

603517.SH

增持

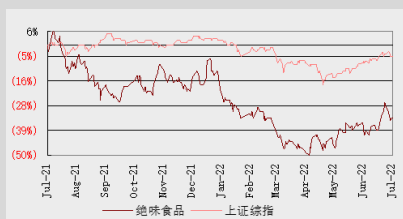
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 53.69

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 绝味食品深度报告。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(21.7)	(4.1)	23.7	(24.0)
相对上证指数	(9.4)	1.8	19.1	(16.0)

发行股数(百万)	615
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	32,999
3个月日均交易额(人民币 百万)	372
净负债比率(%) (2022E)	(9)
主要股东(%)	
上海聚成企业发展合伙企业(有限合伙)	34

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 8 月 2 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 休闲食品

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

绝味食品

门店快速扩张, 下沉低线市场, 布局轻餐饮龙头

绝味食品作为休闲卤制品龙头, 供应链及组织管理能力突出。公司发展战略清晰, 深耕鸭脖主业的同时围绕相关赛道布局轻餐饮产业链。公司短期业绩受疫情扰动承压, 但不改长期向好趋势。首次覆盖, 给予“增持”评级。

支撑评级的要点

- 休闲卤制品零售口径规模约 1300 亿元左右, 目前仍处于年均增长超过 10% 的上升阶段, 当前龙头企业集中度较低, 市占率仍有较大提升空间。休闲卤制品行业 CR5 合计市占率不到 20%。从企业扩张路径来看, 卤制品大多以鲜货产品为主, 因此对冷链运输、存储环境等标准化操作流程要求较高, 头部企业具备领先的运营能力, 在连锁模式下, 单店标准化助力休闲卤制品企业快速扩张。我们认为在疫情背景下, 行业加速洗牌, 龙头企业市占率仍有较大提升空间。
- 公司发展战略清晰, 内生、外延双向并进。(1) 鸭脖等休闲卤制品主业方面, 疫情背景下行业加速洗牌, 绝味逆势扩张, 短期目标是进一步提升公司的市占率和行业地位。公司规划 2022 年新增门店数量为 1000-1500 家, 同时开展“星火燎原计划”下沉三四线市场。从全国门店布局来看, 绝味 60% 的门店位于一二线城市, 门店密度相对饱和。考虑到三四线城市居民在休闲娱乐方面的消费接近一二线城市, 且房租低、坪效高, 所以公司开始着重布局低线市场。公司目前单店模型较为成熟, 可快速复制, 叠加强渠道管理能力及品牌效应, 我们预计 2022 年公司可超额完成开店目标, 全年开店数量在 1500 家以上。(2) 外延方面, 公司重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮等与公司核心战略密切相关的产业赛道进行投资, 采用直接投资+孵化探索的形式布局卤味相关标的, 有望成为公司新的增长点。目前公司在餐桌卤味前五名的公司中布局了 3 家。

估值

- 公司供应链及组织管理能力突出, 盈利能力水平远高于同行其他企业。短期业绩受疫情扰动承压, 下半年随着疫情防控政策不断优化, 消费场景复苏, 我们判断公司业绩将不断改善。预计 2022-2024 年公司营收分别为 72.9 亿元、87.7 亿元、102 亿元, 同比增 11%、20%、16%。归母净利润分别为 5.6 亿元、11.0 亿元、13.5 亿元, 同比-43%、97%、23%。EPS 分别为 0.91、1.79、2.20 元/股, 对应 PE 为 59、30、24 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

评级面临的主要风险

- 受疫情扰动较大, 终端需求疲软。门店增长低于预期, 三四线城市开拓进展不顺。原材料价格上涨, 成本端承压。食品安全问题。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	5,276	6,549	7,289	8,769	10,203
变动(%)	2	24	11	20	16
净利润(人民币 百万)	701	981	559	1,102	1,352
全面摊薄每股收益(人民币)	1.140	1.595	0.909	1.792	2.199
变动(%)	(12.5)	39.9	(43.0)	97.1	22.7
全面摊薄市盈率(倍)	47.1	33.7	59.1	30.0	24.4
价格/每股现金流量(倍)	45.3	29.5	32.9	23.4	18.9
每股现金流量(人民币)	1.18	1.82	1.63	2.30	2.84
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.8	26.2	42.3	21.1	16.9
每股股息(人民币)	0.530	0.499	0.364	0.681	0.770
股息率(%)	1.0	0.9	0.7	1.3	1.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

卤制品行业景气度高，龙头市占率低.....	5
休闲卤制品行业保持高度景气，未来仍有较大扩容空间.....	5
单店标准化助力休闲卤制品企业快速扩张.....	6
疫情背景下行业加速洗牌，龙头企业逆势扩张，进攻优于防守.....	9
公司概况：休闲卤制品龙头，激励机制完善.....	11
依托强大的供应链体系，深耕休闲卤制品主业.....	13
上游：公司通过规模集采提升议价能力，与原材料供应商建立长期稳定的合作关系.....	13
中游：完善的供应链体系构建了快捷、高效、低成本的核心竞争力.....	14
下游：“三维一体”连锁加盟管理体系.....	16
产融结合，探索新业态，构建第二增长曲线.....	21
盈利预测与投资评级.....	24
风险提示.....	25

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 15-21 年中国卤制品市场规模 CAGR 为 8.7%.....	5
图表 2. 15-21 年中国休闲卤制品市场规模 CAGR 为 16.7%.....	5
图表 3. 佐餐卤制品与休闲卤制品概况.....	5
图表 4. 2021 年休闲卤制品行业竞争格局.....	6
图表 5. 2017 至 2021 年，休闲卤制品 CR3 营收.....	6
图表 6. 直营模式、加盟模式及联营模式的主要区别.....	6
图表 7. 周黑鸭 2020 年至 2021 年渠道收入占比变化.....	7
图表 8. 周黑鸭区域布局相对集中，大本营湖北营收占比 26%.....	7
图表 9. 休闲卤制品 CR4 主要经营模式.....	7
图表 10. 直营模式下周黑鸭毛利率高于其他两家.....	7
图表 11. 2019 年以来绝味净利率水平高于其他两家.....	7
图表 12. 15-20 年休闲卤制品复合增速在休闲食品细分行业中排名第一.....	8
图表 13. 2021 年美团外卖卤味品类高销菜品金额与份数排名.....	8
图表 14. 在《2020 年中国特色小吃排行榜》中，卤味小吃占据一半席位.....	8
图表 15. 19 至 21 年，我国外卖市场规模 CAGR 为 27%.....	9
图表 16. 21 年餐饮收入规模 4.7 万亿，同比增 18.6%.....	9
图表 17. 2021 年绝味渠道收入构成.....	9
图表 18. 2021 年周黑鸭渠道收入构成.....	9
图表 19. 15 至 21 年收入 CAGR 为 14.4%.....	11
图表 20. 15 至 21 年利润 CAGR 为 21.8%.....	11
图表 21. 公司股权结构.....	11
图表 22. 公司管理层背景介绍.....	12
图表 23. 绝味上下游产业链.....	13
图表 24. 主产区毛鸭平均价走势（元/公斤）.....	14
图表 25. 2021 年鲜货类产品分品类营业成本占比.....	14
图表 26. 小麦平均价走势（元/千克）.....	14
图表 27. 22 个省市玉米平均价走势（元/千克）.....	14
图表 28. 公司净资产收益率 ROE 高于同行.....	14
图表 29. 公司投资资本回报率 ROIC 高于同行.....	14
图表 30. SAP-ERP 系统和 RMS 系统无缝对接.....	15

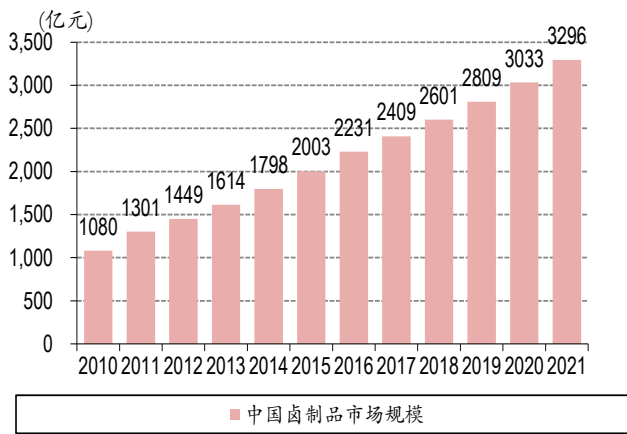
图表 31. 公司生产布局完善, 全国建立 21 个生产基地	15
图表 32. 绝味门店分布情况	15
图表 33. 产能扩建, 提升核心竞争力	16
图表 34. 绝配供应链	16
图表 35. 2021 年不同类产品收入占比	17
图表 36. 2021 年鲜货类产品分品类收入占比	17
图表 37. 公司产品展示	17
图表 38. 绝味不断扩大产品品类	17
图表 39. 17 至 21 年公司鲜货类产品单价 CAGR 为 3.5%	17
图表 40. 绝味普标店形象展示	18
图表 41. 绝味品牌形象旗舰店展示	18
图表 42. 2021 年不同店龄门店收入贡献构成	18
图表 43. 2021 年不同店龄单店营收比较	18
图表 44. 公司渠道管理体系	19
图表 45. 休闲卤制品 CR3 门店数量	19
图表 46. 休闲卤制品 CR3 每年新增门店数量	19
图表 47. 绝味门店 60% 都集中在一二线城市	20
图表 48. 绝味在深圳和广州的门店数合计占广东省的 48%	20
图表 49. 公司长期股权投资	21
图表 50. 21 年公司投资收益 2.2 亿元, 占利润总额的 17.2%	21
图表 51. 被投企业相关情况梳理	22
图表 52. 廖记、阿满、卤江南的门店形象及产品展示	23
图表 53. 深圳网聚的增值服务板块	23
图表 54. 绝配供应链部分服务品牌	23
图表 55. 主营业务收入及增速	24
图表 56. 可比公司情况	24
损益表(人民币 百万)	26
资产负债表(人民币 百万)	26
现金流量表(人民币 百万)	26
主要比率 (%)	26

卤制品行业景气度高，龙头市占率低

休闲卤制品行业保持高度景气，未来仍有较大扩容空间

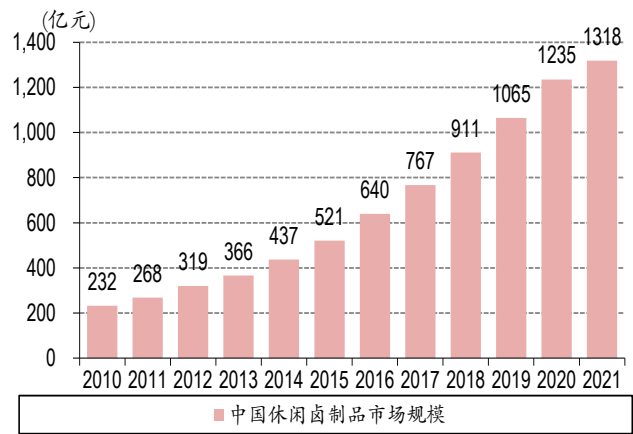
休闲卤制品增速快于行业整体。卤制品是中国传统食品，集烹制与调味二者于一身。因各地饮食习惯不同，卤制品口味已发展出川卤、粤卤等多种风味。休闲卤制品工业化生产早在 80 年代就逐渐起步，但当时仅作为区域小吃在发展。随着消费能力的不断提升，以及连锁经营模式、冷链物流行业的发展，2000 年以后集中度开始向优势企业集中。卤制品消费逐渐从佐餐用途拓展至休闲零食等细分赛道，参考 Forest&Sullivan、艾媒咨询相关数据，2021 年，中国卤制品整体行业规模约 3200-3300 亿元左右，其中休闲卤制品规模在 1300 亿元左右，占行业整体约 40% 左右。从行业复合增速来看，休闲卤制品行业增速明显快于卤制品行业整体。2015 至 2021 年，卤制品行业整体及休闲卤制品行业的 CAGR 分别为 8.7%、16.7%。

图表 1. 15-21 年中国卤制品市场规模 CAGR 为 8.7%



资料来源: Forest&Sullivan, 艾媒咨询, 公司公告, 中银证券

图表 2. 15-21 年中国休闲卤制品市场规模 CAGR 为 16.7%



资料来源: Forest&Sullivan, 艾媒咨询, 公司公告, 中银证券

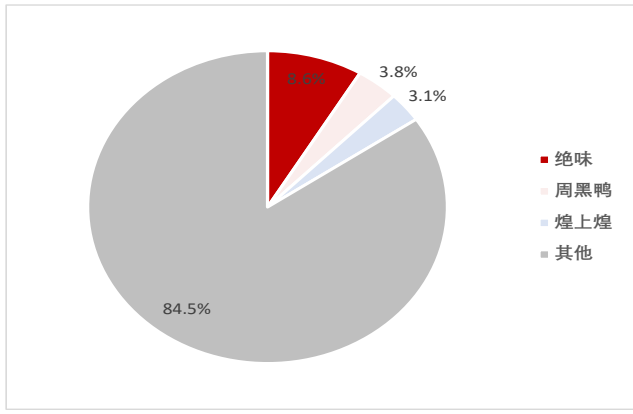
图表 3. 佐餐卤制品与休闲卤制品概况

项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
行业规模占比	60%	40%
产品定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲、娱乐
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流较旺的地区(社区、商场、交通枢纽, 公园景点等)
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄等为主, 以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等
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、久久丫等

资料来源: 美团餐饮数据, 紫燕食品招股书, 中银证券

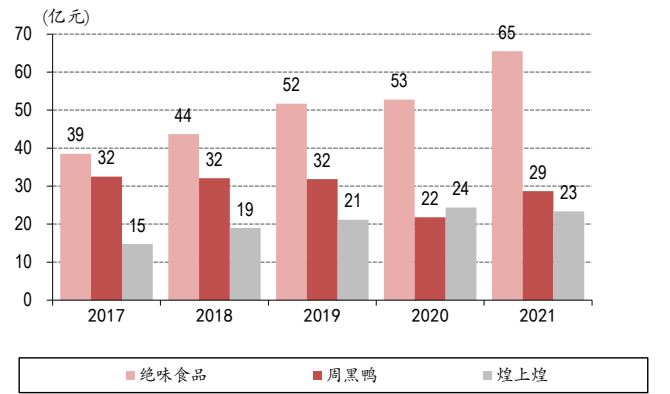
目前休闲卤制品行业集中度仍处于较低水平，龙头企业逐渐从跑马圈地向渠道精耕转变，市占率提升仍为企业主要目标。休闲卤制品行业规模约为 1300 亿元左右，根据我们测算，2021 年行业 CR5 绝味、煌上煌、周黑鸭、紫燕和久久丫的市占率合计不足 20%，剩余八成的市场份额则被小型连锁品牌或私营作坊占据。从门店数量来看，全国休闲卤味门店数量在 10-13 万家，其中绝味、煌上煌、周黑鸭门店数量分别为 13714 家、4281 家、2781 家。我们认为，卤制品大多以鲜货产品为主，因此对冷链运输、存储环境等标准化操作流程有较高要求，而头部企业具备领先的运营能力，在连锁经营模式下，头部品牌市占率仍有较大提升空间。

图表 4. 2021 年休闲卤制品行业竞争格局



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 5. 2017 至 2021 年，休闲卤制品 CR3 营收



资料来源：万得，公司公告，中银证券

单店标准化助力休闲卤制品企业快速扩张

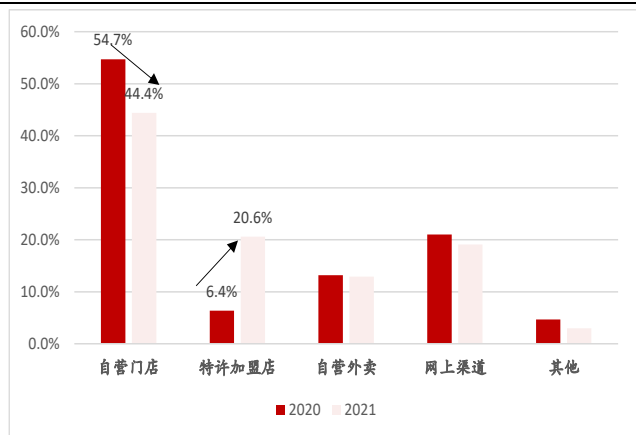
休闲卤制品企业大多采用**直营+加盟**的混合模式。从行业 CR3 的经营模式来看，绝味为直营连锁+特许经营模式，其中直营连锁占比 5%，主要以加盟连锁为主。煌上煌为直营连锁+特许经营+经销商模式，周黑鸭则在 2019 年以后提出“直营+特许经营”的商业模式，此前一直为直营模式。我们认为加盟模式和直营模式各有千秋，企业在不同发展阶段灵活应用。以周黑鸭为例，周黑鸭自 2006 年创建以来一直坚持直营模式，受益直营模式，周黑鸭对外输出的是安全、放心、健康的品牌形象。但从区域布局来看，直营模式下，品牌业务过于集中在中心区域市场，所以在 2020 年疫情期间，周黑鸭业务受到较大的影响，2020 年营收及净利增速分别为-31%、-63%。周黑鸭于 2019 正式开放特许经营模式，并在 2020 年 6 月进一步开放单店特许经营模式，2021 年周黑鸭全国门店数量合计 2781 家，其中特许门店数量 1535 家，同比 2020 年增加 937 家。

图表 6. 直营模式、加盟模式及联营模式的主要区别

拓店模式	具体内容	主要代表品牌
直营	公司对各直营店拥有控制权，统一财务核算，享有门店产生的利润，并承担门店发生的一切费用开支，实行进货、价格、配送、管理、形象等方面的统一。	周黑鸭、奈雪、喜茶、茶颜悦色、乐乐茶、星巴克
加盟	公司与加盟商签订《特许经营合同》，授权加盟商开设的加盟店在区域内使用公司的商标、服务标记、商号、经营技术、食品安全标准、销售公司的产品，在统一形象下销售煌上煌品牌产品及提供相关服务。加盟商拥有对加盟店的所有权和收益权，实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司营销总部的业务指导。	绝味、煌上煌、久久丫、蜜雪冰城、快乐柠檬

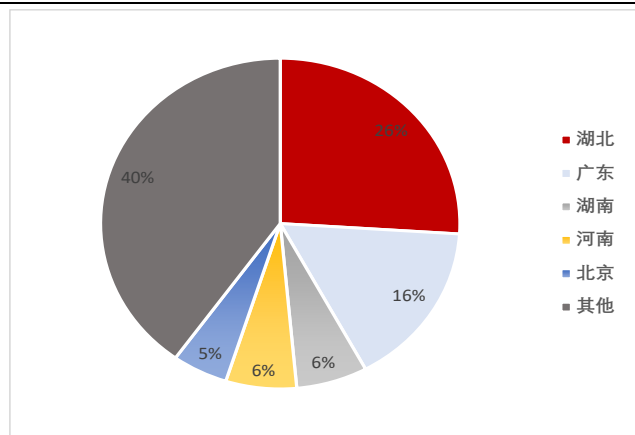
资料来源：煌上煌招股书，中银证券

图表 7. 周黑鸭 2020 年至 2021 年渠道收入占比变化



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 8. 周黑鸭区域布局相对集中，大本营湖北营收占比 26%



资料来源：万得，窄门餐眼，中银证券

注：数据更新截止日为 2022 年 8 月 1 日

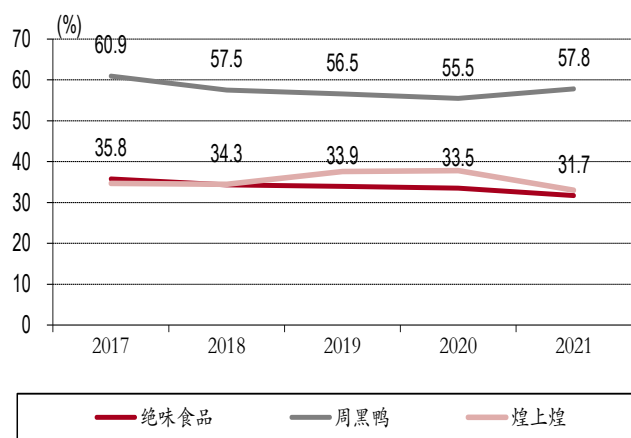
图表 9. 休闲卤制品 CR4 主要经营模式

	煌上煌	久久丫	周黑鸭	绝味食品
成立日期	1999 年	2002 年	2006 年	2008 年
上市日期	2012 年	未上市	2016 年	2017 年
大本营	江西	上海	湖北	湖南
门店数量	直营店：307 家 加盟店：3974 家 合计：4281 家	2000 家	直营店：1246 家 特许店：1535 家 合计：2781 家	13714 家
主要经营模式	直营连锁+特许经营连锁+经销商	连锁加盟	直营连锁+特许经营连锁	连锁加盟
工厂数量	8 个	4 个	4 个	21 个
营收规模 (2021)	23.39 亿元	-	28.70 亿元	65.49 亿元
配送时效	-	-	80% 的门店日配到店，100% 的门店 48 小时内配送	日配到店

资料来源：公司公告，窄门餐眼，中银证券

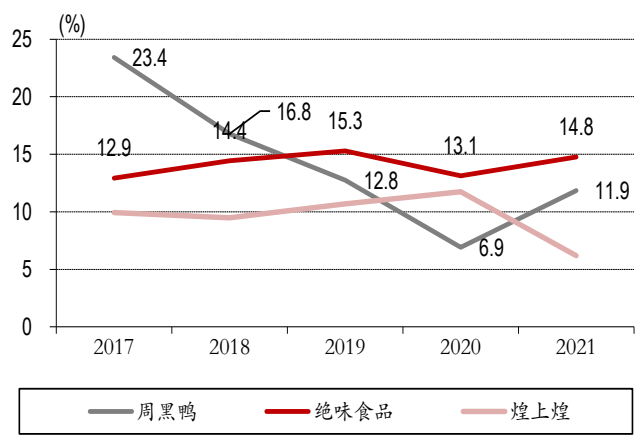
注：周黑鸭 2019 年底提出完善“自营+特许经营”的商业模式，此前一直为直营模式

图表 10. 直营模式下周黑鸭毛利率高于其他两家



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2019 年以来绝味净利率水平高于其他两家

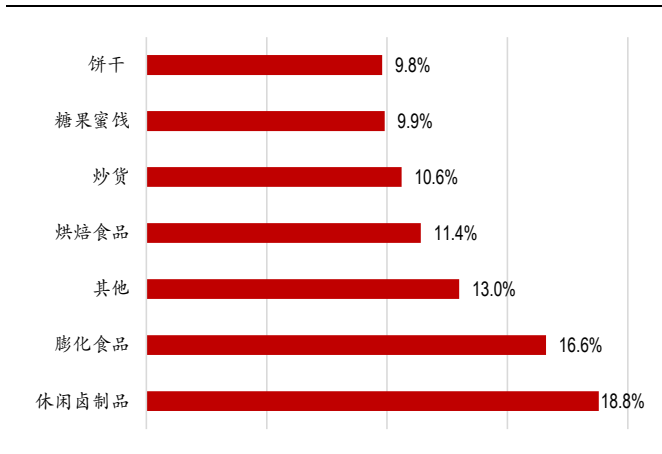


资料来源：万得，中银证券

餐饮连锁经营的本质是可复制，可以复制的生意就是好生意。我们认为不同的拓店模式只是企业根据自身情况在所处发展周期采用的一种手段，其本质还是在于企业是否可打磨出一个可复制的单店模型。奈雪、喜茶、星巴克等品牌与绝味食品相似的地方在于均打造出了高效、可复制的单店模型，即产品标准化、操作流程标准化、运营标准化及物流标准化。

休闲卤味产品具备成瘾性，而成瘾性代表了消费频次及产品溢价程度。随着居民生活水平的不断提高，休闲食品行业规模逐年增长，根据 Frost & Sullivan 数据，近五年（17-21 年）休闲食品行业复合增速为 11%，其中卤制品、烘焙、坚果、甜食等涌现出诸多具有代表性的头部企业，推动了行业整体发展。休闲卤制品行业 2015 至 2020 年收入复合增速排名休闲食品细分行业第一。在《2020 年中国特色小吃排行榜》，前十名中卤味小吃占据一半席位。根据美团数据，2021 年美团外卖卤味品类高销菜品中，鸭脖销售额排名第一，为销量冠军，全年销量 7000 万份。鸭头、鸭肠、鸭锁骨等鸭货在小吃赛道中也表现非常亮眼。从卤制品的味形来看，为了丰富卤味口感，卤味小吃细分出了多种类味形，但是麻辣味仍是销量排名第一的味型。生活节奏的加快容易带来压力及焦虑，辣味可以缓解焦虑，具备上瘾性及消费粘性，消费者对价格不敏感，产品复购率高。

图表 12. 15-20 年休闲卤制品复合增速在休闲食品细分行业中排名第一



资料来源：Frost & Sullivan，美团餐饮数据，中银证券

图表 13. 2021 年美团外卖卤味品类高销菜品金额与份数排名

Top 卤味	SKU 金额排名	SKU 份数排名
鸭脖	1	2
窖鸡	2	15
鸭肠	3	6
鸭锁骨	4	3
鸡爪	5	7
鸭头	6	1
鸭掌	7	9
鸭翅	8	5
夫妻肺片	9	16
藕片	10	4

资料来源：美团餐饮数据，中银证券

图表 14. 在《2020 年中国特色小吃排行榜》中，卤味小吃占据一半席位

排名	小吃品牌	品类	代表城市	搜索指数	运营指数	口碑指数
1	周黑鸭	卤味	武汉	35.90	29.47	16.35
2	徽兰庭牛肉汤	粉面	苏州	35.78	29.35	16.15
3	绝味鸭脖	卤味	长沙	35.08	29.28	13.95
4	煌上煌	卤味	南昌	34.81	27.07	14.97
5	降龙爪爪	卤味	成都	34.60	25.32	16.69
6	小杨生煎	生煎	上海	34.35	25.32	16.57
7	小郡肝串串香	串串香	成都	32.62	25.07	16.15
8	杨国福麻辣烫	麻辣烫	乐山	36.13	24.49	14.49
9	正新鸡排	鸡排	杭州	35.29	25.81	13.66
10	廖记棒棒鸡	卤味	乐山	34.61	24.81	15.30

资料来源：美团数据，中银证券

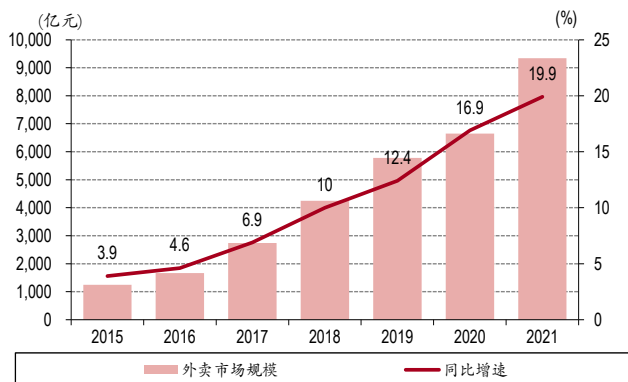
疫情背景下行业加速洗牌，龙头企业逆势扩张，进攻优于防守

疫情导致线下需求降低，休闲卤味高势能门店受影响较大。疫情反复导致终端需求疲软，主要体现在购买力下降及消费需求受到较大冲击。(1) 从社零数据来看，21年春节餐饮收入在低基数的基础上反弹后逐月回落，22年1-5月，社会消费品零售额累计同比为-1.5%，其中餐饮收入累计同比为-8.5%，同比2019年为-7.3%。6月社零由负转正，餐饮降幅收窄，但仍未达到正常水平。(2) 根据交通运输部数据，2022年1至5月，全国36个中心城市客运总量与2021年同期相比下滑23%，与2019年同期相比下滑38%。(3) 在疫情反复的不确定环境下，原材料成本上升、人流不稳定、终端需求疲软等因素对连锁门店经营影响较大，特别是休闲卤味的高势能门店。

疫情改变了生活方式，线上销售占比提升明显。疫情反复，新媒体及新零售的出现使得线上销售占比提升较快。2021年我国餐饮收入4.69万亿元，与2019年基本持平，其中外卖市场2019年贡献收入5779亿元，2021年贡献收入9340亿元，2019至2021年外卖市场规模CAGR为27%，在堂食消费场景缺失的情况下实现较快增长。

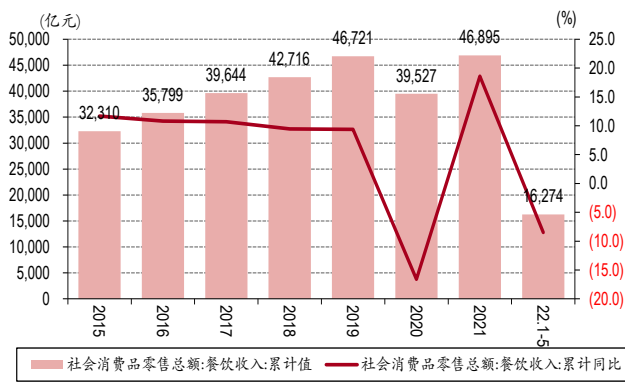
从绝味和周黑鸭的渠道构成来看，2021年受疫情影响较小的社区门店及网上渠道营收增速较快。考虑到外卖多为一食，绝味、周黑鸭等龙头在外卖平台推出不同套餐满足不同的消费需求。根据公司年报，2021年，周黑鸭网上渠道及自营外卖收入合计同比提升23.5%，其中特许加盟门店主要补充了快速增长的社区消费场景。而绝味也通过对线上外卖和私域流量的投入，提高了终端门店的线上及整体收入。公司沿街体、社区体等受疫情影响相对较小的场景门店在收入贡献和数量构成的占比均达到三分之二以上（沿街体50%/社区体17%/综合体15%/商超体8%/交通体&学校体10%）。

图表 15. 19至21年，我国外卖市场规模 CAGR 为 27%



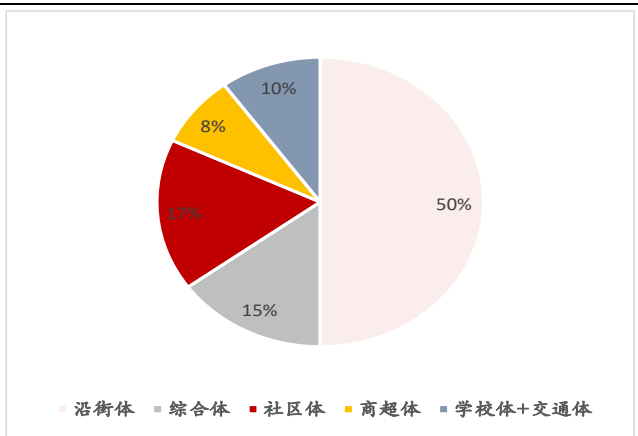
资料来源：网聚资本，中银证券

图表 16. 21年餐饮收入规模 4.7 万亿，同比增 18.6%



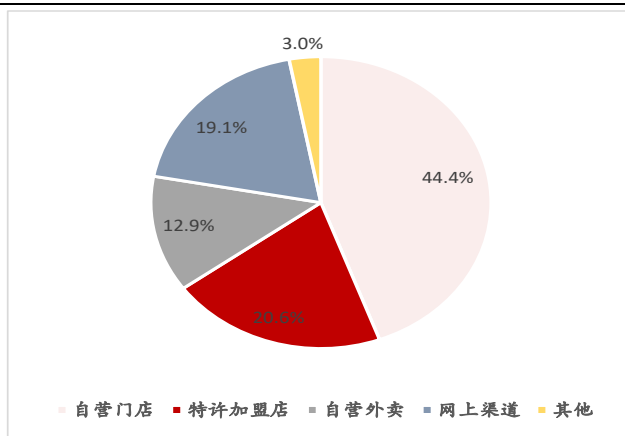
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 2021 年绝味渠道收入构成



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 18. 2021 年周黑鸭渠道收入构成



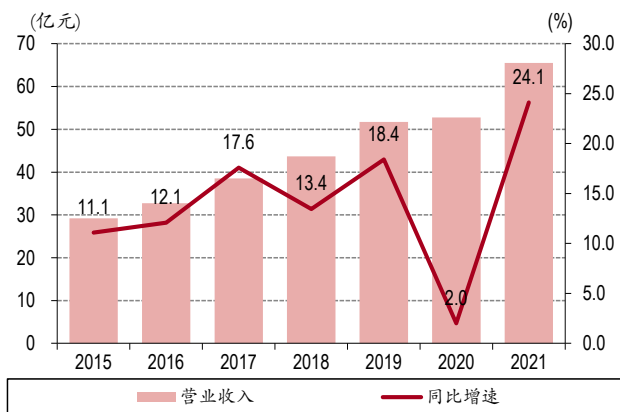
资料来源：万得，公司公告，中银证券

头部企业加快布局。绝味提升门店扩张节奏，进一步提升市占率及行业地位。卤味赛道目前仍处于年均增速超过 10% 的上升阶段，当前行业整体品牌集中度低。绝味食品作为行业龙头，面对外部不确定环境冲击，公司 2020 年提出“逆势开店”，把开店目标从 800-1200 家调整为 1000-1500 家。2020 至 2021 年，在疫情反复的背景下公司当年门店分别净增 1445 家、1315 家（不含港澳台及海外市场）。根据 2021 年投资者交流，公司认为绝味食品成立以来经历了多次禽流感疫情，从公司过往经验来看，行业的每一次洗牌都是崛起的时机，只有穿越周期才能成为行业龙头，绝味目前拥有抵御风险的能力，所以在疫情背景下，公司提升了门店扩张节奏，进一步提升公司的市占率和行业地位。

公司概况：休闲卤制品龙头，激励机制完善

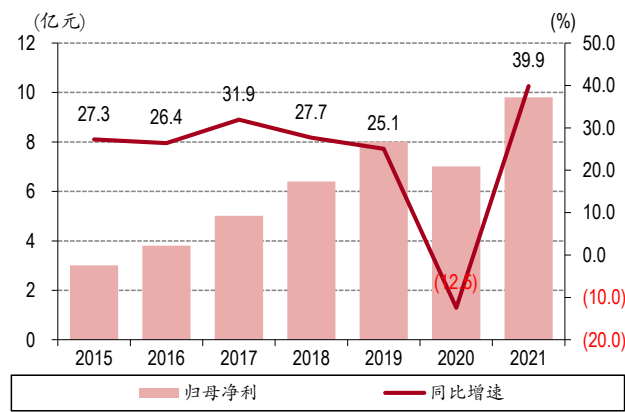
绝味食品是国内休闲卤制品行业龙头。绝味食品成立于2008年12月，2017年3月在上交所上市，总部设在湖南长沙，实际控制人为戴文军。公司自成立以来专注休闲卤制食品的开发、生产和销售。2021年公司实现营收和利润分别为65.5亿元、9.8亿元，是国内休闲卤制品龙头。根据我们测算，绝味市占率接近10%，远高于第二、第三名。公司销售模式主要是“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的销售模式，截止2021年底，公司门店数量为13714家（不含港澳台及海外），门店数量排位休闲卤制品行业第一。

图表 19. 15 至 21 年收入 CAGR 为 14.4%



资料来源：万得，中银证券

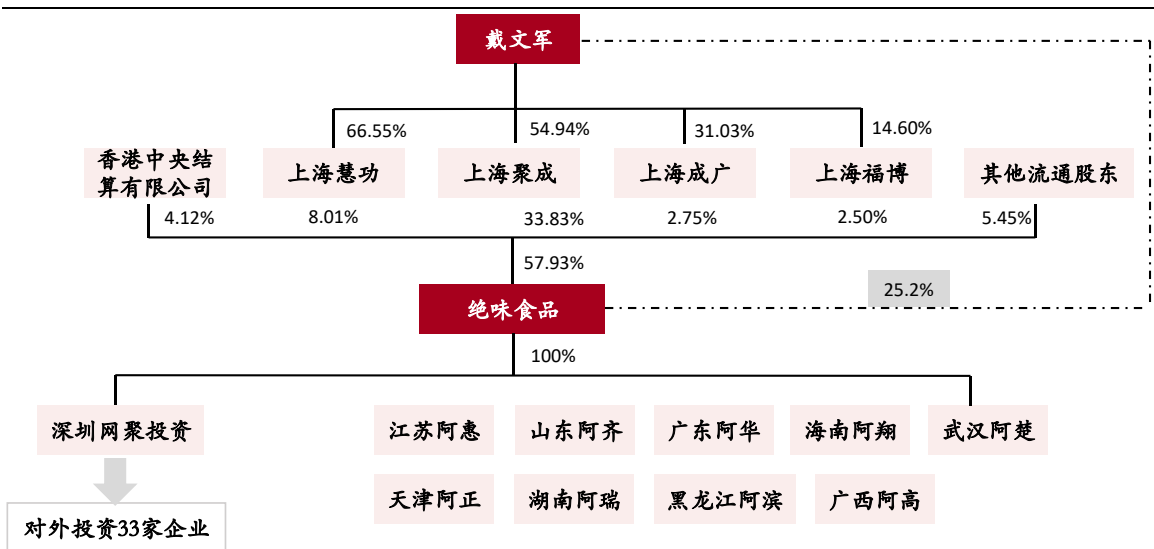
图表 20. 15 至 21 年利润 CAGR 为 21.8%



资料来源：万得，中银证券

公司激励充分，管理层稳定性强。戴文军为公司实际控制人，直接持股比例合计 25%。截止 2021 年底，公司管理团队及核心技术人员通过上海聚成、上海慧功、上海成广及上海福博持有公司股份合计 47.1%

图表 21. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

公司管理体系健全。公司董事长戴文军曾任株洲千金药业股份有限公司市场部经理，为基层员工出身，对一线市场及公司内部管理有较为深刻的理解，绝味早期很多营销方案都是戴文军先生亲自操刀。2008年，戴总创办绝味食品，公司成立以来，打破了餐饮行业传统的师徒制和家族企业的经营模式，内部采用职业经理人体系，建立了强专业、高效率的管理层团队。公司自创办以来在经营管理方面不断创新，例如公司早在2010年就引进SAP系统。公司注重人才培养，2009年，公司成立绝味管理学院，目的是培养高级经理人，为企业源源不断输送优秀人才。

图表 22. 公司管理层背景介绍

姓名	背景介绍
戴文军	1968年出生，长江商学院EMBA。现任绝味食品股份有限公司董事长、总经理。曾任株洲千金药业股份有限公司市场部经理。
王志华	1972年出生，长江商学院EMBA、中国注册会计师。现任绝味食品股份有限公司财务总监。历任唯品会旗下乐蜂网、品骏控股CFO（首席财务官）、深圳网聚投资有限责任公司（绝味食品全资子公司）副总裁，并在亚太资源集团、Tyson Food（泰森食品）、International Paper（国际纸业）、Sonoco（实耐格）等多家跨国公司担任财务管理职位。
高远	1985年出生，特许金融分析师（CFA）、国际信息系统审计师（CISA），耶鲁大学高级管理硕士（MAM, Yale School of Management），复旦大学工商管理硕士（MBA）。现任绝味股份有限公司董秘。历任三胞集团资本规划中心高级总监、南京新百（600682）董事会秘书、绝味食品全资子公司深圳网聚投资有限公司副总裁，并在淡马锡（Temasek）控股子公司丰树集团（Mapletree）等国际企业从事投资工作。

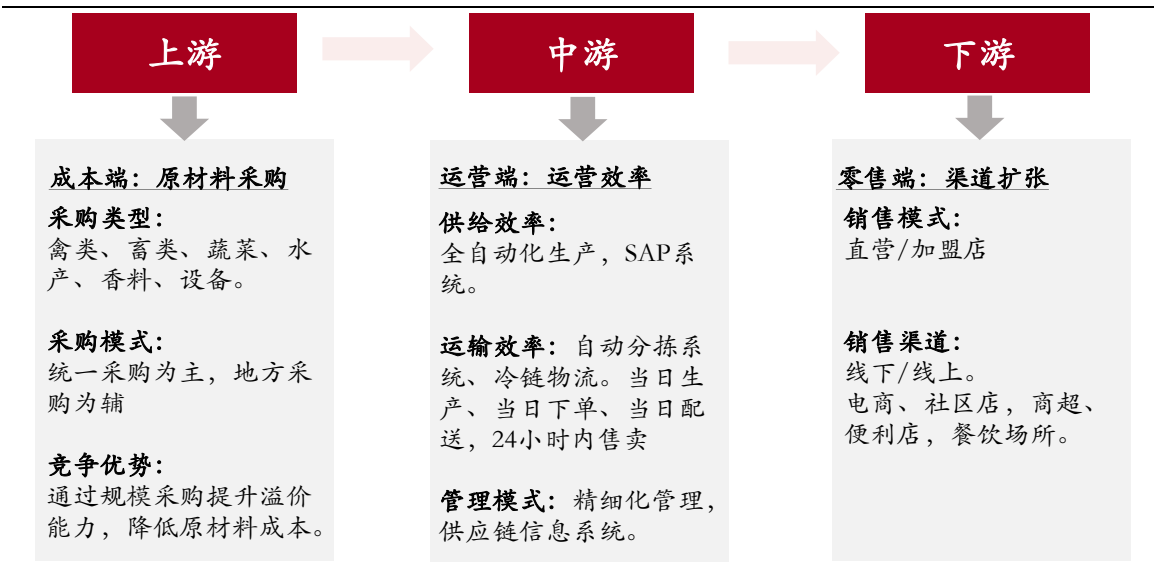
资料来源：公司公告，中银证券

因疫情等外部环境影响，公司终止 2021 年限制性股票激励计划。为健全公司长效机制，2021年11月，公司公告限制性股票激励计划，授予对象120人，限制性股票授予数量为559.40万股，授予价格为41.46元/股，首次授予日为21年3月8日。业绩考核方面，考核年度为2021-2023年三个会计年度，定比2020年，营收目标分别为66、79、96亿元，同比增速分别不低于25%、50%、80%。但因疫情及外部环境影响，公司于2022年4月召开股东大会，审议通过《关于公司终止实施2021年限制性股票激励计划并回购注销已授予但尚未解除限售的限制性股票的议案》。公司2021年限制性股票激励计划终止实施后，公司将继续通过优化薪酬体系、完善绩效考核制度等方式来充分调动公司管理层和核心员工的积极性，以促进公司的持续稳定、健康发展。

依托强大的供应链体系，深耕休闲卤制品主业

绝味食品从上游采购、中游制造、再到下游销售形成了具有竞争力的供应链体系。完善的供应链体系主要体现在对采购、品控、物流、销售等全程的高效协同，是连锁餐饮企业是否具备规模扩张的核心条件。绝味食品作为休闲卤制品的行业龙头，经过多年发展形成了从上游采购、中游制造、再到下游销售等具有竞争力的供应链体系。

图表 23. 绝味上下游产业链



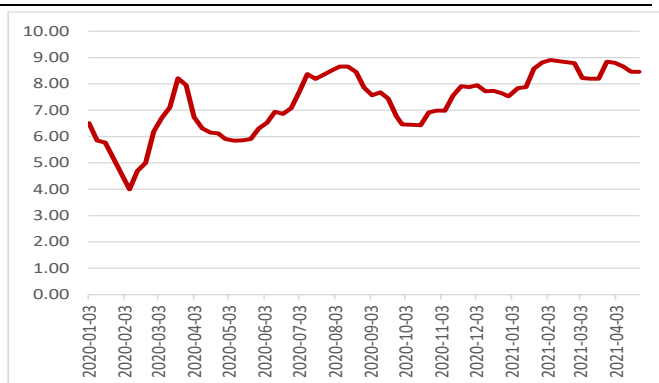
资料来源：公司公告，中银证券

上游：公司通过规模集采提升议价能力，与原材料供应商建立长期稳定的合作关系

疫情使得原材料价格波动加大，公司采取统一采购为主（保质期长的冻货），地方采购为辅（保质期短的素菜和海鲜）的模式。从公司的营业成本分项来看，鲜货类产品占营业成本的 85.4%，其中禽类产品占比 64%。与禽类产品相关的上游成本主要为毛鸭及鸭副价格，毛鸡、毛鸭价格的主要影响因素是饲料，受粮食价格影响，饲料价格抬高较快，成本居高不下导致短期内毛鸡、毛鸭的价格难以大幅回落。毛鸭主要需求是餐饮端，今年餐饮行业受疫情影响较大，但休闲卤味因消费场景不受限，整体表现好于餐饮，所以今年毛鸭和鸭副的供需关系导致了毛鸭与鸭副出现价格差。从惠农网数据来看，今年毛鸭价格涨幅不及鸭副产品，鸭副产品里，鸭脖涨价幅度较高，1H22 平均采购价在 13.5 元/千克，同比增长 15.5%。

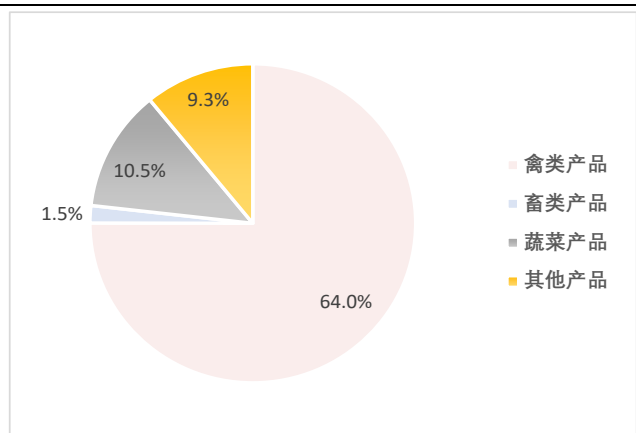
为了将成本控制在合理范围内，公司凭借多年积累的销售数据，应用信息系统及大数据分析等手段，在合适的时间、合适的价格进行集中采购，形成价格优势。此外，公司加强与上游企业合作形成长期稳定直供的供应商体系。根据公司公告，公司持有内蒙古赛飞亚农业科技发展有限公司 24.17% 的股份。内蒙古赛飞亚是一家肉鸭全产业链企业，从原鸭育种到养殖加工，再到鸭苗、冻品销售，是国家农业产业化的重点龙头企业。

图表 24. 主产区毛鸭平均价走势 (元/公斤)



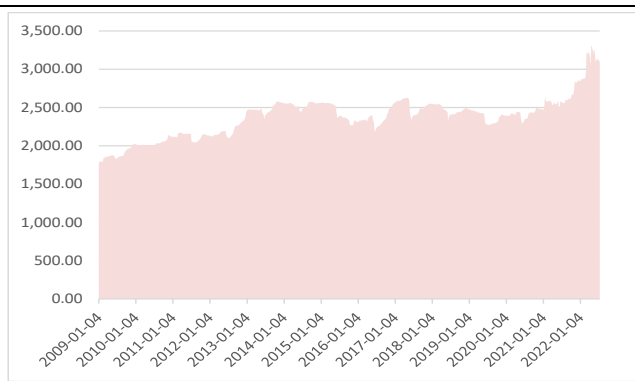
资料来源: 万得, 中银证券

图表 25. 2021 年鲜货类产品分品类营业成本占比



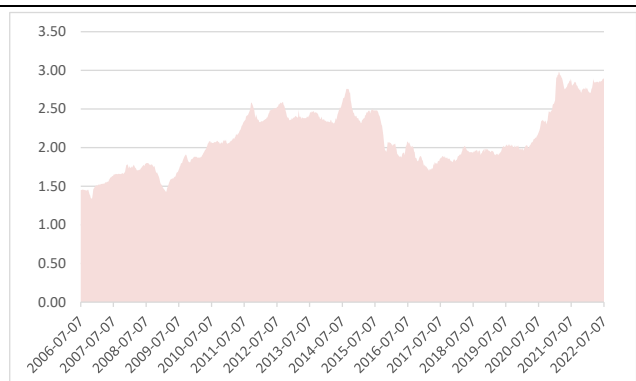
资料来源: 万得, 中银证券

图表 26. 小麦平均价走势 (元/千克)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 27. 22 个省市玉米平均价走势 (元/千克)

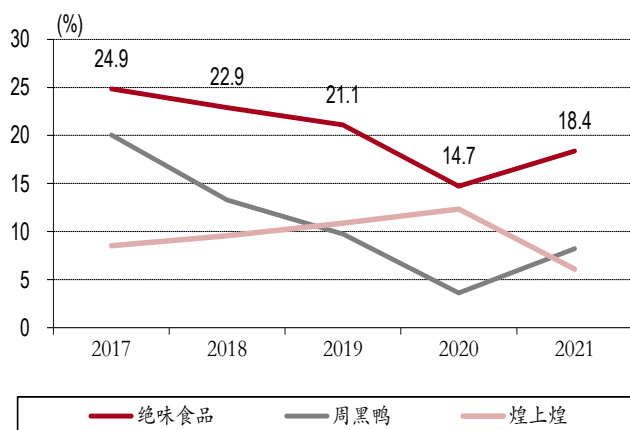


资料来源: 万得, 中银证券

中游: 完善的供应链体系构建了快捷、高效、低成本的核心竞争力

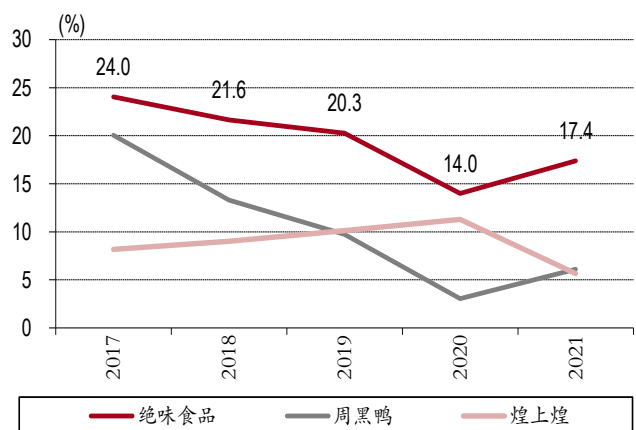
公司持续提升运营效率, ROE 及 ROIC 水平高于竞争对手, 助力公司构建规模优势。根据《中国连锁经营协会》发布的 2021 餐饮数据显示, 90% 的中小餐饮企业都面临着如何高效运营、保持扩张、持续发展的问題, 运营效率提升和扩张实现是目前食品与餐饮连锁企业努力的方向。公司在提高市占率的同时不断完善自身供应链体系, 提高运营效率, 公司 ROE、ROIC 水平高于竞争对手。

图表 28. 公司净资产收益率 ROE 高于同行



资料来源: 万得, 中银证券

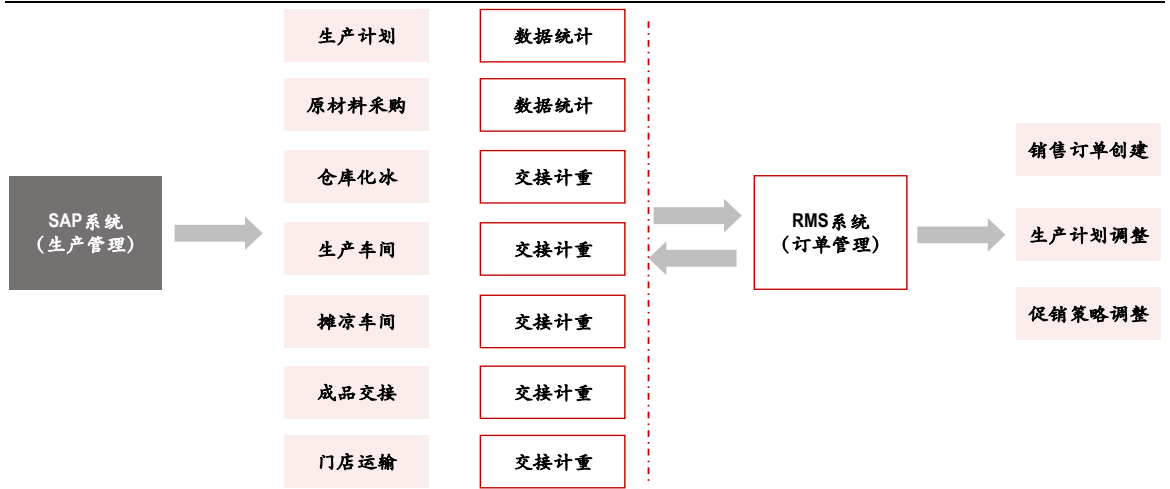
图表 29. 公司投资资本回报率 ROIC 高于同行



资料来源: 万得, 中银证券

绝味注重引进高效的数字化管理系统，管理规范化。2009 年开始陆续引入了 SAP-ERP 系统（企业资源计划系统）、OA、RMS 系统（Retail Management System）、CSC 2.0 上线运营，MES 系统等（Manufacturing Execution System）。全方位的信息化平台管理使得绝味打通采购、生产、仓储、物流等环节。目前，公司采取每日以销定产的经营模式，每日指定时间前，各加盟门店、直营门店向公司发送次日产品订单，公司 SAP-ERP 系统收到订单后进行汇总，经审核后各生产基地按照接到的生产任务单后安排生产。信息系统的引进极大地提升了公司后端供应链管理水平和，推动了绝味食品从粗放式管理向精细化管理转变。截止 2020 年，公司累计数字化总投入 2 亿多元。

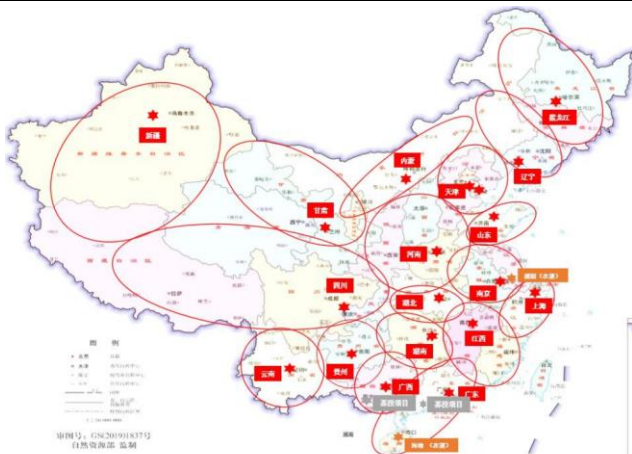
图表 30. SAP-ERP 系统和 RMS 系统无缝对接



资料来源：《创业学绝味》郭宇宽，中银证券

分布式产能为门店快速扩张提供了坚实的基础保障。休闲卤制食品是一种即食性产品，新鲜、美味和安全是消费者关注的重点要素，及时的产品供应也会有效地保证产品质量。根据销售网络建设需要，公司在全国范围内建立了 21 个生产基地（含 2 家在建），以最优冷链配送距离作为辐射半径（300-500 公里），构建了一个“紧靠销售网点、快捷生产供应、最大程度保鲜”的全方位供应链体系。公司每开拓一个新的市场区域，均先建立相应的产品供应和物流配送体系，这些生产型子公司能够作为生产基地很好地辐射到各个区域市场，是公司提高效率、降低成本、保障食品安全的核心支持。目前绝味的所有订单均遵循“当日订单，当日生产，当日配送”，最大程度保证产品“鲜、香、麻、辣”的最佳口感。分布式产能为门店快速扩张提供了坚实的基础保障。截止 2021 年底，公司现有门店 13714 家，覆盖 31 个省份，342 个城市。

图表 31. 公司生产布局完善，全国建立 21 个生产基地



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 32. 绝味门店分布情况



资料来源：窄门餐眼，中银证券

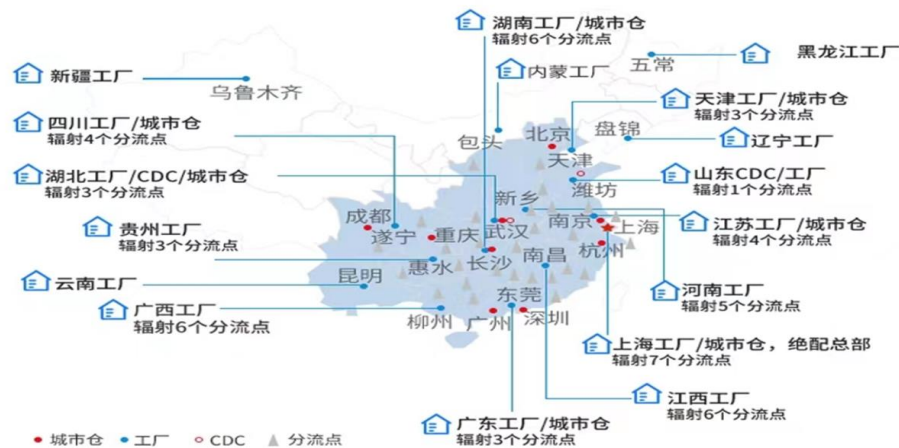
图表 33. 产能扩建，提升核心竞争力

企业名称	产能规划
绝味食品	绝味在全国共有 21 个工厂（广东和广西为在建项目）。截至 2020 年，绝味食品鲜货产品产能 14.53 万吨，产能利用率为 87.46%。公司拟非公开发行 11.8 亿元用于广东及广西地区的产能建设，其中广东、广西项目建成后（建设周期 36 个月）将分别新增 6.57 万吨、2.5 万吨产能。
周黑鸭	公司现拥有四大工厂，华西生产基地 2022 年投产后将有五大工厂。预计 2022 年产能在 15 万吨左右。
煌上煌	截止 2021 年，煌上煌在全国共有八大生产基地，其中 3 个在建项目，公司同时在筹建海南、山东、京津冀生产基地。截止 2021 年，公司现有基地合计产能 6.3 万吨。预计 2022 年底将拥有 7.9 万吨产能，2023 年底将拥有 8.7 万吨产能。

资料来源：万得，公司公告，中银证券

公司通过上海绝配实现高标准化的冷链服务体系，确保物流效率的提升和产品的美味安全。上海绝配柔性供应链服务公司成立于 2018 年 1 月，大股东为深圳网聚投资有限责任公司，持股比例 71.25%，实际控制人为绝味食品。绝配供应链是国内集冷链运输、大型仓储、城市分拨、城际运输、生鲜配送、央厨产业园为一体的餐饮、零售供应链服务企业，通过与第三方物流合作，完成“原材料-仓库”及“成品-门店”的全程冷链运输，主要提供餐饮及零售企业的冷链仓储、干线运输、城市配送等综合服务，现在已经服务超过 24 个餐饮品牌。

图表 34. 绝配供应链



资料来源：窄门餐眼，中银证券

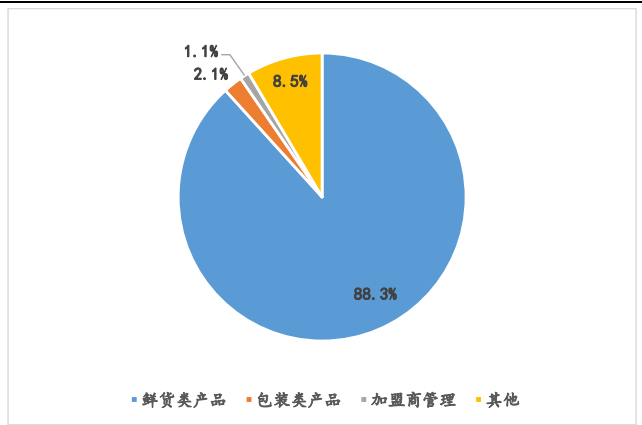
下游：“三维一体”连锁加盟管理体系

公司采用“三维一体”连锁加盟管理机制，通过产品组合、单店模型、加盟体系等三个维度来共同构建连锁加盟管理体系。

(1) 产品组合

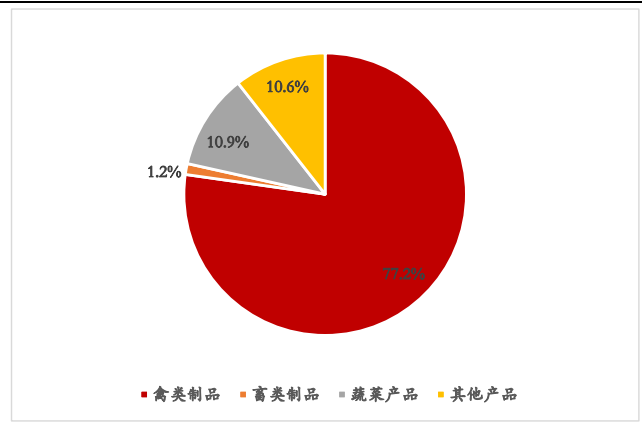
公司不断开拓新的产品品类，在持续打造爆品的同时，通过引流产品+利润产品+特色产品的组合获取利润。2021 年公司鲜货类产品营收 56.1 亿元，同比增 15.5%，收入占比 88.3%，其中禽类产品收入 43.3 亿元，同比增 13%，占鲜货类产品的 77.2%。包装类产品营收 1.4 亿元，同比增 229.6%，收入占比 2.1%。根据 Dataway 数据，消费者期待的包装形式创新：散称依然是主流需求，真空包装（门店现抽真空）、锁鲜装及礼盒装有一定需求。公司现已经形成了包括“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“藤椒风味”等系列口味。在持续打造爆品的同时，企业通过引流产品+利润产品+特色产品的组合获取利润。例如绝味在美国外卖平台推出不同价格及口味套餐。2021 年公司推出摇摇杯、去骨酸辣鸭掌、夏日限定龙虾桶等新品，丰富产品品类。

图表 35. 2021 年不同类产品收入占比



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 36. 2021 年鲜货类产品分品类收入占比



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 37. 公司产品展示



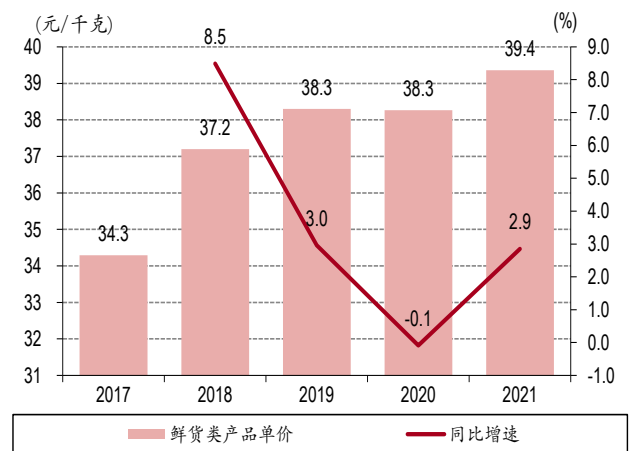
资料来源：公司官网，中银证券

图表 38. 绝味不断扩大产品品类



资料来源：大众点评，小红书，美团外卖，中银证券

图表 39. 17 至 21 年公司鲜货类产品单价 CAGR 为 3.5%



资料来源：公司公告，中银证券

(2) 单店模型

绝味门店在不同城市及商圈的初始投资不同，门店回本周期在 1-1.5 年，成功的概率较高。综合考虑加盟费、门店管理费用、设备费用、首次预存物料、装修费用等，绝味的初始投资在 15 万元左右（不含租金及人工费用），不同城市及地理位置单店日均流水不同，门店回本周期在 1-1.5 年。疫情反复背景下，回本周期可能后延 3-5 个月，公司也加大了对加盟商的补贴力度。从门店类别来看，主要分为小标店（坪效要求高，空间面积有限）、普标店（交通体、沿街店、商超体等常规渠道）、红标店（品牌形象旗舰店）、星标店（综合体渠道，创新概念店）。公司综合运营能力强，包括加盟商管理、门店选址、物流配送、品牌溢价等方面，因此门店成功的概率较高。

图表 40. 绝味普标店形象展示



资料来源：公司官网，中银证券

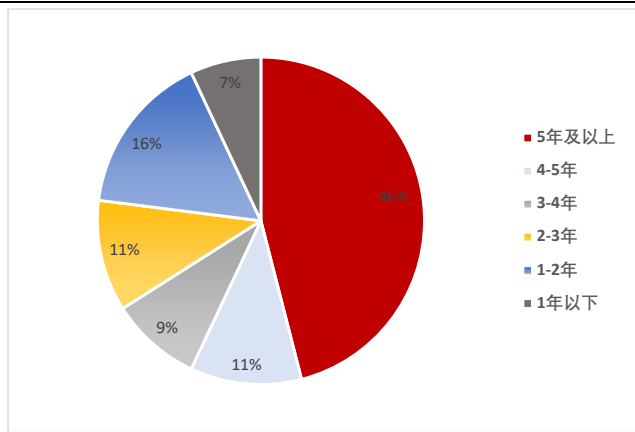
图表 41. 绝味品牌形象旗舰店展示



资料来源：公司官网，中银证券

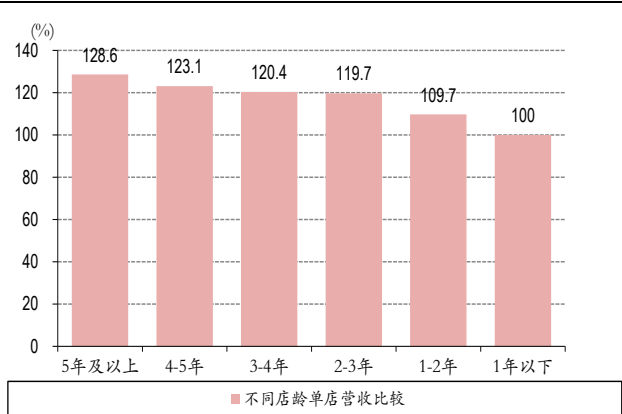
从门店的收入构成来看，单店营收与门店店龄呈正相关。根据公司公告，截止 2021 年底，公司 5 年以上店龄的门店数量占比为 39%，收入贡献 46%，2 至 5 年的门店数量占比 29%，收入贡献 31%，2 年以下门店数量占比 32%，收入贡献 23%。从收入贡献和数量构成来看，单店营收随着店龄正向增长。

图表 42. 2021 年不同店龄门店收入贡献构成



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 43. 2021 年不同店龄单店营收比较

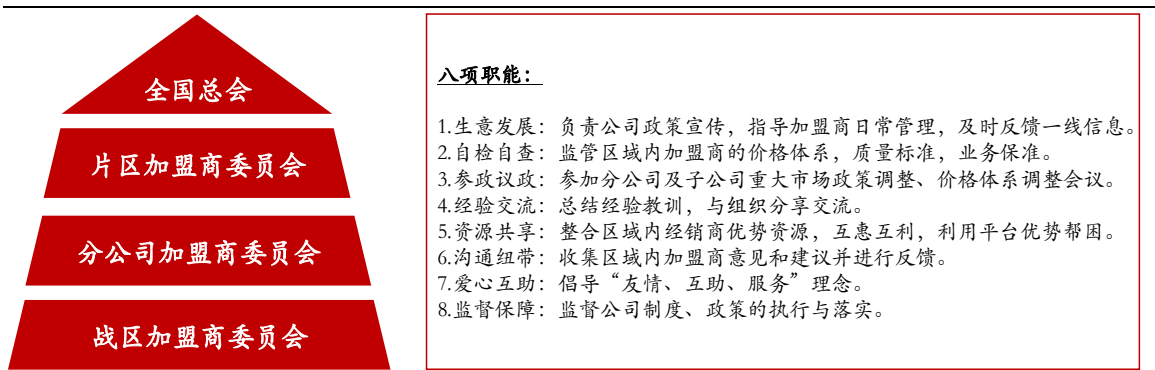


资料来源：万得，公司公告，中银证券

(3) 连锁加盟体系

公司执行渠道精耕政策，进入精细化管理时代。公司在渠道管理方面，执行渠道精耕策略，主要体现在谨慎、科学的布局门店拓展。公司强调门店运营能力的提升，特别是在疫情背景下，关注加盟商的生存质量和竞争耐力。公司内部推行加盟商委员会体系（简称“加委会”），加委会由绝味加盟商代表组成的自治管理机构，面向全体绝味加盟商服务。主要目的是建立有效的厂商互动平台。加委会已发展为以全国总会、片区委、省级分委会及战区委为主的四级体系，同时赋予片区委一定自主决策权，加强了公司与加盟商，加盟商与加盟商之间的沟通、帮扶及巡店效率，提高了加盟商积极性及凝聚力。目前公司加盟商委员会组织拥有 116 个战区委工作小组，3000 余家加盟商，加盟商之间通过多年的协同发展逐渐形成了“三会治理”体系，夯实了彼此间的合作共赢关系，为绝味生态的健康成长构建了稳定的渠道基础。

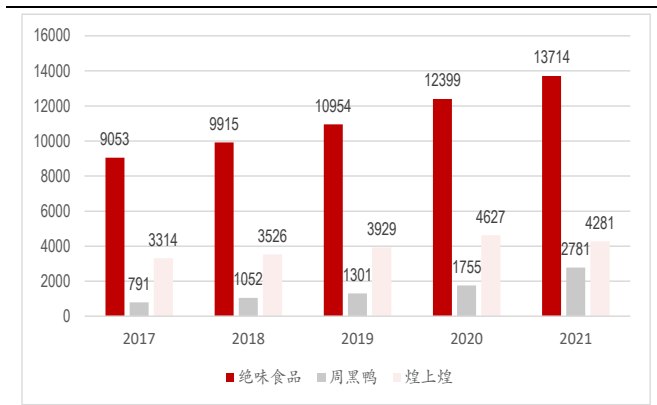
图表 44. 公司渠道管理体系



资料来源：公司公告，《创业学绝味》郭宇宽，中银证券

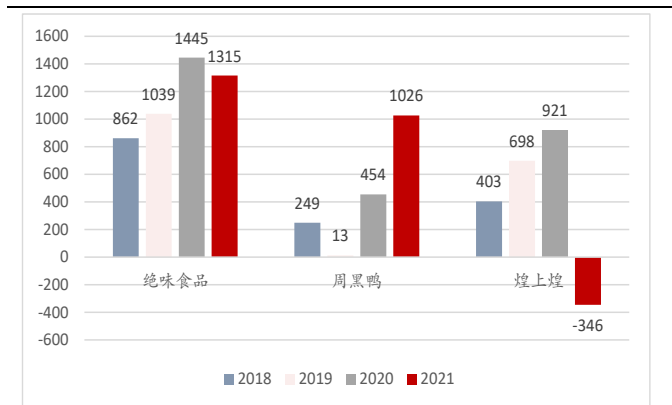
绝味门店扩张能力远超竞争对手，加盟门店对公司文化有较高的认同感。从分渠道数据来看，休闲卤味主要以线下门店销售为主，这与休闲食品消费习惯有关，休闲食品为可选消费，消费动机以冲动型消费为主，消费者多为从“看到”到“吃到”，所以企业需要布局大量门店触及消费者。截止 2021 年底，休闲卤味 CR3 绝味食品、周黑鸭、煌上煌门店数量分别为 13714 家、2781 家、4281 家，当年新增门店分别为 1315 家、1026 家、-346 家。目前绝味门店数量大幅领先竞争对手，2017 至 2021 年，门店数量 CAGR 为 11%。我们认为一方面是绝味的品牌效应凸显，成体系的拓店模式帮助其提高拓店效率，另一方面是公司对渠道精细化管理，对加盟商有人文关怀，沟通机制畅通，加盟门店对公司文化有较高的认同感。

图表 45. 休闲卤制品 CR3 门店数量



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 46. 休闲卤制品 CR3 每年新增门店数量



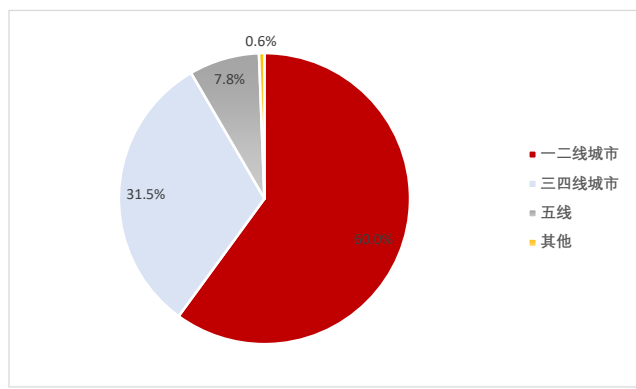
资料来源：万得，公司公告，中银证券

公司开展“星火燎原”计划，下沉三四线城市，提高市占率。从门店分布结构来看，绝味 60% 的门店位于一二线城市。（1）从单店收益来看，一线城市客单价是三四线城市的 1.5-2 倍，但是从门店租金来看，一线城市核心商圈门店租金原高于三四线城市。所以一线城市的获客成本高于三四线城市。

（2）从客群来看，三四线人口基数大，但是消费者在餐饮及泛娱乐上的开销并不低，且三四线城市的年轻人也能够接受品牌溢价。在一个商圈内，同品牌分流会比异品牌分流明显很多，从而导致单店营收增速疲软。考虑到以上原因，公司推出“星火燎原”计划，鼓励加盟商的店员在老家低线城市开店。我们认为公司鼓励加盟商店员回老家开店主要考虑到他们可迅速融入当地风俗文化，通过自己的熟人圈子及公司的政策倾斜迅速打开市场。

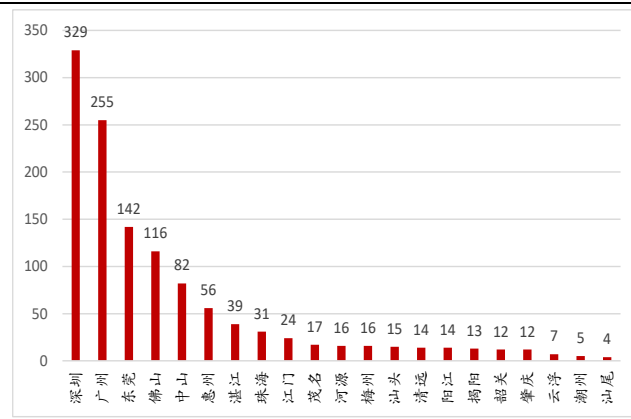
根据公司投资者交流，2022 年公司开店目标是 1000-1500 家，新增门店主要集中在社区、沿街及下沉市场，预计全年开店数量在 1500 家以上。目前“星火燎原”有大量员工报名，但公司会对人员资质做筛选，所以下半年的门店增长取决于星火燎原的达标人数。

图表 47. 绝味门店 60%都集中在一二线城市



资料来源：窄门餐眼，中银证券

图表 48. 绝味在深圳和广州的门店数合计占广东省的 48%



资料来源：窄门餐眼，中银证券

公司新开门店，都是伴随着城市圈的扩大。如果按照面积法粗略计算，绝味在全国的开店空间有 3 万家左右。我们已知每个省份的城市建成区面积，结合绝味商圈保护范围来判断，现阶段绝味在全国的开店空间 3 万家左右。

产融结合，探索新业态，构建第二增长曲线

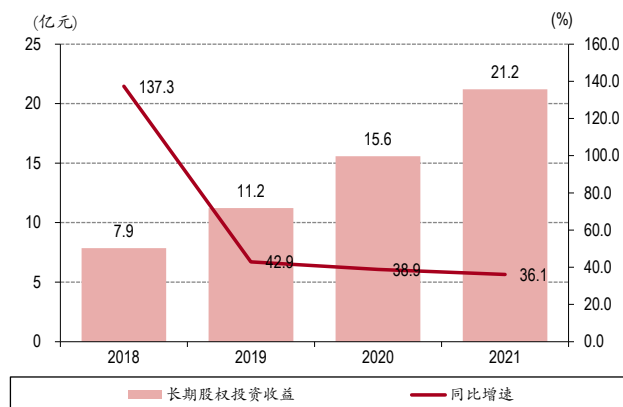
绝味有实力开拓第二品类，但考虑到品牌定位，公司选择“产业投资+增值服务”的方式赋能伙伴，共同构建美食生态。连锁门店的本质是规模效应，规模效应的背后是品牌利润。绝味作为休闲卤味的龙头，经过多年的市场积累，品牌美誉度深入人心。公司目前除了深耕鸭脖主业以外，结合自身优势，通过产融结合的方式布局餐桌卤味，建立泛卤味餐桌优势，构建公司第二增长曲线。

产业投资是更优选择。从行业角度出发，轻餐饮/小吃连锁因其销售场景不受限，开店成本低且易连锁，近两年受到资本追捧，根据烯牛数据，2020年12月到2021年11月，盛香亭、九多肉多和菊花开等12家卤味品牌获得融资，其中新式热卤占据半壁江山，多为近年来成立的新品牌。为了满足消费者多样的消费需求，卤制品行业除了品类的不断革新，消费场景也在不断升级，热卤就补充了冷卤即买即走、不能堂食的消费场景，同时在品类创新上更加多元化。我们认为，以绝味现在的研发能力及强大的供应链网络布局，公司有实力开拓区别于冷卤的新品类，但考虑到品牌定位，产业投资是公司当前的更优选择。绝味在鸭脖为代表的休闲卤制品已做到第一，如果发展其他品类，则新的品牌发展空间更大。

深圳网聚资本被公司定位为轻餐饮加速器，是绝味对外投资的主要平台。公司全资子公司深圳网聚投资有限责任公司于2014年成立，注册资本8亿元，重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮等与公司核心战略密切相关的产业赛道进行投资，采用直接投资+孵化探索的形式布局卤味相关标的，并与国内优秀的产业资本合作设立基金，目前对外投资企业数量已有32家。

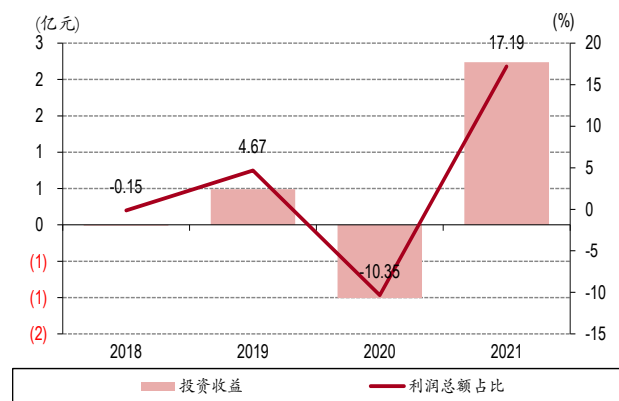
截止2021年末，公司长期股权投资合计21.2亿元，投资收益2.2亿元，主要系江苏和府及千味央厨权益类投资收益。千味央厨上市后，网聚资本持股比例为3.85%。和府捞面合计投资2.3亿元，最新持股比例为16.9%。公司自2018年才真正有规模的开始对外投资，未来投资收益将随着项目进入回报周期逐渐体现，例如公司投资的么麻子食品股份有限公司近期已公告招股说明书。

图表 49. 公司长期股权投资



资料来源：公司公告，中银证券

图表 50. 21年公司投资收益2.2亿元，占利润总额的17.2%



资料来源：公司公告，中银证券

图表 51. 被投企业相关情况梳理

被投企业	被投企业类型	旗下投资品牌	投资金额 (万元)	投资比例	权益法下确认的投资损益 (万元)	参股日期
北京窄门信息技术有限公司	大数据平台	餐饮大数据	1000	9.33%	166	2017.12.13
内蒙古赛飞亚农业科技 发展股份有限公司	上下游产业链		16800	24.17%	-2979	2013.7.31
么麻子食品股份有限公司	上下游产业链	么麻子藤椒油 (调味品)	13000	13.68%	1340	2019.6.17
江苏美鑫食品科技有限公司			960	10.90%	-15	2017.12.27
江西阿南物流有限公司			900	20.00%	13	2017.7.18
北京快行线冷链物流有限公司	冷链物流		1000	6.46%	-31	2019.1.4
江西鲜配物流有限公司			67	10.00%	95	2020.2.8
郑州千味央厨食品股份有限公司			5000	3.85%	290	2018.12.25
江苏和府餐饮管理有限公司		和府捞面 (面食连锁)	18908	16.92%	-3486	2015.10.13
深圳市幸福商域科技股份有限公司		幸福西饼 (烘焙连锁)	1500	3.34%	-86	2017
长沙颜家食品销售有限公司		颜家辣酱鸭	950	21.11%		2018.9.10
福州薜瓜食品有限公司	轻餐饮	薜5爪 (休闲卤味)	100	8.46%	-19	2018.6.25
江苏满贯食品有限公司		阿满百香鸡 (佐餐卤味)	5200	41.67%	-940	2019.1.30
福建淳百味餐饮发展有限公司		淳百味沙县小吃 (餐饮连锁)	1000	10.00%	29	2018.3.28
江苏卤江南食品有限公司		卤江南手撕鸡 (佐餐卤味)	10000	10.00%	102	2021.12.16
广州绝了股权投资基金 合伙企业 (有限合伙)	轻餐饮	颜家辣酱鸭、我馋鸭脖、 香他她、绿叶水果、开心丽果、和府捞 面、蒸饅记、很久以前羊肉串、小蛮椒、 蟹骨头、慕玛披萨	20000	65.57%	-44	2019.12.31
宁波番茄叁号股权投资 合伙企业 (有限合伙)	轻餐饮	丰茂烤串 (连锁餐饮)、 干净么 (检测公司)	4950	87.61%	5	2018.7.19
宁波番茄肆号股权投资 合伙企业 (有限合伙)	轻餐饮	王家渡、 霜蜜、 姚酸菜鱼、 味远红芳	1000	33.33%	-1	
湖南肆伍伍私募 股权基金企业 (有限合伙)	复合调味料	么麻子 (调味品)、 雷麦龙 (食品香料)、 仟味 (半固态调味料)、 森泰牛油 (调味料)、 香江彩云 (调味料)、 盛香亭 (热卤)、 章鱼小数据 (餐饮大数据)	29700	65.35%	-527	2018.7.10
广州绝了二期股权投资基金 合伙企业 (有限合伙)	轻餐饮	蛙来哒 (炭烧牛蛙)	14000	49.50%	46	2021.1.26
湖南重熙重熙私募 股权基金企业 (有限合伙)	轻餐饮	很久很久以前羊肉串	2800	77.35%	-28	2019.10.25
广州绝了小龙虾产业投资基金 合伙企业 (有限合伙)	轻餐饮	蛙来哒 (炭烧牛蛙)	1975	79.00%	52	2020.5.18
湖南金箍棒私募 股权基金企业 (有限合伙)	轻餐饮	廖记棒棒鸡 (休闲卤味)	44116	66.08%	-196	
四川成都新津肆伍伍 股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	轻餐饮	书亦烧仙草 (奶茶)、 老坛子泡菜 (泡菜)、 三弄堂 (食疗)、 红餐 (餐饮产业服务平台)	32200	58.55%	-436	2021.8.5

资料来源：公司公告，企查查，中银证券

注：北京窄门信息技术有限公司已于2022年6月8日退出。内蒙古赛飞亚农业科技发展股份有限公司为绝味食品直投，其他为网聚资本直投。权益法下确认的股权投资收益为2021年公司年报公示。

公司围绕业务能力的协同共享，从财务指标和行业地位出发，布局轻餐饮龙头企业。餐桌卤味和休闲卤味是两类目标人群，餐桌卤味目标群体主要以家庭主妇或退休老人为主，偏刚需必选消费。参考 Forest&Sullivan 数据，2021 年中国卤制品行业整体销售口径 规模为 3200-3300 亿元左右，其中餐桌卤味规模在 2000 亿元左右，约占行业整体的 60%。餐桌卤味的单店模型的财务回报率与休闲卤制品基本相同，两者在产品形态上虽有差异，但均偏零售业态，所以加盟模式可复制扩张。绝味通过产业投资的方式对餐桌卤味的布局已初步完成，在餐桌卤味前五名的公司中布局了 3 家，分别是廖记棒棒鸡、阿满百香鸡和卤江南。

- (1) **廖记棒棒鸡**：廖记食品连锁股份有限公司成立于 2012 年 9 月，注册资本 5400 万元。网聚资本通过湖南金箍棒私募股权基金企业 (有限合伙) 间接持股廖记食品，目前为第一大股东。根据窄门餐眼数据，廖记棒棒鸡目前在全国拥有 827 家门店，从门店分布来看，主要集中在川渝地区和武汉地区。根据绝味投资者交流，公司通过在十来个城市 40 多家门店的打样，目前廖记棒棒鸡的单店模型基本实现标准化，廖记棒棒鸡 2.0 优化版本将在全国加速扩张。
- (2) **阿满百香鸡**：江苏满贯食品有限公司成立于 2019 年 1 月，注册资本 15000 万元。网聚资本持有其 42% 的股份。根据窄门餐眼数据，阿满百香鸡目前在全国拥有 175 家门店，是江苏省内品牌，主要门店集中在南京市场。目前阿满百香鸡升级第三代门店形象，单店模型已基本打造完成，2022 年开始在南京区域对外开放单店加盟。
- (3) **卤江南**：江苏卤江南食品有限公司成立于 2017 年 5 月，注册资本 6112 万元。网聚资本持有 15% 的股份。根据窄门餐眼数据，卤江南目前在全国拥有 782 家门店，主要集中在江浙地区，主打江苏下沉市场。

盈利预测与投资评级

休闲卤制品行业目前仍处于年均增长超过 10% 的上升阶段，当前龙头企业集中度较低，市占率仍有较大提升空间。绝味食品作为休闲卤制品龙头，ROE 水平高于同行其他企业，供应链及组织管理能力突出。公司战略清晰，短期以提高市占率为主，长期布局轻餐饮产业链构建公司第二增长曲线。

疫情背景下行业加速洗牌，绝味逆势扩张，短期目标是进一步提升公司的市占率和行业地位。公司规划 2022 年新增门店数量为 1000-1500 家，同时开展“星火燎原计划”下沉三四线城市。从全国门店布局来看，绝味 60% 的门店位于一二线城市，门店密度相对饱和。考虑到三四线城市居民在休闲娱乐方面的消费与一二线城市基本接近且房租低、坪效高，所以公司开始着重布局低线市场。公司目前单店模型较为成熟，可快速复制，叠加强渠道管理能力及品牌效应，我们预计 2022 年公司可顺利完成开店目标，预计全年开店数量在 1500 家以上。1H22 单店营收受疫情扰动影响较大，随着防疫政策管控放松，消费场景恢复，预计下半年业绩将迎来改善。我们判断 2022-2024 年公司卤制品主业营收规模分别为 62 亿元、74 亿元、85 亿元，同比增 7.8%、19.6%、14.9%。

根据公司公告的 1H22 业绩预告，1H22 公司预计实现营收 32-34 亿元，同比+1.8%-8.1%，其中 2Q22 营收 15-17 亿元，同比-7.7%-4.5%。公司归母净利 9000 万-11000 万元，同比-78.1%-82.1%，其中 2Q22 净利润 93-2093 万元，同比-92.1%-99.6%。下半年随着疫情防控政策不断优化，消费场景复苏，我们判断公司业绩将不断改善。(1) 收入端，随着疫情管控放松，各商圈客流量恢复，公司同店营收有望改善。预计 2022-2024 年公司营收分别为 72.9 亿元、87.7 亿元、102 亿元，同比增 11%、20%、16%。(2) 利润端，近两年公司费用投放加大，主要体现在对加盟商的补贴及让利，随着疫情好转，预计极端补贴的情况将会减少。我们判断 22-24 年公司归母净利分别为 5.6 亿元、11.0 亿元、13.5 亿元，同比-43%、97%、23%。EPS 分别为 0.91、1.79、2.20 元/股，对应 PE 为 59、30、24 倍。首次覆盖给予“**增持**”评级。

图表 55. 主营业务收入及增速

	2021A	2022E	2023E	2024E
收入 (百万元)	6,549	7,289	8,769	10,203
YOY	24.1%	11.3%	20.3%	16.4%
毛利率	31.7%	31.6%	31.9%	32.9%
其中：卤制食品销售				
营业收入 (百万元)	5,743	6,189	7,401	8,503
YOY	17.3%	7.8%	19.6%	14.9%
加盟商管理				
营业收入 (百万元)	67	71	74	78
YOY	-1.5%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：万得，中银证券

图表 56. 可比公司情况

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2021A	2022E	2021A	2022E	
603517.SH	绝味食品	增持	53.7	330	1.60	0.91	33.7	59.1	9.3
1458.HK	周黑鸭	未有评级	3.9	92	0.15	0.08	33.5	41.1	1.8
002695.SZ	煌上煌	未有评级	10.7	55	0.28	0.42	57.8	24.3	4.5

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2022 年 8 月 2 日，未有评级公司盈利预测来自万得一一致预期

风险提示

受疫情扰动较大，终端需求疲软，高势能门店收入下滑严重；

门店增长低于预期，三四线城市开拓进展不顺；

原材料价格上涨，成本端承压；

食品安全问题，如食品保鲜和食品安全管理。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	5,276	6,549	7,289	8,769	10,203
销售成本	(3,549)	(4,525)	(5,046)	(6,042)	(6,921)
经营费用	(534)	(793)	(1,475)	(1,188)	(1,380)
息税折旧前利润	1,193	1,230	768	1,540	1,902
折旧及摊销	94	148	150	183	214
经营利润(息税前利润)	1,099	1,082	618	1,357	1,689
净利息收入/(费用)	8	(9)	20	14	21
其他收益/(损失)	(86)	264	140	140	140
税前利润	956	1,262	715	1,449	1,787
所得税	(279)	(334)	(204)	(402)	(493)
少数股东损益	9	14	8	15	19
净利润	701	981	559	1,102	1,352
核心净利润	701	981	559	1,102	1,352
每股收益(人民币)	1.140	1.595	0.909	1.792	2.199
核心每股收益(人民币)	1.140	1.595	0.909	1.792	2.199
每股股息(人民币)	0.530	0.499	0.364	0.681	0.770
收入增长(%)	2	24	11	20	16
息税前利润增长(%)	10	(2)	(43)	120	24
息税折旧前利润增长(%)	9	3	(38)	101	24
每股收益增长(%)	(12)	40	(43)	97	23
核心每股收益增长(%)	(12)	40	(43)	97	23

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1,082	1,065	1,065	1,065	1,123
应收帐款	108	222	240	288	335
库存	857	854	952	1,140	1,305
其他流动资产	153	127	141	170	197
流动资产总计	2,201	2,267	2,397	2,662	2,961
固定资产	1,653	2,089	2,346	2,608	2,854
无形资产	213	249	237	224	212
其他长期资产	1,856	2,796	3,358	3,920	4,482
长期资产总计	3,721	5,134	5,941	6,752	7,548
总资产	5,922	7,401	8,338	9,414	10,509
应付帐款	432	473	528	632	724
短期债务	50	315	514	518	315
其他流动负债	422	662	809	898	1,032
流动负债总计	904	1,450	1,850	2,048	2,070
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	234	441	647	853
股本	609	614	615	615	615
储备	4,355	5,088	5,423	6,106	6,985
股东权益	4,964	5,702	6,038	6,721	7,600
少数股东权益	26	14	9	(2)	(15)
总负债及权益	5,922	7,401	8,338	9,414	10,509
每股帐面价值(人民币)	8.07	9.27	9.82	10.93	12.36
每股有形资产(人民币)	7.80	8.88	9.43	10.56	12.01
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.70)	(1.22)	(0.90)	(0.89)	(1.31)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	956	1,262	715	1,449	1,787
折旧与摊销	94	148	150	183	214
净利息费用	(8)	9	2	9	2
运营资本变动	(47)	(114)	(17)	(49)	(47)
税金	(246)	(267)	(148)	(331)	(416)
其他经营现金流	(21)	82	301	152	207
经营活动产生的现金流	729	1,120	1,003	1,412	1,747
购买固定资产净值	(373)	(626)	(326)	(326)	(326)
投资减少/增加	(99)	602	100	100	100
其他投资现金流	36	(1,085)	(752)	(771)	(786)
投资活动产生的现金流	(436)	(1,109)	(978)	(997)	(1,012)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(161)	585	199	4	(203)
支付股息	(326)	(307)	(224)	(419)	(473)
其他融资现金流	(326)	(307)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(813)	(28)	(25)	(414)	(677)
现金变动	(520)	(18)	0	0	58
期初现金	1,602	1,082	1,065	1,065	1,065
公司自由现金流	293	11	25	414	735
权益自由现金流	124	604	226	427	533

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.6	18.8	10.5	17.6	18.6
息税前利润率(%)	20.8	16.5	8.5	15.5	16.6
税前利润率(%)	18.1	19.3	9.8	16.5	17.5
净利率(%)	13.3	15.0	7.7	12.6	13.3
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.6	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	122.7	248.1	158.1	840.3
净权益负债率(%)	(20.7)	(13.1)	(9.1)	(8.1)	(10.7)
速动比率(倍)	1.5	1.0	0.8	0.7	0.8
估值					
市盈率(倍)	47.1	33.7	59.1	30.0	24.4
核心业务市盈率(倍)	47.1	33.7	59.1	30.0	24.4
市净率(倍)	6.7	5.8	5.5	4.9	4.3
价格/现金流(倍)	45.3	29.5	32.9	23.4	18.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.8	26.2	42.3	21.1	16.9
周转率					
存货周转天数	52.8	47.7	45.2	43.5	43.7
应收帐款周转天数	5.9	9.2	11.6	11.0	11.2
应付帐款周转天数	25.7	25.2	25.1	24.1	24.2
回报率					
股息支付率(%)	46.5	31.3	40.0	38.0	35.0
净资产收益率(%)	14.7	18.4	9.5	17.3	18.9
资产收益率(%)	13.7	11.9	5.6	11.0	12.3
已运用资本收益率(%)	22.5	19.5	10.2	20.0	22.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371