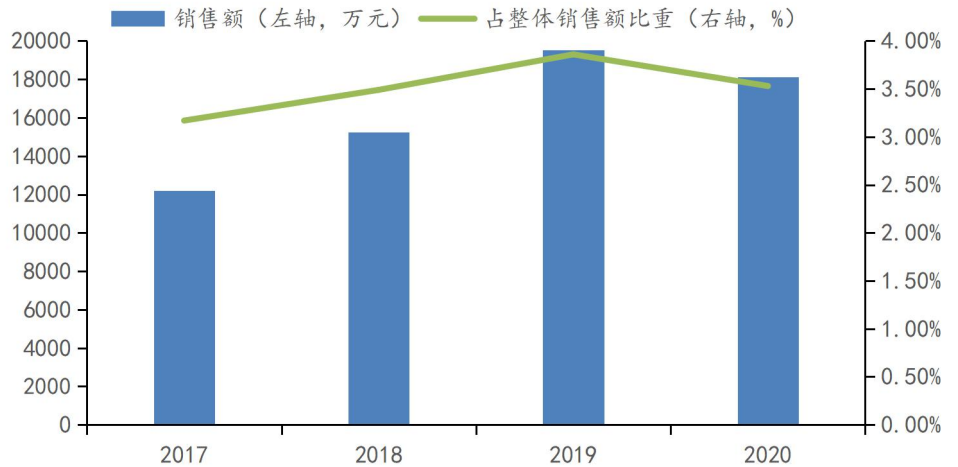
图表 16：绝味 4+2 级人才梯队培养体系



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司强调“众行致远、美美与共”的合作理念，真正解决了信任问题，与加盟商形成命运共同体。一方面通过加盟商月刊、加盟商大会、自媒体、微课堂、标杆人物评选等多种形式将公司的目标、规范和准则等输送给加盟商。另一方面公司也为加盟商提供实际的支持，比如在疫情期间给予加盟商相应的扶持政策，与其共同度过难关；针对优秀的加盟商提供深造学习的机会，帮助加盟商做得更好。
- 目前公司已经拥有 3000 多名加盟商，加盟商粘性较大。公司鼓励内部加盟商持续开店，除开 2020 年疫情的影响，近几年来前五大加盟商的收入贡献占比持续提升，说明头部优质加盟商的加盟门店数量在持续增加，反映出加盟商对公司的信赖。

图表 17：前五大加盟商贡献收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2021年3月8日公司首次股权激励落地，向包含董事会秘书、财务总监在内的120名核心员工授予559.40万股限制性股票，解锁目标为2021-2023年的营业收入相比2020年分别不低于25%、50%和80%，意味着2021-2023年的营收同比增速分别不低于25%、20%和20%。不考虑2020年疫情的影响，公司2016-2019年的营收CAGR为16.46%，可看出股权激励目标对未来几年的发展提出了更高的要求。

图表 18：公司股权激励计划授予对象

员工	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
彭刚毅	副总经理、 董事会秘书	14	2.50%	0.02%
王志华	财务总监	13.1	2.34%	0.02%
核心员工 (118人)		532.3	95.16%	0.87%
合计		559.4	100%	0.92%

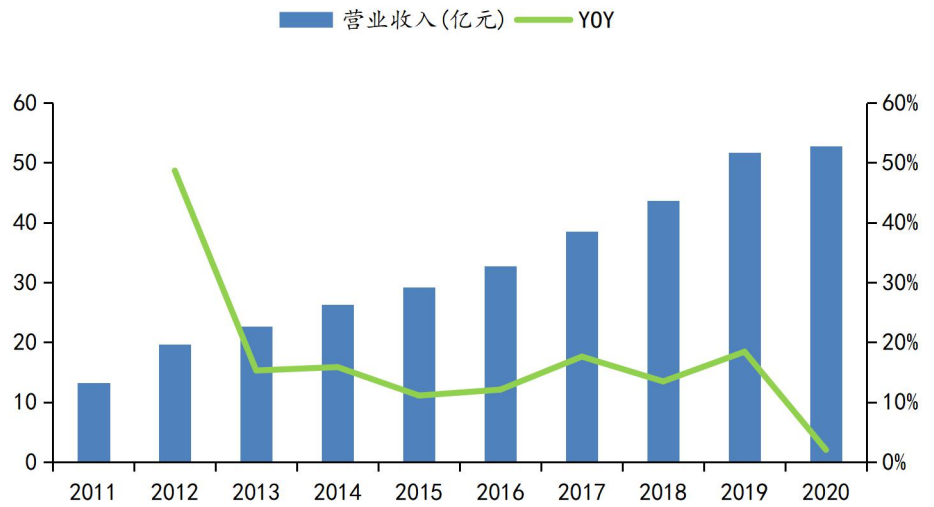
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：公司股权激励计划解锁目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	相比2020年，2021年营业收入增长率不低于25%；
第二个解除限售期	相比2020年，2022年营业收入增长率不低于50%；
第三个解除限售期	相比2020年，2023年营业收入增长率不低于80%。

来源：公司公告，国金证券研究所

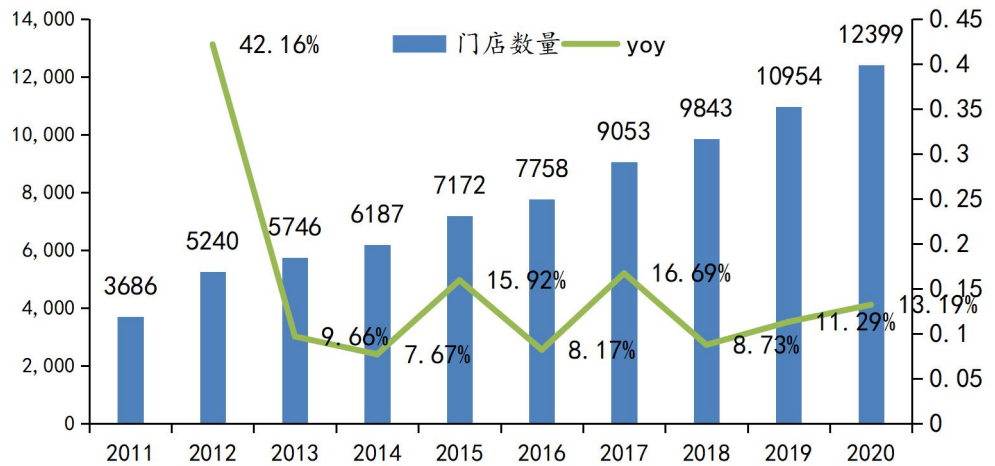
图表 20：公司营业收入及增速



来源：国金证券研究所

- **适当提升开店速度，从每年净增 800-1200 家提升至净增 1000-1500 家。** 2011-2020 年，公司门店数量的 CAGR 为 14.43%。除了 2012 年、2017 年和 2020 年，其余年份公司的净增门店数量都低于 1200 家，过去几年公司对于门店数量的规划是每年净增 800-1200 家，2020 年年报公司提出适当加快开店速度，预计提升至每年净增 1000-1500 家门店。目前周黑鸭、煌上煌等都在加快开店节奏；紫燕百味鸡也完成上市辅导工作，近两年每年净增门店千家左右。行业内头部企业都开始跑马圈地，在此背景下绝味也加快了饱和开店、抢占份额的速度。另外绝味当前门店基数较大，还提出了具备一定挑战性的股权激励目标，适当提升开店速度助力公司继续保持较快的增速。

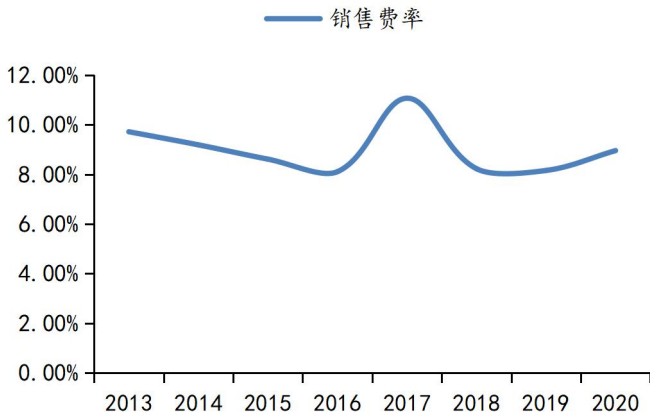
图表 21：绝味门店数量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- **目前在绝味已经成型的供应链体系和加盟商管理能力下，新增门店并不存在较大的边际成本，反而有助于进一步强化规模效应。** 从公司经营数据来看，随着门店的持续扩张，不考虑 2020 年疫情的影响，运输费用占比和销售费整体呈现逐步下滑的趋势，除了 2017 年大幅度拓店导致当年销售费率大增。从 2011 年至 2019 年，公司净利率提升了 12.37pct，且每年都是有稳步提升。

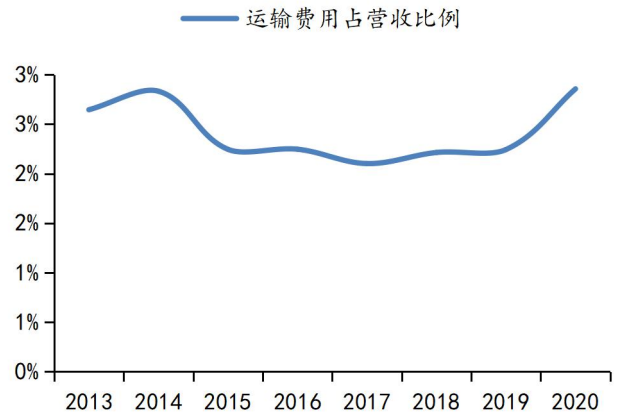
图表 22：公司销售费用率走势



来源：Wind，国金证券研究所

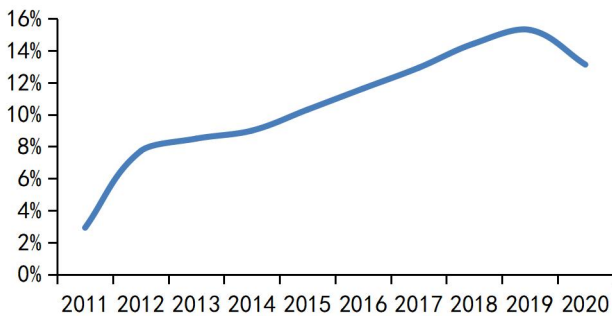
注：2020 年运输费用从销售费用划分至营业成本，上图 2020 年销售费用加回了运输费用。

图表 23：公司运输费用率走势



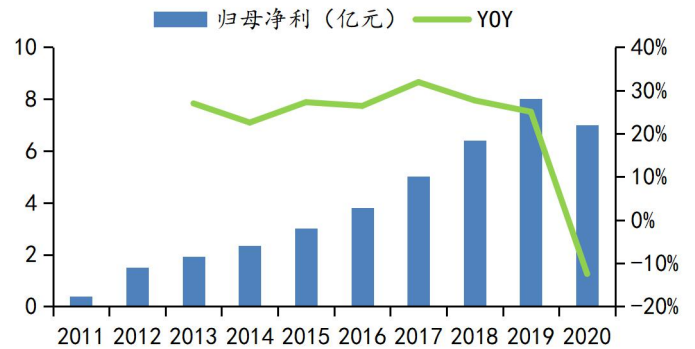
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：公司净利率走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：公司归母净利润及增速

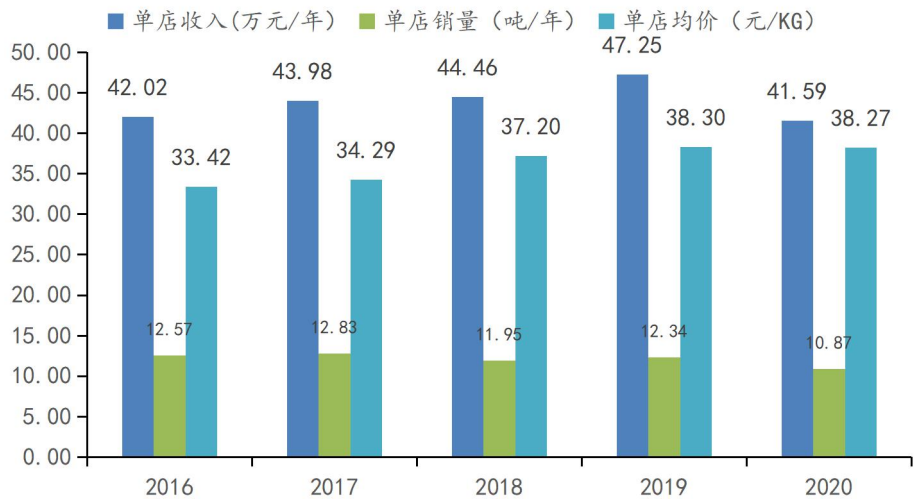


来源：Wind，国金证券研究所

质的维度：开始完善品牌形象，精耕渠道提升门店效率

- 2016-2019 年，公司的单店营收呈现稳步上升的态势，CAGR 为 3.99%，2020 年主要因疫情严重影响线下客流，单店营收出现严重下滑。拆分来看，公司的单店销量在 2018 年出现下滑，2019 年有所回升，但仍低于 2016-2017 年。我们认为 1) 2017 年扩张速度较快，往往快速扩张后下一年都会遇到单店下滑的情况（历史上也出现过类似情况，公司 2012 年拓店速度较快，而 2013 年也出现单店收入下滑），因为快速拓店可能会导致门店选址、加盟商资质等不够理想；2) 拓店的红利在慢慢减弱，头部企业的竞争程度在提高。2016-2019 年产品均价基本呈现稳步提升的态势，尤其在单店销量出现下滑的 2018-2019 年，单店均价分别同比提升了 8.49% 和 2.96%。

图表 26：绝味单店营收情况拆分

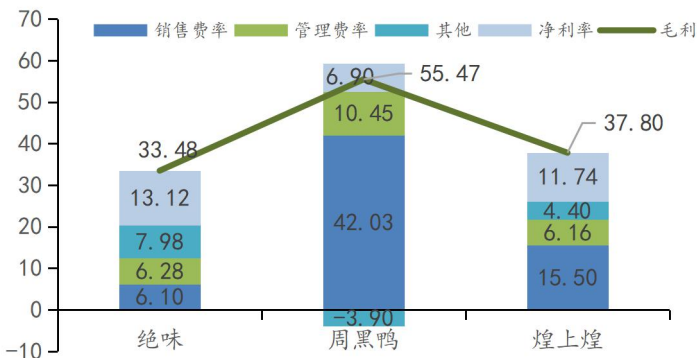


来源：公司公告，国金证券研究所

注：包装产品占门店销售额比例较低，故测算门店销售数据时未考虑包装产品。

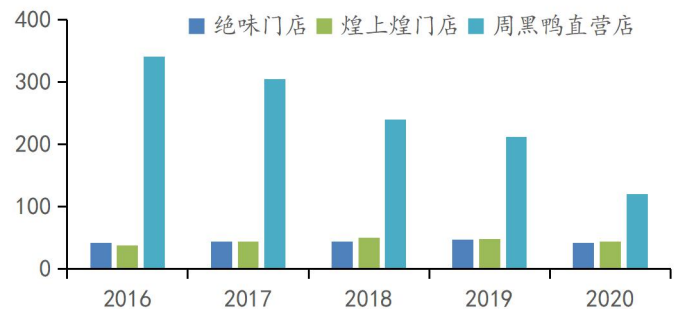
- 过去 10 多年公司把有限的精力放在追求门店规模上，因为依靠规模增长在行业增量时期是投入产出比更高的选项，回顾周黑鸭和绝味的发展历程，也可以说明在上一阶段依靠加盟模式快速拓店是性价比更高的打法，目前绝味更高的市占率和更优良的盈利模式已经证明了这一点（可以参考我们 2020 年 12 月 25 日发布的休闲卤制品专题报告《门店驱动空间充足，成长确定性强》）。
- 但是通过对比可以发现公司的单店营收相比同行处于较低水平，远远低于周黑鸭，也略低于煌上煌。周黑鸭主要依靠高客单价和高客流量获得更高的销售额，实质上是品牌高端化定位的成功，锁定了高线城市具备更高消费能力的年轻人群，周黑鸭 59% 的门店开设在一线和新一线城市。煌上煌的客单价和单店营收也略高于绝味，主要是客单价和毛利率更高的畜肉产品也有一定占比。所以我们认为单店营收提升的关键主要是品牌形象的提升，产品结构的优化也有一定作用。

图表 27：主要卤制品企业盈利结构拆分



来源：Wind，国金证券研究所

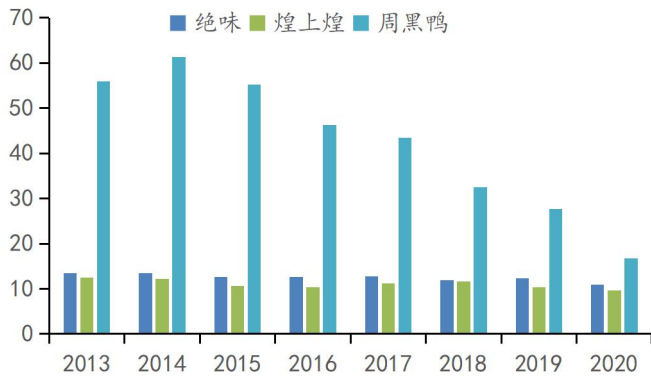
图表 28：主要卤制品企业单店营收对比



来源：国金证券研究所

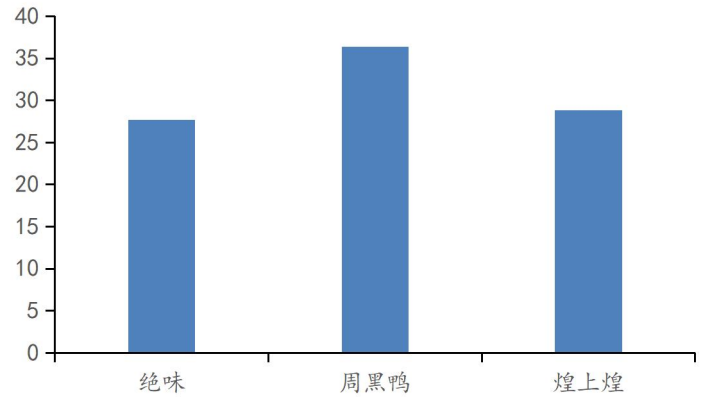
注：1) 绝味和煌上煌的单店营收并未拆分加盟和直营渠道，主要因公司公告为披露此数据，两者加盟店占比均在 90% 以上，但煌上煌加盟店占比略低于绝味，用整体法计算可能存在少许偏差。2) 绝味和煌上煌的单店营收均未包含包装产品的贡献。

图表 29：主要卤制品企业单店销量（吨/家）对比



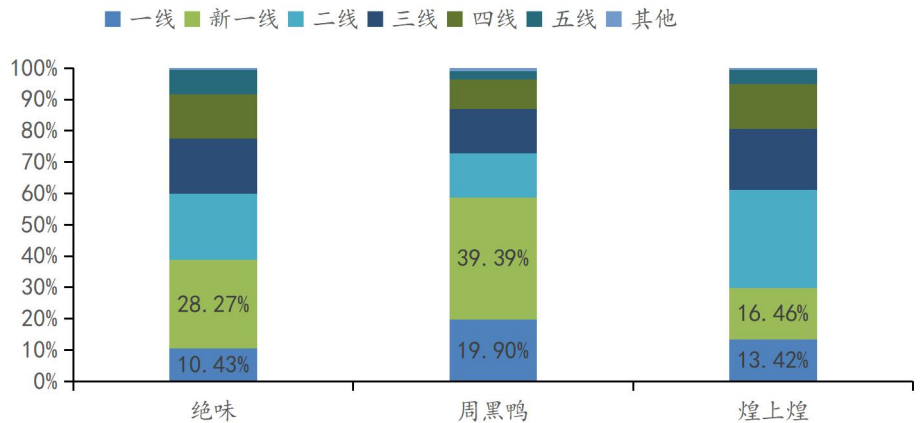
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：主要卤制品企业客单价（元）对比



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

图表 31：主要卤制品企业城市分布对比



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

- **经营策略逐步进入转型阶段，保持量增的同时从单店盈利方面挖掘新的发力点。** 开店的红利期会逐步消失，面对行业环境的变化，公司也积极转换思路来应对。其实公司 2019 年就首次提出策略的切换，从“跑马圈地，饱和开店”向“深度覆盖，渠道精耕”转变，或许 2018 年出现的单店销量下滑也让公司开始重视单店盈利能力的重要性。而 2020 年的疫情进一步催化公司的危机意识。

 - 公司在 2019 年提出从“跑马圈地，饱和开店”向“深度覆盖，渠道精耕”转变。主要采取了以下措施：1) 教育加盟商既要“多开店”，也要“开好店、高势能店”；2) 关闭低效门店，升级门店形象与终端设备，利用信息化手段进行精细操作、精细管理；3) 细化渠道分类，细分为交通枢纽体、大型综合体、学校体、文体体、超市体、办公体和社区体 7 大类型，根据渠道特性制定精准营销策略；4) 优化产品结构，对原产品优化升级，新增特色性、区域风味性产品；5) 提升品牌势能，结合潮流进行营销创新。
 - 公司在 2021 年初提出品牌年轻化战略，优化消费者体验，全面提升门店的运营质量和运营效率。具体包括：1) 在自媒体上和年轻消费者进行互动，同时收集消费者的反馈；2) 更新门店形象和产品包装，使其更加符合年轻人的审美；3) 针对今年的体育赛事，规划人流密集的城市投放 1-2 个月周期的快闪店，通过体育主题引流消费者。

- 从公司采取的动作来看，重点方向是在年轻消费群体中重新定位品牌形象，我们认为这一点的确是核心要素。企业的转型并非易事，非常考验企业管理层的战略规划能力和执行力，我们认为绝味管理层过往对市场趋势的判断和及时的策略调整都体现出优秀的掌舵水平，有望在新阶段有所突破。
- 我们测算公司 2021-2023 年鲜货业务营收分别为 62.61 亿元、73.36 亿元和 84.09 亿元，同比增长 28.95%、17.16%和 14.63%。假设如下：
 - 门店数量：考虑到 2020 年净增门店 1445 家，达到 2012 年以来的峰值，加之 2021 年部分地区疫情仍在反复，预计 2021 年需要消化这部分门店增量。因此我们预估 2021 年门店净增 1000 家左右，而 2022 年和 2023 年会适当提速，预计净增 1200 和 1150 家。
 - 单店销量：2020 年单店销量同比下滑 12%，我们认为 2021 年单店销售存在恢复弹性，此外今年公司推动品牌年轻化，营销动作加大，也能提振终端需求，预计 2021 年单店销量同比 2020 年提升 14%，相比 2019 年提升 0.42%。未来几年公司会持续加强门店运营效率、转变品牌形象，叠加疫情的逐步好转，预计 2022 年和 2023 年公司单店销量分别同比提升 4%和 3%。
 - 单店均价：2021 年公司的促销活动依旧较多，今年作为推行品牌年轻化的第一年，估计公司在终端的让利程度较大，预估单店均价小幅提升 1.5%，稳定之后预计 2022 年和 2023 年单店均价分别同比提升 5%和 4%。

图表 32：公司单店模型测算

年份	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
当期门店数量(家) = (期初门店数量+期末门店数量) / 2	7465	8405.5	9448	10398.5	11676.5	12899	13999	15174
yoy		12.60%	12.40%	10.06%	12.29%	10.47%	8.53%	8.39%
一期初门店数量(家)	7172	7758	9053	9843	10954	12399	13399	14599
一期末门店数量(家)	7758	9053	9843	10954	12399	13399	14599	15749
yoy		16.69%	8.73%	11.29%	13.19%	8.07%	8.96%	7.88%
单店营收(万元) = 单店销量*单店均价	42.02	43.98	44.46	47.25	41.59	48.12	52.55	56.29
yoy		4.67%	1.08%	6.29%	-11.99%	15.71%	9.20%	7.12%
—单店销量(吨)	12.57	12.83	11.95	12.34	10.87	12.39	12.88	13.27
yoy		2.02%	-6.83%	3.24%	-11.92%	14.00%	4.00%	3.00%
—单店均价(万元/吨)	3.34	3.43	3.72	3.83	3.83	3.88	4.08	4.24
yoy		2.60%	8.49%	2.96%	-0.09%	1.50%	5.00%	4.00%
鲜货业务营收(万元) = 当期门店数量*单店营收	313,666	369,687	420,026	491,370	485,584	620,696	735,602	854,115
yoy		17.86%	13.62%	16.99%	-1.18%	27.82%	18.51%	16.11%

来源：公司公告，Wind，国金证券研究所测算

注：包装产品占门店销售额比例较低，故测算门店销售数据时未考虑包装产品。

外延布局：美食生态圈、绝配供应链渐露头角

依托网聚资本打造美食生态圈，旗下已有多家知名品牌

- 公司依托网聚资本及其旗下股权投资平台（如绝了股权投资基金、宁波番茄肆号股权投资等），已经投资了近数十家公司，其中以连锁餐饮企业为主，其次是调味品生产、冷链配送和餐饮服务咨询企业。

图表 33：公司及旗下网聚资本的股权投资梳理

投资主体	被投资企业	被投年份	主营业务	定位	投资金额（万元）	投资比例
绝味食品	内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司	2009	肉鸭养殖与屠宰	原材料供应	16,800.00	24.17%
深圳网聚	江苏和府餐饮管理有限公司	2015	面食餐饮品牌-和府捞面	餐饮协同	23,073.47	23.08%
深圳网聚	江西阿南物流有限公司	2017	冷链物流	配送赋能	900.00	20.00%
深圳网聚	广州绝了股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2017	股权投资	投资平台	20,000.00	65.57%
深圳网聚	北京窄门信息技术有限公司	2017	市场调查、咨询	信息化赋能	1,000.00	9.33%
深圳网聚	宁波番茄叁号股权投资合伙企业（有限合伙）	2017	股权投资	投资平台	4,950.00	87.61%
深圳网聚	深圳市幸福商城科技股份有限公司	2017	烘焙门店连锁品牌-幸福西饼	餐饮协同	1,500.00	3.34%
深圳网聚	徐州市美鑫食品有限公司	2017	火锅底料及酱料	调味品	600.00	12.00%
深圳网聚	福建淳百味餐饮发展有限公司	2018	升级改造沙县小吃店，餐饮服务企业平台	餐饮协同	1,000.00	10.00%
深圳网聚	宁波番茄肆号股权投资合伙企业（有限合伙）	2018	股权投资	投资平台	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）	2018	股权投资	投资平台	29,700.00	65.35%
深圳网聚	长沙颜家食品销售有限公司	2018	酱卤制品、辣酱鸭	餐饮协同	950.00	21.11%
深圳网聚	福州舞爪食品有限公司	2018	鸡爪等卤制品	餐饮协同	100.00	10.00%
深圳网聚	北京快行线冷链物流有限公司	2018	冷链物流	配送赋能	1,000.00	6.46%
深圳网聚	郑州千味央厨食品股份有限公司	2018	餐饮供应链解决方案提供商	供应链赋能	5,000.00	5.13%
深圳网聚	江苏满贯食品有限公司	2019	卤制品	餐饮协同	1,230.00	41.25%
深圳网聚	么麻子食品股份有限公司	2019	生产调味油和休闲肉制品为主	调味品	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）	2019	股权投资	投资平台	2,800.00	77.35%
深圳网聚	江西鲜配物流有限公司	2020	冷链物流	配送赋能	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）	2020	股权投资	投资平台	1,975.00	79.00%
深圳网聚	湖南金箍棒私募股权基金企业（有限合伙）	2020	股权投资	投资平台	38,500.00	58.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：网聚资本旗下投资平台所投公司梳理

投资主体	被投资公司	投资年份	主营业务	定位
宁波番茄叁号股权投资合伙企业（有限合伙）	北京炙羽文化传播有限公司	2017	文化传媒	文化传媒
	天津祥辉餐饮管理有限公司	2017	餐饮管理咨询	管理赋能
	青岛干净么检测有限责任公司	2018	卫生安全检验	检测
	上海楠雨餐饮管理有限公司	2018	麻辣烫餐饮连锁品牌	餐饮协同

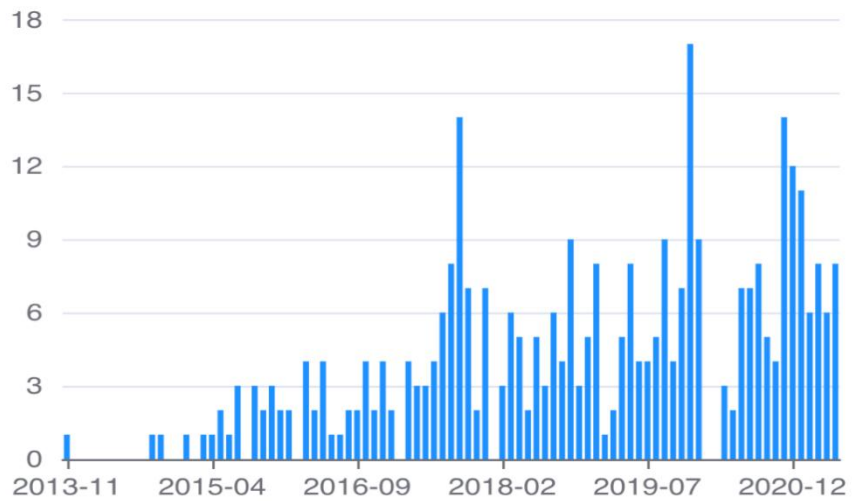
	龙井市丰茂餐饮发展有限公司	2018	餐饮管理咨询	管理赋能
	北京龙悦餐饮管理有限公司	2018	旗下餐饮品牌“醉面”	餐饮协同
	广州市秋稻餐饮管理有限公司	2019	餐饮管理, Rose&Cabin 露丝卡文面包是旗下全资高端品牌	管理赋能
	深圳市君业至臻餐饮管理有限公司	2019	餐饮管理咨询	管理赋能
	味可拓(天津)餐饮管理有限公司	-	餐饮管理咨询	管理赋能
广州绝了股权投资基金合伙企业(有限合伙)	北京很久以前餐饮管理有限公司	2017	烧烤餐饮品牌, 主营中式烧烤	餐饮协同
	江苏和府餐饮管理有限公司	2017	旗下面食品牌“和府捞面”	餐饮协同
	长沙颜家食品销售有限公司	2018	酱卤制品、辣酱鸭	餐饮协同
	福州市秘觉网络技术有限公司	2018	餐饮外卖平台	餐饮协同
	武汉白洞信息技术有限公司	2018	互联网外卖连锁企业, 旗下有“菜大师”和“菜大师·小厨”两个中式现炒品类餐饮品牌	餐饮协同
	澳煜(上海)智能科技有限公司	2018	旗下连锁果汁品牌“开心丽果”	餐饮协同
	上海斌亨餐饮管理有限公司	2018	旗下“蜀地冒菜”、“蜀地源冒菜”和“蜀源物流”三个子品牌。	餐饮协同
	浏阳市蒸浏记蒸菜文化有限公司	2018	浏阳蒸菜全国连锁品牌	餐饮协同
	杭州慕玛餐饮管理有限公司	2018	旗下品牌“慕玛披萨”	餐饮协同
	湖南绿叶水果有限公司	2018	集水果批发、零售、配送于一体的连锁企业	-
	上海楠雨餐饮管理有限公司	2019	麻辣烫餐饮连锁品牌	餐饮协同
	天津七惑和他的朋友餐饮管理有限公司	2019	旗下餐饮品牌“犟骨头”	餐饮协同
	长沙市香他她餐饮管理有限公司	2019	煲仔饭连锁企业	餐饮协同
	无锡恩多寿司餐饮管理有限公司	2019	旗下有“N多寿司”、“龙田料理美术馆”、“丸武寿司”、“凹蜜吐司”、“摊心煎饼”、“达乐凡式”、“潘娜可达”等时尚餐饮品牌	餐饮协同
南通和生汇企业管理顾问中心(有限合伙)	-	企业管理咨询; 经济贸易咨询; 市场调查; 企业策划等	管理赋能	
宁波番茄肆号股权投资合伙企业(有限合伙)	上海孔匠餐饮设备有限公司	2018	高端铁板烧设备、智能烤鱼炉设备的生产与研发	设备制造
	上海永塾堂餐饮管理有限公司	2019	餐饮企业管理, 品牌管理	管理赋能
	深圳亚米餐饮管理有限公司	2018	餐饮企业, 主打酸菜鱼和“秘制脆皮糯猪手”两个产品	餐饮协同
	四川王家渡食品有限公司	2020	餐饮原辅料、餐饮食品工厂化、标准化生产	供应链赋能
	湖南佳元禄食品有限公司	2019	复合调味料	调味品
	北京霸蛮天下科技有限公司	2021	餐饮, 旗下品牌“伏牛堂”	餐饮协同
湖南肆壹伍私募股权基金企业(有限合伙)	么麻子食品股份有限公司	2019	调味品及生态食品生产商	调味品
	郑州雪麦龙食品香料有限公司	2020	食品用香精、食品用香料、食品添加剂等	调味品
	长沙彩云农副产品有限公司	2021	农产品加工、调味品	调味品

	长沙市拿云餐饮管理有限公司	2021	旗下品牌“盛香亭”	餐饮协同
	广汉市迈德乐食品有限公司	2021	生产火锅牛油	调味品
湖南重熙累盛私募股权基金企业（有限合伙）	长沙市拿云餐饮管理有限公司	2021	旗下品牌“盛香亭”	餐饮协同
湖南金箍棒私募股权基金企业（有限合伙）	上海鼓钟钦钦企业发展合伙企业（有限合伙）	2020	企业管理咨询	管理赋能

来源：公司公告，企查查，国金证券研究所

- 围绕连锁餐饮业态，公司所投资企业大多是与自身属性类似的成熟商业模式，即商业模式或品牌形象已初步建立、具备可复制性、通过募资可实现快速扩张。其实这类企业大多处于 1-10 阶段，而公司优秀的供应链能力、连锁管理能力正好可以帮助被投资企业通关。
- 所投连锁餐饮企业中，不乏大家熟悉的知名品牌，比如和府捞面（全国 327 家门店）、犟骨头排骨饭（554 家门店）等。公司在 2015 年就注意到和府捞面的成长潜力，通过网聚资本投资了 1800 万元，截至目前总计拥有和府捞面 29.67% 的股权，投资额超过 2 亿元。和府捞面自 2015 年以来扩张速度明显加快，目前已经拥有 327 家门店，2019 年实现营收 19 亿元，在 2020 年餐饮寒冬中还获得了 4.5 亿元 D 轮融资。

图表 35：和府捞面现存门店开店时序图



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

注：和府捞面和犟骨头排骨饭门店数量统计时间为 2021 年 6 月 25 日。

- 目前在卤味赛道，公司投资了武汉零点（精武鸭脖）、廖记棒棒鸡、盛香亭和江苏满贯食品（阿满百香鸡），基本都实现了采购和仓储的协同，公司还为精武鸭脖和廖记棒棒鸡输出产能。其中精武鸭脖、廖记棒棒鸡和阿满都属于有时间积淀的老品牌，并且和公司休闲卤味的定位有一定差异化。精武鸭脖 2016 年就早早进军线上并取得不俗的销售业绩，未来会继续挖掘其在线上渠道的潜力。廖记棒棒鸡发源于成都，阿满发源于吉林，都是主打餐桌卤味；实际上餐桌卤味的市场空间比休闲卤味更大，根据第三方数据估算，前者是后者的 2 倍以上。公司将自身的供应链能力、管理能力赋能给廖记、阿满等已经具有一定规模和区域知名度的企业，可以加快其全国扩展的进度。

图表 36：公司投资整合卤味赛道情况梳理

公司	主打品牌	定位	供应链协同情况	品牌推出年份	经营情况
武汉零点绿色食品有限公司（已并表）	精武鸭脖	休闲卤味线上品牌	实现采购和仓配协同、绝味部分工厂输出产能	1991 年	拥有 719 家门店，2016 年进军线上，当年双十一就获得 600 万元的销售业绩
廖记食品连锁股份有限公司	廖记棒棒鸡	佐餐卤味赛道头部品牌	实现采购和仓配协同、绝味部分工厂输出产能	1993 年	拥有 882 家门店，集中在四川、重庆和湖北
长沙市拿云餐饮管理有限公司	盛香亭	热卤/熟卤轻餐品牌	实现采购和仓配协同、共享数字化增长服务	2016 年	拥有 350 家门店，集中在湖南和广东
江苏满贯食品有限公司	阿满百香鸡	佐餐卤味区域头部品牌	实现采购和仓配协同	2019 年（母品牌“阿满”有近 20 年的历史）	拥有 30 多家门店，集中在江苏南京

来源：公司公告，各公司官网，窄门餐眼，大众点评，国金证券研究所

绝配已成为国内优秀的冷链物流公司之一，为多家连锁餐饮品牌提供服务

- 绝配供应链成立于 2018 年 1 月，属于公司全资孙公司，定位是集冷链运输、大型仓储、城市分拨、城际运输、生鲜配送、卤味代工、央厨产业园为一体的餐饮和零售供应链服务企业。绝配供应链不仅为绝味服务，目前已经为 60 多家餐饮企业提供服务，包括幸福西饼、窑鸡王、曼玲粥店、巴比食品、乡村基、华莱士等知名连锁餐饮品牌。

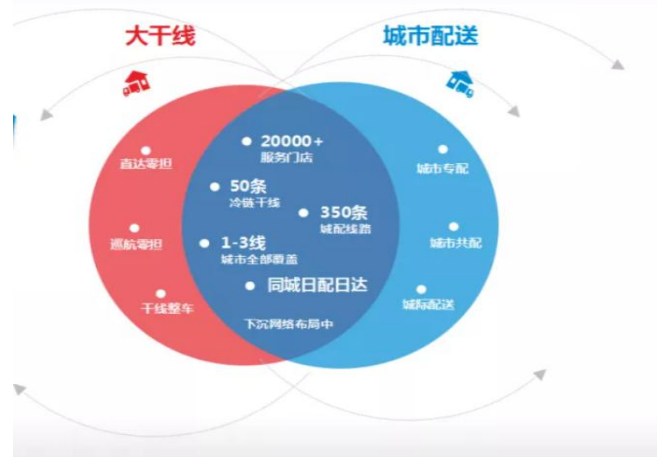
图表 37：绝配供应链部分合作商家



来源：绝配供应链公众号，国金证券研究所

- 仓储方面，绝配供应链在山东、武汉拥有 6 万吨级大型仓库，2021 年又增加 10 大新仓，总面积达到 3.89 万平方米；此外还有拥有 36 个城市分流、分拨仓。配送线路方面，依托绝味万家门店的配送网络，基本覆盖全国大部分城市，拥有直达全国 21 个省会城市、延伸 50 个周边城市的冷链运输整车、零担线路；100 多条省内跨城、跨省跨城城际往返线路；500 多条城市生鲜日配日达线路。绝配供应链可以在主要城区实现日配日送、全程冷链，为客户提供低成本、高效率的配送服务，全国化的配送能力也为餐饮企业的全国化门店布局提供坚实的基础。
- 绝配供应链也有卤味代工和央厨产业园的资源，依托绝味的 21 个工厂提供卤味代工服务，目前还在上海、天津、溧阳 45 万平央厨/厂综合产业园（含物业、环保、办证、质检功能）。

图表 38：绝配供应链配送体系



来源：绝配供应链公众号，国金证券研究所

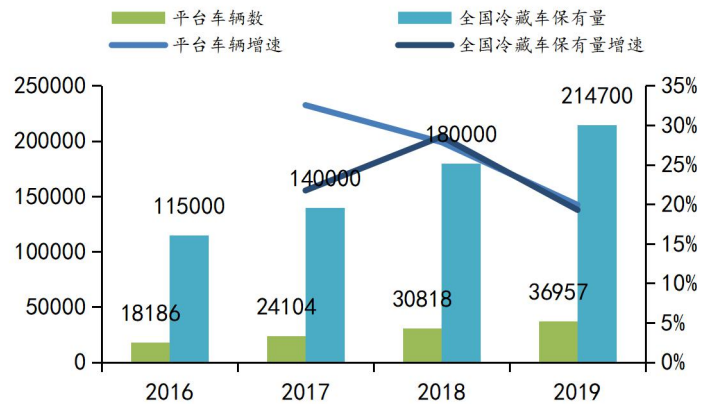
- 近年来我国的冷链市场发展迅速，2016-2019年的CAGR达到15%，据中商产业研究院数据，预计2020年我国冷链物流行业市场规模突破4000亿元。2019年我国冷链运输车辆达到21.47万辆，增速接近20%。2020年的疫情进一步催化了消费者对生鲜电商及冷链配送的需求，国家也越来越重视冷链运输的发展。2021年3月11日，由国家食品安全风险评估中心、中物联冷链委等单位共同起草的《食品安全国家标准食品冷链物流卫生规范》正式实施，对设施设备、交接环节、运输配送、储存环节、管理方面等都有详细的指导要求。

图表 39：中国冷链物流行业市场规模及增速



来源：中商情报网，国金证券研究所

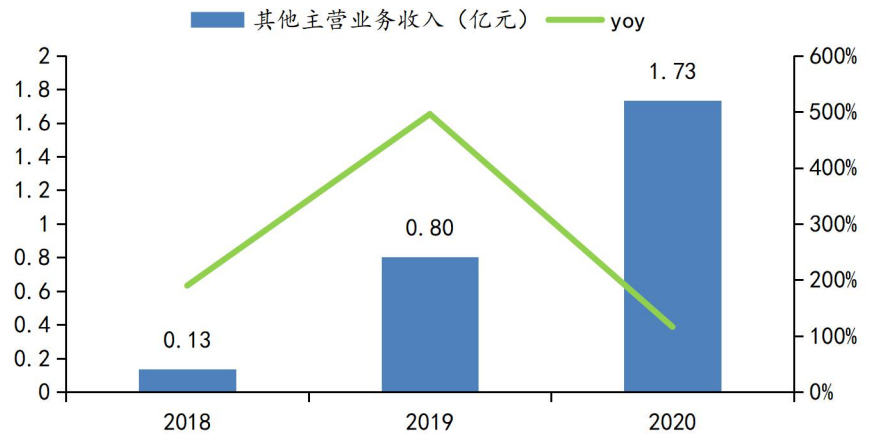
图表 40：我国冷藏车保有量及增速



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 目前绝配供应链已经成长为全国优秀的冷链物流公司之一，在第十四届中国冷链产业年会上荣获“中国冷链优秀区域配送服务商”称号，在第十五届中国冷链物流行业年会上荣获“2020年度冷链物流综合能力企业”称号。2021年6月16日，中物联冷链委发布2020年中国冷链物流企业百强榜，绝配供应链进入百强TOP30；2018年成立的绝配供应链已连续两年荣获“中国冷链物流企业百强”称号。公司并未单独披露绝配供应链的营收数据，但公司其他主营业务收入大部分来自绝配供应链，2018-2020年的CAGR达到258.9%，增势迅猛。

图表 41：公司其他主营业务收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

鲜货业务：1) 门店数量：考虑到 2020 年净增门店 1445 家，达到 2012 年以来的峰值，加之 2021 年部分地区疫情仍在反复，预计 2021 年需要消化这部分门店增量。因此我们预估 2021 年门店净增 1000 家左右，而 2022 年和 2023 年会适当提速，预计净增 1200 和 1150 家。2) 单店销量：2020 年单店销量同比下滑 12%，我们认为 2021 年单店销售存在恢复弹性，此外今年公司推动品牌年轻化，营销动作加大，也能提振终端需求，预计 2021 年单店销量同比 2020 年提升 14%，相比 2019 年提升 0.42%。未来几年公司会持续加强门店运营效率、转变品牌形象，叠加疫情的逐步好转，预计 2022 年和 2023 年公司单店销量分别同比提升 4% 和 3%。3) 单店均价：2021 年公司的促销活动依旧较多，今年作为推行品牌年轻化的第一年，估计公司在终端的让利程度较大，预估单店均价小幅提升 1.5%，稳定之后预计 2022 年和 2023 年单店均价分别同比提升 5% 和 4%。综合来看，预计 2021-2023 年鲜货业务营收分别为 62.61 亿元、73.36 亿元和 84.09 亿元，同比增长 28.95%、17.16% 和 14.63%。

加盟商管理：加盟商管理业务主要与加盟店数量相关，预计公司未来 3 年门店数量增速略放缓，因此我们预计加盟商管理业务的增速逐步放缓，2021-2023 年为 20%、18% 和 15%。

包装产品：因并表武汉零点（精武鸭脖），2020 年包装产品业务大幅增长，精武鸭脖主要定位线上，预计增速略高于线上休闲零食的整体速度，2021-2023 年分别为 20%、20% 和 15%。

其他主营业务：大部分收入来自绝配供应链，近两年绝配供应链仍处于快速发展期，增速较快，预计 2021-2023 年的增速分别为 70%、65% 和 60%。

其他业务：预计 2021-2023 年的增速分别为 20%、20% 和 20%。

综合来看，预计公司 2021-2023 年的营收分别为 67.98 亿元、81.98 亿元和 97.43 亿元。

毛利率：公司毛利率波动主要受上游鸭副原材料的影响，2020 年至今鸭副价格处于低位，预计 2021 年毛利率端仍有受益，此外近年来公司逐步推进品牌年轻化，预计终端均价逐步提升也会带动毛利率小幅提升，2021-2023 年综合毛利率分别为 33.50%、33.55% 和 33.60%。

图表 42: 盈利预测

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,367.98	5,171.96	5,276.08	6,797.93	8,197.80	9,742.82
yoy	13.45%	18.41%	2.01%	28.84%	20.59%	18.85%
鲜货类产品	4,200.26	4,913.70	4,855.84	6,206.96	7,356.02	8,541.15
yoy	13.62%	16.99%	-1.18%	27.82%	18.51%	16.11%
加盟商管理		54.90	68.43	82.12	98.54	118.25
yoy			24.64%	20.00%	20.00%	20.00%
包装产品	13.01	9.47	41.28	49.54	59.44	68.36
yoy	-19.44%	-27.21%	335.90%	20.00%	20.00%	15.00%
其他主营业务	13.46	80.19	173.36	294.71	486.27	778.04
yoy	190.09%	495.77%	116.19%	70.00%	65.00%	60.00%
其他业务	88.05	113.70	137.17	164.60	197.52	237.03
yoy	2.75%	29.13%	20.64%	20.00%	20.00%	20.00%
综合毛利率	34.30%	33.95%	33.48%	33.50%	33.55%	33.60%

来源: 国金证券研究所预测

投资建议及估值

市盈率法

预计公司 2021-2023 年净利润为 10.37 亿元、13.51 亿元和 16.24 亿元，对应 EPS 为 1.69 元、2.20 元和 2.64 元，对应 PE 为 45 倍、35 倍和 29 倍。

和同行周黑鸭和煌上煌相比，公司目前估值水平高于两者，但公司作为行业龙头，已经完成全国化布局和供应链基础建设，具备优秀加盟商管理水平，考虑到龙头溢价和拓店的确定性，我们认为公司 2021 年的合理估值应在 55 倍，目标价 92.88 元，给予“买入”评级。

图表 43: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
1458.HK	周黑鸭	8.7300	0.22	0.31	0.37	38.40	27.44	22.74
002695.SZ	煌上煌	15.4300	0.66	0.81	0.99	25.34	20.68	16.98
平均值						31.87	24.06	19.86
603517.SH	绝味食品	76.5000	1.69	2.20	2.64	45.30	34.79	28.94

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

- **食品安全问题。**如果在卤制品加工制作过程中，食品安全不达标，将会对品牌形象造成影响。卤制品保质期短，需冷链运输，如果在运输过程中脱离冷链，有可能会变质。
- **上游禽畜养殖行业价格波动。**行业的毛利率水平与上游采购家禽的成本有关，如果发生疫情等无法预料的事件，导致上游采购成本高企，可能会对公司的盈利水平产生影响。
- **行业竞争激烈。**当前休闲卤制品行业中品牌连锁竞争激烈，虽然已基本形成两超多强的格局，但是在核心城市仍然布局密集、竞争激烈。如果未来竞争日益激烈，可能会对盈利能力产生影响。
- **品牌转型不达预期。**公司目前在推进品牌年轻化，逐步转变年轻消费者对绝味的品牌认知，若营销效果不达预期，可能影响公司品牌转型效果，进而影响销售情况。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,368	5,172	5,276	6,798	8,196	9,736	货币资金	703	1,602	1,082	1,416	2,043	2,630
增长率		18.4%	2.0%	28.8%	20.6%	18.8%	应收款项	60	61	108	101	121	144
主营业务成本	-2,870	-3,416	-3,510	-4,521	-5,447	-6,469	存货	609	669	857	929	1,119	1,329
%销售收入	65.7%	66.1%	66.5%	66.5%	66.5%	66.4%	其他流动资产	152	139	153	169	188	211
毛利	1,498	1,756	1,767	2,277	2,749	3,267	流动资产	1,524	2,471	2,201	2,614	3,472	4,315
%销售收入	34.3%	33.9%	33.5%	33.5%	33.5%	33.6%	%总资产	39.9%	45.2%	37.2%	38.2%	42.4%	44.8%
营业税金及附加	-40	-41	-40	-54	-66	-78	长期投资	805	1,142	1,578	1,878	2,178	2,478
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定投资	1,105	1,376	1,653	1,941	2,121	2,394
销售费用	-359	-422	-322	-442	-500	-584	%总资产	28.9%	25.2%	27.9%	28.4%	25.9%	24.9%
%销售收入	8.2%	8.2%	6.1%	6.5%	6.1%	6.0%	无形资产	218	273	275	295	314	331
管理费用	-261	-294	-332	-415	-475	-555	非流动资产	2,297	2,992	3,721	4,231	4,724	5,308
%销售收入	6.0%	5.7%	6.3%	6.1%	5.8%	5.7%	%总资产	60.1%	54.8%	62.8%	61.8%	57.6%	55.2%
研发费用	-10	-16	-11	-20	-16	-19	资产总计	3,821	5,463	5,922	6,845	8,197	9,623
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	短期借款	210	180	35	255	487	531
息税前利润 (EBIT)	828	983	1,062	1,346	1,691	2,030	应付款项	345	438	558	558	671	796
%销售收入	19.0%	19.0%	20.1%	19.8%	20.6%	20.9%	其他流动负债	225	263	310	251	310	370
财务费用	0	-26	8	9	1	6	流动负债	780	881	904	1,064	1,468	1,697
%销售收入	0.0%	0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	1	30	0	0	0	其他长期负债	14	17	28	129	100	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	794	897	932	1,193	1,569	1,777
投资收益	-1	49	-101	0	80	100	普通股股东权益	3,025	4,567	4,964	5,636	6,622	7,850
%税前利润	n.a	4.7%	n.a	0.0%	4.5%	4.6%	其中：股本	410	609	609	609	609	609
营业利润	831	1,006	956	1,355	1,773	2,137	未分配利润	1,709	2,191	2,457	3,129	4,115	5,343
营业利润率	19.0%	19.4%	18.1%	19.9%	21.6%	21.9%	少数股东权益	3	-2	26	16	6	-4
营业外收支	17	44	15	15	15	15	负债股东权益合计	3,821	5,463	5,922	6,845	8,197	9,623
税前利润	848	1,050	971	1,370	1,788	2,152	比率分析						
利润率	19.4%	20.3%	18.4%	20.1%	21.8%	22.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-217	-259	-279	-342	-447	-538	每股指标						
所得税率	25.6%	24.7%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.563	1.316	1.152	1.689	2.199	2.644
净利润	631	791	692	1,027	1,341	1,614	每股净资产	7.377	7.504	8.156	9.176	10.781	12.780
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10	每股经营现金净流	1.182	1.685	1.407	1.676	2.241	2.666
归属于母公司的净利润	641	801	701	1,037	1,351	1,624	每股股利	0.480	0.610	0.530	0.600	0.600	0.650
净利率	14.7%	15.5%	13.3%	15.3%	16.5%	16.7%	回报率						
							净资产收益率	21.18%	17.54%	14.13%	18.40%	20.40%	20.69%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	16.76%	14.67%	11.84%	15.15%	16.48%	16.87%
							投入资本收益率	19.02%	15.60%	15.06%	17.09%	17.83%	18.18%
净利润	631	791	692	1,027	1,341	1,614	增长率						
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10	主营业务收入增长率	13.45%	18.41%	2.01%	28.84%	20.57%	18.79%
非现金支出	101	129	125	134	147	156	EBIT 增长率	28.20%	18.72%	8.04%	26.77%	25.66%	20.04%
非经营收益	7	-9	107	-3	-64	-77	净利润增长率	27.69%	25.06%	-12.46%	47.90%	30.22%	20.22%
营运资金变动	-254	115	-68	-139	-59	-70	总资产增长率	19.83%	42.95%	8.41%	15.58%	19.74%	17.40%
经营活动现金净流	485	1,025	856	1,020	1,364	1,622	资产管理能力						
资本开支	-388	-523	-366	-211	-325	-425	应收账款周转天数	0.4	0.5	1.6	1.4	1.4	1.4
投资	-454	-256	-537	-300	-300	-300	存货周转天数	65.8	68.3	79.4	75.0	75.0	75.0
其他	-30	-21	-28	0	80	100	应付账款周转天数	32.9	28.7	38.6	32.0	32.0	32.0
投资活动现金净流	-871	-799	-932	-511	-545	-625	固定资产周转天数	85.5	80.7	93.1	71.6	58.5	48.2
股权募资	9	6	3	0	0	0	偿债能力						
债权募资	210	942	-180	219	233	44	净负债/股东权益	-16.29%	-31.16%	-20.98%	-20.54%	-23.47%	-26.75%
其他	-195	-277	-327	-378	-396	-434	EBIT 利息保障倍数	-7,430.4	37.7	-129.2	-154.3	-1,409.9	-318.0
筹资活动现金净流	24	671	-504	-159	-163	-390	资产负债率	20.78%	16.43%	15.74%	17.42%	19.14%	18.47%
现金净流量	-363	897	-579	350	656	608							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	8	17	88	149
增持	0	2	7	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.29	1.13	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价 目标价
1	2019-10-26	买入	44.30 N/A
2	2020-04-22	买入	49.79 N/A
3	2020-08-23	买入	85.99 100.00~120.00
4	2020-08-26	买入	89.30 N/A
5	2020-10-30	买入	82.30 N/A
6	2021-01-29	买入	92.44 N/A
7	2021-04-16	买入	78.18 N/A
8	2021-04-27	买入	79.35 N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402