

## 持续巩固传统主业壁垒，前瞻布局打造新 成长曲线

## 买入|首次评级

### ——绝味食品首次覆盖报告

#### 报告要点:

#### ● 休闲卤味食品市场空间大增速快，行业格局分散整合空间大

随着居民消费水平的不断提高，卤制品消费场景逐渐从佐餐延展至休闲卤制品。2020年，我国休闲卤制品市场规模达到1235亿元，2015-2020年CAGR达18.84%，休闲卤制品占卤制品市场的比例从2013年的23%上升至2020年的41%。由于进入门槛相对较低，当前休闲卤制品市场中夫妻店及小品牌店仍占绝大多数（2020年CR5仅19.2%），但近年来绝味食品等龙头企业大力拓店，规模效应不断提升，连锁品牌集中度加速提升，未来行业整合空间仍大。

#### ● 行业龙头绝味食品已建立显著的规模效应，未来仍将快速拓店扩大优势

绝味食品自成立以来便以加盟店为主体经营休闲卤制品，截至2021H1门店数量已超1.3万家，而煌上煌和周黑鸭门店数量不足5000家。此外，公司建立起近20个生产基地，实现“冷链生鲜，日配到店”。庞大的门店和供应链网络相辅相成，构建起显著的规模优势。2020年绝味单位营业成本为25.50元/kg，明显低于周黑鸭和煌上煌的37.63/28.84元/kg，同年绝味单位运输费用为1.19元/kg，同样大幅低于周黑鸭和煌上煌的2.19/1.39元/kg。当下绝味获得的竞争优势背后是更为本质的前瞻性战略制定能力及高效的管理能力。展望未来，龙头企业开店空间仍然广阔，而无论是股权激励对收入的考核，还是“星火燎原”剑指低线城市，均表明绝味继续推进全国化布局的战略依然清晰且坚定。公司卤制品主业仍有望保持快速且稳定的增长，同时进一步扩大自身的竞争优势。

#### ● 投资探索美食圈渐入收获期，供应链对外服务铸就业绩第二增长曲线

公司围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”的发展战略，先后投资入股了50余家美食生态圈企业，并逐渐进入收获期。2021年Q3，绝味转让和府捞面部分股权以及千味央厨上市共贡献了2.1亿元的投资收益。除了财务投资收益，我们更期待未来公司成功打造起相互协作的美食平台，从而突破鸭脖主业瓶颈，丰富业务矩阵。此外，公司逐步开放供应链服务，在全国冷链市场快速增长的背景下，绝配供应链业务发展势头迅猛，有望铸就公司新的成长曲线。

#### ● 投资建议与盈利预测

我们预计公司2021-2023年营业收入分别为65.98/79.22/95.36亿元，同比增长25.05/20.07/20.37%，归母净利润为10.23/11.65/13.91亿元，对应EPS为1.67/1.90/2.26元，对应PE为32/28/23X，首次覆盖并给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

上游原材料价格波动、门店扩张不及预期、食品安全问题等。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5171.96	5276.08	6597.62	7921.81	9535.64
收入同比(%)	18.41	2.01	25.05	20.07	20.37
归母净利润(百万元)	801.20	701.36	1023.35	1165.40	1391.17
归母净利润同比(%)	25.06	-12.46	45.91	13.88	19.37
ROE(%)	17.54	14.13	17.98	18.12	18.97
每股收益(元)	1.30	1.14	1.67	1.90	2.26
市盈率(P/E)	40.72	46.52	31.88	28.00	23.45

资料来源：Wind, 国元证券研究所

#### 基本数据

52周最高/最低价(元): 89.38 / 51.92

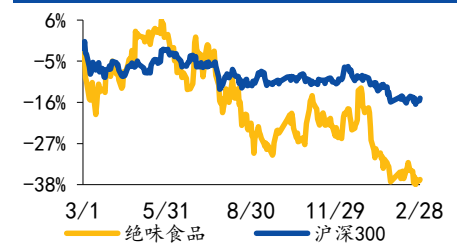
A股流通股(百万股): 608.63

A股总股本(百万股): 614.71

流通市值(百万元): 32330.46

总市值(百万元): 32653.55

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券行业研究：于模糊中寻找确定性—2022年食品饮料行业年度策略》2021.12.10

#### 报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 丁旺

电话 021-51097188

邮箱 dingwang@gyzq.com.cn

联系人 童杰

电话 021-51097188

邮箱 tongjie@gyzq.com.cn

## 目 录

1.休闲卤制食品龙头企业，多维领跑同行	4
1.1 深耕休闲卤制品产业，门店规模领先	4
1.2 门店快速扩张构筑规模优势，盈利能力领先同行	5
1.3 首发股权激励计划覆盖人员众多，健全长效激励制度	7
2.休闲卤味食品市场大增速快，分散的行业格局正加速整合	8
2.1 休闲卤味增速领跑，市场空间广阔	8
2.2 竞争格局分散，品牌市占率提升空间大	11
3.鸭脖主业继续拓店扩大竞争优势，美食生态大力孵化构筑新曲线	13
3.1 门店与供应链网络相辅相成，长期竞争优势有望继续扩大	13
3.2 鸭脖开店空间仍大，年轻化与多渠道助力传统主业增长	15
3.2.1 下沉市场或带来万店增量空间，绝味鸭脖理论门店数量超 2.1 万家	15
3.2.2 品牌定位年轻化，丰富线上销售渠道以提升单店营收	17
3.3 大力孵化美食生态平台，开放供应链服务打造新增长曲线	18
4.盈利预测与估值	23
5.风险提示	23

## 图表目录

图 1：公司业务范围覆盖国内外	4
图 2：加盟模式筑造万店规模卤制品龙头品牌	5
图 3：卤制食品为公司主要营收来源	5
图 4：2021 年上半年公司门店达到 13136 家	5
图 5：2021 年前三季度公司营收同比增长 24.76%	6
图 6：绝味食品销售规模远高于同行	6
图 7：绝味食品单位营业成本低于其他品牌（元/千克）	6
图 8：公司存货周转率仅低于紫燕食品	7
图 9：公司销售费用率优于同行，管理费用率稳定	7
图 10：2021H 公司净利率水平高于其他企业	7
图 11：公司 ROE 高于煌上煌、周黑鸭	7
图 12：2020 年卤制食品市场规模达到 3033 亿元	8
图 13：休闲卤制食品规模快速增长	10
图 14：休闲卤制食品占比不断提高	10
图 15：华东地区休闲卤味门店占比 42.53%	10
图 16：新一线城市门店数量最多	10
图 17：中国人均休闲食品消费额显著低于发达国家	11
图 18：休闲卤制品 2015-2020 年复合增速领先	11
图 19：绝味食品门店数量领先	11
图 20：休闲卤制食品市场格局分散	11
图 21：疫情下头部品牌加速展店	13
图 22：绝味的门店分布更为均匀	13
图 23：绝配运输网络覆盖 1-3 线全部城市，同城日配日达	14

图 24: 绝味食品单位运输费用低于其他品牌 (元/千克) .....	14
图 25: 绝味食品生产基地多于煌上煌、周黑鸭 .....	14
图 26: 2016-2021 年人均 GDP 复合增速 7.12% .....	16
图 27: 2016-2021 年城镇居民人均可支配收入复合增速 8.53% .....	16
图 28: 餐饮加盟投资市场向二线以下城市转移 .....	17
图 29: 三线城市休闲卤味门店增速快于一二线城市 .....	17
图 30: 多维营销, 提高品牌影响力 .....	18
图 31: 疫情期间线上销售规模跃升 .....	18
图 32: 海外市场营收规模持续增长 .....	18
图 33: 精武鸭脖具备线上销售优势 .....	20
图 34: 廖记棒棒鸡始于成都, 放眼全国 .....	20
图 35: 投资收益增长推动净利润大幅上升 .....	21
图 36: 2014-2020 年冷链物流市场规模快速增长 .....	21
图 37: 重点企业规模不断扩大, 市占率逐渐提高 .....	21
图 38: 绝配供应链仓储遍布全国 .....	22
图 39: 公司主营其他业务营收快速增长 .....	22
表 1: 股权激励计划业绩考核目标 .....	8
表 2: 计划授予激励对象及分配情况 .....	8
表 3: 佐餐卤制食品和休闲卤制食品各具特色 .....	9
表 4: 全国性连锁品牌享有更高的知名度及品控能力 .....	12
表 5: 上市卤制食品企业对比 .....	12
表 6: 公司拟通过定增扩产 16 万吨 .....	15
表 7: 当前收入水平下测算绝味理论门店数量可达 2.1 万家 .....	15
表 8: “星火燎原”计划预计减免投资金额 3.6 万元以上 .....	17
表 9: 公司通过网聚资本及基金布局卤味、调味品、餐饮、基础设施赛道 .....	19
表 10: 可比公司估值表 .....	23

## 1. 休闲卤制食品龙头企业，多维领跑同行

### 1.1 深耕休闲卤制品产业，门店规模领先

绝味食品自 2005 年成立以来，专注于休闲卤制食品的研发、生产和销售，公司产品种类涵盖了多种禽类、畜类、蔬菜、其他等，形成了以卤制鸭副产品等卤味为核心的丰富产品组合；依托内部研发能力，开发了“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“藤椒风味”等系列口味，满足消费者不同偏好需求；采用“直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的标准化门店运营管理体系，实现门店的全国覆盖，旗下品牌“绝味鸭脖”知名度高，是国内现代化休闲卤制食品连锁品牌中的龙头企业。截止至 2021 年上半年，公司大陆地区门店数量达 13136 家，门店覆盖全国 31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区，2017 年起，公司在新加坡等地建立工厂，开启海外市场征程。

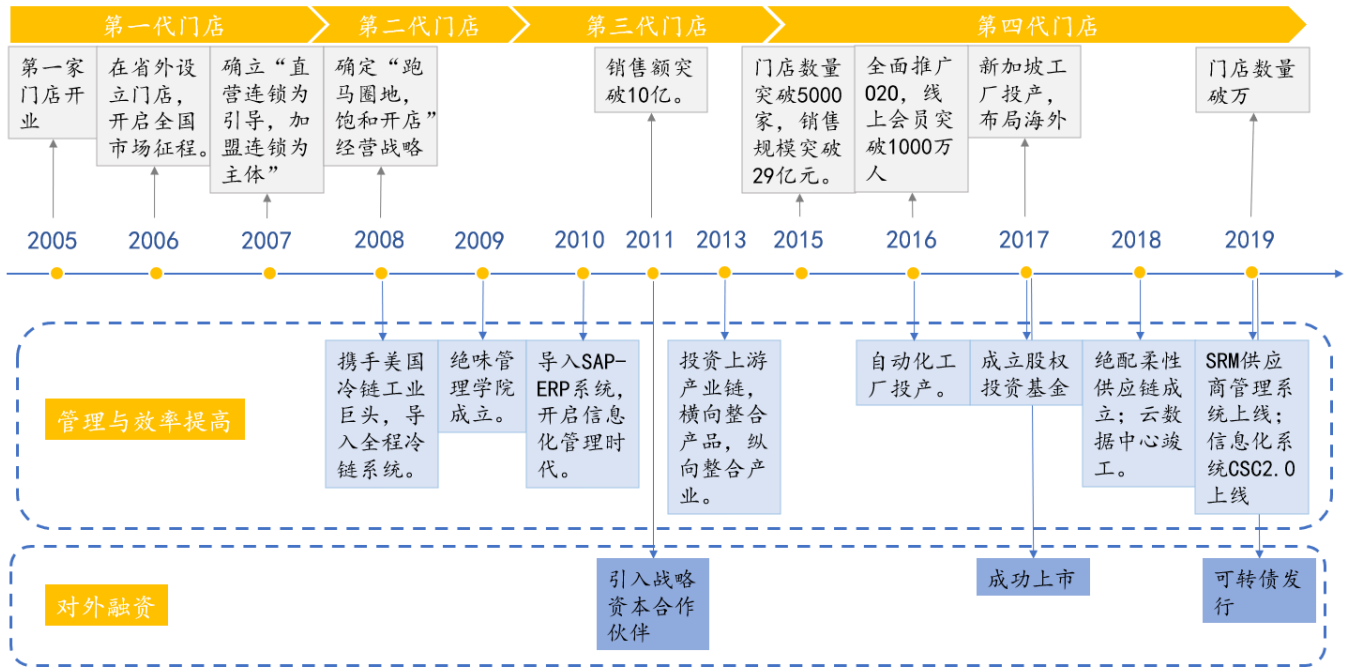
图 1：公司业务范围覆盖国内外



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司发展历程可分为三个阶段，**第一阶段（2005-2007 年）：确定发展基调**，采用标准化门店，确立“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的运营模式，为公司门店快速扩张奠定基础。**第二阶段（2008-2014 年）：快速发展**，确定“跑马圈地，饱和开店”的经营策略，快速扩店，占据先发优势；导入全程冷链系统及 SAP-ERP 系统，持续升级门店，成立管理学院，孵化企业人才。**第三阶段（2015-至今）：筑造龙头地位**，该阶段公司在各方面取得较大突破，市场方面，开启国际化篇章，在海外设厂，2019 年公司门店突破一万家，成为卤制品行业内首家门店数量过万连锁品牌；资金方面，成功上市、发行可转债；生产方面，进入自动化时代；策略方面，遵循“深耕鸭脖主业，构建美食生态”方针，通过投资基金，布局相关行业，核心能力对外开放，打开新的增长空间。

图 2：加盟模式筑造万店规模卤制品龙头品牌

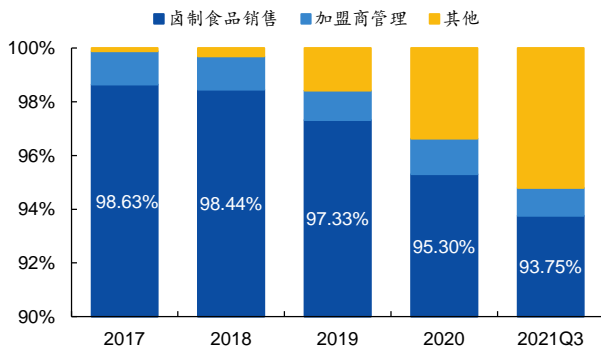


资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 1.2 门店快速扩张构筑规模优势，盈利能力领先同行

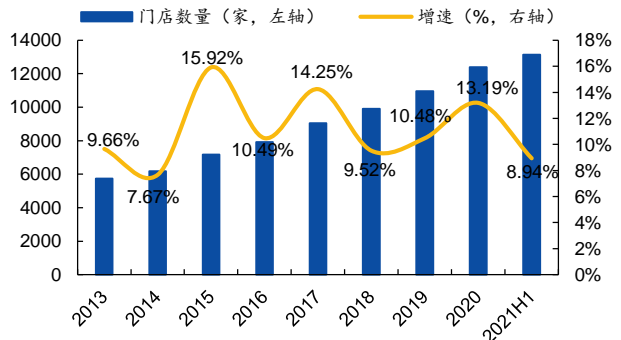
公司加盟店的持续扩张推动业绩快速增长。绝味食品营收来源主要包括卤制食品销售、加盟商管理及其他等，其中卤制食品销售的占比保持在90%以上。公司自成立以来便坚持以加盟店为主体经营休闲卤制品业务，2013-2016年平均每年净开店671家，2017年以来平均每年门店净增加数更在1000家以上，并在2019年门店总数突破1万家。截至2021H1，公司门店数量已达1.3万家，而同期竞争对手门店数量尚未突破5000家。持续扩张的门店数量推动公司业绩快速增长，2015-2019年公司营收CAGR达15.35%，2020年在新冠疫情的冲击下仍然实现2.01%的正增长，并在2021年前三季度恢复至20%以上。

图 3：卤制食品为公司主要营收来源



资料来源：公司年报，国元证券研究所

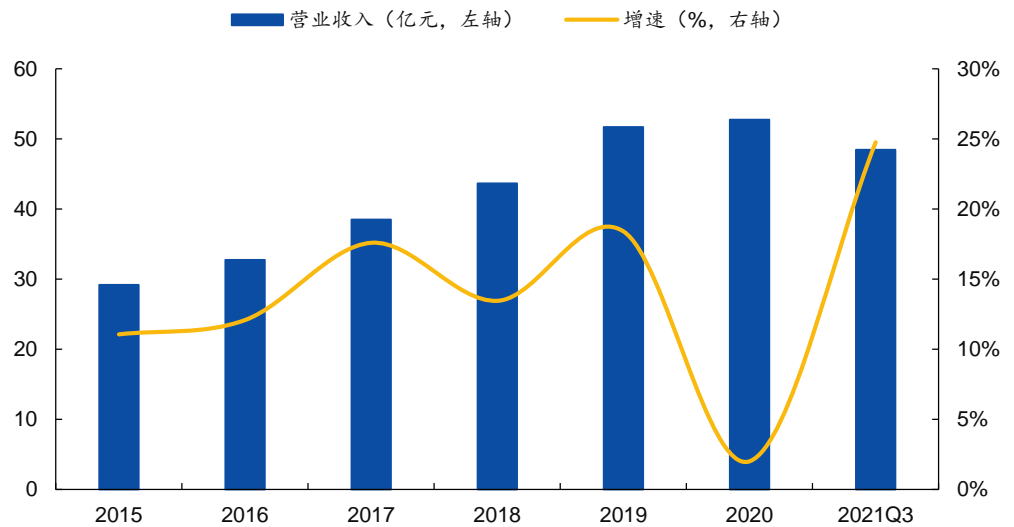
图 4：2021 年上半年公司门店达到 13136 家



资料来源：公司年报，国元证券研究所

注：以上门店数量统计不包含港澳台地区

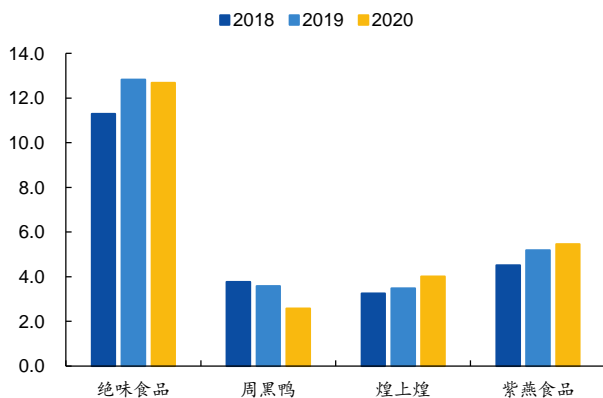
图 5：2021 年前三季度公司营收同比增长 24.76%



资料来源：Wind，国元证券研究所

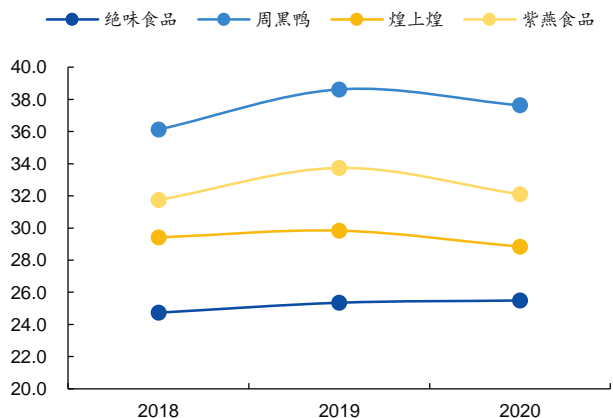
绝味庞大的门店网络构筑了显著的规模效应。2018-2020 年绝味销售规模均领先于同行，2020 年绝味食品、周黑鸭、煌上煌和紫燕食品的销量分别为 12.69/2.58/4.00/5.46 万吨，单位营业成本分别为 25.50/37.63/28.84/32.42 元/千克，可见绝味成本优势显著。

图 6：绝味食品销售规模远高于同行



资料来源：各公司年报，招股说明书，国元证券研究所

图 7：绝味食品单位营业成本低于其他品牌（元/千克）



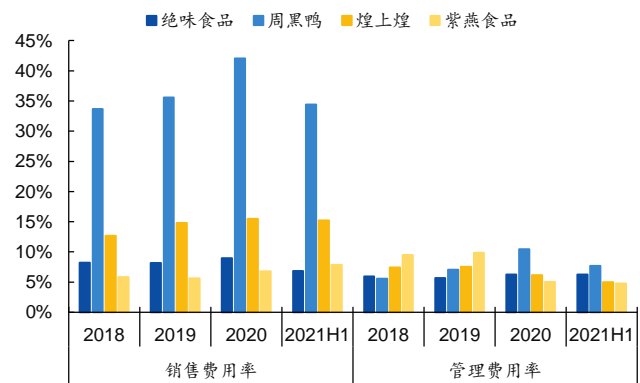
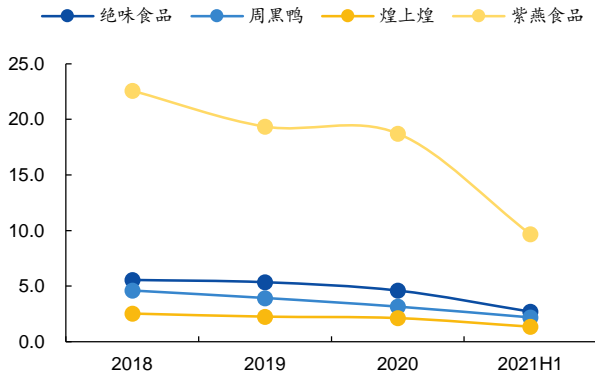
资料来源：各公司年报，招股说明书，国元证券研究所

此外，绝味还具有更强的库存管理和费用控制能力。休闲卤味原材料种类集中，通过原材料储备应对价格波动，存货规模较高，2021 年上半年公司存货周转率 2.71 次，周转快于周黑鸭（2.18 次）和煌上煌（1.35 次）。佐餐卤味原材料采购周期较短，存货较少，紫燕食品存货周转率（9.67 次）高于其他企业。费用方面，主要是销售费用和管理费用，周黑鸭主要为直营模式，销售费用完全由公司承担，紫燕食品采用“公司-经销商-终端加盟”两级体系，经销商承担部分成本，销售费用率较低，相同直接加盟模式下，绝味食品销售费用率低于煌上煌，2021 年上半年绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品销售费用

率(含运费)分别为 6.83%、34.42%、15.23%、7.83%。除周黑鸭管理费用率波动较大,其余企业较为稳定,2021 年上半年分别为 6.28%、7.67%、4.97%、4.78%。

图 8: 公司存货周转率仅低于紫燕食品

图 9: 公司销售费用率优于同行, 管理费用率稳定



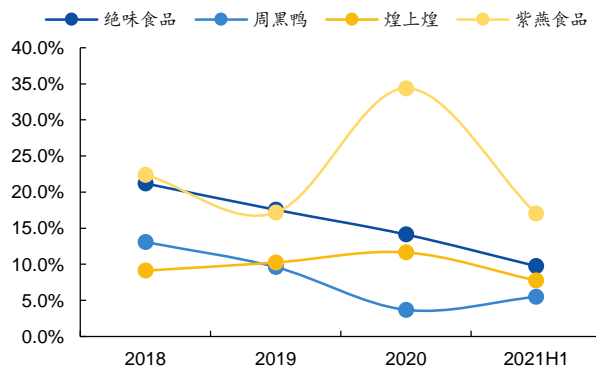
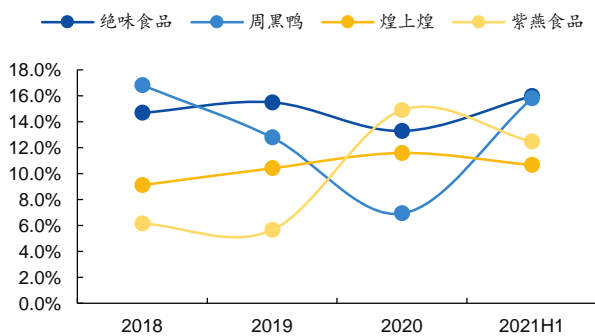
资料来源: 紫燕食品招股说明书, 国元证券研究所

资料来源: 紫燕食品招股说明书, 国元证券研究所

在显著的成本优势和卓越的管理能力支撑下, 绝味盈利能力明显高于同行。绝味食品凭借成本优势及管理模式, 2021 年上半年实现净利率 15.97%, 高于煌上煌 (10.66%)、周黑鸭 (15.80%) 和紫燕食品 (12.46%)。首次公开发行股票及可转换债券募集资金后, 绝味净资产大幅增加, 造成 ROE 持续下降, 但仍高于煌上煌、周黑鸭, 2021 年上半年 ROE 分别为 9.76%、7.75%、5.49%。

图 10: 2021H 公司净利率水平高于其他企业

图 11: 公司 ROE 高于煌上煌、周黑鸭



资料来源: 各公司年报, 招股说明书, 国元证券研究所

资料来源: Wind, 国元证券研究所

### 1.3 首发股权激励计划覆盖人员众多, 健全长效激励制度

为进一步健全公司激励约束机制, 调动工作人员积极性, 公司于 2021 年 1 月 28 日首次实施股权激励计划, 以 2020 年营收为锚, 设定考核目标: 2021-2023 年营收增长率分别不低于 25/50/80%, 即同比上一年增速分别不低于 25/20/20%。于 3 月 9 日和 11 月 29 日完成首次授予及预留授予, 授予对象为 2 名高管及 122 名核心员工, 共授予 608.63 万股。本次股权激励涉及人员众多, 业绩增长率考核目标高于公司历史业绩, 彰显公司发展决心, 截止 2021 年三季度, 公司营收同比增长 24.76%, 全年有望达成目标, 股权激励初见成效。

表 1：股权激励计划业绩考核目标

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

资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 2：计划授予激励对象及分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票	占授予限制性股票	占本计划公告日股
		数量（万股）	总数的比例	本总额的比例
彭刚毅	副总经理、董事会秘书	14.00	2.30%	0.02%
王志华	财务总监	13.10	2.15%	0.02%
核心员工（122 人）		532.70	87.52%	0.88%
预留		48.83	8.02%	0.08%
合计		608.63	100.00%	1.00%

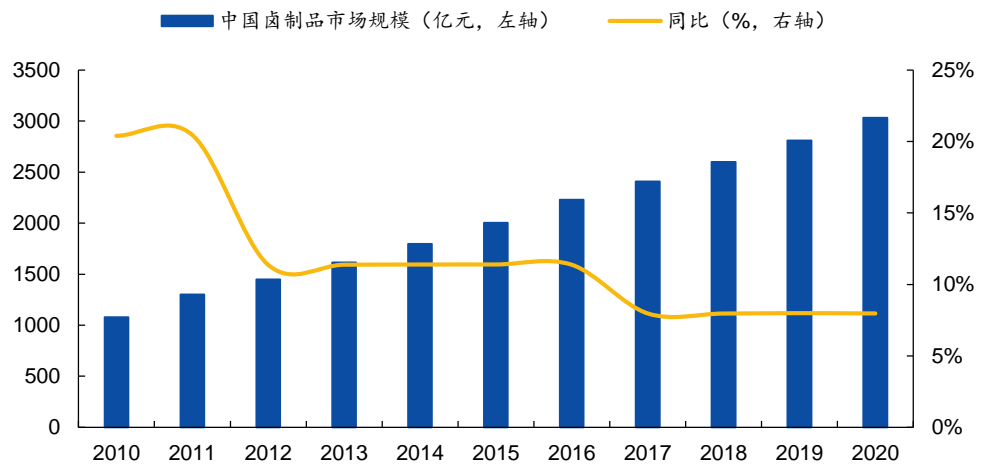
资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 2. 休闲卤味食品市场大增速快，分散的行业格局正加速整合

### 2.1 休闲卤味增速领跑，市场空间广阔

中国卤制食品市场沉淀良久，规模逐年增长。卤制食品是指以家禽、家畜、蔬菜等为主要原料，加入姜蒜盐醋等调味品以及香辛料，加水煮沸制成的食品，具有“色、香、味、型”俱全的特点，是中国传统美食的重要组成部分。卤制食品在中国发展历史悠久，孕育出川卤、湖北卤菜、湖南卤味等风味，具有深厚的文化沉淀，消费基础稳定。2020 年卤制食品市场规模已经达到 3033 亿元，同比增长 7.97%，2010-2020 年间复合增速达到 10.88%。

图 12：2020 年卤制食品市场规模达到 3033 亿元



资料来源：公司年报，国元证券研究所

**卤制食品消费场景从餐桌扩展至休闲场合。**卤制食品可进一步分为佐餐卤制食品和休闲卤制食品。佐餐卤制品定位为伴酒、下饭菜，以家庭消费为主，被视为菜肴，其店面选址多靠近农贸市场、社区等，佐餐卤制食品口味通常具有地域性特点，不同地域间的产品具有差异化，连锁化率低，个体经营与品牌连锁并存等特点。基于消费场景多元化发展，卤制食品消费逐渐从佐餐用途延展至休闲零食，休闲卤制食品消费场景除了正餐还包括社交、出游、办公等，店面多设在人流较旺地区，口味以辣为主，趋于一致，生产上采取标准化流程，能够更好实现品牌连锁化经营。

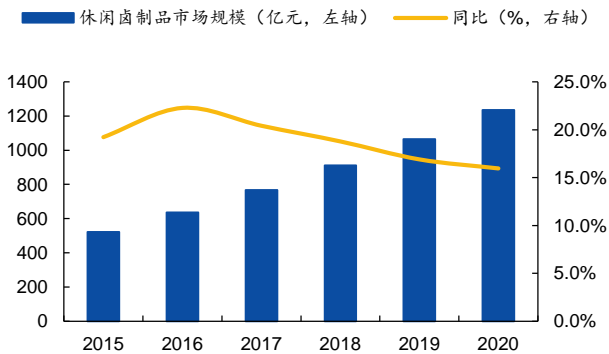
**表 3：佐餐卤制食品和休闲卤制食品各具特色**

项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	休闲、娱乐
消费特点	偏必需品，价格敏感度高	即食性、冲动性消费为主，价格敏感度低
消费人群	家庭成员为主	18~35岁青年为主，女性为主
产品形式	散装卤味为主	散装、锁鲜装、热卤现捞、长保包装
品牌连锁	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存	多为品牌连锁店经营
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流较旺地区（社区、商场、交通枢纽等）
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪蹄等为主，以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头等产品
产品特点	具备差异化、区域化特征	以辣味为主，风味同质化
代表品牌	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等	周黑鸭、绝味、煌上煌等

资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，国元证券研究所

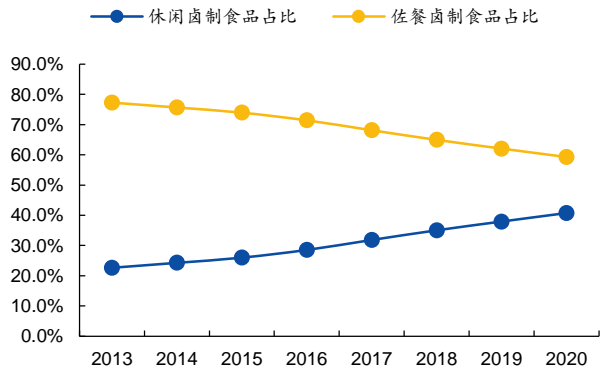
**休闲卤制食品加速扩容，占比持续提高。**伴随着中国居民人均可支配收入提高，消费模式从温饱转向享受型，增加了在休闲零食方面的支出，此外，冷链运输技术以及锁鲜盒等便携包装出现，也加速了休闲卤制食品行业的发展。2020年休闲卤制食品市场规模达到1235亿元，同比增长15.96%，2015-2020年CAGR达18.84%，显著高于卤制食品整体增速。休闲卤制食品和佐餐卤制食品之间的市场规模差距在逐年缩小，休闲卤制食品占比从2013年的23%上升至2020年的41%。

图 13: 休闲卤制食品规模快速增长



资料来源: 公司年报, 头豹研究院, 国元证券研究所

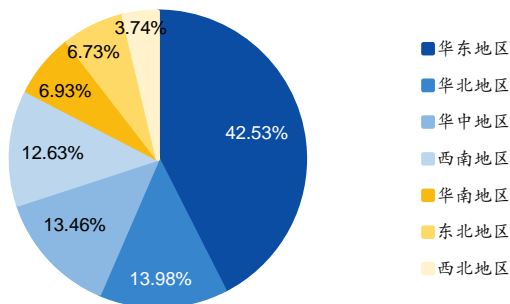
图 14: 休闲卤制食品占比不断提高



资料来源: 公司年报, 头豹研究院, 国元证券研究所

门店集中在经济发达地区，新一线城市门店最多。随着休闲卤制食品的发展，我国休闲卤味门店持续上涨，截止至 2021 年 10 月，门店数量达到 13.11 万家，分区域来看，华东地区经济较为发达，门店数量达到 5.57 万家，占比 42.53%，其次是华北、华中、西南地区占比均在 13% 左右；分城市来看，一二三线城市中，新一线城市门店数量最多，占比 36.74%，二三线城市次之。

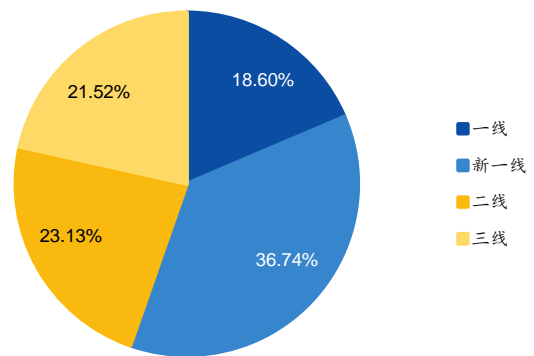
图 15: 华东地区休闲卤味门店占比 42.53%



资料来源: 网聚资本, 国元证券研究所

注: 数据统计截止至 2021 年 10 月

图 16: 新一线城市门店数量最多

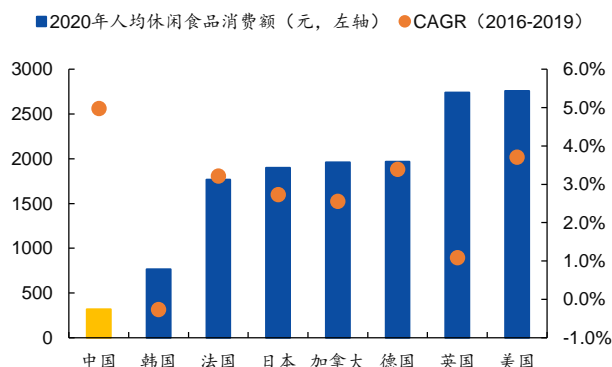


资料来源: 网聚资本, 国元证券研究所

注: 数据统计截止至 2021 年 10 月

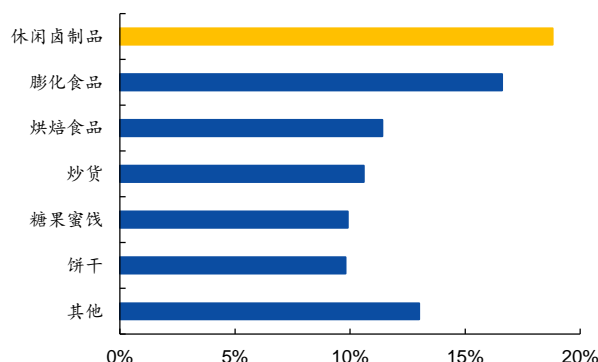
人均消费提升空间大，休闲卤制品有望继续扩容。根据 Euromonitor 数据统计，2020 年中国人均休闲食品消费额 318 元，显著低于韩国 (766 元)、日本 (1898 元)、英国 (2738 元)、美国 (2757 元) 等发达国家，伴随着我国居民可支配收入提高，增加休闲食品消费，除去 2020 年疫情影响，2016-2019 年复合增速达到 4.97%，高于其他发达国家，人均休闲食品消费额有望进一步提高。在细分类目中，休闲卤制品具有“成瘾性”、“购买频次高”的特点，2015-2020 年复合增速 18.8%，领先于坚果炒货、烘焙食品等品类。在冷链运输技术完善、物流网络布局全面、线上电商加速发展多重优势下，卤制品能够更快触及消费端，渗透低线城市，未来行业发展空间广阔。

图 17：中国人均休闲食品消费额显著低于发达国家



资料来源：Euromonitor，国元证券研究所

图 18：休闲卤制品 2015-2020 年复合增速领先

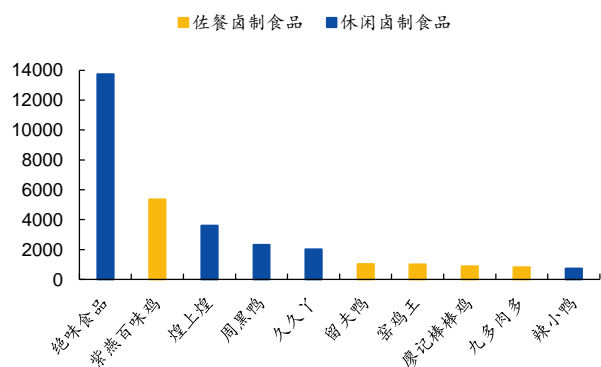


资料来源：煌上煌年报，国元证券研究所

## 2.2 竞争格局分散，品牌市占率提升空间大

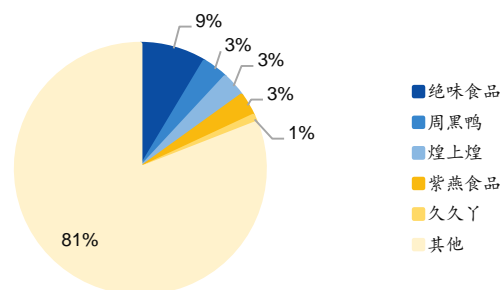
休闲卤制品行业进入门槛较低，目前格局仍然分散。根据窄门餐眼统计门店数据，目前国内休闲卤制品行业中，“鸭脖”品类下品牌数量 38 个，“卤味熟食”品类下品牌数量高达 360 个，其中，绝味食品门店数量 13745 家，领先于其他品牌，成为唯一一家门店数量过万的卤制食品品牌。从市占率上看，目前市场格局分散，夫妻店及小品牌仍占绝大多数份额，2020 年中国休闲卤制食品 CR5 仅 19.2%，绝味食品、周黑鸭、煌上煌分别占比 8.6%、3.3%、3.2%，位列第一梯队。

图 19：绝味食品门店数量领先



资料来源：窄门餐眼，国元证券研究所

图 20：休闲卤制食品市场格局分散



资料来源：公司年报，国元证券研究所

注：数据统计日期截至至 2021 年 12 月

全国性连锁品牌竞争力持续凸显，疫情之下逆势开店推动行业集中度提升。休闲卤制食品经营模式分为小作坊、区域性连锁品牌、全国性连锁品牌三种模式，小作坊即夫妻店模式，分布广泛并占据行业大比例份额，但在产品端存在品种少、品控差等特点，销售半径有限。区域性连锁品牌是全国性连锁品牌发展初期形态，生产规模及品牌影响力都逊色于全国性连锁品牌，竞争力较弱。在消费者日益重视食品安全和健康前提下，全国性连锁品牌凭借高度自动化生产保证食品安全，享有较高知名度，更易取得消费者信赖，优胜劣汰机制下，小作坊及区域性连锁品牌或被淘汰，全国性连锁品牌市占率将进一步提高。2020 年受疫情影响，线下门店营收承压，头部品牌资金雄厚，规模效应下抗压能

力强，逆市加快展店步伐，挤占市场份额，2020年绝味食品、煌上煌、周黑鸭分别净增门店1445、921、454家，市场集中度向连锁化品牌加速整合。

**表4：全国性连锁品牌享有更高的知名度及品控能力**

经营模式	特点	局限
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
区域性连锁品牌	中等规模，集中加工生产	规模化产能有限
全国性连锁品牌	品牌知名度高、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	投入资金大

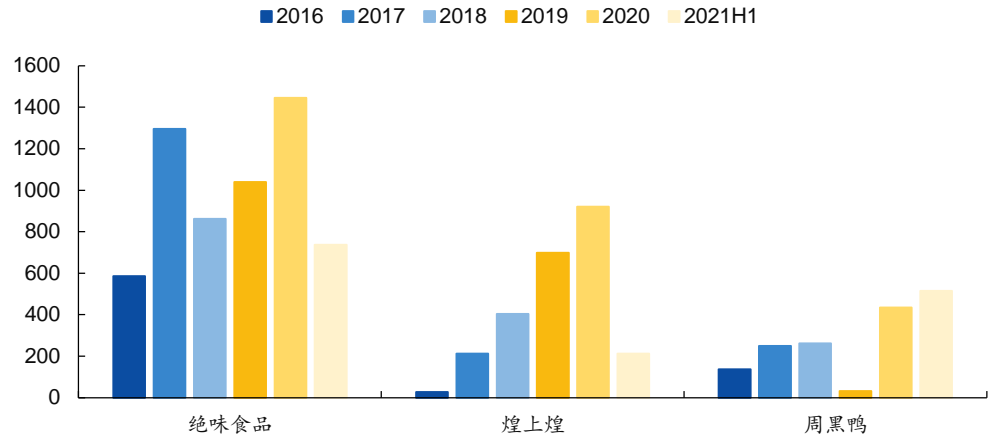
资料来源：绝味食品招股说明书，国元证券研究所

**表5：上市卤制食品企业对比**

	周黑鸭	绝味食品	煌上煌	紫燕食品
2021H1 营收规模 (亿元)	14.53	31.44	14.07	14.05
品牌定位	休闲卤制食品	休闲卤制食品	休闲卤制食品	佐餐为主，休闲为辅
主要产品	卤鸭、鸭副产品及其他	鸭脖、鸭掌等卤制鸭副产品及其他	鸭、鸡等酱卤肉制品及米制品	夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡等
口味	“甜辣”为主	“麻辣”为主	“酱香”和“香辣”为主	川卤口味为基础，揉合粤、湘、鲁众味
产品包装	锁鲜装	散装	散装	散装
生产模式	中央工厂+全国冷链配送	区域生产基地统一采购并生产	区域生产基地统一采购并生产	区域中心工厂集中生产+全国配送
工厂分布	湖南、河北、广东等五大生产基地	辐射全国的21个生产基地	江西、河南等六大生产基地	济南、武汉等五个生产基地
销售模式	直营为主，线上专卖店、特许经营为辅	直营连锁为引导，加盟连锁为主体	直营连锁、特许经营连锁和经销商	以经销为主的连锁经营模式
主要销售区域	华中地区	全国	江西、浙江、广东	华东地区
2021H1 门店数量	2270	13136	4840	4750

资料来源：各公司年报，招股说明书，国元证券研究所

图 21：疫情下头部品牌加速展店



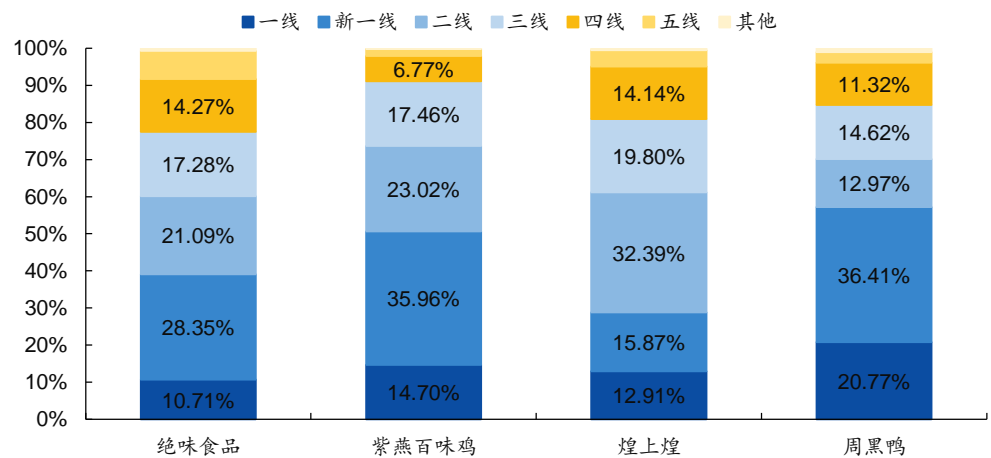
资料来源：各公司年报，招股说明书，国元证券研究所

### 3. 鸭脖主业继续拓店扩大竞争优势，美食生态大力孵化构筑新曲线

#### 3.1 门店与供应链网络相辅相成，长期竞争优势有望继续扩大

抢先卡位优质地段以建立先发优势，不断提升加盟商管理构筑利益共同体。截至 2021 年 H1，绝味食品门店数量已达 1.3 万家，而同期煌上煌和紫燕食品门店数量不足 5000 家，周黑鸭门店数仅有 1300 余家。相比之下，绝味的门店数量更为庞大且门店分布更为均匀，使得公司得以抢先卡位优质地段的门店资源，同时更好地与遍布全国的生产基地结合形成规模效应。公司在快速拓店的同时，非常重视对加盟商的管理与培训。虽然绝味门店数量持续增长，但加盟商数量从 2016 年的 3762 家下降至目前的 3000 余家，单个加盟商的体量更大，辐射范围更广。

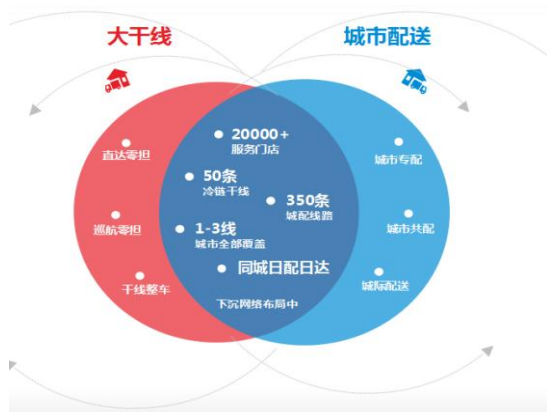
图 22：绝味的门店分布更为均匀



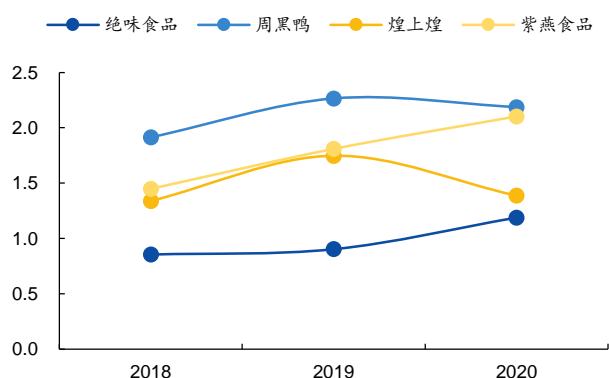
资料来源：窄门餐眼，国元证券研究所

全国化生产基地布局保证产品新鲜度，供应链优势已开始凸显。绝味食品门店密度的不断提升为生产基地的就近布局提供支撑，而后者又反过来保障门店产品的新鲜度。公司围绕“紧靠销售网点、快捷生产供应、最大程度保鲜”的战略，已建立起近 20 个生产基地，以 300-500 公里为半径向周边地区辐射，同时成立“绝配供应链”，搭建“50 条大干线+350 条城市配送线”运输网络，实现“冷链生鲜，日配到店”。2020 年，绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品单位销量运输费用分别为 1.19/2.19/1.39/2.10 元/千克，绝味的供应链优势已开始显现。

图 23: 绝配运输网络覆盖 1-3 线城市全部城市，同城日配日达 图 24: 绝味食品单位运输费用低于其他品牌（元/千克）



资料来源：绝配供应链公众号



资料来源：各公司年报，招股说明书，国元证券研究所

图 25: 绝味食品生产基地多于煌上煌、周黑鸭



资料来源：公司年报，国元证券研究所

**募资扩产，保障供应。**截止 2020 年末，公司鲜货产品产能 14.53 万吨，综合产能利用率 87%，上海、江苏、广东等地产能利用率超过 80%，部分地区超过 100%，鉴于公司正处于加速扩店、深度布局时期，公司拟通过非公开发行股票募集资金 24 亿元用于广东、江苏、广西等地的卤制肉制品及副产品加工建设项目，设计产能 16 万吨，建成后将提高公司供应能力，继续发挥规模效应优势，增强公司与上游供应商议价能力，从而提高市场份额。2021 年以天津生产基地为代表的全国领先数字化、智能化第四代自动化工厂投产，开始布局“工业 4.0”，全面提高工厂智能化水平，降低人工成本。

**表 6: 公司拟通过定增扩产 16 万吨**

序号	项目	产能 (万吨)	计划投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 投资额 (亿元)	建设周期 (月)	内部收益率	静态回收期 (年)
1	广东阿华食品有限责任公司	6.57	8.63	8.63	36	22.01%	7.23
2	江苏阿惠食品有限公司	3.00	5.18	5.18	30	23.17%	6.36
3	广西阿秀食品有限责任公司	2.50	4.44	4.44	36	20.77%	7.51
4	盘山阿妙食品有限公司	1.30	2.54	2.46	36	17.71%	7.95
5	湖南阿瑞食品有限公司	1.00	1.64	1.62	30	20.18%	7.19
6	四川阿宁食品有限公司	1.63	1.71	1.52	12	18.85%	6.39
合计		16.00	24.13	23.84	30	20.45%	7.11

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

### 3.2 鸭脖开店空间仍大, 年轻化与多渠道助力传统主业增长

#### 3.2.1 下沉市场或带来万店增量空间, 绝味鸭脖理论门店数量超 2.1 万家

中长期看, 绝味鸭脖门店数量有望突破 2 万家。考虑到门店选址主要在城镇, 计算门店密度时采用城镇人口数据, 我们认为公司创始地湖南市场发展较为成熟, 门店密度相对较高, 以 2020 年湖南省城镇居民人均可支配收入为基准测算其他区域市场发展至成熟时所能达到的理论门店数量。假设人均可支配收入不变时, 测算全国理论门店数量将达到约 2.1 万家, 2017 年后公司年均净开店数量 1000 家以上, 若以该速度继续扩张, 理论门店数量将支持公司未来 4-7 年的扩店计划。根据国家统计局公开数据, 我国人均 GDP 及人均可支配收入仍在持续增长, 2016-2021 年 CAGR 分别为 7.12%、8.53%, 若考虑人均可支配收入的增长, 理论门店数量将超过 2.1 万家, 截至 2021 年 12 月, 公司门店数量超过 1.3 万家, 远未触及天花板。

**表 7: 当前收入水平下测算绝味理论门店数量可达 2.1 万家**

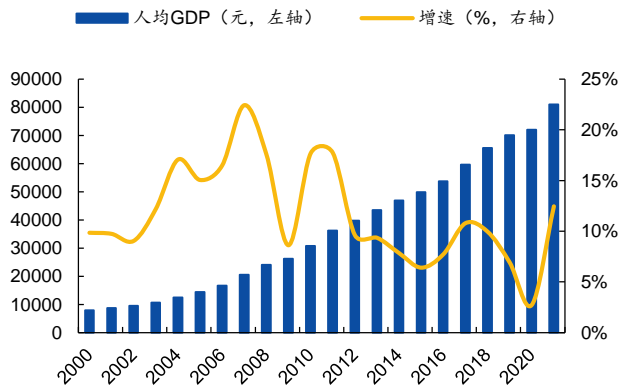
省份	门店数量	城镇人口 (万人)	城镇居民人均可 支配收入 (元)	门店密度 (家/万人)		理论门店数量
				2021	测算	
北京	429	1916	81518	0.22	0.39	748
天津	296	1175	51486	0.25	0.25	296
河北	332	4484	39791	0.07	0.19	854
内蒙古	207	1622	44377	0.13	0.21	345
山西	408	2183	37433	0.19	0.19	408
吉林	100	1503	35646	0.07	0.17	257
黑龙江	169	2080	33646	0.08	0.16	335
辽宁	484	3070	43051	0.16	0.21	633
上海	470	2222	82429	0.21	0.39	877
浙江	815	4668	68487	0.17	0.33	1531
江苏	923	6226	57743	0.15	0.28	1722
安徽	456	3561	43009	0.13	0.21	733
山东	789	6409	47066	0.12	0.23	1444
福建	295	2861	51140	0.10	0.24	701
江西	715	2731	41684	0.26	0.26	715

广东	1173	9361	54854	0.13	0.26	2459
广西	497	2721	38530	0.18	0.18	502
海南	173	610	40213	0.28	0.28	173
河南	701	5510	37095	0.13	0.18	979
湖北	496	3632	40278	0.14	0.19	701
<b>湖南</b>	<b>839</b>	<b>3905</b>	<b>44866</b>	<b>0.21</b>	<b>0.21</b>	<b>839</b>
四川	603	4749	41444	0.13	0.20	942
重庆	533	2229	43502	0.24	0.24	533
贵州	372	2051	39211	0.18	0.19	385
云南	413	2363	40905	0.17	0.20	463
西藏	23	130	46503	0.18	0.22	29
宁夏	26	468	38291	0.06	0.18	86
青海	40	356	37745	0.11	0.18	64
甘肃	212	1306	36187	0.16	0.17	226
新疆	63	1464	37642	0.04	0.18	264
陕西	693	2478	40713	0.28	0.28	693
<b>全国</b>	<b>13745</b>	<b>90220</b>	<b>43504</b>	<b>0.15</b>	<b>0.23</b>	<b>20937</b>

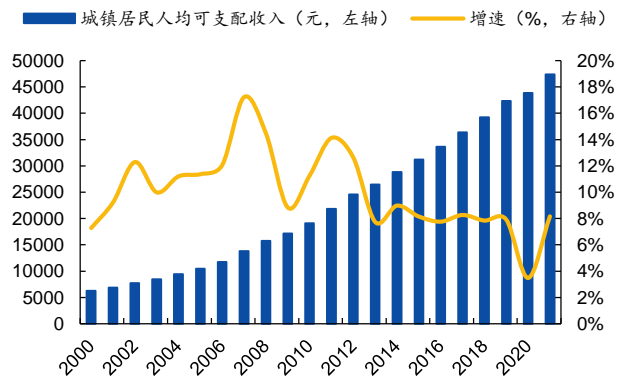
资料来源：国家统计局，窄门餐眼，国元证券研究所

图 26：2016-2021 年人均 GDP 复合增速 7.12%

图 27：2016-2021 年城镇居民人均可支配收入复合增速 8.53%



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

低线城市蕴含较大增长潜力，启动“星火燎原”创业计划助力员工开店。绝味食品在战略上继续推出“深度覆盖，渠道精耕”，提高一二线城市开店密度并开拓低线城市市场。2021年12月，公司启动“星火燎原”内部员工开店创业扶持计划，给予符合要求的现有门店店员“门店店招、冷藏展示柜全补”等政策支持，减免金额超过3.6万元，初始自有投资金额低至2.1万元，计划2022年扶持1000+员工创业，进一步扩大门店版图。随着可支配收入增长和消费能力增强，低线城市和小镇青年或成为新的消费增长引擎，餐饮连锁门店有着标准化程度高，可复制性强，准入门槛低等优势，受到投资者青睐，2021年餐饮行业加盟投资者主要分布在二线以下城市。休闲卤味门店增速上，三线城市要高于一二线城市。低线城市潜在增长空间大，公司适当加快扩张节奏，将支撑业绩继续增

长。

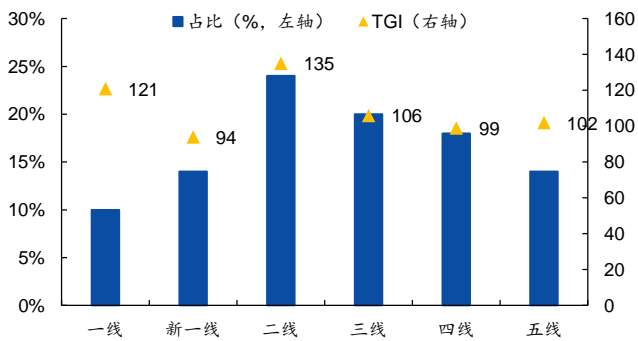
表 8：“星火燎原”计划预计减免投资金额 3.6 万元以上

	政策支持	减免前 (万元)	减免后 (万元)	准入条件
门店店招	全补	1.0	0.0	
冷藏展示柜	全补	1.0	0.0	1、原籍或常住地在县级或乡镇级区域；2、现有工作门店
运营资金	予以低息贷款	5.0	5.0	销售提升 5%及以上；3、有符合要求的点位；4、有继任店员补位。
装修费	定向补贴 50%	2.0	1.0	
加盟费	专项政策优惠 50%	1.2	0.6	
保证金	后期可返还	0.5	0.5	
合计		10.7	7.1	

资料来源：绝味公众号，国元证券研究所

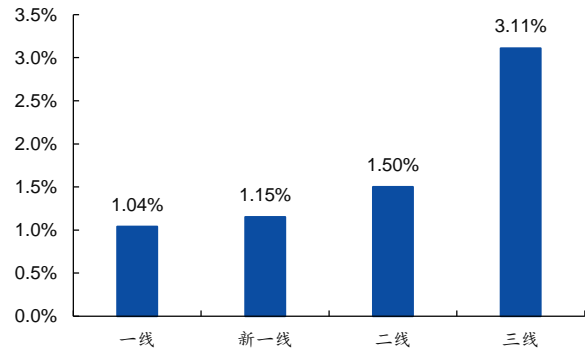
注：按湖南县级市门店测算

图 28：餐饮加盟投资市场向二线以下城市转移



资料来源：中国连锁经营协会，国元证券研究所

图 29：三线城市休闲卤味门店增速快于一二线城市



资料来源：网聚资本，国元证券研究所

注：TGI 为目标群体在特定指标上偏强或偏弱的指数，用于反映目标群体的特征

### 3.2.2 品牌定位年轻化，丰富线上销售渠道以提升单店营收

**品牌年轻化，精准引流增加单店营收。**随着用户人群的年轻化，终端消费呈现“流量去中心化、场景多元化、体验交互化”的特点，2021 年公司与元气森林、雪花勇闯天涯啤酒跨界联名，增加品牌曝光度；与“年轻生活方式分享平台”——小红书合作推出新品“小红鸭摇摇杯”，以东南亚风味进行差异化营销；欧洲杯期间公司推出“冠军套餐”及“啃定赢”促销活动，借力重大体育赛事投放快闪店进行精准营销；推出周边产品，引导网络端用户到店消费。公司战略上以品牌年轻化为目标，注重用户交互体验，针对性的进行产品创新及营销迎合消费端需求，提高品牌影响力，进而增加单店营收。

图 30：多维营销，提高品牌影响力

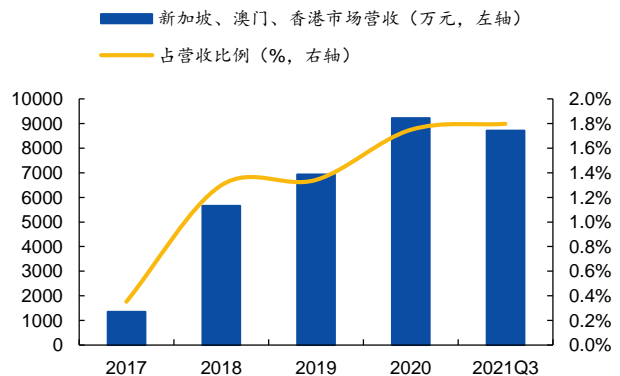
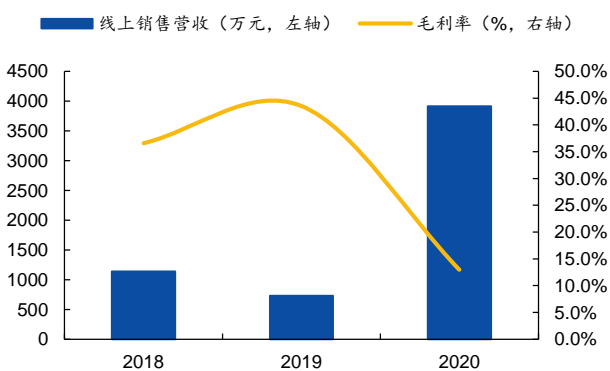


资料来源：官方公众号，官方微博，国元证券研究所

**拓宽国内销售渠道，探索海外市场。**公司基于门店布局，通过与美团外卖/饿了么等第三方平台合作、开通微信外卖小程序等方式，扩大线下门店服务半径，增加单店营收；顺应电商发展潮流，公司在淘宝、京东开设旗舰店，2020 年疫情期间，公司线上销售 3910.66 万元，同比增长 436.17%；此外，公司自 2017 年开始探索海外市场，已在加拿大、新加坡、日本设立工厂，2021 前三季度新加坡及港澳地区营收 8710.02 万元，同比增长 28.83%，占总营收比例持续上升。我们认为，公司丰富国内销售渠道、拓宽海外市场版图，将成为营收增长新动力。

图 31：疫情期间线上销售规模跃升

图 32：海外市场营收规模持续增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

### 3.3 大力孵化美食生态平台，开放供应链服务打造新增长曲线

依托鸭脖主业稳定的现金流和利润，公司加大产业投资力度，力求构建与现有业务协同发展的美食生态平台。公司围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”战略方针展开投资，依托于网聚资本及股权投资基金直接或间接投资了 50 多家企业，以卤味为核心，不断探索

调味品、餐饮、基础设施等不同领域，大部分企业处于战略投资或 A 轮融资阶段，公司较早入股，通过自身管理经验及优势帮助具有发展潜力的优秀企业实现业绩增长。

**表 9：公司通过网聚资本及基金布局卤味、调味品、餐饮、基础设施赛道**

赛道	被投资企业名称	融资轮次	品牌	备注	绝味持股比例
卤味	武汉零点绿色食品股份有限公司	-	精武鸭脖	集卤味全渠道销售的休闲卤味小吃零食企业	48.31%
	江苏满贯食品有限公司	-	阿满百香鸡	主打以夫妻肺片、百香鸡为主的佐餐卤制食品	41.67%
	长沙颜家食品销售有限公司	天使轮	颜家辣酱鸭	酱卤食品零售品牌	40.78%
	廖记食品连锁股份有限公司	-	廖记棒棒鸡	佐餐卤味+串串，全国性熟食连锁品牌	35.24%
	长沙市拿云餐饮管理有限公司	A 轮	盛香亭	全国第一家聚焦热卤、鲜卤的轻餐品牌	23.03%
	江苏卤江南食品有限公司	战略融资	卤江南食品	连锁卤制食品品牌	13.98%
	福州舞爪食品有限公司	A 轮	舞爪食品	卤味连锁品牌，以线下连锁实体店的方式运营	8.46%
	么麻子食品股份有限公司	A 轮	么麻子	藤椒油等调味油及复合调味料	17.12%
	江苏美鑫食品科技有限公司	A 轮	美鑫食品	主要产品为火锅底料、调味料（品）、酱料等	10.90%
	长沙彩云农副产品有限公司	-	-	天然香辛料研发、生产与销售	10.13%
调味品	四川老坛子食品有限公司	-	-	主营高品质泡菜和标准化川味调料	8.02%
	郑州雪麦龙食品香料有限公司	-	雪麦龙食品	食用香精香料生产商	6.53%
	广汉市迈德乐食品有限公司	-	森态牛油	专业研发、生产和销售清真火锅牛油	3.27%
	湖南佳元禄食品有限公司	战略融资	味远红芳	全球连锁餐饮定制调料味道设计师	0.81%
	江苏和府餐饮管理有限公司	E 轮	和府捞面	面食餐饮	23.78%
	上海楠雨餐饮管理有限公司	A 轮	小蛮椒	连锁麻辣烫品牌	16.33%
	北京很久以前餐饮管理有限公司	B 轮	很久以前羊肉串	烧烤餐饮品牌，主营中式烧烤	10.41%
	福建淳百味餐饮发展有限公司	-	淳百味	沙县小吃连锁经营品牌	10.00%
	福州市秘觉网络技术有限公司	天使轮	秘觉外卖	以互联网、手机端为依托的网络连锁餐饮公司	9.84%
	澳煌（上海）智能科技有限公司	B 轮	开心丽果	鲜榨果蔬汁品牌	9.06%
餐饮	龙井市丰茂餐饮发展有限公司	-	丰茂烤串	连锁烧烤品牌，专注烤串 26 年	8.76%
	上海斌亨餐饮管理有限公司	战略融资	蜀地冒菜	全国性连锁冒菜品牌	7.87%
	桂林三养胶麦生态食疗产业有限责任公司	-	三养胶麦	快消食品研发商	7.47%
	天津七惑和他的朋友餐饮管理有限公司	A 轮	犟骨头	中式快餐连锁品牌	6.56%
	无锡恩多寿司餐饮管理有限公司	-	N 多寿司	拥有 N 多寿司、龙田料理美术馆等时尚餐饮品牌	6.56%
	浏阳市蒸浏记蒸菜文化有限公司	战略融资	蒸浏记	蒸菜餐饮连锁品牌	6.05%
	杭州慕玛餐饮管理有限公司	战略融资	mua pizza	从事披萨制作、外送服务	5.56%
	湖南绿叶水果有限公司	天使轮	绿叶水果	种植、批发、零售一体化的水果供应链平台企业	4.83%
	北京龙悦餐饮管理有限公司	A 轮	醉面	连锁面馆，主要产品招牌肉酱面等特色面食	4.39%
	天津祥辉餐饮管理有限公司	-	杨记兴	徽乡土菜餐饮连锁品牌	4.38%
深圳市君业至臻餐饮管理有限公司	-	港岛记	快餐连锁	4.38%	
上海永塾堂餐饮管理有限公司	-	泉鲤章鱼烧	主营日式餐饮	3.33%	
长沙市香他她餐饮管理有限公司	天使轮	香他她	煲仔饭餐饮品牌	3.28%	
深圳亚米餐饮管理有限公司	战略融资	姚酸菜鱼	酸菜鱼餐饮品牌运营商	2.01%	
四川王家渡食品有限公司	A 轮	王家渡	主打肉制品及以麻辣香锅为代表的调料。	1.00%	
北京霸蛮天下科技有限公司	C 轮	霸蛮	集“堂食+外卖+小吃外带+零售分销+电商运营”于一体的米粉品牌	0.16%	

行业基础设施	青岛干净么检测有限责任公司	-	-	第三方检测机构	26.87%
	内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司	已退市	-	肉鸭养殖及加工企业	24.17%
	江西阿南物流有限公司	-	阿南物流	冷链物流服务提供商	20.00%
	江西鲜配物流有限公司	-	-	冷链物流服务提供商	10.00%
	武汉白洞信息技术有限公司	-	白洞科技	专业供应链系统服务商	9.84%
	北京窄门信息技术有限公司	A 轮	窄门学社	餐饮产业垂直生态平台，专注餐饮大数据分析等	9.33%
	北京快行线冷链物流有限公司	A 轮	快行线	第三方冷链物流解决方案提供商及运营商	6.46%
	成都万数光合信息科技有限公司	战略融资	章鱼小数据	专注餐饮大数据商业应用服务	6.01%
	味可拓(天津)餐饮管理有限公司	-	味可拓	全产业链服务平台	4.38%
	武汉食和岛网络科技有限公司	天使轮	食和岛科技	致力于食材展览，服务于食材流通	4.00%
	郑州千味央厨食品股份有限公司	001215.SZ	千味央厨	为餐饮、酒店、团体食堂提供全面供应解决方案	3.85%
	上海孔匠餐饮设备有限公司	-	-	专注高端铁板烧设备、智能烤鱼炉设备的生产研发	3.33%
	深圳市餐北斗供应链管理有限公司	C 轮	餐北斗	餐饮物流供应链服务提供商	1.51%

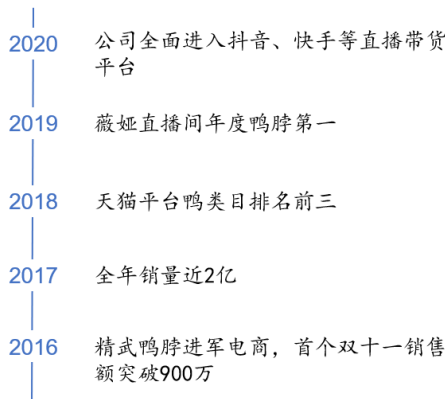
资料来源：企查查，企业官网，国元证券研究所

注：截止日期 2021 年 12 月 31 日

卤味赛道中，“精武鸭脖”自 2016 年开始进军电商，主营线上休闲卤味，在 2019 年薇娅直播间获鸭脖年度第一，2020 年公司对其进行增资成为公司控股子公司，从战略、组织、人才、资源等方面给予武汉零点赋能，定位为公司线上销售重点品牌，补充现有渠道与产品序列。“阿满百香鸡”与“廖记棒棒鸡”第一大股东均为绝味食品，前者系吉林阿满与公司共同打造，后者为公司通过投资基金间接持有，二者均为佐餐卤制食品，阿满百香鸡立足于南京，依托两大母公司丰富的产品线和强大的供应链优势门店快速增长，近一年门店破百家，计划未来 3 年内开店 2000 家，廖记棒棒鸡在西南地区享有较高知名度，在全国拥有 900 多家门店，成为区域领先品牌，二者与公司休闲卤制产品形成互补。佐餐卤味和休闲卤味在产品定位、消费人群、消费特点上存在较大差异，休闲卤味门店和渠道模式不能完全适用于佐餐卤味，佐餐卤味市场较休闲卤味规模更大且分散，未来佐餐卤味发展值得关注。

图 33：精武鸭脖具备线上销售优势

图 34：廖记棒棒鸡始于成都，放眼全国



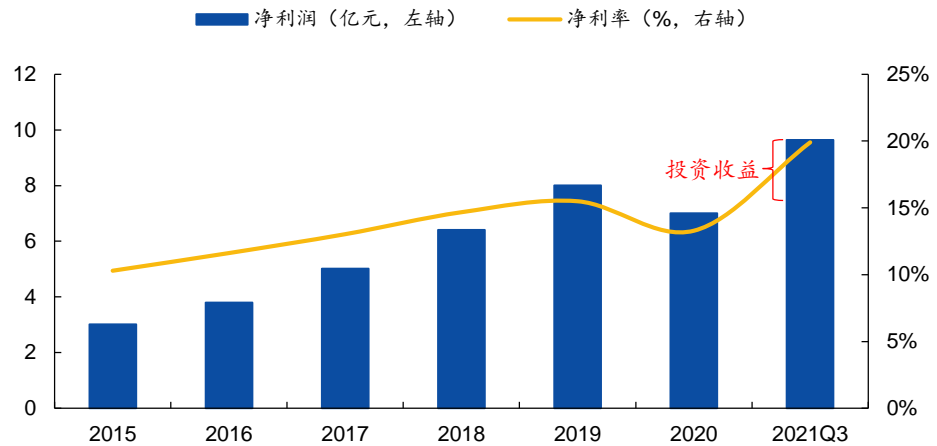
资料来源：精武鸭脖官网，国元证券研究所

资料来源：廖记棒棒鸡官网

网聚资本逐步迎来收获期，投资变现带动利润高增长。2021 年 Q3，绝味转让和府捞面部分股权以及千味央厨上市共贡献了 2.1 亿元的投资收益，从而带动公司前三季度净利

润同比大增 85.39%。此外，公司持股分别达 17.12%和 23.78%的调味品“么麻子”和连锁面食餐饮“和府捞面”正筹备上市，预计上市后将为公司贡献可观的利润。除了财务投资收益，我们更期待未来公司成功打造起相互协作的美食平台，从而突破鸭脖主业瓶颈，丰富业务矩阵。

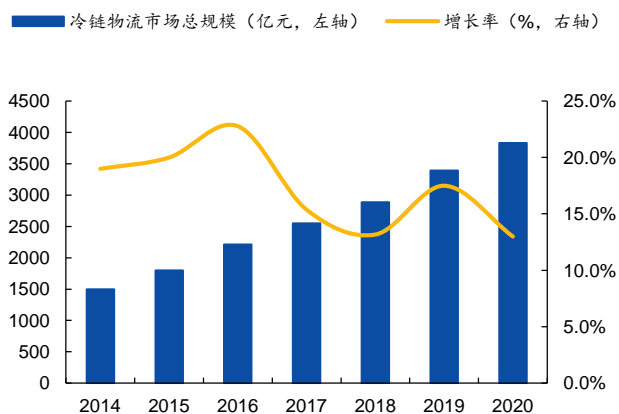
图 35：投资收益增长推动净利润大幅上升



资料来源：公司公告，国元证券研究所

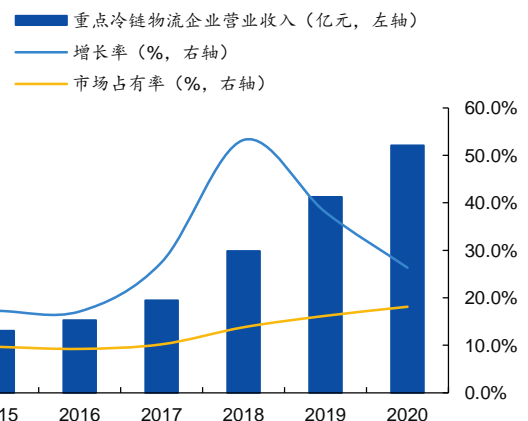
**冷链物流市场规模不断扩大，政策利好行业迎黄金发展时期。**伴随我国肉类、蔬果、速冻食品、等冷链产品市场需求增长，“生鲜电商+冷链宅配”、“中央厨房+食材冷链配送”等新业态普及，冷链物流市场规模快速增长，2020 市场规模达到 3832 亿元，同比增长 13%，其中前 100 家重点企业的营收规模不断扩大，2020 年合计收入 694.7 亿元，同比增长 26.36%，市占率从 2015 年的 9.66%提高至 2020 年 18.13%，但仍难以有效满足市场需求。2021 年国家高度重视冷链物流发展，据中物联冷链委不完全统计，国家层面出台冷链物流相关政策 69 项，多维度推动行业发展，并在 2021 年年度出台《“十四五”冷链物流发展规划》，促进冷链物流高质量发展，冷链行业迎来快速发展的“黄金十年”。

图 36：2014-2020 年冷链物流市场规模快速增长



资料来源：中物联冷链委，国元证券研究所

图 37：重点企业规模不断扩大，市占率逐渐提高

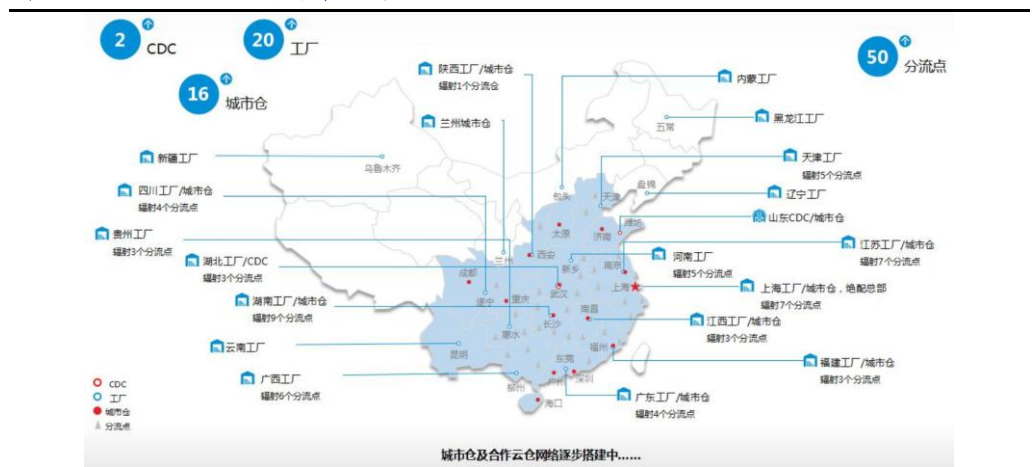


资料来源：中物联冷链委，国元证券研究所

**绝配供应链为全国 Top30 冷链物流企业，开放对外服务构筑新增长曲线。**公司旗下绝配

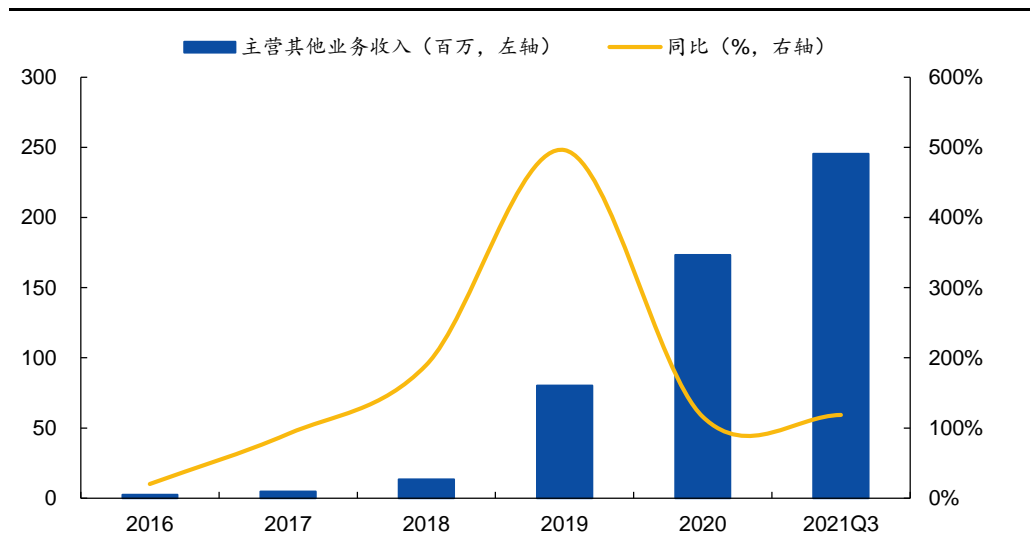
供应坐拥 6 万吨大型冷库、36 个主要城市仓储及 50 个城市分流点，500 条城市生鲜日配日达线路，形成强大运输网络，致力于为餐饮、零售生鲜提供央厨产业园、生鲜配送、低温仓储、城际运输、冷链运输、卤味代工等服务。连续两年荣获“中国冷链物流企业百强”称号，成为冷链物流重点企业，排名从 43 上市至 27，根据中物联冷链委统计，2020 年前 30 名重点冷链物流企业营收 567.53 亿元，占重点企业总营收 81.69%，呈明显头部集聚效应，前 30 名营收同比增长 33.02%，侧面反映绝配供应链业务快速增长。公司主营其他业务中包括绝配供应链、卤味代工、屠宰业务等，绝配供应链为主要营收来源，自绝配供应链 2018 年成立以来，主营其他业务收入规模突飞猛进，2021Q3 收入 2.45 亿元，同比增长 118.65%。截止目前绝配合作对象除绝味食品之外，亦对美食生态圈及外部商家开放，服务客户包括幸福西饼、盛香亭、喜姐炸串、乡村基、巴比馒头等 60 多家，以期实现“共生、共创、共赢”，铸就企业新增长曲线。

图 38：绝配供应链仓储遍布全国



资料来源：绝配供应链官网

图 39：公司主营其他业务营收快速增长



资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：公司主营其他业务包括绝配供应链、卤味代工、屠宰业务等

## 4. 盈利预测与估值

绝味食品凭借加盟模式优势，成为卤制食品行业内首家门店过万企业，在门店数量、营收规模、供应链布局方面遥遥领先于同行，已经形成规模壁垒及供应链壁垒，除 2020 年受疫情影响外，业绩稳定增长，盈利能力高于同行。我们认为，绝味食品门店数量仍有增量空间，通过营销活动、拓宽销售渠道增加单店营收，同时公司对外投资美食生态圈，并将供应链优势对外赋能，形成“内生+外延”、“产业×资本”的战略增长双引擎。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 65.98/79.22/95.36 亿元，同比分别增长 25.05%/20.07%/20.37%，归母净利润为 10.23/11.65/13.91 亿元，对应 EPS 为 1.67/1.90/2.26 元，对应 PE 为 32/28/23X，首次覆盖并给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

	EPS (元)				PE (X)			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
周黑鸭	0.07	0.16	0.25	0.32	109.29	26.68	16.75	13.00
煌上煌	0.55	0.50	0.63	0.79	41.62	25.30	20.07	16.14
平均值					75.45	25.99	18.41	14.57
绝味食品	1.15	1.67	1.90	2.26	67.29	31.88	28.00	23.45

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：周黑鸭、煌上煌均使用 Wind 一致预期，数据截至日为 2022/3/1

## 5. 风险提示

上游原材料价格波动、门店扩张不及预期、食品安全问题等。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2470.95	2201.21	2628.59	3177.68	3859.24
现金	1602.49	1082.42	1353.55	1625.22	1956.30
应收账款	10.03	37.08	28.70	38.41	48.13
其他应收款	51.13	71.06	82.44	98.11	120.17
预付账款	98.50	113.47	143.25	170.34	209.73
存货	668.53	857.42	981.43	1206.03	1485.43
其他流动资产	40.27	39.75	39.22	39.58	39.49
<b>非流动资产</b>	2991.72	3721.11	4398.37	4636.63	4857.35
长期投资	1122.06	1558.01	2100.00	2200.00	2300.00
固定资产	1143.57	1345.20	1522.57	1697.13	1868.25
无形资产	197.34	212.73	221.98	229.77	235.48
其他非流动资产	528.75	605.17	553.82	509.73	453.62
<b>资产总计</b>	5462.67	5922.32	7026.95	7814.31	8716.60
<b>流动负债</b>	880.64	903.89	1297.12	1359.44	1378.69
短期借款	180.00	35.38	462.16	388.81	250.51
应付账款	310.54	432.39	462.98	581.86	717.27
其他流动负债	390.10	436.12	371.98	388.77	410.91
<b>非流动负债</b>	16.69	28.08	23.89	25.08	24.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	16.69	28.08	23.89	25.08	24.85
<b>负债合计</b>	897.34	931.97	1321.00	1384.53	1403.54
少数股东权益	-1.87	26.32	12.78	-2.35	-20.46
股本	608.63	608.63	614.22	614.22	614.22
资本公积	1558.09	1586.64	1586.64	1586.64	1586.64
留存收益	2394.16	2772.95	3491.99	4231.45	5133.34
归属母公司股东权益	4567.20	4964.02	5693.17	6432.13	7333.52
<b>负债和股东权益</b>	5462.67	5922.32	7026.95	7814.31	8716.60

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1027.81	915.70	889.58	1186.60	1388.87
净利润	790.94	692.46	1009.81	1150.27	1373.06
折旧摊销	129.76	154.39	186.13	216.94	248.37
财务费用	26.04	-8.22	4.58	14.66	3.28
投资损失	-48.99	100.52	-170.00	-100.00	-100.00
营运资金变动	114.41	-57.44	-0.66	-94.66	-137.34
其他经营现金流	15.65	33.98	-140.28	-0.61	1.49
<b>投资活动现金流</b>	-799.34	-931.73	-746.46	-400.49	-426.42
资本支出	523.88	372.79	309.50	329.50	349.50
长期投资	256.05	524.22	542.35	99.91	99.98
其他投资现金流	-19.41	-34.72	105.39	28.92	23.06
<b>筹资活动现金流</b>	668.81	-503.07	128.00	-514.45	-631.36
短期借款	-30.00	-144.62	426.78	-73.35	-138.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	198.63	0.00	5.59	0.00	0.00
资本公积增加	788.50	28.55	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-288.32	-387.00	-304.37	-441.10	-493.07
现金净增加额	899.23	-520.06	271.12	271.67	331.09

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	5171.96	5276.08	6597.62	7921.81	9535.64
营业成本	3416.10	3509.50	4405.69	5349.85	6523.93
营业税金及附加	41.19	39.95	52.56	62.07	74.71
营业费用	421.88	321.90	494.82	554.53	619.82
管理费用	294.13	331.59	428.85	475.31	553.07
研发费用	15.93	11.41	12.69	12.80	12.53
财务费用	26.04	-8.22	4.58	14.66	3.28
资产减值损失	-0.61	-25.79	1.15	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.99	-100.52	170.00	100.00	100.00
<b>营业利润</b>	1005.94	955.98	1377.19	1560.67	1856.91
营业外收入	52.80	29.54	15.00	25.00	35.00
营业外支出	8.83	14.52	12.00	8.00	4.00
<b>利润总额</b>	1049.91	970.99	1380.19	1577.67	1887.91
所得税	258.96	278.53	370.38	427.39	514.85
<b>净利润</b>	790.94	692.46	1009.81	1150.27	1373.06
少数股东损益	-10.26	-8.90	-13.54	-15.13	-18.11
<b>归属母公司净利润</b>	801.20	701.36	1023.35	1165.40	1391.17
EBITDA	1161.74	1102.15	1567.90	1792.26	2108.57
EPS (元)	1.32	1.15	1.67	1.90	2.26

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.41	2.01	25.05	20.07	20.37
营业利润(%)	21.11	-4.97	44.06	13.32	18.98
归属母公司净利润(%)	25.06	-12.46	45.91	13.88	19.37
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.95	33.48	33.22	32.47	31.58
净利率(%)	15.49	13.29	15.51	14.71	14.59
ROE(%)	17.54	14.13	17.98	18.12	18.97
ROIC(%)	41.08	28.28	39.82	41.50	44.73
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	16.43	15.74	18.80	17.72	16.10
净负债比率(%)	20.06	3.80	34.99	28.08	17.85
流动比率	2.81	2.44	2.03	2.34	2.80
速动比率	2.05	1.49	1.27	1.45	1.72
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.11	0.93	1.02	1.07	1.15
应收账款周转率	675.81	210.69	188.72	222.77	207.78
应付账款周转率	12.71	9.45	9.84	10.24	10.04
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.30	1.14	1.67	1.90	2.26
每股经营现金流(最新摊薄)	1.67	1.49	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	7.44	8.08	9.27	10.47	11.94
<b>估值比率</b>					
P/E	40.72	46.52	31.88	28.00	23.45
P/B	7.14	6.57	5.73	5.07	4.45
EV/EBITDA	25.69	27.08	19.03	16.65	14.15

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188