

# 绝味食品 (603517.SH)

## 主业成长稳健，估值回落性价比凸显

**主业基本面向上：开店稳健，单店营收恢复。2021 上半年开店、单店营收恢复领先行业。**2021 上半年公司开店速度回归稳健，净增 737 家门店，但仍较 2019 上半年拓店加快，领先行业。公司多举措助力单店收入恢复，上半年单店收入较 2020 上半年同比+14.4%，恢复至 2019 年同期 96%左右大幅领先行业。

**2021 年聚焦提升单店营收，恢复渠道元气。**2021 年是公司第四个五年计划的开局之年，定位“管理年”。在 2020 年疫情期间逆市拿地快速扩张后，公司部署了“两外两内”市场战略，助力单店营收恢复。一方面对外进行品牌年轻化、提升品牌势能；另一方面对内激活一线团队组织活力，提升门店运营效率。

**下半年成效更为显著。**旺季来临，上半年营销、组织能力提升成效体现。下半年公司持续落实“两外两内”，规范门店陈列、新品“绝味小红鸭”上市，以及第二期星空训练营开营，为加盟商开店储备人才。

**餐桌卤味赛道品牌矩阵搭建初步完成。**依托主业核心竞争优势，布局第二、第三增长曲线。截至 2021 上半年餐桌卤味布局初具雏形，未来有望加速发展。2019 年以来公司通过投资阿满食品、廖记棒棒鸡、盛香亭、卤江南布局餐桌卤味，且已经在供应链端实现部分采购、仓配、产能协同，未来有望借助主业核心竞争力加速新区域市场扩张。

**公司成长稳健，估值回落性价比凸显。**我们认为公司 2021 下半年至 2022 年主业基本面向上，今年品牌势能提升、人才储备到位、运营效率提升多重组合拳帮助加盟商解决开店、单店营收痛点，明年有望继续加速开店，抢占市场份额。公司 2021 年初股权激励落地，覆盖各个业务条线、绑定核心员工，为公司人才稳定以及未来 3 年业绩增长夯实基础。

我们预计公司 2021/22/23 年营收分别为 66.2/80.5/96.9 亿元，同比+25.4%/21.7%/20.3%；归母净利润 10.2/12.8/15.5 亿元，同比+45.3%/25.3%/21.7%。如加回股权激励费用后，预计 2021/22/23 年调整后归母净利润 10.9/13.2/15.7 亿元，同比+54.9%/29.3%/19.1%，当前市值对应 PE 为 35.3/29.1/24.4 倍。回顾公司今年以来估值回落较多，当前估值水平对应 2022 年 29 倍已经回归至长期估值中枢，性价比凸显，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复影响门店收入；门店拓展不及预期；原材料价格波动；行业竞争激烈。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,615	8,049	9,685
增长率 yoy (%)	18.4	2.0	25.4	21.7	20.3
归母净利润(百万元)	801	701	1,019	1,276	1,553
增长率 yoy (%)	25.1	-12.5	45.3	25.3	21.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.30	1.14	1.66	2.08	2.53
净资产收益率(%)	17.3	13.9	16.8	18.0	18.5
P/E(倍)	47.9	54.7	37.7	30.1	24.7
P/B(倍)	8.4	7.7	6.4	5.5	4.6

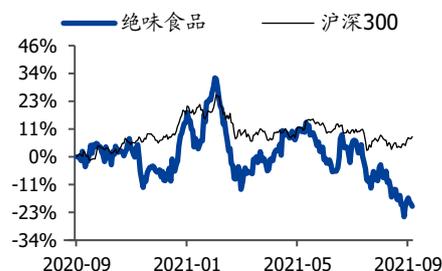
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 9 月 10 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
9月10日收盘价(元)	62.48
总市值(百万元)	38,376.76
总股本(百万股)	614.22
其中自由流通股(%)	99.09
30日日均成交量(百万股)	4.56

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

##### 分析师 沈阳

执业证书编号: S0680520030004

邮箱: shenyang@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《绝味食品 (603517.SH): 多举措助力单店提升, 盈利能力改善》2021-08-30
- 2、《绝味食品 (603517.SH): 定增扩产, 布局长远》2021-08-03
- 3、《绝味食品 (603517.SH): Q1 年货节成效显著, 盈利能力改善》2021-04-26





## 内容目录

1. 主业基本面向上：开店稳健，单店营收恢复 .....	4
1.1 2021 上半年开店、单店营收恢复领先行业 .....	4
1.2 2021 年上半年绝味做了哪些事情? .....	4
1.3 下半年成效更为显著 .....	6
2. 餐桌卤味赛道品牌矩阵搭建初步完成 .....	7
3. 估值回落至较低区间，性价比凸显 .....	8
风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1: 休闲卤制品公司门店数量拓展 .....	4
图表 2: 休闲卤制品公司半年度平均单店收入比较 .....	4
图表 3: 公司上市以来年报中对主要战略描述的梳理 .....	5
图表 4: 绝味“年货节” .....	5
图表 5: 绝味“啃定赢” .....	5
图表 6: 绝味 2021 年第一期“星空训练营” .....	6
图表 7: “大千 60 天，陈列焕新颜” .....	7
图表 8: 绝味新产品上市 .....	7
图表 9: 深圳网聚的增值服务板块 .....	7
图表 10: 主要餐桌卤味企业情况 .....	8
图表 11: 公司主要财务指标 .....	8
图表 12: 绝味估值曲线 .....	9

## 1. 主业基本面向上：开店稳健，单店营收恢复

### 1.1 2021 上半年开店、单店营收恢复领先行业

公司上半年开店保持稳健，领先行业。2020年疫情使个体户及中小品牌生存环境愈发艰难，公司逆市拿店，净增1445家门店。2021上半年，公司开店速度回归稳健，净增737家门店，但仍较2019上半年拓店加快。周黑鸭通过特许经营模式加速开店，上半年净增515家门店。煌上煌上半年净增213家，落后于行业整体。

公司多举措助力单店收入恢复，大幅领先行业。单店收入是保障加盟商体系稳定的重要指标，也是消费恢复以及公司经营管理能力的体现。2021上半年绝味定位“管理年”，通过一系列营销活动助力加盟商恢复单店营收，取得良好成效，单店营收恢复程度领先。绝味食品上半年单店收入较2020上半年同比+14.4%，恢复至2019年同期96%左右。

图表1：休闲卤制品公司门店数量拓展(家)

	2018	2019H	2019	2020H	2020	2021H
绝味食品	9915	10598	10954	12058	12399	13136
—净增门店		683	356	1104	341	737
煌上煌	3008	3446	3706	4152	4627	4840
—净增门店		438	260	446	475	213
周黑鸭	1288	1255	1301	1367	1755	2270
—净增门店		-33	46	66	388	515

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2：休闲卤制品公司半年度平均单店收入比较(万元/店)

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
绝味食品	22.4	23.2	18.8	20.9	21.5
YOY			-16.1%	-10.0%	14.4%
煌上煌	23.8	21.4	22.7	19.3	16.5
YOY			-4.9%	-9.9%	-27.1%
周黑鸭自营门店	110.8	102.8	48.9	75.3	61.6
YOY			-55.9%	-26.7%	26.0%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

### 1.2 2021 年上半年绝味做了哪些事情？

2021年聚焦提升单店营收，恢复渠道元气。2021年是公司第四个五年计划的开局之年，定位“管理年”。在2020年疫情期间逆市拿店快速扩张后，公司部署了“两外两内”的市场战略，助力单店营收恢复。“两外”是1)推进品牌年轻化；2)提升门店运营效率、改善消费者终端触达体验。“两内”是1)深化加盟商一体化；2)构建以消费者为导向的ECR组织体系。

图表3: 公司上市以来年报中对主要战略描述的梳理

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021上半年
经营方针	“聚焦主营业务，聚焦客户满意度，推动组织变革”。	“聚焦主营业务，聚焦客户满意度，推动组织变革”。	“深耕鸭脖主业，构建美食生态”。	“在不确定的外部环境下做好确定性的事情” “练内功、蓄能量、待机会”	“定位‘管理年’ ‘守正笃实，久久为功’”
门店拓展策略	多开店，开好店，提高单店营收。门店升级，全面提速四代店建设。	提高单店营收，多开店，开好店。积极在核心商圈、城市综合体、以及高势能点位选址，特定区域优化门店布局，倾斜资源抢占重点渠道。	从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”。复合式饱和开店，重新深化商圈布局。全要素提升单店营收。	“逆市开店，加速开店” 渠道精耕，优化单店	“提营收，拓份额，增存活，树信心” “两外两内”市场策略 提升品牌势能
供应链建设	提高工厂精益化运营水平。	“样板为先系统提升，柔性发展精益管理”。	改善效率、降本增效。智能化工厂打造，提升生产效率。优化工厂布局，降低固定资产投入。	降本增效，提升毛利。统筹管理，赋能一线。	提升“供给效率、精益管理”。 保质稳味
组织结构	“基层组织战区化，中层组织片区化，管理总部精简化”	“基层组织战区化，中层组织片区化，管理总部精简化”	信息化升级，CSC系统正式投入，绝味云投入使用。	以人为本。创新驱动。	激活一线团队组织活力，解决加盟商在开店和单店提升中痛点。

资料来源：公司公告，绝味食品公众号，国盛证券研究所

**品牌年轻化，提升品牌势能。**公司通过丰富公众号内容、品牌形象卡通化、一系列促销活动等方式提升品牌势能，增加与消费者互动。

**2月“年货节”抓住“就地过年”机遇。**过去由于公司缺乏针对餐桌消费的产品，一季度通常是消费淡季，2021年春节期间公司举办首次年货节，推出多款新品，比如椒麻鸡、五香鸡全架、招牌牛肉、酱板鸭、吮指鸭排等，增加餐桌消费场景。同时营销活动创新，推出年货卡、招财桶(10款产品88元)、礼盒装，有利于公司单店营收恢复。

**4月28日“啃定赢”全国主题营销活动正式拉开序幕。**公司推出绝味解“鸭”计划，主打“锁骨、鸭舌、鸭掌”，绝味鸭脖三剑客组合出道。原价73.8元，现价49.8元套餐，同时赠送“专属解鸭卡”增加消费者复购率。此外从成本端看，2021年上半年鸭脖价格保持平稳，但鸭舌、鸭掌等鸭副价格下行较多，公司利用成本较低的品类进行促销活动，让利消费者的同时也保证毛利率水平。

图表4: 绝味“年货节”



资料来源：国盛证券研究所

图表5: 绝味“啃定赢”



资料来源：公司公众号，国盛证券研究所

**激活一线团队组织活力，提升门店运营效率。**为解决加盟商在开店和单店提升中痛点，公司重视终端店员的发展和培养。为了帮助加盟商储备2021年门店店员，公司于2020年11月开始筹备第一期星空训练营，以“锤炼技能，苦练内功”为主旨，分为四个阶段，分别为“归心、赋能、提速、收获”。通过星空训练营，不仅店员的销售基础和工作技能得到显著提升，同时也增强了团队凝聚力和工作积极性。

图表6: 绝味2021年第一期“星空训练营”



资料来源：公司公众号，国盛证券研究所整理

### 1.3 下半年成效更为显著

**旺季来临，上半年营销、组织能力提升成效体现。**通常下半年暑假、节日较多，是休闲卤制品消费旺季。我们预计公司在上半年进行的品牌营销活动、门店运营提升以及门店店员培训效果在旺季将会有明显体现。

**下半年公司持续落实“两外两内”，推动营销活动创新。**

**规范门店陈列，新品上市。**8月份绝味全国加盟商委员会组织了“大千60天，陈列焕新颜”活动，推动全国所有门店完成陈列盘及三级灯管的更换，实现门店卖点广告和产品陈列升级。提升门店陈列形象有助于吸引顾客进店，提升单店营收。同时公司9月与小红书联名推出新品“绝味小红鸭”摇摇鸭脖杯，口味丰富、创新吃法吸引年轻人消费。

**9月第二期星空训练营开营，为加盟商开店储备人才。**第一期星空训练营成效显著，帮助加盟商解决了开店、单店营收提升痛点。此外为鼓励一线员工积极参与培训，公司将星级员工、星级店长占比作为影响加盟商年度分级评定的依据之一。

图表7: “大干60天, 陈列焕新颜”



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

图表8: 绝味新产品上市



推出新品「绝味小红鸭」——DIY摇摇鸭脖杯

资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

## 2. 餐桌卤味赛道品牌矩阵搭建初步完成

依托主业核心竞争优势, 布局第二、第三增长曲线。公司在2021半年报中提出: “在餐桌卤味赛道打造的品牌投资矩阵已经初步成型, 重点品牌发展情况达到预期, 其中投资的热卤等新式场景品牌表现较佳; 部分头部项目的资本化进展顺利。” 公司依托鸭脖主业形成的供应链网络、连锁渠道管控、组织能力建设等核心能力对外开放, 通过“产业投资+增值服务”方式赋能伙伴, 通过“六共”协同(共享采购、仓储、产能、配送、销售体系、智力资源)。

图表9: 深圳网聚的增值服务板块



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

餐桌卤味布局初具雏形, 未来有望加速发展。2019年公司首次提出“深耕鸭脖主业, 构建美食生态”方针, 2019年与吉林阿满食品共同设立“阿满百香鸡”(江苏满贯), 在江苏南京开店。阿满定位佐餐卤味区域头部品牌, 基于产业协同实现新区域市场扩张, 目前已经实现部分采购和仓配协同。2020年公司与合作基金投资“廖记棒棒鸡”, 定位佐餐卤味赛道头部品牌, 基于产业协同实现全国市场扩张, 目前已经实现采购和仓配协同、绝味部分工厂输出产能。此外“盛香亭”定位热卤/鲜卤轻餐品牌, 探索卤味+轻餐的场

景跨界与品类创新，目前已经实现采购与仓配协同、共享数字化增长服务。2021上半年公司新增投资“卤江南”，主要门店位于江苏。

图表 10: 主要餐桌卤味企业情况

	廖记棒棒鸡	阿满食品	卤江南	盛香亭	紫燕百味鸡
代表产品	廖记棒棒鸡、红油兔丁等拌菜产品，辣子鸡、掌中宝等卤菜产品等	白切鸡、猪耳朵、招财猪手、酱牛肉等。 夫妻肺片、百香鸡、藤椒鸡等。	香卤鸭脖、香卤牛肉、泡椒凤爪、酱香鸭舌等	招牌小鸡爪、一口小翅尖等热卤，牛肉粉、猪油拌粉等主食	夫妻肺片、五香牛肉等畜类产品，百味鸡、藤椒鸡等整禽类产品，各种凉拌素菜等
销售情况	以直营店为主，门店主要分布在四川、重庆、湖北等地	东北三省以直营连锁专卖店和专柜为主。江苏成立“阿满百香鸡”，门店多位于南京。	主要以加盟门店为主，门店主要分布在江苏	主要分布在湖南和广东，以特许经营模式进行区域合作和单店合作	以经销模式为主，终端门店多靠近农贸市场、社区和大型商超
门店数量(2020)	882	东北 430 家以上；江苏 55 家左右	669	400 家以上	4387

资料来源：公司官网，窄门餐眼，公司招股书，国盛证券研究所

### 3. 估值回落至较低区间，性价比凸显

公司成长稳健，估值回落性价比凸显。我们认为公司 2021 下半年至 2022 年主业基本面向上，今年品牌势能提升、人才储备到位、运营效率提升多重组合拳帮助加盟商解决开店、单店营收痛点，明年有望继续加速开店，抢占市场份额。公司 2021 年初股权激励落地，覆盖各个业务条线、绑定核心员工，为公司人才稳定以及未来 3 年业绩增长夯实基础。

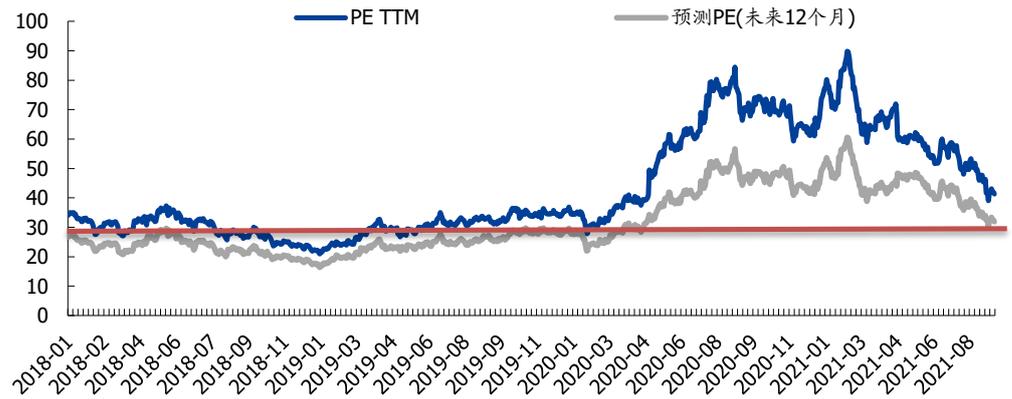
我们预计公司 2021/22/23 年营收分别为 66.2/80.5/96.9 亿元，同比+25.4%/21.7%/20.3%；归母净利润 10.2/12.8/15.5 亿元，同比+45.3%/25.3%/21.7%。如加回股权激励费用后，预计 2021/22/23 年调整后归母净利润 10.9/13.2/15.7 亿元，同比+54.9%/29.3%/19.1%，当前市值对应 PE 为 35.3/29.1/24.4 倍。回顾公司今年以来估值回落较多，当前估值水平对应 2022 年 29 倍已经回归至长期估值中枢，性价比凸显，维持公司“买入”评级。

图表 11: 公司主要财务指标

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,615	8,049	9,685
增长率 YoY(%)	18.4	2.0	25.4	21.7	20.3
归母净利润(百万元)	801	701	1,019	1,276	1,553
增长率 YoY(%)	25.1	-12.5	45.3	25.3	21.7
EPS(元)	1.30	1.14	1.66	2.08	2.53
净资产收益率(%)	17.3	13.9	16.8	18.0	18.5
P/E(倍)	47.9	54.7	37.7	30.1	24.7

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 12: 绝味估值曲线



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 风险提示

疫情反复影响门店收入; 门店拓展不及预期; 原材料价格波动; 行业竞争激烈。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com