

## 行业龙头模式领先，卓越供应链铸就核心壁垒

东方证券  
ORIENT SECURITIES

我们认为卤制品行业高速发展，行业特征决定开店能力主导业绩增长，绝味采用加盟+分布式产能模式适应市场环境助其成为行业龙头；同时门店扩张需依靠相应供应链能力，绝味已建成覆盖全国的供应链网络，竞争对手短期内难以复制，是核心壁垒所在；未来公司将利用供应链对外赋能，打造第二增长曲线。

## 核心观点

- 绝味模式适应市场，强势拓店铸领先业绩。1) 休闲卤制品市场千亿高增，冲动消费性强，依托门店拓渠道，因此开店效率是抢占市场关键；2) 公司凭借“加盟+分布式产能”开店速度快，门店数量行业第一：一方面，加盟模式适于快速开店，且绝味加盟店投资门槛低，据草根调研投资回收期短，因此对小加盟商吸引力强且利于下沉，此外高势能点位占比提升空间广阔；另一方面，卤制品保质期短、运输半径受限，全国化产能方可覆盖更多区域；此基础上，公司加委会体制克服加盟管理痛点，增强利益联结与信任感、提升管理效率；3) 门店数增长主导下，公司业绩稳定增长，低费率助推高净利，ROE 优于竞对。
- 供应链投资大建设时间长，绝味供应网络成核心壁垒。1) 上游：经测算绝味鸭产品需求约占全国总供应量的 0.80%，规模优势+集中采购获强上游议价能力，季节性囤货进一步压低成本。2) 中游：重视柔性制造，产能利用率、人均产量持续提升；存货结构优化；在产品、产成品库存降低，存货周转率冠绝行业。3) 下游：生产基地覆盖全国、工厂半径 300-500 公里内冷链日配到店，从而维持低水平吨运费，且大量建厂未对公司造成严重负担（“平均固定资产/销量”稳定低于竞对）。
- 绝配塑造利润增长点，依托供应协同赋能餐饮平台孵化。1) 20 年中国餐饮连锁化率达 15%且将持续提升，而连锁餐饮扩张需配套冷链运输设施、当前国内冷链运输率尚低，冷链产业渗透空间巨大，食品餐企凭借食材处理优势更受餐饮客户青睐，冷链服务竞争力强劲。2) 全资子公司绝配服务 100+餐饮零售客户、2 万+餐饮门店，供应链服务外溢能力突出，为公司利润新增长点。3) 公司卤味、轻餐品牌孵化卓有成效，以绝配为核心的“六共”协同，是打造餐饮生态圈的重要基石。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.65/2.12/2.80 元（调整前 21-23 为 1.66/2.13/2.75 元），可比公司 21 年平均估值为 44 倍，考虑到公司预计 23 年 EPS 增速为 32.1%，明显高于可比公司，我们认为应给予公司 20% 估值溢价，给予公司 21 年 53 倍 PE，对应目标价 87.12 元，给予“买入”评级。

## 风险提示

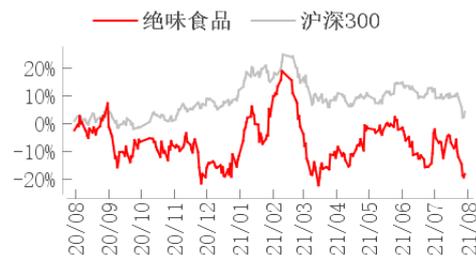
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,683	8,082	9,801
同比增长(%)	18.4%	2.0%	26.7%	20.9%	21.3%
营业利润(百万元)	1,006	956	1,307	1,689	2,238
同比增长(%)	21.1%	-5.0%	36.7%	29.2%	32.5%
归属母公司净利润(百万元)	801	701	1,013	1,304	1,721
同比增长(%)	25.1%	-12.5%	44.5%	28.7%	32.0%
每股收益(元)	1.30	1.14	1.65	2.12	2.80
毛利率(%)	33.9%	33.5%	33.6%	33.8%	35.0%
净利率(%)	15.5%	13.3%	15.2%	16.1%	17.6%
净资产收益率(%)	21.1%	14.7%	18.7%	20.7%	23.6%
市盈率	54.8	62.6	43.3	33.7	25.5
市净率	9.6	8.8	7.4	6.5	5.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月29日)	71.45 元
目标价格	87.12 元
52周最高价/最低价	107.26/66.71 元
总股本/流通A股(万股)	61,422/60,863
A股市值(百万元)	43,886
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年07月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.96	-15.23	-16.73	-18.24
相对表现	-3.28	-6.51	-8.34	-24.73
沪深300	-3.68	-8.72	-8.39	6.49



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

## 相关报告

- 20 年回暖有力，21 年业绩高增确定性强：2021-04-19  
——绝味食品 20 年年报&21 季报预告点评
- 逆势开店显成效，看后续长短期均值得期待：2020-10-30  
——绝味食品三季报解读
- 逆势开店，龙头成色更足 2020-08-27

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、绝味模式领先，缔造行业龙头 .....	6
1.1、市场广阔待占领，冲动消费决定门店数量为王 .....	6
1.2、绝味“加盟+分布式产能”为行业最佳扩张模式 .....	7
1.2.1、绝味采用加盟模式，门槛低回本快，加速门店复制 .....	8
1.2.2、分布式产能支撑绝味全国范围开店 .....	11
1.2.3、组织变革克服加盟模式缺陷，提升管理效率 .....	14
1.3、领先模式确保长期业绩增长，龙头优势全面彰显 .....	15
二、规模采购、柔性制造、高效配送共筑供应链核心壁垒 .....	19
2.1、上游：规模采购形成议价优势 .....	19
2.2、中游：柔性制造提升经营能力 .....	24
2.3、下游：高效配送确保产品质量 .....	26
三、绝配塑造利润增长点，赋能餐饮平台孵化 .....	28
3.1、冷链产业高速发展，连锁餐饮激活新需求 .....	28
3.2、绝配冷链网络强大，外溢服务能力突出 .....	30
3.3、向餐饮孵化平台转型，绝配成为赋能核心 .....	32
盈利预测与投资建议 .....	35
盈利预测 .....	35
投资建议 .....	36
风险提示 .....	36

## 图表目录

图 1：休闲卤制品市场规模（亿元） .....	6
图 2：2019 年休闲卤制品行业格局 .....	6
图 3：卤制品重点消费场景统计 .....	6
图 4：卤制品消费动机 .....	7
图 5：87.6%的消费者每月消费卤制品次数在 1-3 次以内 .....	7
图 6：卤制品主要消费渠道统计 .....	7
图 7：绝味、周黑鸭、煌上煌门店数量 .....	8
图 8：绝味、周黑鸭、煌上煌每年净增门店数量 .....	8
图 9：绝味加盟商批发收入占比 .....	9
图 10：2020 年周黑鸭各渠道收入构成 .....	9
图 11：各级城市门店比例对比 .....	11
图 12：城市各类功能区门店分布占比 .....	11
图 13：周黑鸭产能分布 .....	12
图 14：煌上煌产能分布 .....	12
图 15：绝味产能分布 .....	12
图 16：绝味分产品营收占比 .....	13
图 17：周黑鸭分产品营收占比 .....	13
图 18：绝味、周黑鸭、煌上煌分区域营收占比 .....	13
图 19：绝味、周黑鸭、煌上煌门店分布 .....	14
图 20：绝味加盟委员会组织变革 .....	14
图 21：绝味、煌上煌店均管理费用（元） .....	15
图 22：营业收入对比（亿元） .....	16
图 23：绝味业绩增长因素拆分 .....	16
图 24：煌上煌业绩增长因素拆分 .....	16
图 25：单店销量对比（吨/店） .....	17
图 26：单店营收对比（万元） .....	17
图 27：单位产品价格（元/kg） .....	17
图 28：以 40%综合毛利还原至门店端售价（元/kg） .....	17
图 29：毛利率对比（%） .....	18
图 30：销售费用率对比（%） .....	18
图 31：管理费用率对比（%） .....	18
图 32：净利润率对比（%） .....	19
图 33：净利润对比（亿元） .....	19

图 34：单位产品成本对比（元/kg） .....	20
图 35：绝味主营业务成本拆分 .....	20
图 36：毛鸭价格波动（元/公斤） .....	21
图 37：余姚市农副产品批发市场白条鸭批发价（元/公斤） .....	21
图 38：新希望鸭一体化产品价格（元/吨） .....	21
图 39：绝味前五大供应商采购占比（%） .....	22
图 40：绝味向益客采购金额（亿元） .....	22
图 41：十月份囤货后，四季度末原料库存高于二季度末，呈现波动变化趋势（亿元） .....	22
图 42：卤制品企业产品销量对比（万吨） .....	23
图 43：绝味、周黑鸭向江苏益客采购量（吨）、价（元/kg） .....	23
图 44：绝味各类鸭副产品采购价格（元/kg） .....	23
图 45：应付账款周转天数对比 .....	24
图 46：绝味产能（吨）及产能利用率（%）变化 .....	25
图 47：绝味总产量及生产人员人均产量（吨） .....	25
图 48：存货结构对比 .....	26
图 49：存货周转率对比 .....	26
图 50：在产品周转率 .....	26
图 51：库存商品周转率 .....	26
图 52：单位产品运费对比（元/吨） .....	27
图 53：平均固定资产比销量（万元/吨） .....	27
图 54：绝味自动分拣车间 .....	28
图 55：设备识别条码以安排自动分拣 .....	28
图 56：中国与发达国家冷链运输率比较 .....	29
图 57：中国与发达国家农产品腐损率比较 .....	29
图 58：2016-2019 全国冷链物流需求量（亿吨） .....	29
图 59：2016-2025 全国冷链物流市场规模（亿元） .....	29
图 60：2015-2019 年中国百强冷链企业总营收及占行业总规模比重（亿元） .....	30
图 61：绝配供应链全国布局 .....	31
图 62：绝配供应链信息系统 .....	31
图 63：绝味长期股权投资（万元） .....	32
图 64：深圳网聚增值服务 .....	34
表 1：卤制品消费场景分类 .....	6
表 2：两种连锁模式对比 .....	9
表 3：绝味、周黑鸭、煌上煌加盟门槛对比 .....	10
表 4：绝味、周黑鸭、煌上煌二线城市社区店加盟门槛及单店模型对比 .....	10

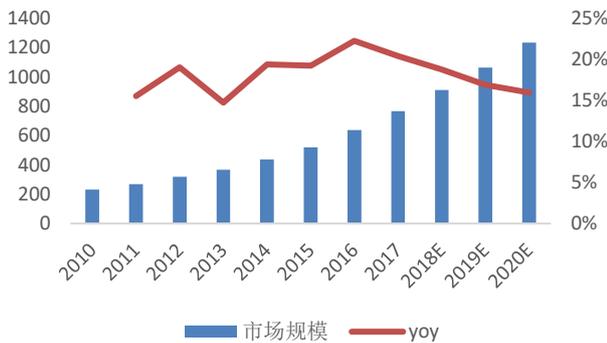
表 5：2020 年绝味、周黑鸭、煌上煌 ROE 拆解 .....	19
表 6：2019 全国禽类屠宰产量、鸭屠宰产量及市场格局（万吨） .....	24
表 7：绝味生产制造进化史 .....	25
表 8：绝味股权投资情况 .....	32
表 9：可比公司估值 .....	36

## 一、绝味模式领先，缔造行业龙头

### 1.1、市场广阔待占领，冲动消费决定门店数量为王

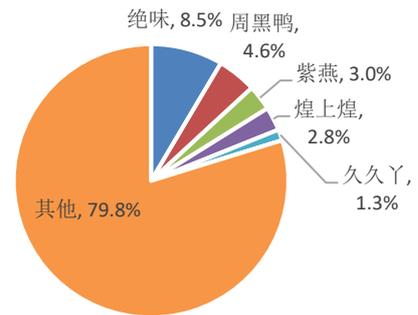
休闲卤味高速增长，行业格局分散，提供绝佳扩张环境。根据 Frost & Sullivan 测算，2020 年中国休闲卤制品市场规模约为 1235 亿元，是 2010 年的 5.3 倍，2010-2020 年复合增速达 18.2%；到 2025 年市场规模将达 2275 亿元，2020-2025 年复合增速约为 13%。但休闲卤制品市场集中度仍处于较低水平，行业龙头绝味市占率仅为 8.5%，CR3 仅为 16.1%，CR5 为 20.2%，市场剩余近八成份额被私营小作坊、小区域连锁品牌占据。广阔的市场空间以及尚未成型的品牌力量，为卤制品连锁企业提供了跑马圈地的沃土。

图 1：休闲卤制品市场规模（亿元）



数据来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

图 2：2019 年休闲卤制品行业格局



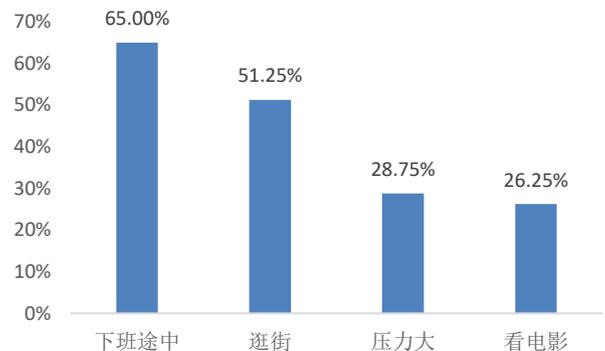
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

休闲消费、冲动消费是主要消费动机，需要大量门店触及客群。卤制品的消费场景可大致分为休闲食品、家庭佐餐、餐饮消费、礼品特产四类。根据艾媒咨询对卤制品消费场景的统计，65%的消费者会在下班途中购买卤制品，超过 50%的人会在逛街时购买卤制品，近三成消费者会在感到压力大时消费卤制品。根据消费动机调查，只有不到三成的消费者有定期购买卤制品的习惯，大部分消费者是在看到有卤制品售卖后产生的购买欲望。可见卤制品主要在休闲场景下消费，且消费者多为冲动消费，因此增加门店数量可以触及更大消费群体，并通过门店展示激起人们的购买欲望。

表 1：卤制品消费场景分类

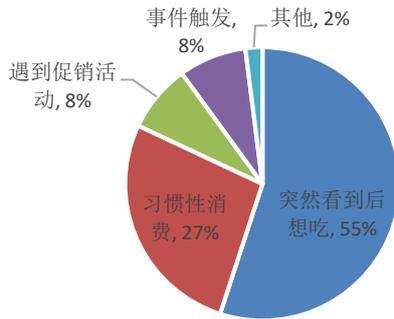
消费场景	消费渠道
休闲食品	通过门店直接购买，销售面广，门店集中在商业街、景区、写字楼附近。
家庭佐餐	通过门店直接购买外带，辐射区域有限，一般门店在生活小区、集贸市场附近。
餐饮消费	直接供应酒店、酒吧、夜市、快餐店、食堂等大客户。
礼品特产	在特产专卖店、商超专柜、机场、火车站等地售卖。

图 3：卤制品重点消费场景统计



数据来源：煌上煌招股说明书，东方证券研究所

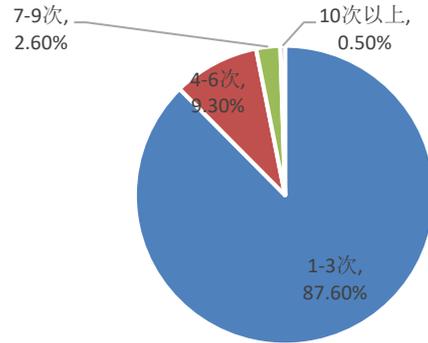
图 4：卤制品消费动机



数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

数据来源：艾媒咨询，东方证券研究所

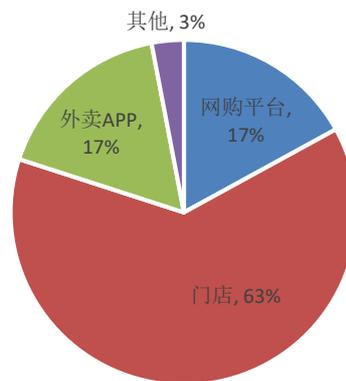
图 5：87.6%的消费者每月消费卤制品次数在 1-3 次以内



数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

**门店是卤制品的主要消费渠道。**有 63%的消费者通过门店直接购买卤制品，17%的消费者选择外卖购买，即 80%的消费者购买卤制品需要通过门店，而通过网购商城购买的消费者不到两成。这是因为新鲜卤制品的保质期较短，即使使用气调包装产品保质期也不超过一周，而保质期较长的真空包装卤制品则因需要高温处理而损失了部分口感，消费者更偏好鲜货产品而选择通过门店购买。因此门店作为卤制品销售的渠道具有不可替代性，市场覆盖范围主要由门店覆盖范围决定。

图 6：卤制品主要消费渠道统计



数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

## 1.2、绝味“加盟+分布式产能”为行业最佳扩张模式

通过上一节的分析，我们可以得出开店数量是决定竞争成败的关键因素，而**连锁卤制品的扩张主要考验门店复制能力和供应链保障能力**。按此标准划分，绝味和周黑鸭分别走出了两种发展模式：**绝**

味采用“加盟连锁+分布式产能”模式，周黑鸭则采用“直营连锁+集中式产能”模式。绝味模式更适合快速开店，因此绝味开店能力业内最强。煌上煌目前正处在区域迈向全国的过程，发展模式基本模仿绝味。

**绝味模式扩张能力远超竞争者。**从绝对数量上看，2020年末绝味已有门店12399家，较上年增长13.19%，门店破万后拓店步伐未见放缓；而周黑鸭仅有门店1755家，绝味门店数量为周黑鸭的7倍；煌上煌门店数为4627家。2013-2020年，绝味门店数量复合增速为12.0%，周黑鸭则为24.0%，煌上煌为12.4%。周黑鸭复合增速更高是由于其基数较低，2013年时周黑鸭仅有门店389家，而绝味已有门店5600家，其数量是周黑鸭的14倍。从门店的净增长看，2020年绝味净增加门店1445家，周黑鸭仅增加454家，煌上煌新开门店921家，绝味开店速度大幅领先。

**图7：绝味、周黑鸭、煌上煌门店数量**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图8：绝味、周黑鸭、煌上煌每年净增门店数量**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 1.2.1、绝味采用加盟模式，门槛低回本快，加速门店复制

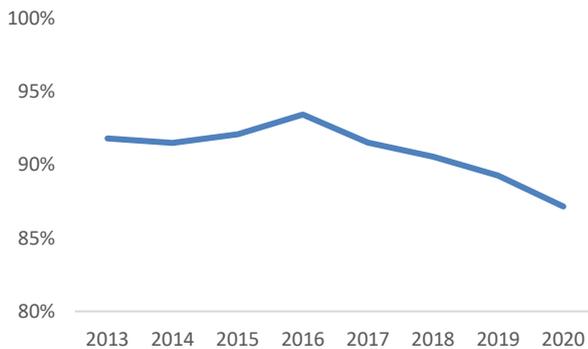
**直营、加盟两种连锁方式各有千秋。**加盟的优势在于对品牌方是一种轻资产的扩张模式，加盟商出资开店，品牌方提供货源、技术指导等服务，只要品牌力足够就可以达到短时间内迅速扩张的目的，公司还可借门店的规模效应获得向上游的议价能力。其缺陷在于品牌方对加盟商的控制力不足，终端产品质量由加盟商负责，加盟商可能违规操作甚至偷工减料，导致加盟店的产品质量低于标准。直营则与加盟相反，公司出资建立直营店，店员均为公司员工。由于直营店直接影响公司财务状况，开店前的规划周期更长，且房租、店员工资均由公司负责所以整体投入更大，这就导致直营模式下的开店速度较为缓慢。但其优势在于对门店的控制力更强，公司制定的营销方案可以得到统一落实。因此当产品标准化程度低，人工因素影响较大时应采用直营模式，反之则加盟占优。

**表 2：两种连锁模式对比**

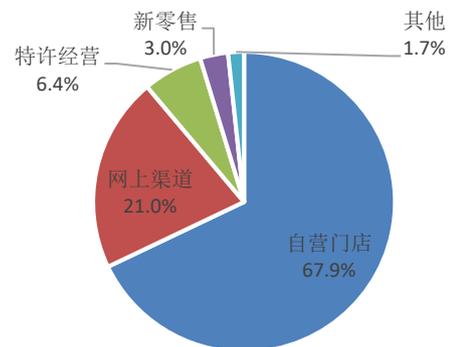
	优势	劣势
加盟	轻资产模式复制能力强，容易形成规模效应	对产品控制力，容易出现窜货，门店管理难度大
直营	产品服务控制力强，人员管理方便，营销方案容易统一实施	新开店投入较高，门店扩张速度慢，对资金要求高，短期难以实现规模效应，上游议价能力弱

数据来源：东方证券研究所

**绝味、煌上煌加盟主导，周黑鸭亦开始探索加盟模式。**绝味的连锁体系以直营店为引导，加盟店为主体；并通过将成品配送到店，使门店无需进行产品加工只负责售卖，规避了加盟模式下门店品控困难的问题。2020 年，绝味加盟商产品批发收入占营业收入的 87.15%，且历年加盟商批发收入占比均在 90%左右。之前周黑鸭全部门店均为自营，但近年低迷的业绩使其意识到直营模式的局限性，于是周黑鸭在 2019 年推出区域发展特许经营模式，2020 年推出单店特许经营模式，加盟模式正逐步放开，2020 年末已有加盟店 598 家。周黑鸭 2020 年特许经营模式收入为 1.4 亿元，占比仅为 6.4%，自营门店收入占比仍在七成左右（如下图）。2020 年煌上煌的卤制品收入中仅有 12.09%来自直营店，加盟商销售占比达 87.54%，同样以加盟商渠道为主。

**图 9：绝味加盟商批发收入占比**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**图 10：2020 年周黑鸭各渠道收入构成**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**绝味加盟门槛低于周黑鸭、煌上煌。**周黑鸭的发展特许经营模式针对空白市场发展招募区域加盟商因此要求较高，资金要求达 500 万以上，之后推出针对中小投资者的单店特许经营模式要求约 30 万的初始资金。根据店型及位置区别，煌上煌加盟商开店费用在 20-40 万之间。而绝味的加盟门槛是 15 万元左右，仅为周黑鸭单店特许加盟模式的一半。较低的门槛有利于吸引更多加盟商，使绝味在开店速度上更具优势。

**表 3：绝味、周黑鸭、煌上煌加盟门槛对比**

绝味	周黑鸭		煌上煌		
	单店特许经营	发展特许经营	商超综合体门店	街边店	交通枢纽店
约 15 万元	约 30 万元	500 万元以上	约 21 万元	约 36 万元	大于 30 万元

数据来源：绝味、周黑鸭、煌上煌加盟门槛分别来自草根调研、国际金融报、公司公告，东方证券研究所

**绝味开店灵活回收期短，加盟商吸引力强。**绝味加盟店限制较少，单个门店仅需 10-15 平米，小店选址更为灵活并能节省大量租金成本，煌上煌门店面积需在 15-20 平米以上，周黑鸭特许门店面积也在 15-20 平米以上，且选址有较高的要求，因此其租金、转让费较高。绝味门店可由一名员工运营，煌上煌和周黑鸭则至少需要两人。经测算，在二线城市开设一家绝味鸭脖门店的前期投入平均为 15 万元，净利润约为 12 万元，净利润率为 20% 高于其他品牌门店。绝味门店投资回收期更短，通常在 12-18 个月以内，煌上煌和周黑鸭则需 18 个月左右。

**表 4：绝味、周黑鸭、煌上煌二线城市社区店加盟门槛及单店模型对比**

前期投入				
品牌		绝味	煌上煌	周黑鸭
加盟门槛	加盟费	2.4 万元 (8000 元/ 年, 签约 3 年)	4 万元 (一次付清无需续签)	5 万元 (一次性付清)
	保证金	2 万元	2 万元	5 万元
	装修投入	2~4 万元	合计约 6 万元	5 万元
	设备投入	3~5 万元		3 万元
	培训费	0.2 万元	/	/
店铺转让费		2~5 万元	3-8 万元	5-10 万元
合计		11.6-20.6 万元	15-20 万元	23-28 万元

年盈利能力测算（万元）				
品牌		绝味	煌上煌	周黑鸭
营业额		60	72	108
客单价（元）		45-65	40	50-60
月客单数估算（单） （客单价取范围平均）		1000	1500	1636
年坪效估算 （面积取范围平均）		4.8	4.1	6.17
毛利		24	30	40
毛利率		40%	42%	37%
房租 / 费用率		3.6 / 6.0%	6 / 8.3%	10 / 9.3%
员工工资 / 人数 / 费用率		6 / 1 名 / 10.0%	10 / 2 名 / 13.9%	10 / 2 名 / 9.3%
水电费 / 费用率		1.2 / 2.0%	1.2 / 1.7%	1.2 / 1.1%
管理费 / 费用率 （每年收取固定金额）		1 / 1.7%	0.36 / 0.5%	0.3 / 0.3%

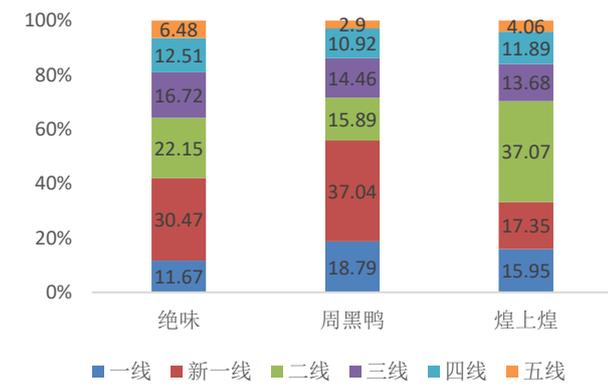
运输费	/	0.5	/
净利润	12.2	11.94	18.5
净利润率	20.3%	16.6%	17.1%

注：周黑鸭加盟店无需承担货款，每天收银直接进入公司系统，每月按比例（毛利率）向加盟商返款。

数据来源：草根调研，东方证券研究所

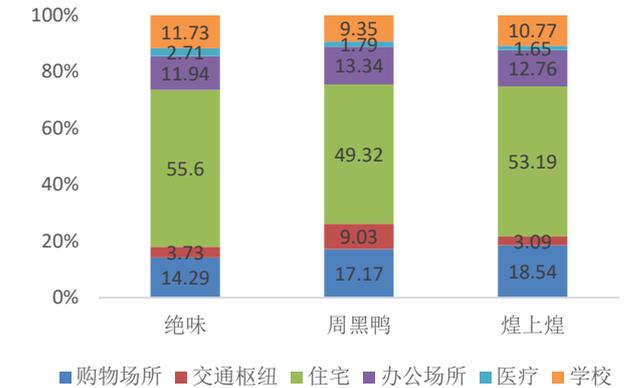
**绝味门店下沉情况更好，门店数量尚有较大提升空间。**从门店在各级城市的分布来看，绝味门店在三线及以下城市占比达 35.71%，而周黑鸭和煌上煌三线及以下城市门店占比则均未达到 30%。绝味加盟门槛低，投资回报率高，对小加盟商友好，所以更容易下沉。此外，绝味社区店占比更高，在交通枢纽、购物中心等高势能区域仍有布局潜力。开店空间方面，我们维持此前约 2.2 万家门店上限的预测，快速拓店+广阔开店空间，绝味增长前景可期。

图 11：各级城市门店比例对比



数据来源：极海品牌监测，东方证券研究所

图 12：城市各类功能区门店分布占比



数据来源：极海品牌监测，东方证券研究所

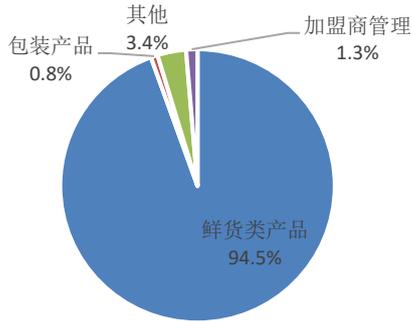
### 1.2.2、分布式产能支撑绝味全国范围开店

**绝味工厂分布全国，周黑鸭产能集中，煌上煌加速全国布局。**绝味采用“一个区域市场、一个生产基地，一条冷链配送”的经营模式，在进入新区域市场前会优先建立相应的产品供应和配送体系，因此其产能分布广泛，目前在国内设有 19 个工厂，另在海南和江苏有两个在建工厂。而周黑鸭的产能则十分集中，仅在湖北、河北、广东、江苏设有工厂，另有四川工厂将于 2022 年投产。煌上煌除现有 6 个生产基地外，在嘉兴、重庆、西安三地的生产基地也在建设之中，建成后 will 加速西南、西北地区拓店速度。



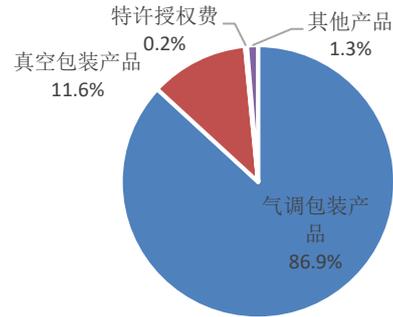
必须在产能中心所能覆盖到的范围内才能保证食品安全。目前绝味工厂的覆盖半径为 300-500 公里，在此范围内可以做到“当日订单，当日生产，当日配送，24 小时内开始售卖”。

图 16: 绝味分产品营收占比



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

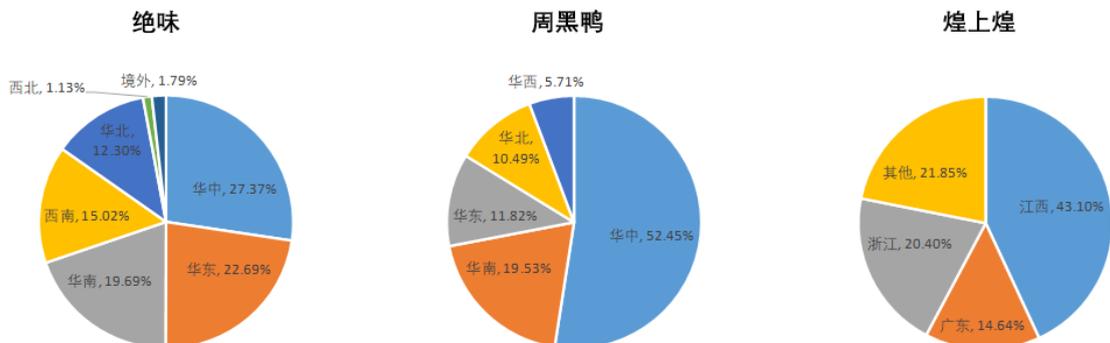
图 17: 周黑鸭分产品营收占比



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

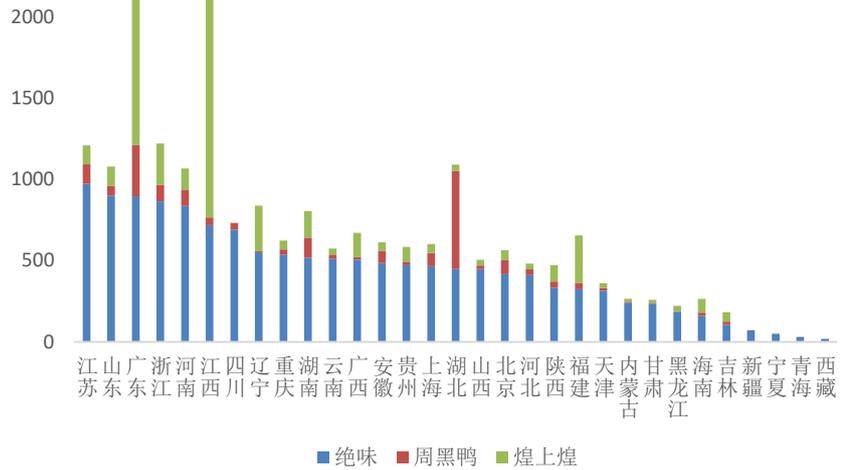
**产能与市场相匹配，产能分布限制市场布局。**绝味门店分布更广，因此采用了分布式产能布局。截至 2021 年 6 月，绝味门店数量超 13000 家，江苏省门店数量超 900 家为全国门店最多省份，拥有门店前三多省份的门店数量合计占比为 20.2%，前五多省份合计占比 32.6%。周黑鸭的集中式产能配置使其在新市场拓店的难度增大。周黑鸭目前拥有门店 2062 家，其中 50.6%集中于湖北、广东、湖南，即周黑鸭两大产能中心附近，三省各有门店 602/317/124 家。煌上煌主要市场集中于东南地区，2020 年底拥有门店 4627 家，56.3%的门店位于江西、广东、福建三省。门店分布差异也影响了三家公司的营收结构，绝味来自不同区域的收入更为均衡，收入来源最高的华中区域营收占比不到三成，而周黑鸭华中区域营收占比则高达 52.45%，煌上煌江西地区营收占比最高为 43.10%。

图 18: 绝味、周黑鸭、煌上煌分区域营收占比



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 19：绝味、周黑鸭、煌上煌门店分布

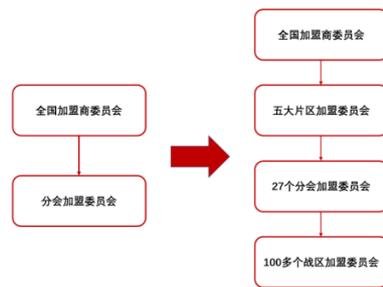


数据来源：大众点评，周黑鸭官网，东方证券研究所

### 1.2.3、组织变革克服加盟模式缺陷，提升管理效率

**组织变革化解加盟管理困境。**加盟商门店数量迅速增长对绝味的加盟商管理能力形成巨大考验，公司曾因巡店督导不力导致个别门店出现食品安全问题，管理层又对潜在的问题难以觉察。为降低加盟商管理难度，解决加盟管理难题，绝味于 2013 年成立加盟委员会，加委会成立之初仅有两级：由总部管理的全国加委会和 22 个子公司管理的分会加委会，各分会加委会需负责几百家门店。2017 年绝味进行“基层组织战区化，中层组织片区化，管理总部精简化”的组织变革，将管理权力进一步下沉，加委会改组为四级模式：全国加委会下辖北方、华东、华中、华南、西南五大片区加委会，片区加委会下管理共 27 个分会加委会，基层则由 128 个战区加委会组成管理 3000 多个加盟商。改革后各基层加委会只需负责几十家门店的管理工作，末端管理能力大幅提升。

图 20：绝味加盟委员会组织变革



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**沟通机制配套跟进，确保信息通路顺畅。**组织变革后，各层级加委会间也建立起定期沟通机制：战区加委会需和分会加委会定期召开月例会和产销沟通例会，并视情况召开专项沟通会；各片区每季

度进行相互走访交流和学习；五大片区加委会每年向全国加委会述职；全国加委会每年有两次直接向公司高管对话的机会。此外，绝味还将加盟商分为 ABCD 四档，其中 A 级加盟商可以参加公司核心战略讨论。这套机制既可使加盟商在组织内部自我完善，也使高管能准确获得基层信息做出正确决策。

**加委会机制精髓在于尊重加盟商利益。**加盟连锁模式下，品牌方和加盟商是天然的博弈关系。加盟商视角下，在新门店选址、促销活动等方面公司会损害其利益，因此加盟商对公司的管理政策不信任，使管理效果大打折扣。通过赋予加盟商一定的自治权，倾听加盟商的利益诉求，协调公司与加盟商之间、加盟商和加盟商之间的利益冲突，受到加盟商认可的政策也更容易被自觉执行。加盟商与公司利益深度绑定后，也更愿意为公司整体发展做贡献，并通过加委会向高层反馈建议。

**单店管理费用降低，改革效果显著。**2018 年店均管理费较 2017 年缩减 7.6%，改革前 2013-2017 年店均管理费用复合增速为+7.6%，改革后 2017-2020 年复合增速为-2.1%，2020 年店均管理费降至 2.67 万元。单店管理费用上涨趋势得到有效控制，四级加委会制度行之有效。

同样以加盟为主的煌上煌也于 2018 将营销组织下的 5 个大区裂变为 12 省区，2019 年增加至 19 省区，各省区由营销中心直接管理，实现营销组织扁平化。2020 年煌上煌店均管理费用 3.24 万元，改革后连续下降但依然高于绝味。

图 21：绝味、煌上煌店均管理费用（元）



注：由于会计政策变更，两家公司 2017-2020 年管理费用均不包含研发费用。

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3、领先模式确保长期业绩增长，龙头优势全面彰显

**绝味：体量庞大，绝对龙头。**2020 年绝味营业收入达 52.76 亿元/+2.0%，周黑鸭营业收入为 21.82 亿元/-31.5%，受疫情影响绝味营收增速放缓，周黑鸭营收骤降近三分之一，煌上煌则逆势扩张，2020 年营收规模达 24.36 亿元/+15.1%反超周黑鸭。早在 2017 年周黑鸭营收增速就被绝味超越，

2013-2020 年，绝味营收复合增速为 12.8%，周黑鸭则为 8.7%，绝味超越周黑鸭稳坐行业头把交椅皆因强势开店扩张。

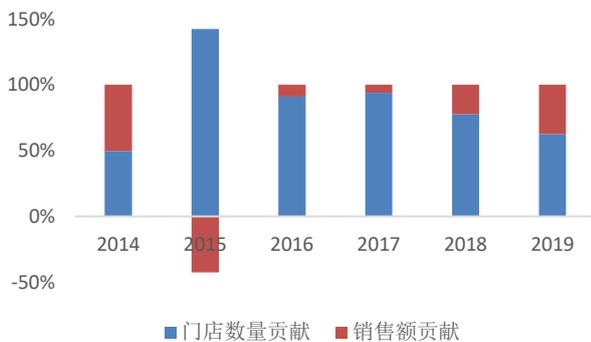
图 22：营业收入对比（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

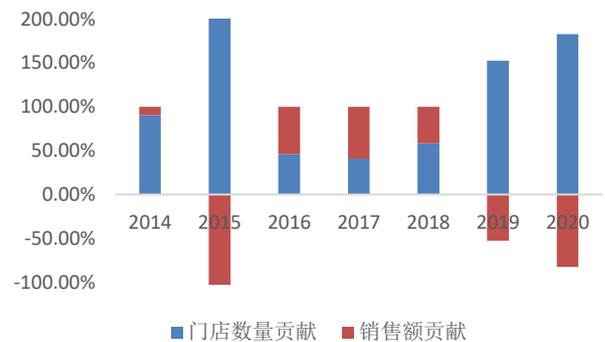
**门店数量增长主导业绩增长。**2020 年，加盟门店批发收入占绝味总营业收入总额的 87.15%，此前占比一直在九成以上，为最主要收入来源。通过连环替代法对加盟门店批发收入进行拆解，2019 年门店数量增长对此项收入增长的贡献达 62.63%，单店销售额则贡献 37.37%，且近五年门店数量增加的贡献始终大于单店销售额增长，拓店能力对业绩影响巨大。2018 年，煌上煌重启高速开店计划后，门店数量重新成为业绩增长的主要贡献因素。

图 23：绝味业绩增长因素拆分



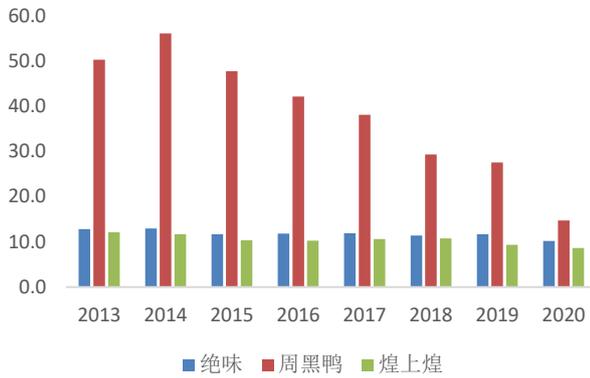
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：煌上煌业绩增长因素拆分

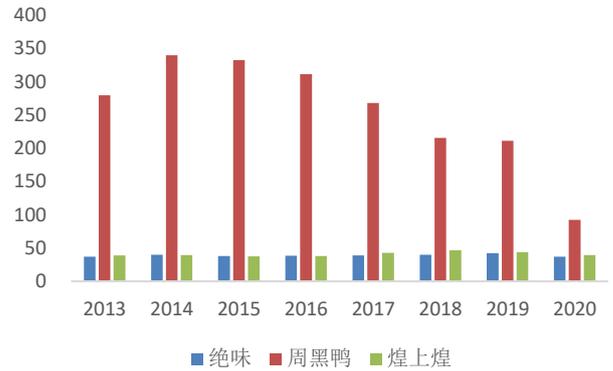


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**绝味、煌上煌单店营收稳中有升；周黑鸭单店营收降幅明显。**从单店营收上看，周黑鸭最高为 92.35 万元，已连续 5 年下滑，单店营收下滑主因是门店销量萎缩；绝味单店营收为 37.08 万元，煌上煌则为 39.68 万元，受疫情影响均交上年有所下降，2019 年以前绝味、煌上煌单店营收保持上升趋势，但上升幅度有限。

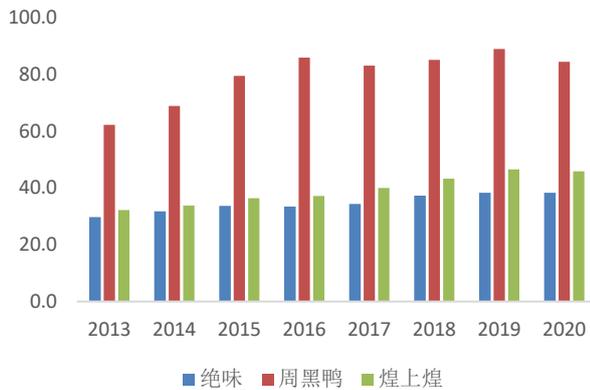
**图 25: 单店销量对比 (吨/店)**


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

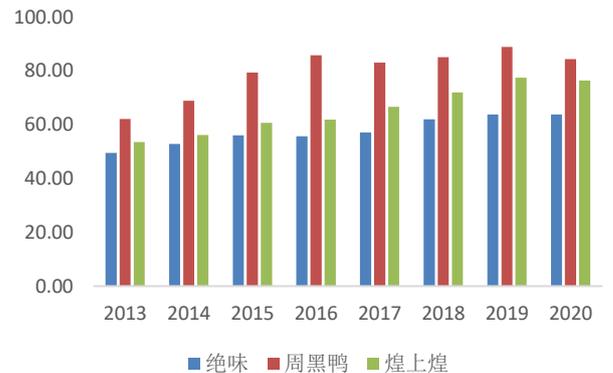
**图 26: 单店营收对比 (万元)**


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**绝味产品低价多销, 推升单店营收。**绝味单位产品价格为 38.3 元/kg, 煌上煌 45.8 元/kg, 远低于周黑鸭每 84.3 元/kg 的价格。这是因为绝味、煌上煌以加盟模式为主, 若以经销商 40% 的综合毛利率将价格还原至门店零售价, 则价格差距缩小, 但绝味价格仍然低于煌上煌和周黑鸭。2020 年绝味单店销量为 10.2 吨, 煌上煌 8.7 吨, 疫情之中略有下降但大体保持稳定; 周黑鸭单店销量则连续 6 年下滑, 缩减至 14.7 吨, 这主要是周黑鸭主要收入来源地湖北、广东卤味门店密度变大, 较高的定价削弱其竞争力, 也加速了品牌老化。

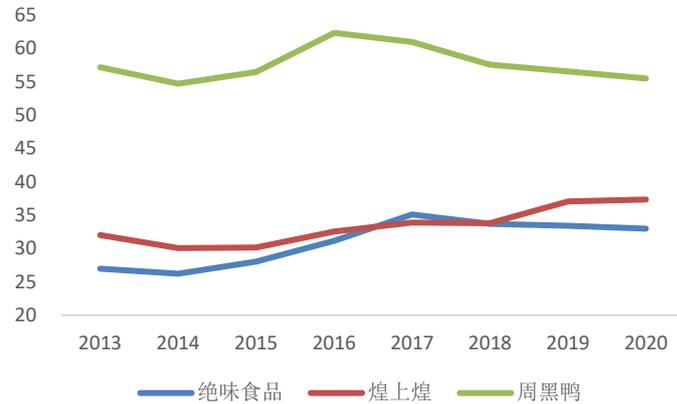
**图 27: 单位产品价格 (元/kg)**


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**图 28: 以 40% 综合毛利还原至门店端售价 (元/kg)**


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

**绝味毛利率不占优势。**绝味客单价在 30 元左右, 而周黑鸭的气调产品定价更高, 其客单价为 60 元, 同时由于周黑鸭采用直营连锁模式, 周黑鸭的毛利率显著高于绝味、煌上煌, 2020 年绝味销售毛利率为 33.0%, 周黑鸭为 55.5%, 煌上煌为 37.3%。

**图 29：毛利率对比（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**绝味费用率稳定且低。**绝味 2020 年销售费用率为 6.15%，销售费用率总体呈现下降趋势；周黑鸭 2020 年销售费用率则高达 41.85%，费用率上升速度较快；煌上煌销售费用率为 15.6%，近年有所上升。2020 年绝味管理费用率为 6.33%，周黑鸭为 10.42% 已连续 4 年上升，煌上煌则为 6.20%。加盟模式下，绝味无需承担大量的门店租金及店员工资，因此其销售费用率整体上大幅低于采用直营模式的周黑鸭。绝味销售费用控制的亮点在于广告费用的持续下降，覆盖全国的门店网络为公司提供了绝佳的广告效应，2020 年绝味广告宣传费占销售费用比重为 10.7%。而正向全国化进军的煌上煌促销宣传费增长迅速，占销售费用的 22.6%。

**图 30：销售费用率对比（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 31：管理费用率对比（%）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**绝味盈利能力出众**，稳定的毛利率和逐渐下降的费用率帮助销售净利率稳步提升，2020 年为 13.2%，较 2013 年提升 4.6 个百分点；周黑鸭销售净利率则连续 4 年下滑，主要是由于费用率增长过快，2020 年销售净利率较最高时下降 18.5 个百分点，仅为 6.9%；煌上煌 2020 年净利率超越周黑鸭，达 11.8%。2020 年，绝味/周黑鸭/煌上煌净利润为 7.01/1.51/2.82 亿元，2013-2020 年复合增速为 20.3%/-7.4%/12.8%。

图 32: 净利润率对比 (%)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 33: 净利润对比 (亿元)



数据来源: Wind, 东方证券研究所

绝味 ROE 较 2019 年有所下降，但领先地位不变。受疫情影响，绝味、周黑鸭销售净利率和资产周转率均低于 2019 年水平，导致 ROE 下降。绝味 2020 年 ROE 为 14.72%，依然高于其他两家企业，将 ROE 分拆来看，绝味销售净利率高于同行，资产周转率保持领先得益于柔性制造技术有效降低存货水平。公司经营能力依旧优秀，待疫情过去后 ROE 修复可期。

表 5: 2020 年绝味、周黑鸭、煌上煌 ROE 拆解

	销售净利率	资产周转率	权益乘数	ROE
绝味	13.29%	0.93	1.19	14.72%
周黑鸭	6.90%	0.35	1.49	3.63%
煌上煌	11.58%	0.84	1.27	12.34%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

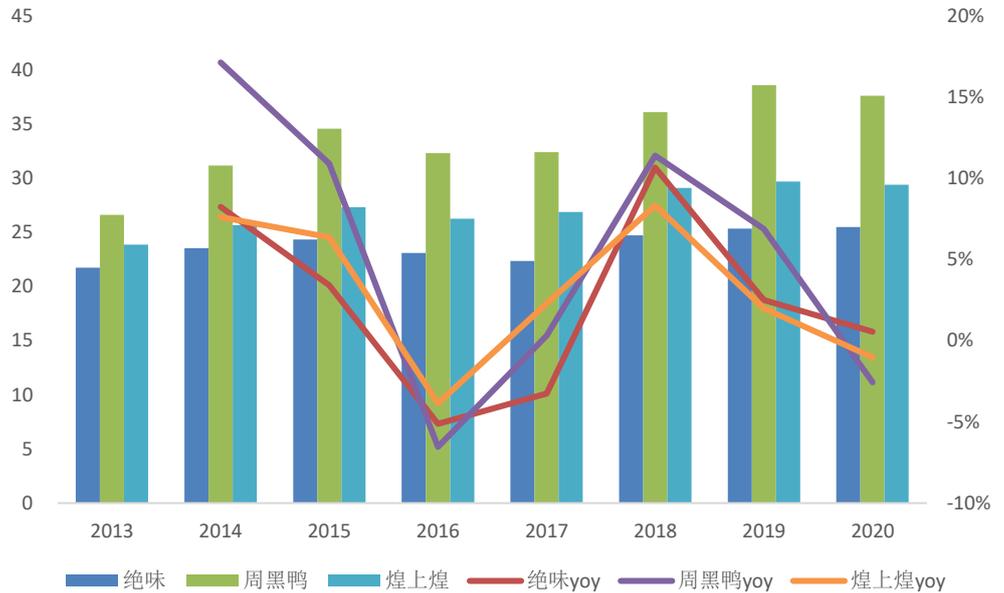
## 二、规模采购、柔性制造、高效配送共筑供应链核心壁垒

相较门店数量的扩张，供应链中产能、仓储等设施的建设投入更大、周期更长，尤其是全国范围的供应链绝味花费了十多年时间完成布局。绝味供应链优势显著，竞争对手短时间难以超越，是公司长期核心竞争力所在。

### 2.1、上游：规模采购形成议价优势

绝味成本最低且波动较小，对原料价格控制能力更强。2020 年绝味单位产品成本为 25.50 元/kg，周黑鸭为 37.63 元/kg，煌上煌为 29.40 元/kg，周黑鸭以气调包装产品为主（2020 年营收占比 86.9%），因此产品成本偏高（经估算，周黑鸭 190g 装气调包装托盒成本：0.5 元/个，包装盖膜成本：0.18 元/片，氮气成本：0.07 元/盒，则预计每 kg 气调包装产品的包装成本合计为 4.17 元）。2013-2020 年，绝味单位产品成本复合增速最低为 2.3%，周黑鸭则为 5.1%，煌上煌为 3.0%。

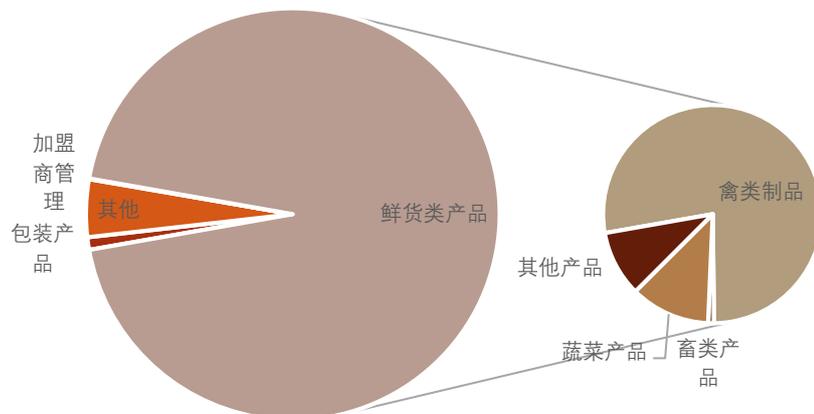
图 34：单位产品成本对比（元/kg）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**原材料成本为卤制品企业的主要成本。**绝味、周黑鸭的原材料成本占主营业务成本比重均在八成左右，煌上煌原材料成本占主营业务成本比重更高，约为 87%。将绝味主营业务成本按产品拆分，鲜货产品成本占主营业务成本比重达 94.44%，鲜货产品成本中禽类产品占比 77.59%，畜类产品占比 0.86%，蔬菜产品占比 11.80%，其他产品占比 9.75%。卤制品企业 SKU 主要由鸭脖等鸭副产品构成，因此鸭副产品的原料价格是影响卤制品企业成本的最重要因素。

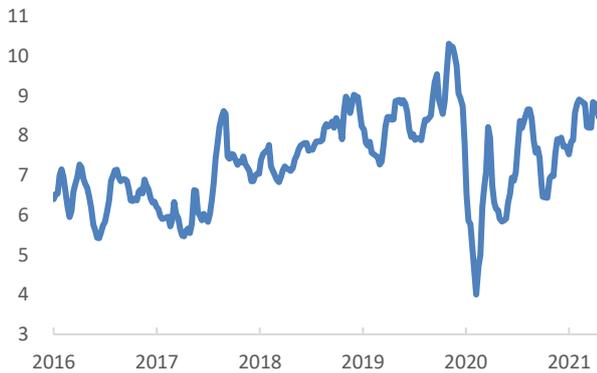
图 35：绝味主营业务成本拆分



数据来源：公司公告，东方证券研究所

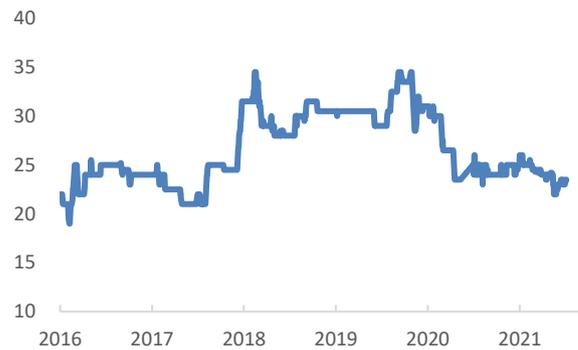
近五年毛鸭价格总体呈上升趋势。受环保政策影响，养殖场产能降低，从 2016 年至 2019 年毛鸭价格持续走高，升至 10 元/kg 以上，2020 年受疫情影响毛鸭存栏量上升导致价格暴跌，但 2021 年毛鸭价格已回暖到 2019 年水平 8.4 元/kg 左右。毛鸭价格上升传导至屠宰企业，使白条鸭等各类鸭产品价格同步保持上升趋势。

图 36：毛鸭价格波动（元/公斤）



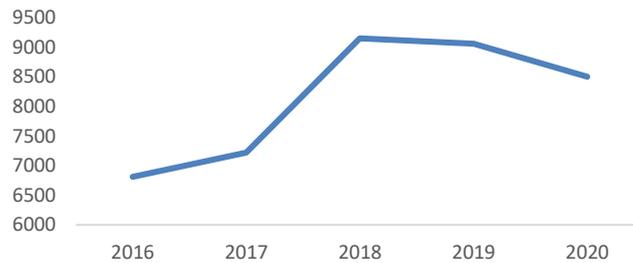
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 37：余姚市农副产品批发市场白条鸭批发价（元/公斤）



数据来源：Wind，东方证券研究所

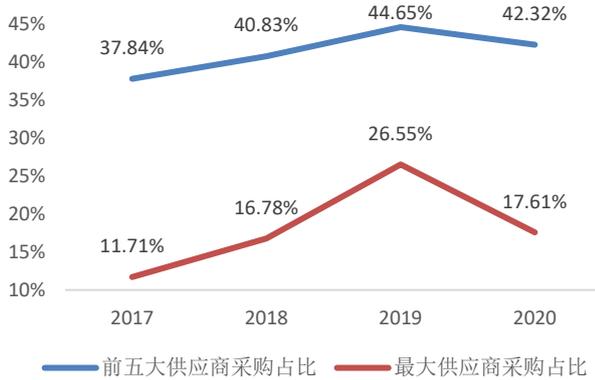
图 38：新希望鸭一体化产品价格（元/吨）



注：一体化指鸭养殖全部由企业自主运营，最终由公司自主屠宰并出售鸭肉的模式

数据来源：新希望六和债券跟踪评级报告，东方证券研究所

**采购模式：以统一采购为主，地方采购为辅。**对鸭副产品等主要原料进行集中统一采购，以便管控成本和质量；在各工厂附近采购的原料用以满足地方特色产品生产需求。主要原料鸭副产品采购自国内养殖和屠宰业集聚省份山东、江苏，以维持原料供应稳定。2018 年，公司鸭副产品储备供应商共 16 家（2018 年数据），鸡肉、猪肉、豆制品等各种物料一般对应 2~3 家供应商。2020 年绝味前五大供应商采购金额占比达 42.3%。江苏益客食品已连续五年成为绝味最大供应商，2019 年绝味向江苏益客采购鸭产品量高达 5.21 万吨。。

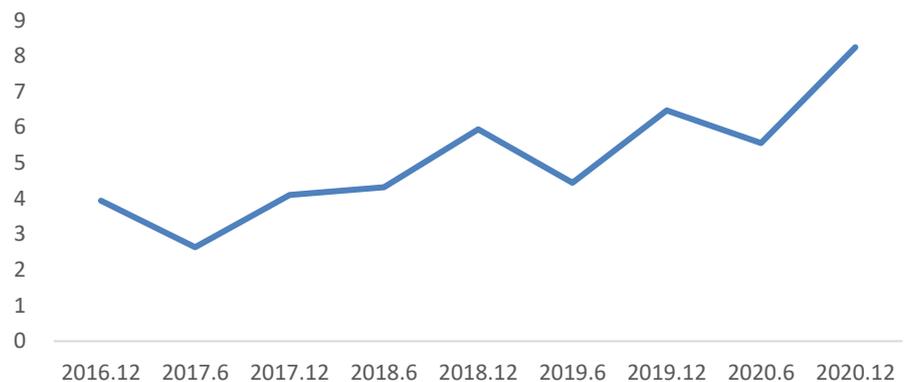
**图 39：绝味前五大供应商采购占比（%）**


数据来源：益客食品招股说明书，东方证券研究所

**图 40：绝味向益客采购金额（亿元）**


数据来源：益客食品招股说明书，东方证券研究所

**采购规划：主要原料每周采购，价格每周调整。**由于鸭副产品采购量大，公司与供应商签订年度框架协议，采购价格每周根据市场行情调整，采购量依据工厂采购申请决定。公司于每月初根据上月生产、库存情况，及本月销售、生产计划制定本月采购规划。采购原料以冷畜禽副冻产品为主，采购周期通常为一周；夏季毛鸭出栏率低饲养成本高，因此公司每年 10 月份开始大规模采购；屠宰业春节前后开工率较低，为维持正常生产公司也会于每年 1 月份进行囤货。此外公司会采购一定量的冰鲜产品，采购价每半月调整一次，实行按需采购，由于运输半径限制，目前仅有山东、天津、河南 3 个生产基地采购冰鲜原料。

**图 41：十月份囤货后，四季度末原料库存高于二季度末，呈现波动变化趋势（亿元）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**绝味通过规模化采购提升对上游的议价能力压低采购价格，降低原料价格波动影响。**2020 年，绝味产品销量为 12.69 万吨是周黑鸭销量的 4.9 倍，煌上煌销量的 3.2 倍。销售规模庞大背后是旺盛的原料需求，使绝味具备规模化采购的基础。虽然环保监管加强压缩了鸭养殖产能，使各类鸭副产品价格总体呈上升趋势；但近年来食品安全监管收紧，不符合食品安全标准的小作坊被淘汰出局，鸭脖需求随之萎缩，因此绝味可以凭借采购规模优势压低鸭脖采购价。根据江苏益客食品披露的销售数据，2017-2019 年绝味采购价格低于周黑鸭，主要原因是绝味向益客采购的数量不断上涨；同

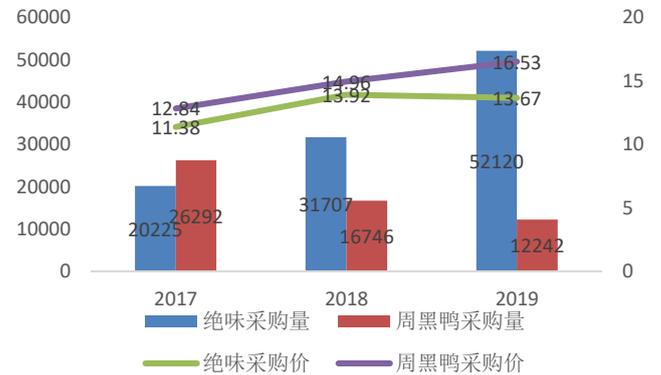
时绝味对原料每周定价，周黑鸭则是每月定价，因此绝味能更灵活地应对价格波动；此外两家公司采购的产品结构不同也是造成价格差异的原因之一。

图 42：卤制品企业产品销量对比（万吨）



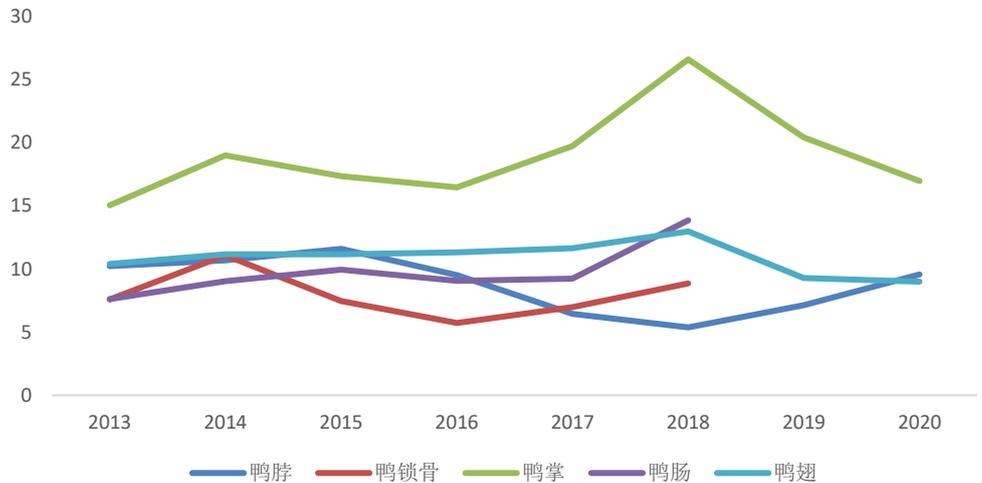
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：绝味、周黑鸭向江苏益客采购量（吨）、价（元/kg）



数据来源：益客食品招股说明书，东方证券研究所

图 44：绝味各类鸭副产品采购价格（元/kg）



注：2019、2020 年采购价格使用绝味主要供应商江苏益客食品的鸭副产品销售价格

数据来源：绝味食品公司公告，益客食品招股说明书，东方证券研究所

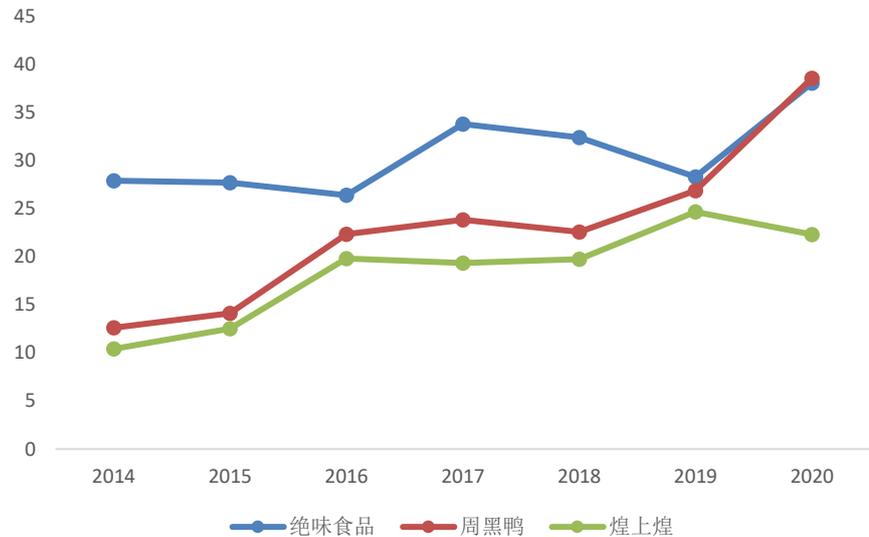
**绝味鸭产品需求占市场供给比重 0.80%**。2019 年，中国禽类总屠宰量达 2239 万吨，CR3 为 14.52%；其中鸭类屠宰产品市场规模化程度更高，全国鸭屠宰产量为 1093.8 万吨，CR3 为 19.29%，益客名列第二，鸭屠宰量 82.99 万吨，市场占有率为 7.59%。2019 年绝味禽类产品产量为 8.80 万吨，以此估计绝味鸭产品需求占全国总供应量的 0.80%，若仅考虑鸭副产品则绝味需求占比更高。

**表 6：2019 全国禽类屠宰产量、鸭屠宰产量及市场格局（万吨）**

名称	禽屠宰产量	市场份额	鸭屠宰产量	市场份额
新希望	182.19	8.14%	109.41	10.00%
益客食品	122.64	5.48%	82.99	7.59%
华英农业	20.08	0.90%	18.63	1.70%
市场总产量	2239.00	100.00%	1093.8	100.00%

数据来源：益客食品招股说明书，东方证券研究所

**应付账款周转天数体现对上游议价能力。**2020 年，绝味应付账款周转天数为 38 天，周黑鸭为 39 天，煌上煌为 22 天。绝味、周黑鸭应付账款周转天数较 2019 年均大幅提升，但提升原因不同：绝味应付账款周转天数提升是因为 2020 年应付账款较 2019 年增加 39.2%，表明绝味对上游的控制能力增加；而周黑鸭则是由于疫情期间业务活动降低，主营业务成本较 2019 年降低 29.8%。在 2020 年前，绝味应付账款周转天数始终高于同行业竞争者，规模化采购的优势尽显。

**图 45：应付账款周转天数对比**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2、中游：柔性制造提升经营能力

**供给效率，精益管理。**绝味对生产环节重视度颇高，早在 2010 年就开始为工厂导入 SAP 系统，2011 年 SAP 系统正式上线，而周黑鸭直到 2018 年才开始导入 SAP 系统，落后绝味 8 年。2016 年绝味第一个自动化工厂——湖南阿瑞工厂投产，该厂在化冰、卤制、迅冷、包装、拣配五大生产环节均引入国内外先进自动化设备。此后公司不断向柔性供应链方向转型升级，目前采用以销定产

的模式，每日收集各门店次日订单，通过 SAP 系统汇总订单并安排生产计划，从而实现“当日下单、当日生产、当日配送，24 小时内开始售卖”，生产效率不断提升。此外，绝味还率先引入德国莫迪维克气调包装生产线、德国碧彩检测及智能控制系统，并自主研发自动切鸭脖机、鸭肠自动清洗机，致力于不断提升生产自动化水平。

**表 7：绝味生产制造进化史**

时间	事件
2008	携手美国冷链巨头英格索兰导入全程冷链系统
2010	全面导入 SAP-ERP 系统
2011	SAP-ERP 系统全面上线
2016	第一个自动化工厂-湖南阿瑞工厂投产
2018	样板工厂标准全面推广，建设柔性供应链
2020	MES 系统建设启动 开始探索智能制造

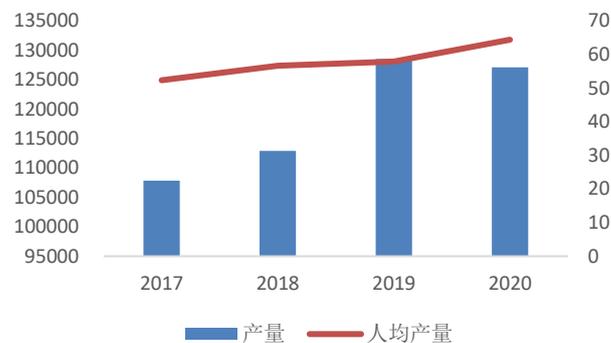
数据来源：公司公告，东方证券研究所

**疫情前产能利用率、人均产量持续提升。**2020 年绝味产能估计值约为 15.35 万吨，生产鲜货卤制品 12.71 万吨，产能利用率约为 82.8%受疫情影响略有下降，2019 年产能利用率约为 83.7%，疫情前绝味在不断扩产的同时产能利用率亦持续提升。此外生产环节人效提升显著，2020 年绝味鲜货产品产量为 12.7 万吨，生产人员人均产量为 64.4 吨，较 2017 年人均 52.3 吨产量提升 23%。足见公司生产管理能力的不断进步。

**图 46：绝味产能（吨）及产能利用率（%）变化**


注：2019、2020 年产能为估计值

数据来源：公司公告，东方证券研究所

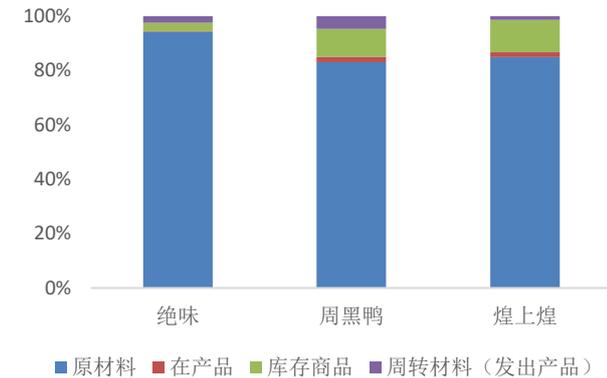
**图 47：绝味总产量及生产人员人均产量（吨）**


数据来源：公司公告，东方证券研究所

**柔性制造提升生产效率，降低存货水平。**柔性制造不同于传统制造模式的单一品类大量生产的模式，强调多品类、小批量、多批次，生产线对订单的响应更为灵活，对物料需求的把控更为精准，工厂存货量会因此降低。但是由于每年 1 月及 10 月是肉鸭的集中出栏期，为保障充足的原料供应并平抑价格波动，卤制品企业需大量采购、囤积冻品原料，所以采用柔性制造技术后，原材料水平

仍难以降低，而企业的在产品及产成品库存会显著降低。根据 2019 年末未受疫情影响的库存数据，绝味原材料占存货比重为 94.2%，在产品仅为 0.3%，库存商品为 3.1%；而周黑鸭，煌上煌的原材料存货占比在 84%左右，在产品占比接近 2%，库存商品占比则在 10%以上，大幅高于绝味。

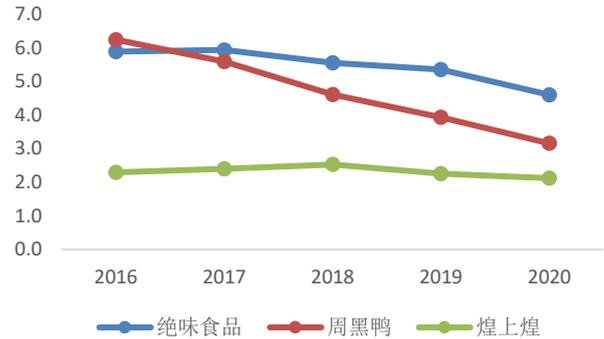
图 48：存货结构对比



注：煌上煌存货分为：原材料、在产品、库存商品、发出产品

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 49：存货周转率对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

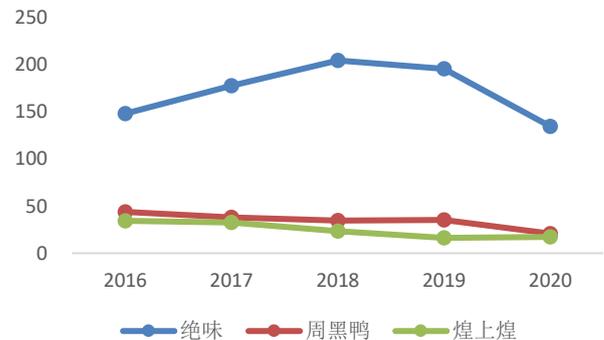
**绝味周转指标行业领先。**为更好衡量柔性制造带来的生产效率提升，并剔除存货中原材料的干扰，我们使用在产品周转率（主营业务成本/年平均在产品）和库存商品周转率（主营业务成本/年平均库存商品）进行分析。2020 年，绝味存货周转率为 4.6，2017 年超越周黑鸭后始终保持第一，周黑鸭存货周转率为 3.2，煌上煌存货周转率仅为 2.1。绝味存货周转率下降主要是由于原材料备货规模的提升，而在产品及产成品存货规模不断降低，因此疫情前其在产品周转率、产成品周转率得到有效提升，且大幅领先同行。绝味业内领先的生产效率得益于对柔性制造能力的不断打磨。

图 50：在产品周转率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 51：库存商品周转率

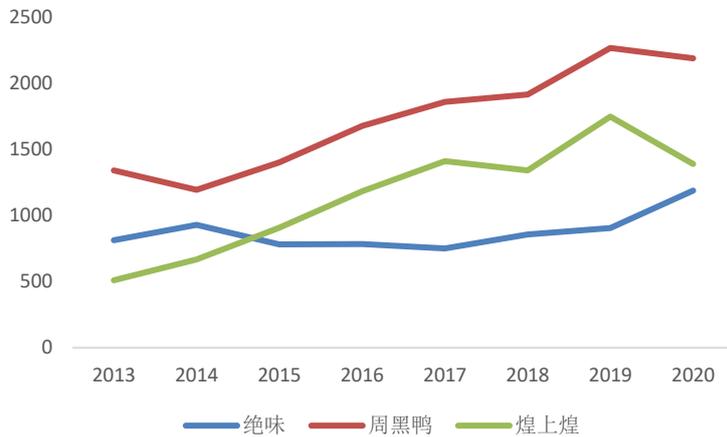


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 2.3、下游：高效配送确保产品质量

**冷链生鲜，日配到店。**绝味以全国范围内 21 个生产基地（其中 2 个基地在建）为节点，覆盖以产能节点为中心半径 300-500 公里范围内的区域，实现全程冷链配送，县级城市日配到店，有效延长产品货架期。合理的产能布局使得绝味可以覆盖全国大部分区域，有效降低运输距离和成本，更短的运输距离可使产品的质量与口感得到更佳保障。2020 年绝味平均每吨产品运费仅为 1188 元/吨，周黑鸭单位产品运费高达 2187 元/吨是绝味的近 2 倍，煌上煌则为 1388 元/吨。

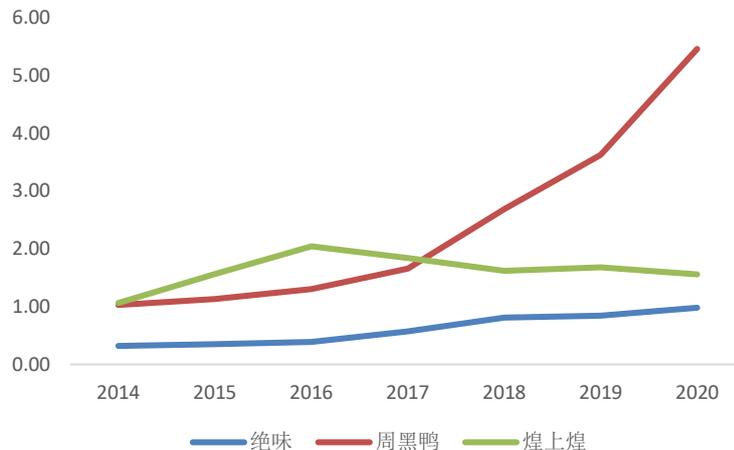
图 52：单位产品运费对比（元/吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**绝味分布式工厂建设未形成负担。**分布式工厂降低运输费用的同时也产生了高额的工厂建设成本，为分析建厂是否给绝味带来了沉重的负担，我们构造了“平均固定资产/销量”指标，可以看出，绝味每吨销量对应固定资产虽略有升高但仍然显著低于同行这说明绝味大规模多点建厂的策略并未造成过多的负担。周黑鸭该项指标过高是因为其销量下降过快。

图 53：平均固定资产比销量（万元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

引入自动分拣系统，提高配送效率。随着绝味生产自动化率的提升，产品分拣问题随之暴露：按订单批次生产的产品无法按批次自动分拣，需人工分拣耗时较长。为此公司引入日本椿本链条公司的自动分拣作业线，该系统分拣速度达 7200 包/小时，设计分拣峰值为 6 万包/天，实际运行峰值为 4 万包/天，分拣准确率达 99.5%。设备投入运行后，曾经需要 20 名工人工作 6 小时完成的分拣量，只需 1 小时完成，使生产交付期提前 4 小时。

图 54：绝味自动分拣车间



数据来源：现代物流杂志官网，东方证券研究所

图 55：设备识别条码以安排自动分拣



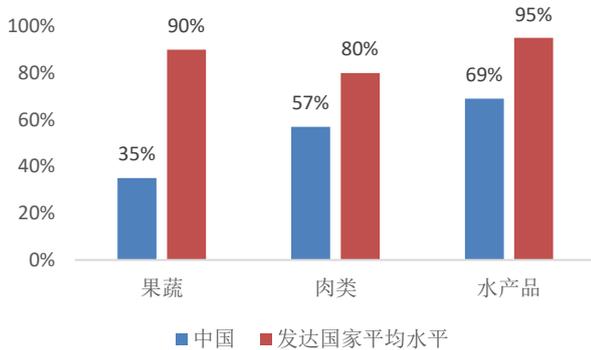
数据来源：现代物流杂志官网，东方证券研究所

### 三、绝配塑造利润增长点，赋能餐饮平台孵化

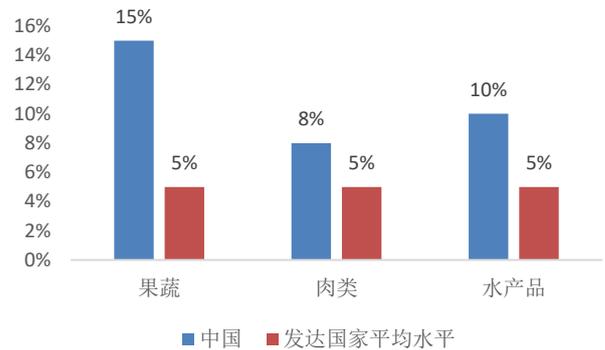
**连锁餐饮蓬勃发展，扩大规模考验供应链能力。**由美团发布的《中国餐饮大数据 2021》显示，2020 年中国餐饮连锁化率已达 15%，较 2018 年增长 2.2 个百分点，万店以上规模连锁餐饮的门店数占比实现 3 年内翻倍，从 2018 年的 0.7% 增长至 2020 年的 1.4%。连锁餐饮想要不断扩张打破束缚传统餐饮业的规模及地域限制，就必须先做到食材标准化、烹饪流程标准化，最终使菜品口味标准化，维持各个门店间产品的一致性。更广泛的门店分布及产品标准化的要求对连锁餐饮的供应链能力形成了更严苛的挑战：统一采购确保食材质量提升议价能力，通过冷链减小运输过程中的食品安全风险，设置中央厨房集中加工食材简化门店操作提高标准化程度，采用集中仓储每日配送的供应模式降低门店存货节约成本。因此，强大的供应链是连锁餐饮布局全国，获取规模化优势的基石。

#### 3.1、冷链产业高速发展，连锁餐饮激活新需求

**目前我国冷链运输率与发达国家仍有差距，尤其是在果蔬运输方面我国冷链运输率仅有 35%，远低于发达国家 90% 的平均水平，中国肉类/水产品冷链运输率为 57%/69%，均低于发达国家肉类/水产品冷链运输率 80%/95% 的平均水平。**冷链运输的基础设施建水平与使用率低，导致中国农产品腐损率高于发达国家平均水平，中国果蔬/肉类/水产品腐损率为 15%/8%/10%，发达国家农产品腐损率则仅为 5%。冷链运输使连锁餐饮可在全国范围内采购新鲜食材，降低运输途中的食品安全风险，是连锁餐饮供应链最关键的基础设施之一。

**图 56：中国与发达国家冷链运输率比较**


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

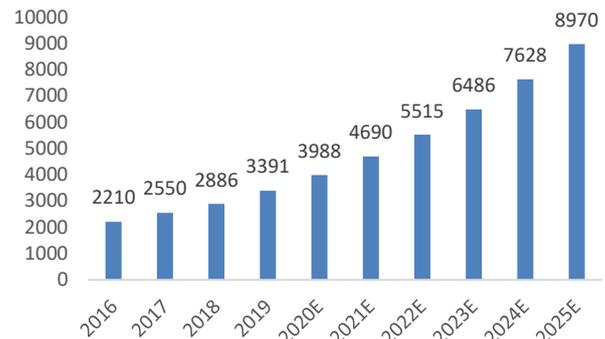
**图 57：中国与发达国家农产品腐损率比较**


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**冷链运输需求日益增长。**2019 年全国冷链物流需求量约为 2.61 亿吨，其中 90%是食品冷链物流需求，2019 年全国食品冷链物流需求量达 2.35 亿吨，其 2016-2019 年复合增速为 23.4%。2019 年全国冷链物流市场规模已达 3391 亿元，2016-2019 年复合增速为 15.3%；预计冷链物流市场规模 2020 年达到 3988 亿元，2025 年将达到 8970 亿元，2020-2025 年复合增速预计为 17.6%。随着餐饮连锁化率的不断提升，餐饮行业对冷链运输的需求将持续扩大。

**图 58：2016-2019 全国冷链物流需求量（亿吨）**


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**图 59：2016-2025 全国冷链物流市场规模（亿元）**


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**冷链行业集中度尚低。**2019 年中国百强冷链企业总营收达 549.8 亿元，仅占行业总规模的 16.2%，较 2015 年冷链百强市占率提升 6.5 个百分点。冷链行业中有大量小型、区域型企业，且冷链企业分布极不均衡，大量冷链企业集中于华东地区，中西部地区冷链运力较弱。生鲜零售、连锁餐饮等行业发展需要运力更强的全国性冷链配送网络。

图 60：2015-2019 年中国百强冷链企业总营收及占行业总规模比重（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

**两类餐饮供应链，食材处理能力或成发展关键。**现有的餐饮供应链企业可分为两类：第一类，主要对食材进行分装、配送，而基本不具备食品深加工能力的餐饮供应链企业，如传统的蔬菜供应企业裕农、电商平台式的美菜网和快驴进货；第二类，以蜀海和绝味为代表的，由餐饮/食品制造企业向上下游延伸所诞生的餐饮供应链企业，他们依靠自有的中央厨房/工厂在物流之外能对食材进一步加工，为客户提供半成品、成品预制菜。第二类餐饮供应链更贴近连锁餐饮标准化的需求，也会是未来连锁餐饮合作的主要对象。

### 3.2、绝配冷链网络强大，外溢服务能力突出

**2018 年上海绝配柔性供应链有限公司成立**，绝味通过全资子公司深圳网聚持有上海绝配 100% 股权。绝配的定位是餐饮、零售生鲜供应链一站式解决方案运营商，在服务绝味自身的同时，利用绝味的供应链基础设施及空闲产能为餐饮企业客户赋能；其合作伙伴众多，除绝味外还有香他她、盛香亭、曼玲粥店、华莱士、巴比馒头、廖记棒棒鸡等知名连锁餐饮企业。2019 年，绝配在中国冷链物流企业百强榜中名列第 43 位。

**物流节点遍布全国主要地区。**绝配现服务 100 多家餐饮零售客户、2 万多家门店（包含绝味旗下门店），覆盖全国 300 多个城市，700 多个乡镇县。绝配拥有 50 多家承运商，可调配冷链物流车辆近 2000 台；在全国范围内拥有 2 个中央配送中心（CDC），20 个工厂，16 个城市仓，50 个分网点，在山东、武汉各设有一座 6 万吨级大型冷库，2021 年还将有上海、杭州、长沙、北京等地共十个城市仓投入使用；此外绝配还在上海、天津、溧阳设有 45 万平中央厨房。

图 61：绝配供应链全国布局



数据来源：绝配供应链官网，东方证券研究所

绝配供应链信息化程度高。绝配已为整个业务流程引入了订单管理系统（OMS）、运输管理系统（TMS）、仓储管理系统（WMS）、业务协同工作管理系统、车辆全球定位系统（GPS/GIS）等信息化管理监控系统，使供应链全程可查询、可跟踪，结算、配送等环节的效率大幅提高。

图 62：绝配供应链信息系统



数据来源：绝配供应链官网，东方证券研究所

### 3.3、向餐饮孵化平台转型，绝配成为赋能核心

**绝味开始探索第二增长曲线。**突破万店规模后，绝味在一线城市门店数量已趋近于饱和，上海已暂停加盟招商。同时绝味开始通过股权投资的方式寻找新的增长点，自 2018 年起公司长期股权投资大幅提升，2020 年长期股权投资达 15.58 亿元，占总资产的 26.3%。

图 63：绝味长期股权投资（万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

**绝味提出“构建美食生态”战略，通过深圳网聚在卤味、轻餐饮、调味品、供应链四个赛道上进行股权投资。**绝味在卤制品及连锁经营方面经验丰富，卤味和餐饮与公司主营业务契合度高，投资调味品有助掌握上游原料并增强产品研发能力，吸纳供应链企业可提升物流网络密度，投资方向紧密围绕业务发展主线。

表 8：绝味股权投资情况

投资方向	投资品牌/企业	持股比例	目前融资/上市情况	经营数据	现有门店数
卤味	廖记棒棒鸡/廖记食品连锁股份有限公司	35.24%	/	2020 年，热门单店日营收 2-3.8 万	880
	精武鸭脖/武汉零点绿色食品股份有限公司	45.59%	/	/	813
	盛香亭/长沙市拿云餐饮管理有限公司	17.71%	A 轮	/	约 400 家
	阿满百香鸡/江苏满贯食品有限公司	41.50%	/	/	/
	颜家辣酱鸭/长沙颜家食品销售有限公司	40.78%	天使轮	/	150 余家
	舞爪花椒鸡爪/福州舞爪食品有限公司	10%	/	/	/
轻餐饮	和府捞面/江苏和府餐饮管理公司	23.08% (E 轮前比例)	E 轮	2019 年 7 月 C+轮融资后，营收年复合增长率达 60%以上，2019 年收入 16 亿元，2020 年预估收入 25 亿元。单店营收 55 万元/月，坪效 4800 元/月，客单价 45 元。	340 (21 年底预计达 450)
	很久以前烧烤/北京很久以前餐饮管理有限公司	11.57%	B 轮		81

	香他她煲仔饭/长沙市香他她餐饮管理有限公司	3.28%	天使轮/拟上市		800 余家
	丰茂烤串/龙井市丰茂餐饮发展有限公司	8.76%	B 轮	2020 年，营收已超 5 亿元，单店营收和利润增长幅度在 10%-20%。	58
	蒸浏记/浏阳市蒸浏记蒸菜文化有限公司	6.05%	战略投资	/	193
	小蛮椒麻辣烫/上海楠雨餐饮管理有限公司	16.33%	A 轮	截至 2021 年 4 月，签约 300 余位加盟商，入驻 42 个城市，预计 2021 年底新增 500 家店，2022 年实现千店规模。	
	淳百味/福建淳百味餐饮发展有限公司	10%	pre-A 轮	2020 年，单店平均月营收在 12 万元左右，客单价约为 20 元，单店正常回报周期在 8 月-15 月，外卖占营收比重约为 15%-16%。	约 400 家
调味品	么麻子/么麻子食品股份有限公司	17.12%	与中金签署上市辅导协议，四川证监局备案，拟创业板上市。	2019 年营收达 5 个亿	/
	江苏美鑫食品科技有限公司	12%	A 轮	2020 年营收 30 多亿	/
	味远红芳/湖南佳元禄食品有限公司	0.81%	战略投资	连续数年保持 70% 以上的年复合增长	/
供应链	郑州千味央厨食品股份有限公司	5.13%	已过会	2019 年营收 8.89 亿元/+26.8%，净利润 0.74 亿元/+0.74%。	/
	内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司	28%	已退市	2018 年营收 6.94 亿元，净利润 5697.87 万元	/
	江西鲜配物流	10%	/	/	/
	快行线	6.46%	A 轮	/	/
	江西阿南物流有限公司	20%	/	/	/

数据来源：新闻整理，东方证券研究所

**主要依靠绝配向外赋能。**绝味对被投企业在供应链网络、连锁渠道管理、组织能力建设三个方向上赋能，实现生态圈内“六共”协同：共享采购、共享仓储、共享产能、共同配送、共享营销体系、共享智力资源。可以看出供应链是绝味向外赋能的最主要方向，因此绝配不仅仅是供应链基础设施，更是最重要的孵化工具。目前和府捞面、幸福西饼已开始使用绝配供应链体系，精武鸭脖、廖记棒棒鸡、盛香亭、江苏满贯已经实现与绝味采购、仓储、配送协同，其中精武鸭脖、廖记棒棒鸡已使用部分绝味工厂产能。绝味还帮助廖记建立社区店，加速廖记开发新场景新客群。总体而言，我们认为未来将有更多的物流业务由绝配承担，绝配将为公司开发新的利润增长点，并在公司探索第二增长曲线的过程中扮演核心角色。

图 64：深圳网聚增值服务



数据来源：公司公告，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1、 我们预测 21-23 年每年净新增加盟店 1500 家，直营店 10 家，门店单价各年提升 1%/3%/5%，加盟店门店销量各年提升 1%/3%/5%，假设 21 年加盟店全年销量恢复至 19 年的 97.5%，对 21 年单店销量做对应调整，直营店门店 21 年销量恢复至 19 年 90%，此后两年保持 10% 的增速。根据上述预测，21-23 年加盟门店收入增长率为 27.78%/21.34%/21.64%，直营门店收入增长率为 22.57%/21.57%/23.36%，公司总收入增长率为 26.67%/20.94%/21.27%。
- 2、 成本和毛利率：由于 20 年种鸭同比减少 20%，预计 21 年毛鸭供给减少，此后毛鸭价格缓慢攀升，预测 21-23 年毛鸭价格变化 8%/3%/3%；加盟商管理及其他业务毛利率假设为 96.56%/30% 不变。
- 3、 期间费用率：预测公司 21-23 年销售费用率为 6.11%/6.14%/6.16%，管理费用率为 7.86%/6.68%/5.86%。
- 4、 公司 21-23 年的所得税率维持 25.00%。

#### 盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>加盟+直营</b>					
销售收入（百万元）	4,923.2	4,897.1	6,245.6	7,579.3	9,225.1
增长率	16.7%	-0.5%	27.5%	21.4%	21.7%
毛利率	33.9%	33.2%	33.0%	33.3%	34.6%
<b>加盟管理</b>					
销售收入（百万元）	54.9	68.4	77.6	86.9	96.4
增长率	3.2%	24.6%	13.3%	12.0%	10.9%
毛利率	96.7%	97.2%	96.6%	96.6%	96.6%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	193.8	310.5	359.9	416.2	480.0
增长率	100.7%	60.2%	15.9%	15.6%	15.3%
毛利率	17.1%	23.5%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>合计</b>					
销售收入	5,172.0	5,276.1	6,683.1	8,082.3	9,801.5
增长率	18.4%	2.0%	26.7%	20.9%	21.3%
综合毛利率	33.9%	33.5%	33.6%	33.8%	35.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

休闲卤制品行业景气度高，公司加盟扩张模式迅速占领市场，公司规模及利润将持续增长，因此预测 21-23 年公司 EPS1.65/2.12/2.80 元（调整前 21-23 为 1.66/2.13/2.75 元），选取同行业煌上煌、周黑鸭为可比公司；冷冻烘焙龙头立高食品、连锁面点第一股巴比馒头的中央工厂生产、冷链配送模式与绝味相似，且绝味作为休闲卤制品赛道龙头，应享有食品行业中其他细分领域龙头同等估值，立高食品、巴比馒头、海天味业、安井食品同时纳入可比公司。可比公司 21 年平均估值为 44 倍，考虑到公司预计 23 年 EPS 增速为 32.1%，明显高于可比公司，我们认为应给予公司 20% 估值溢价，给予公司 21 年 53 倍 PE，对应目标价 87.12 元，给予“买入”评级。

表 9：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率				CAGR
		2021/7/29	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
煌上煌	002695	13.59	0.55	0.66	0.80	0.97	24.70	20.54	17.09	13.98	22.2%
巴比食品	605338	29.59	0.71	0.81	0.97	1.17	41.82	36.51	30.40	25.23	20.5%
立高食品	300973	127.00	1.37	1.89	2.57	3.46	92.66	67.06	49.39	36.67	34.7%
海天味业	603288	114.48	1.52	1.79	2.12	2.50	75.32	63.88	54.01	45.80	17.9%
安井食品	603345	168.03	2.47	3.43	4.45	5.67	68.02	48.96	37.73	29.63	27.3%
周黑鸭	1458.HK	5.81	0.07	0.21	0.30	0.37	83.02	27.67	19.37	15.71	23.3%
	调整后平均						67.05	44.26	34.22	26.81	23.3%

数据来源：周黑鸭业绩预测来自 Wind，其余可比公司业绩预测来自朝阳永续，东方证券研究所

## 风险提示

**疫情反复风险：**目前国内疫情控制较好，但世界范围内强传播性病毒变种正广泛传播，若疫情重新爆发，则大量门店将歇业，客流锐减，且公司扩张计划将无法达成，对公司营收及未来发展造成重大影响。

**竞争加剧风险：**周黑鸭、煌上煌均开启快速扩张计划，卤制品行业内部竞争加剧，城市中优质点位有限，若公司无法抢占优势点位则会使开店进度不及预期。且卤制品门店密度上升，可能降低单店营收，使门店经营情况恶化，加盟商进而做出闭店决定，影响公司营业收入。

**食品安全风险：**公司主要产品采用散装或气调包装，产品保质期较短，且对运输条件要求较高，若公司在产品运输、售卖过程中控制不力，出现食品安全事故，则会对品牌造成影响，降低公司营收。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,602	1,082	1,751	1,880	2,394	营业收入	5,172	5,276	6,683	8,082	9,801
应收票据及应收账款	10	37	22	27	33	营业成本	3,416	3,510	4,439	5,350	6,374
预付账款	98	113	150	181	219	营业税金及附加	41	40	55	67	81
存货	669	857	965	1,163	1,386	营业费用	422	322	409	496	604
其他	91	111	119	136	156	管理费用及研发费用	310	343	540	557	596
<b>流动资产合计</b>	<b>2,471</b>	<b>2,201</b>	<b>3,007</b>	<b>3,386</b>	<b>4,188</b>	财务费用	26	(8)	(9)	(9)	(12)
长期股权投资	1,122	1,558	1,870	2,244	2,692	资产、信用减值损失	1	30	0	0	0
固定资产	1,144	1,345	1,470	1,855	2,082	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	232	307	459	335	154	投资净收益	49	(101)	50	60	70
无形资产	197	213	199	186	173	其他	1	16	8	8	8
其他	296	298	48	20	14	<b>营业利润</b>	<b>1,006</b>	<b>956</b>	<b>1,307</b>	<b>1,689</b>	<b>2,238</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,992</b>	<b>3,721</b>	<b>4,046</b>	<b>4,639</b>	<b>5,115</b>	营业外收入	53	30	35	35	35
<b>资产总计</b>	<b>5,463</b>	<b>5,922</b>	<b>7,053</b>	<b>8,026</b>	<b>9,302</b>	营业外支出	9	15	9	9	9
短期借款	180	35	142	142	142	<b>利润总额</b>	<b>1,050</b>	<b>971</b>	<b>1,333</b>	<b>1,715</b>	<b>2,264</b>
应付票据及应付账款	311	432	434	523	623	所得税	259	279	333	429	566
其他	390	436	574	639	718	<b>净利润</b>	<b>791</b>	<b>692</b>	<b>1,000</b>	<b>1,286</b>	<b>1,698</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>881</b>	<b>904</b>	<b>1,149</b>	<b>1,303</b>	<b>1,483</b>	少数股东损益	(10)	(9)	(14)	(18)	(24)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>801</b>	<b>701</b>	<b>1,013</b>	<b>1,304</b>	<b>1,721</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.30	1.14	1.65	2.12	2.80
其他	17	28	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>17</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>897</b>	<b>932</b>	<b>1,149</b>	<b>1,303</b>	<b>1,483</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(2)	26	12	(5)	(29)	成长能力					
股本	609	609	614	614	614	营业收入	18.4%	2.0%	26.7%	20.9%	21.3%
资本公积	1,558	1,587	1,813	1,813	1,813	营业利润	21.1%	-5.0%	36.7%	29.2%	32.5%
留存收益	2,394	2,773	3,464	4,301	5,421	归属于母公司净利润	25.1%	-12.5%	44.5%	28.7%	32.0%
其他	6	(4)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,565</b>	<b>4,990</b>	<b>5,903</b>	<b>6,722</b>	<b>7,819</b>	毛利率	33.9%	33.5%	33.6%	33.8%	35.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,463</b>	<b>5,922</b>	<b>7,053</b>	<b>8,026</b>	<b>9,302</b>	净利率	15.5%	13.3%	15.2%	16.1%	17.6%
						ROE	21.1%	14.7%	18.7%	20.7%	23.6%
						ROIC	19.5%	13.8%	17.6%	19.5%	22.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	16.4%	15.7%	16.3%	16.2%	15.9%
净利润	791	692	1,000	1,286	1,698	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	120	148	133	155	159	流动比率	2.81	2.44	2.62	2.60	2.82
财务费用	26	(8)	(9)	(9)	(12)	速动比率	2.05	1.49	1.78	1.71	1.89
投资损失	(49)	101	(50)	(60)	(70)	营运能力					
营运资金变动	89	(82)	(0)	(97)	(108)	应收账款周转率	711.4	224.0	225.2	328.4	328.8
其它	51	65	198	0	0	存货周转率	5.3	4.6	4.9	5.0	5.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,028</b>	<b>916</b>	<b>1,271</b>	<b>1,275</b>	<b>1,667</b>	总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
资本支出	(405)	(380)	(367)	(374)	(185)	每股指标(元)					
长期投资	(332)	(435)	(312)	(374)	(449)	每股收益	1.30	1.14	1.65	2.12	2.80
其他	(62)	(117)	50	60	70	每股经营现金流	1.69	1.50	2.07	2.08	2.71
<b>投资活动现金流</b>	<b>(799)</b>	<b>(932)</b>	<b>(629)</b>	<b>(688)</b>	<b>(564)</b>	每股净资产	7.44	8.08	9.59	10.95	12.78
债权融资	(7)	0	2	0	0	估值比率					
股权融资	987	29	232	0	0	市盈率	54.8	62.6	43.3	33.7	25.5
其他	(312)	(532)	(208)	(458)	(589)	市净率	9.6	8.8	7.4	6.5	5.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>669</b>	<b>(503)</b>	<b>26</b>	<b>(458)</b>	<b>(589)</b>	EV/EBITDA	37.1	39.0	29.8	23.3	17.9
汇率变动影响	2	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	41.4	45.1	32.9	25.4	19.2
<b>现金净增加额</b>	<b>899</b>	<b>(520)</b>	<b>669</b>	<b>129</b>	<b>514</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有绝味食品股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)