

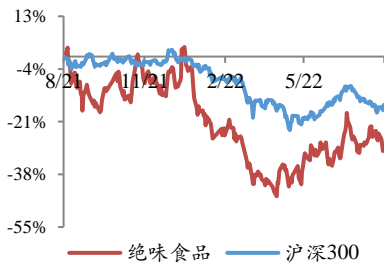
# 门店扩张驱动增长，高效供给强化盈利

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-12

收盘价(元)	50.58
近12个月最高/最低(元)	73.04/38.64
总股本(百万股)	609
流通股本(百万股)	609
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	308
流通市值(亿元)	308

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

### 相关报告

## 主要观点：

### ● 休闲卤制品行业快速增长，疫后龙头有望加速提升市场份额。

中国休闲卤制品行业近年来增速表现亮眼，2015-2021年行业规模CAGR高达27.41%，在休闲食品子行业中增速最高，2021年行业规模已超1500亿元。行业竞争格局仍较为分散，卤制品大行业计算口径下，CR5不足20%，龙头绝味食品市占率为8.6%。在食品安全监管政策趋严、消费者品牌意识提升背景下，行业集中度将继续提升，同时疫情加速中小企业退出，龙头经营韧性尽显，疫后市场份额有望加速向龙头集中。

### ● 绝味食品：加盟体系基础坚实，供应链能力突出，门店布局最为广泛。

一方面，休闲卤味行业与加盟业态适配，绝味的门店模型具有较强吸引力。加盟连锁业态的核心为加盟体系的构建与管理，绝味食品深谙加盟管理之道，秉持“众行致远，美美与共”的经营理念，与加盟商形成命运共同体关系，致力于提升加盟商经营质量，优化加盟商服务。受益于此，绝味加盟商的积极性与凝聚力持续提升，为绝味生态持续健康发展奠定良好基础。另一方面，强大的供应链能力为公司构筑竞争壁垒，绝味在采购端具备规模优势，工厂全国化布局支撑产品日配到店的能力，生产端借力数字化、自动化系统提升运行效率，物流配送能力强大且逐步对外赋能。公司在加盟体系完善、供应链能力强大的基础上，形成了全行业最广泛的门店布局，截至2021年末，绝味在中国大陆地区门店总数已达13714家，数量行业居首，门店覆盖全中国31个省级行政区及香港、澳门特别行政区，渠道优势明显，并有助于提升品牌影响力。

### ● 门店扩张：测算门店数量仍有近一倍增长空间，下沉市场开店可成为门店扩张的重要支撑。

卤制品企业收入增长主要由门店扩张贡献。我们参考现阶段绝味在全国各省市的门店密度情况，并考虑不同层级省份/城市人员流动性、消费水平、消费习惯等因素，对未来绝味在各省可能实现的最大开店密度做出假设，测算未来绝味鸭脖门店数量可达24000家以上，较当前门店数量仍有近一倍空间。疫情反复对高线城市高势能门店人流影响较大，下沉市场门店模型的优越性开始显现。渠道调研反馈，绝味下沉市场门店的初始投资更轻、投资回收期更短，疫情对其经营影响较小，地/县级市核心商圈门店投资回收期可在11个月之内，当前加盟商开店积极性高。未来下沉市场开店或将提速，结合一二线城市门店继续加密，支撑绝味门店数量继续保持较快速度增长。

### ● 盈利能力：规模效益放大+供给优化促进中长期盈利能力提升。

一方面，随着门店扩张带动销售规模增长，公司在采购端规模优势进一步显现。同时在物流网络建设完成后，门店密度增大将进一步摊薄运输成本。另一方面，公司致力于推动工厂自动化、智能化、信息化水平，

未来生产效率有望大幅提高；同时打造核心工厂的柔性供应能力，未来大量柔性产能空间释放出来后，产能利用率将提升，带动摊销费用降低。

● **美食生态：储备第二增长曲线，绝味有望成为泛卤味赛道领军企业。**

公司围绕卤味、轻餐饮、特色调味品、产业链相关四大方向布局美食生态，为公司储备第二增长曲线。目前重点聚焦与公司主业有较高协同度的卤味核心赛道，布局了廖记棒棒鸡、盛香亭、卤江南等卤味品牌。被投企业有望在绝味赋能下加速成长，未来绝味也有望成长为泛卤味赛道的领军企业。

● **短期业绩承压，逐步走出经营低谷，业绩修复弹性有望释放。**

在疫情冲击门店经营、主要原材料价格上涨、费用投入显著加大的多重因素影响下，上半年公司业绩承压明显。随着疫情防控更加精细化，线下客流逐步恢复，预计下半年单店营收开始逐步向疫情前水平修复，同时门店拓展保持较快节奏，带动收入端持续改善。后续随着肉鸭供给量以及屠宰产能逐步恢复，下半年原材料成本压力有望环比改善。费用端，随着市场环境回暖，预计下半年加盟商补贴收缩，费用端压力也将有所缓解。若全国不再出现大范围的疫情，预计下半年主业盈利能力开始环比改善，明年在低基数下有望释放较大业绩弹性。

● **盈利预测与投资建议**

预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 72.9/88.5/101.6 亿元，同比 +11.3%/+21.4%/+14.8%；实现归母净利润 5.94/12.12/14.65 亿元，同比 -39.5%/+104.1%/+20.8%；EPS 分别为 0.98/1.99/2.41 元；当前股价对应 PE 分别为 52/25/21 倍。考虑到公司未来门店扩张仍有较大空间，盈利能力有望随规模扩大及供给端效率提升而增强，主业增长的确定性较高，前期在悲观预期下估值压缩明显，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

● **风险提示**

疫情发展超预期；行业竞争加剧；宏观经济下行压力增大；原材料价格上涨超预期；食品安全风险。

● **重要财务指标**

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6549	7287	8846	10157
收入同比	24.1%	11.3%	21.4%	14.8%
归属母公司净利润	981	594	1212	1465
净利润同比	39.9%	-39.5%	104.1%	20.8%
毛利率	31.7%	27.8%	30.7%	31.2%
ROE	17.2%	9.7%	17.5%	18.6%
每股收益（元）	1.60	0.98	1.99	2.41
P/E	42.71	51.84	25.39	21.02
P/B	7.36	5.04	4.45	3.90
EV/EBITDA	30.90	32.81	17.31	14.20

资料来源：Wind，华安证券研究所

# 正文目录

<b>1 休闲卤味成长赛道，龙头份额加速提升</b> .....	<b>6</b>
1.1 休闲卤味行业快速增长，规模已超千亿.....	6
1.2 消费升级+头部品牌加速渗透，休闲卤味行业未来成长性优.....	8
1.3 卤制品大行业小公司，核心品牌将受益于行业集中度提升.....	9
<b>2 绝味食品：休闲卤味领导品牌，连锁加盟模式典范</b> .....	<b>11</b>
2.1 业务概况：多品类卤制食品销售，连锁加盟门店主导.....	11
2.2 业绩表现：门店扩张驱动业绩较快增长，疫情对经营扰动较大.....	13
2.3 历史沿革：起步湖南长沙，成为全国卤味领导品牌.....	15
2.3.1 2005-2007 年：2005 年全国首家门店开业，开启省外扩张.....	15
2.3.2 2008-2014 年：全国化扩张加速，全面夯实发展基础.....	15
2.3.3 2015-2018 年：行业领导地位确立，门店数量维持快速增长.....	15
2.3.4 2019 年至今：深耕主业巩固领先优势，构建美食生态布局新增长点.....	15
2.4 股权结构：创始人戴文军先生为实控人.....	16
<b>3 夯实加盟体系基础，强化供应链优势</b> .....	<b>17</b>
3.1 线下门店全国化布局，渠道优势明显、品牌效应突出.....	17
3.2 “众行致远，美美与共”，合作共赢夯实加盟体系基础.....	19
3.3 “原材料-工厂-门店”环环发力，提质降本强化供应链优势.....	20
<b>4 门店扩张驱动主业增长，供给优化促进盈利提升</b> .....	<b>24</b>
4.1 测算绝味门店未来仍有近一倍增长空间.....	24
4.2 下沉市场开店可成为未来门店数量扩张的重要支撑.....	26
4.3 中长期供给效率优化促进盈利能力提升.....	28
4.4 美食生态布局打开远期成长空间.....	30
<b>5 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>32</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>34</b>
<b>财务报表与盈利预测</b> .....	<b>35</b>

## 图表目录

图表 1 卤制食品品种丰富	6
图表 2 佐餐卤味与休闲卤味对比	6
图表 3 休闲卤制品市场规模快速增长, 2010-2021 年 CAGR 高达 18.5%	7
图表 4 休闲卤制品行业规模 CAGR 高于其他休闲零食子行业	8
图表 5 休闲卤制食品消费场景丰富	9
图表 6 绝味鸭脖门店主要分布在一二线城市	9
图表 7 周黑鸭门店主要分布在一二线城市	9
图表 8 煌上煌门店主要分布在一二线城市	9
图表 9 卤制品行业竞争格局较为分散	10
图表 10 卤制品行业是市场规模超 3200 亿的大行业	10
图表 11 休闲卤味头部品牌疫情期间逆势开店, 门店数量保持较快的净增长速度	10
图表 12 按包装分, 鲜货类产品收入占比最高	11
图表 13 按品类分, 禽类产品收入占比最高	11
图表 14 绝味食品代表产品	11
图表 15 绝味食品营业收入结构	12
图表 16 绝味食品毛利润结构	12
图表 17 其他主营收入规模快速增长	12
图表 18 综合毛利率有所下滑, 卤制食品销售毛利率较为稳定	12
图表 19 卤味三巨头全国门店数量对比	13
图表 20 绝味鸭脖门店结构: 社区街边店占比约七成	13
图表 21 绝味营业收入及同比增速	14
图表 22 绝味归母净利润及同比增速	14
图表 23 绝味门店数量及同比增速	14
图表 24 绝味门店历年净增量(家)	14
图表 25 绝味单店营收及同比增速	15
图表 26 门店数量增长是公司收入增长的主要贡献	15
图表 27 绝味食品发展历程	16
图表 28 绝味食品股权结构	16
图表 29 绝味卤制食品线上与线下销售收入占比	17
图表 30 卤味品牌门店数量对比	17
图表 31 卤制品行业头部公司门店数量与门店覆盖范围对比	17
图表 32 绝味食品卤制品销量规模行业居首(吨)	18
图表 33 绝味食品卤制品销售收入规模行业居首(百万)	18
图表 34 多种加盟模式对比	19
图表 34 综合考虑多项因素, 绝味门店模型对加盟商具备吸引力	19
图表 35 绝味加盟连锁渠道管控体系	20
图表 36 绝味构建了四级加盟商委员会体系	20
图表 37 卤制品头部公司销量对比	21
图表 38 绝味从益客食品采购鸭产品的单价低于周黑鸭	21

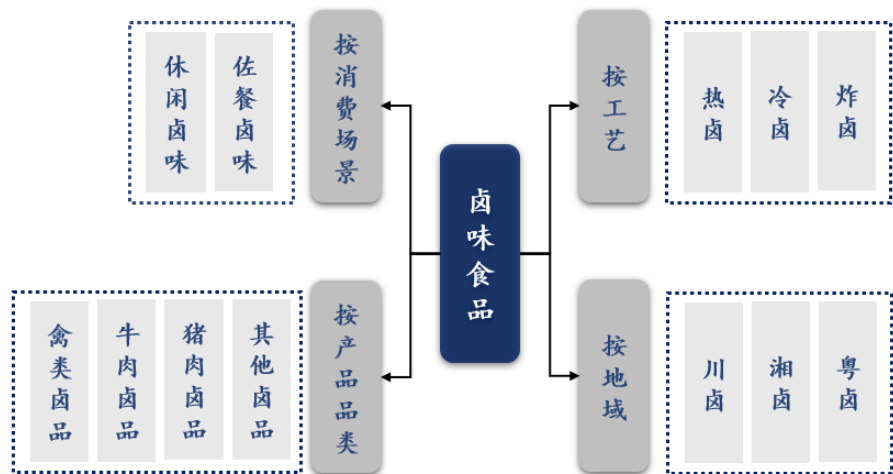
图表 39 益客食品对绝味的销售毛利率低于平均水平 .....	21
图表 40 卤制品头部公司吨成本对比 (万元/吨) .....	21
图表 41 绝味食品的全国生产网络 .....	22
图表 42 卤制品龙头公司存货周转率对比 .....	23
图表 43 卤制品龙头公司固定资产周转率对比 .....	23
图表 44 绝味食品物流运输费用率 .....	23
图表 45 绝味向关联方物流公司支付的物流费用增加 .....	23
图表 46 休闲卤味龙头公司卤制品销售收入拆分: 门店数量增长是主要驱动力 .....	24
图表 47 绝味全国门店布局: 天津/北京/上海门店密度最高 .....	25
图表 48 绝味未来门店数量空间测算 .....	25
图表 49 疫情影响客流量导致门店投资回报期被拉长 (以省会交通枢纽店为例) .....	26
图表 50 绝味门店模型对比: 地/县级市场门店模型优秀, 对加盟商吸引力强 .....	27
图表 51 绝味卤制品销售毛利率 .....	28
图表 52 毛鸭价格走势: 2018 年与 2020 年开启两轮上行 .....	28
图表 53 绝味卤制食品吨成本变化 .....	29
图表 54 绝味卤制食品销售吨价变化 .....	29
图表 55 绝味管理与销售费用率变化 .....	30
图表 56 绝味 2021 年毛销差大幅收窄 .....	30
图表 57 绝味食品的美食生态布局 .....	30
图表 58 美食生态布局为绝味贡献投资收益 .....	31
图表 59 供应链能力外赋加速公司其他主营业务增长 .....	31
图表 60 绝味食品投资的泛卤味品牌梳理 .....	32
图表 61 绝味食品收入拆分及预测 .....	33
图表 62 绝味食品估值情况 .....	34

# 1 休闲卤味成长赛道，龙头份额加速提升

## 1.1 休闲卤味行业快速增长，规模已超千亿

卤制品香浓味美，品种丰富，具有较深的群众消费基础。卤制品是以家禽、家畜的肉或内脏、野味、以及部分水产品、蔬菜为主要原料，放入调制好的卤汁中，经过旺火烧开，小火浸煮，使卤汁滋味缓慢渗入原料肌理而制成的食品。卤制食品作为一种大众化食品在中华饮食文明中流传千年，具备“食材多样，品类丰富”和“色、香、味”俱全的特点，符合中国人喜咸辣的饮食偏好，具有深厚的饮食文化基础和稳定的群众消费基础。

图表 1 卤制食品品种丰富



资料来源：美团《2022 卤味品类发展报告》，华安证券研究所

按消费场景分，卤制品分为佐餐卤味和休闲卤味两类。佐餐卤味的消费场景为居家，是卤制品的传统消费类型，通常作为凉菜用于佐餐，代表品牌包括紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡。而休闲卤味则定位于休闲小吃零食，是伴随着生产工艺、物流条件以及居民消费能力发展而形成的新兴消费类型，代表品牌包括绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌。据艾媒咨询数据，2021 年中国卤制品行业规模 3296 亿元，其中 2018-2021 年行业 CAGR 约 12.3%，即使在疫情扰动下，卤制品行业仍然保持了较为可观的增长速度。其中佐餐卤味与休闲卤味市场规模分别为 1792/1504 亿元。

图表 2 佐餐卤味与休闲卤味对比

	佐餐卤味	休闲卤味
消费场景	居家菜肴	零食小吃
产品品类	相对多元，鸡、牛、猪等	主要以鸭脖及其他鸭副产品为主
市场规模	规模大、增速慢	规模小、增速快
客单价	原材料以红肉类为主，客单价相对较高	原材料以家禽类为主，客单价相对较低

消费人群

以家庭主妇、中老年客群为主

以年轻人、上班族为主

代表企业

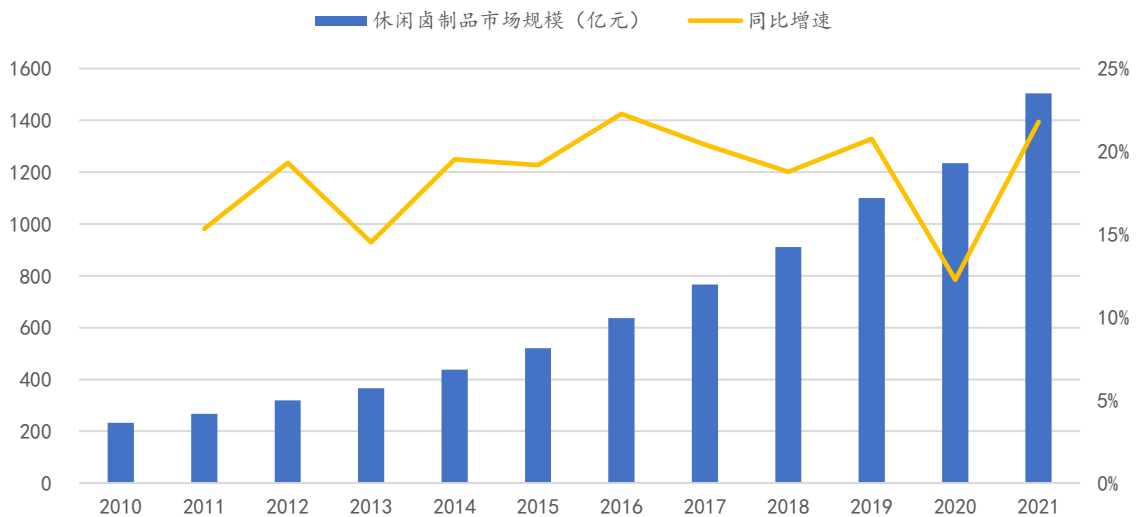
紫燕食品, 廖记棒棒鸡等

绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌等

资料来源: 华安证券研究所整理

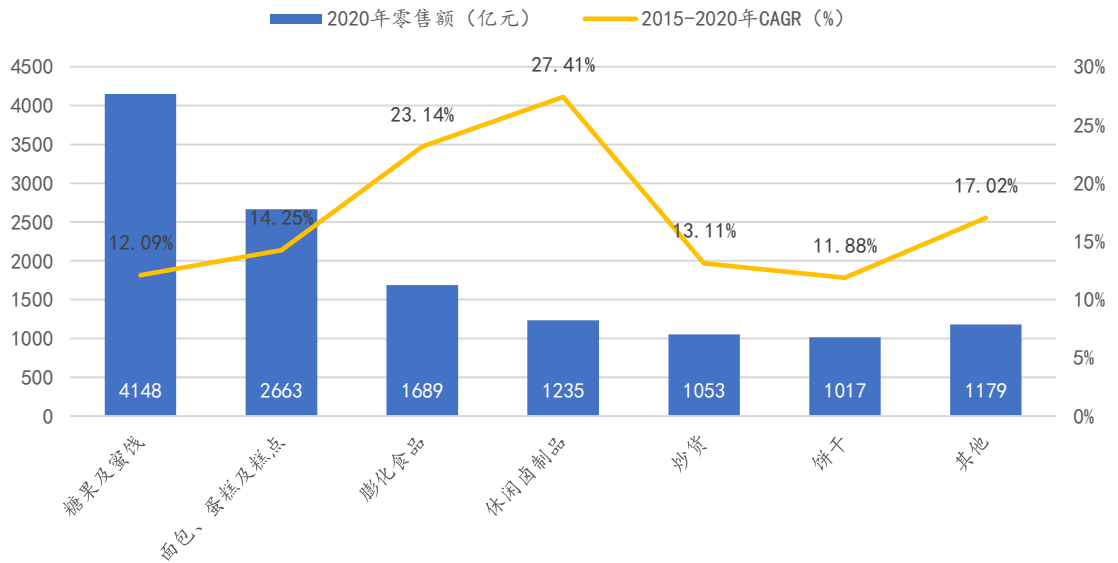
休闲卤味行业处于快速成长期, 增速 CAGR 在 15% 以上, 市场规模已超千亿。据 Frost&Sullivan 及艾媒咨询数据, 2010-2021 年休闲卤制品行业市场规模从 232 亿元增长至 1504 亿元, 期间 CAGR 高达 18.5%。2020 年疫情发生以前, 行业增速保持在 15% 以上且呈逐步提升态势, 表明行业享有高景气度且处于成长期。疫情对行业造成短暂冲击, 行业增速在 2020 年降至 12.3%, 此后随疫情逐步好转, 行业又重回 20% 以上。休闲卤味也是休闲食品大品类中的一种, 横向对比来看, 据 Frost&Sullivan 数据, 2015-2020 年休闲卤制品平均增速水平在休闲食品子行业中最高, 期间 CAGR 高达 27.41%。

图表 3 休闲卤制品市场规模快速增长, 2010-2021 年 CAGR 高达 18.5%



资料来源: Frost & Sullivan, 艾媒咨询, 华安证券研究所

图表 4 休闲卤制品行业规模 CAGR 高于其他休闲零食子行业



资料来源: Frost & Sullivan, 华安证券研究所

## 1.2 消费升级+头部品牌加速渗透，休闲卤味行业未来成长性优

消费升级浪潮下，消费者对新鲜、便捷、美味产品的需求提升，休闲卤制品仍将受益。一方面，与众多休闲零食相比，休闲卤制品的保质期短，消费者购买的休闲卤制产品通常为鲜货，产品更新鲜且口感更好，符合消费升级趋势，将更受消费者的欢迎。近年来现制烘焙、现制茶饮等休闲食品品类的快速兴起同样体现了消费者更青睐新鲜、健康食品的消费趋势。另一方面，现代居民生活节奏加快，食品消费快捷化诉求提升。休闲卤制食品的消费场景丰富，售卖门店广泛开设在商场、社区、写字楼、交通枢纽等人群密集地点，消费者购买便捷，且休闲卤制产品可即买即食，充分满足方便快捷的消费需求。此外，休闲卤味产品卤制过程通常加强了产品的香味、鲜味，多数产品还带有辣味，导致产品上瘾性提升。随着居民消费水平提高，休闲卤制食品消费频次有望提升，进一步带动行业增长。

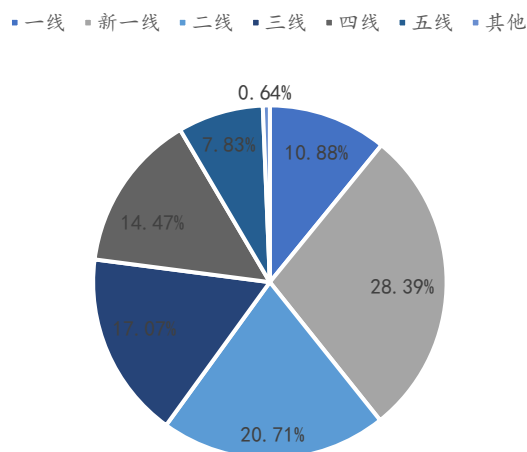
休闲卤味头部品牌加速向下沉市场渗透也为行业扩容带来动力。由于休闲卤制食品具有即食消费、冲动消费属性，线下连锁门店是消费者购买休闲卤制食品的主要渠道，如绝味食品 90%以上的主营业务收入来自于加盟模式的产品销售。目前近年来头部休闲卤味品牌的门店主要集中在二线城市，三四五线城市仍存在较大的空白市场，未来随着头部品牌加快扩张步伐、加速向下沉市场渗透，更多消费者的消费习惯逐步被培养，休闲卤制品作为较为高端的休闲食品，行业仍有继续增长的空间和动力。

图表 5 休闲卤制食品消费场景丰富



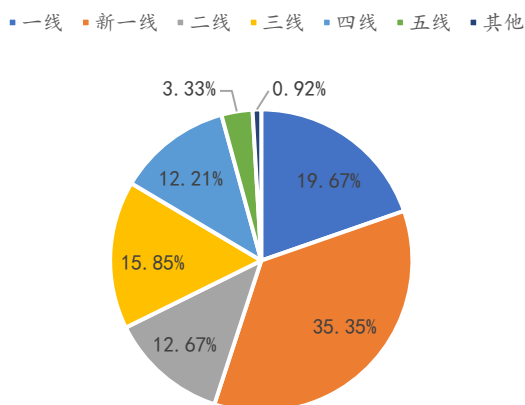
资料来源: 绝味食品招股说明书, 华安证券研究所整理

图表 6 绝味鸭脖门店主要分布在一二线城市



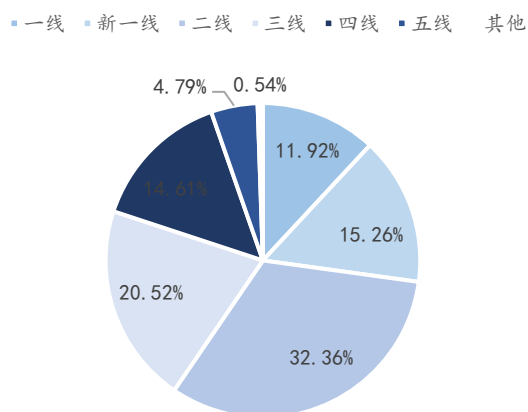
资料来源: 窄门餐眼, 华安证券研究所

图表 7 周黑鸭门店主要分布在一二线城市



资料来源: 窄门餐眼, 华安证券研究所整理

图表 8 煌上煌门店主要分布在一二线城市



资料来源: 窄门餐眼, 华安证券研究所

### 1.3 卤制品大行业小公司, 核心品牌将受益于行业集中度提升

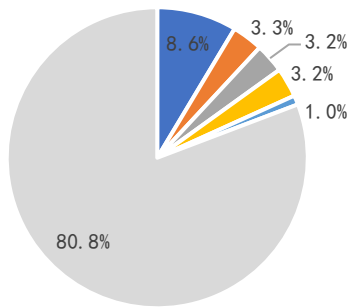
中国休闲卤制品行业发展时间不长, 近十年来市场份额持续向头部公司集中。我国休闲卤制食品工业起步于 20 世纪 80 年代初, 江浙地区率先出现较具规模的生产企业, 但产品结构单一、风味较为清淡、技术水平较低。90 年代初, 行业内企业数量急剧增长, 生产技术水平有所提升。进入 21 世纪, 行业市场进一步扩大, 部分企业的生产模式逐步由传统作坊向流水线生产过渡, 连锁经营逐步成为主流, 市场份额开始向头部品牌集中。近十年来, 随着消费者对产品品牌和品质的要求提升, 且休闲卤味企业展开了激烈的品牌竞争、门店竞争, 具有规模和品牌优势的头部公司加速抢占市场份额。

竞争格局仍然较为分散, 卤制品行业 CR5 不足 20%, 龙头绝味市占率为 8.6%。据煌上煌年报披露数据, 2020 年我国卤制品行业前五大卤制品企业分别为绝味食品、煌上煌、周黑鸭、紫燕及久久丫, 市场份额合计占比仅 19.23%, 其中被称为“卤味

“三巨头”的绝味、周黑鸭、煌上煌分别占比 8.6%、3.32%、3.15%。休闲卤制品行业是市场规模超 1500 亿元的大行业，卤制品行业市场规模更是超 3200 亿元（估算报表口径超 1500 亿元），但龙头营收规模尚未过百亿，未来仍有较大的成长空间。

图表 9 卤制品行业竞争格局较为分散

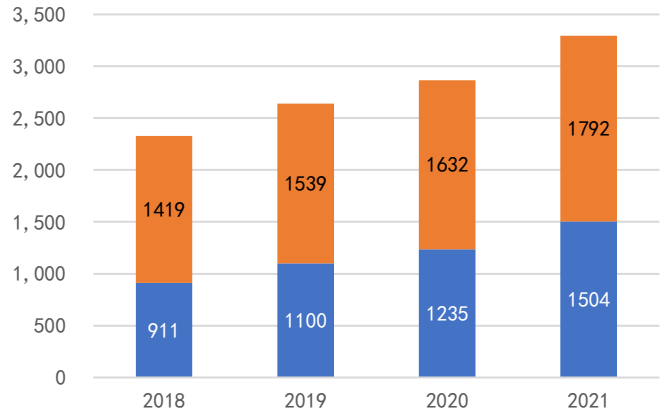
■ 绝味食品 ■ 周黑鸭 ■ 煌上煌 ■ 紫燕 ■ 久久丫 ■ 其他



资料来源：煌上煌公司年报，华安证券研究所整理

图表 10 卤制品行业是市场规模超 3200 亿的大行业

■ 休闲卤味市场规模 (亿元) ■ 佐餐卤味市场规模 (亿元)



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

**行业集中度提升动能充足，疫情加速市场份额向龙头公司集中。**

**1) 食品安全监管政策趋严：**目前我国休闲卤制食品生产企业有上万家，作坊式仍然是行业内的主要经营模式。小作坊式企业产品品质控制能力差，在卤制品生产加工过程中存在使用劣质原料、滥用添加剂等行为，因此也留下了食品安全隐患。随着国家食品安全控制标准进一步严格，达不到标准的中小企业将陆续退出市场，而大型企业供应链体系完善，食品安全有充分保障，将受益于行业集中度提升。

**2) 消费者品牌意识提升：**随着居民消费能力提升，消费者对于食品品质提出了更高的要求，品牌意识崛起，也推动市场份额向头部品牌集中。

**3) 疫情加速行业中小企业出清：**2020 年新冠疫情来袭，线下人流量迅速萎缩，对连锁卤味经营造成较大冲击。行业中小企业抗风险能力差，出现现金流问题后被迫关店，而龙头企业却能通过加大对加盟商的支持力度、灵活调整开店策略等方式保持较快的开店速度，行业集中度加速提升。

图表 11 休闲卤味头部品牌疫情期间逆势开店，门店数量保持较快的净增长速度

门店数量 (家)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
绝味食品	7758	9053	9915	10954	12399	13714
周黑鸭	778	1027	1288	1320	1755	2781
煌上煌	2393	2605	3008	3706	4627	4281
门店净增量 (家)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
绝味食品	586	1295	862	1039	1445	1315
周黑鸭	137	249	261	32	435	1026
煌上煌	27	212	403	698	921	-346

资料来源：公司公告，华安证券研究所

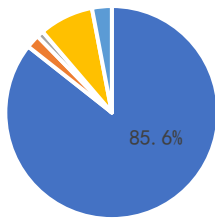
## 2 绝味食品：休闲卤味领导品牌，连锁加盟模式典范

### 2.1 业务概况：多品类卤制食品销售，连锁加盟门店主导

公司主要从事休闲卤制食品的生产与销售，产品种类丰富。绝味食品主要从事休闲卤制食品的开发、生产与销售，公司历史可追溯至 2005 年。公司休闲卤制食品产品种类丰富，根据包装划分，可分为鲜货类产品以及包装类产品，鲜货类产品收入占比 85%以上；根据品类划分，涵盖肉制品、蔬菜、水产品、豆制品等，其中以鸭脖为代表的禽肉制品为公司贡献最大比例的销售收入；根据口味划分，公司产品可细分为“招牌系列”“黑鸭系列”“酱鸭系列”“五香系列”“藤椒系列”等不同口味，可满足消费者的不同偏好。

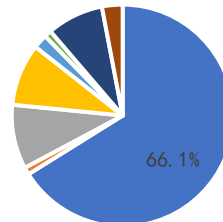
图表 12 按包装分，鲜货类产品收入占比最高

■ 鲜货类产品 ■ 包装产品 ■ 加盟商管理  
■ 其他主营业务 ■ 其他业务



图表 13 按品类分，禽类产品收入占比最高

■ 禽类产品 ■ 畜类产品 ■ 蔬菜产品 ■ 其他产品  
■ 包装产品 ■ 加盟商管理 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源：Wind，华安证券研究所

资料来源：Wind，华安证券研究所

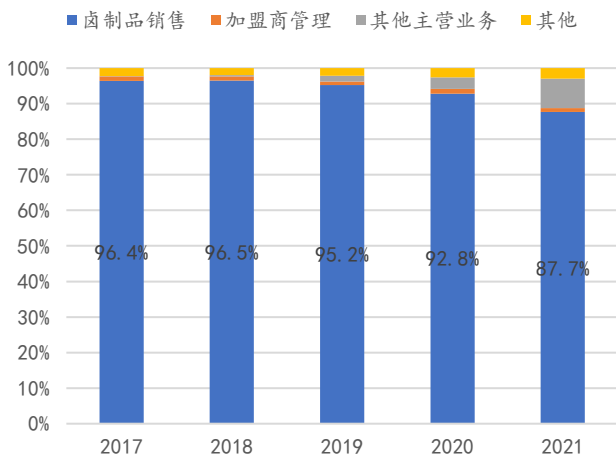
图表 14 绝味食品代表产品

产品系列	代表产品	产品系列	代表产品
招牌系列	招牌鸭脖 招牌鸭锁骨 招牌鸭肫 招牌鸡翅尖 招牌鸭心 招牌鱼豆腐 招牌鸭肠 招牌鸭脆肠 招牌虾球 招牌鸭舌 招牌凤爪 招牌鸭掌 招牌鸭头 招牌鱿鱼 招牌鸭软骨	黑鸭系列	黑鸭鸭脖 黑鸭鸭锁骨 黑鸭鸭翅中 黑鸭鸭掌 黑鸭鸭头 黑鸭鸭架
	酱鸭系列		酱鸭鸭脖 酱鸭鸭肫 酱鸭鸭翅
			藤椒系列
五香系列	五香鸭脖 五香凤爪 五香鸭锁骨 五香鸭掌 五香鸭架 五香鸭爪		

资料来源：大众点评，美团，华安证券研究所整理

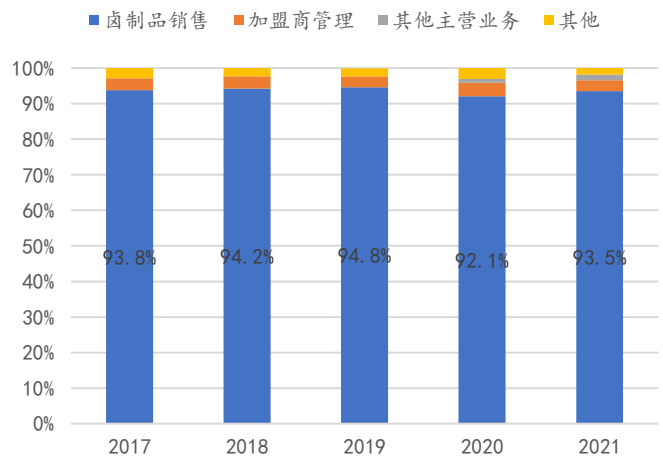
卤制食品销售是贡献营业收入与毛利润的绝对主力。分业务看，公司业务收入87%以上来自于卤制食品销售，近年来毛利率在33-34%之间，2020年疫情扰动下卤制食品销售毛利率略有下滑，2021年随门店销售回暖毛利率有所回升。除此之外，加盟商管理以及供应链服务等亦贡献部分营业收入。其中公司因向加盟商授予特许经营许可而收取加盟管理费，根据招股说明书，公司加盟费、管理费收取标准为4000-8000元/年。其他业务收入占比较小，但近年来增速亮眼，其中公司供应链能力卓越，2018年成立子公司“上海绝配柔性供应链服务有限公司”，在服务公司全国门店之外的富余能力用于为其他合作企业提供采购、代工、仓储物流等供应链服务，此部分业务收入快速增长。但由于毛利率水平偏低，2021年为5.97%，对公司毛利润的贡献不大。2021年公司综合毛利率为31.68%，同比下降1.8个百分点，低毛利业务占比提升是主要原因。

图表 15 绝味食品营业收入结构



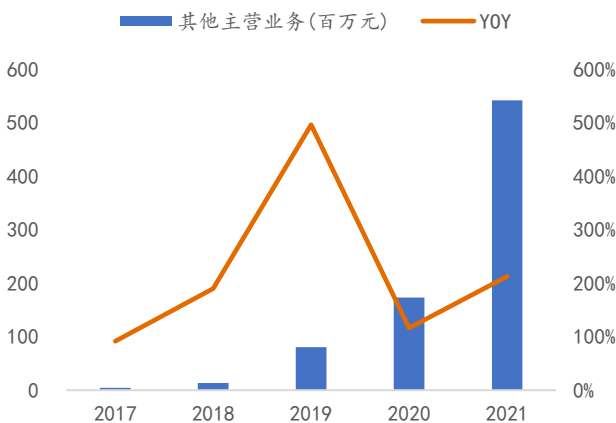
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 16 绝味食品毛利润结构



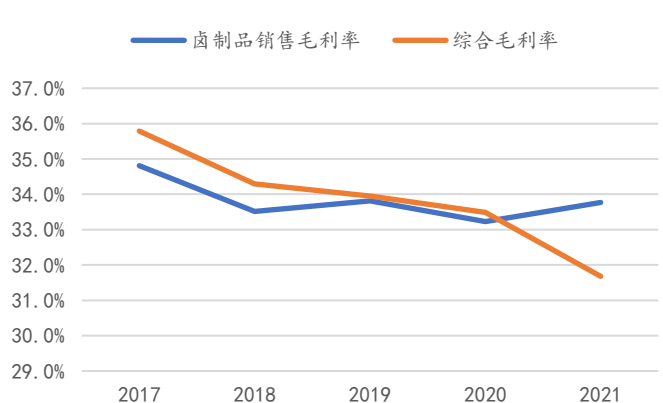
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 17 其他主营收入规模快速增长



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 18 综合毛利率有所下滑，卤制食品销售毛利率较为稳定

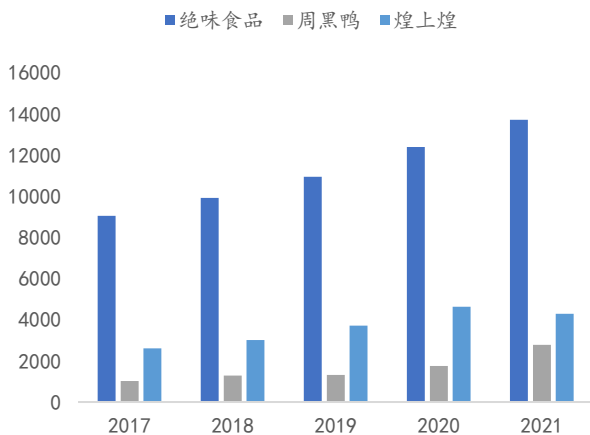


资料来源: Wind, 华安证券研究所

绝味食品门店覆盖广、数量行业领先，社区街边店占比接近七成。公司休闲卤制产品主要通过线下绝味鸭脖门店进行销售，加盟模式助力公司实现全国门店快速

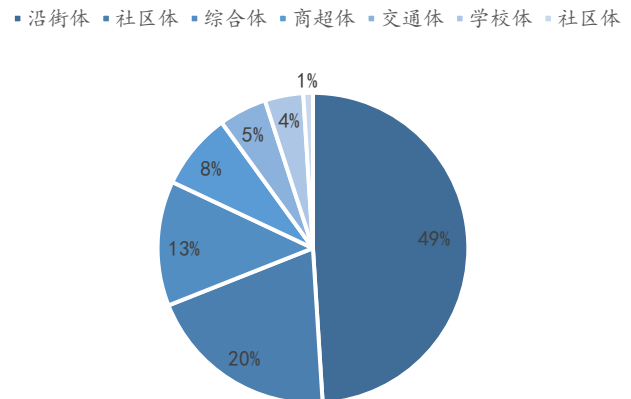
扩张,截至 2021 年末,公司在大陆地区门店总数已达 13714 家(不含港澳台及海外市场),门店覆盖了全中国 31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区,门店数量行业领先。2020-2021 年全国休闲卤味门店数量在 13 万家左右,绝味门店数量占比全国约 10%。公司实施“以直营连锁为主导,加盟连锁为主体”的门店策略,九成以上的门店为加盟门店,直营门店占比小,主要起到树立品牌形象的作用。门店结构方面,社区街边店为公司门店主要类型,其中沿街店占比 49%,社区店占比 20%;综合体/商超/交通枢纽店占比分别为 13%/8%/5%。

图表 19 卤味三巨头全国门店数量对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 20 绝味鸭脖门店结构: 社区街边店占比约七成



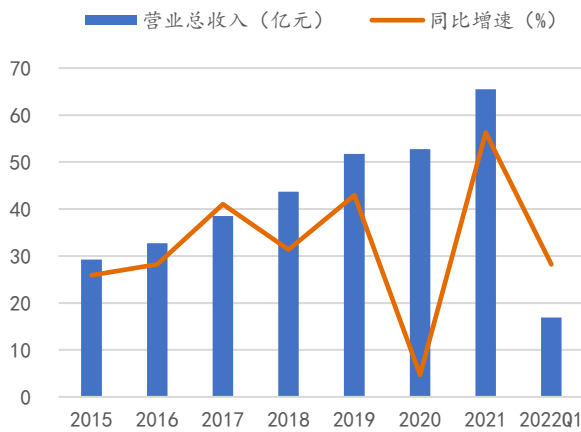
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2.2 业绩表现: 门店扩张驱动业绩较快增长, 疫情对经营扰动较大

**2020 年疫情前业绩保持双位数增长, 疫情对连锁卤味经营造成较大影响。**作为休闲卤制品行业的龙头企业, 绝味食品的营业收入/归母净利润基本保持每年双位数的高速增长(除 2020 年疫情影响外), 2013-2019 年公司营业总收入/归母净利润 CAGR 分别达到 14.7%/26.8%。2020 年疫情对连锁卤味业态造成较大影响, 公司核心业务卤制食品销售增速微负, 营业总收入增速下滑至 2.01%。

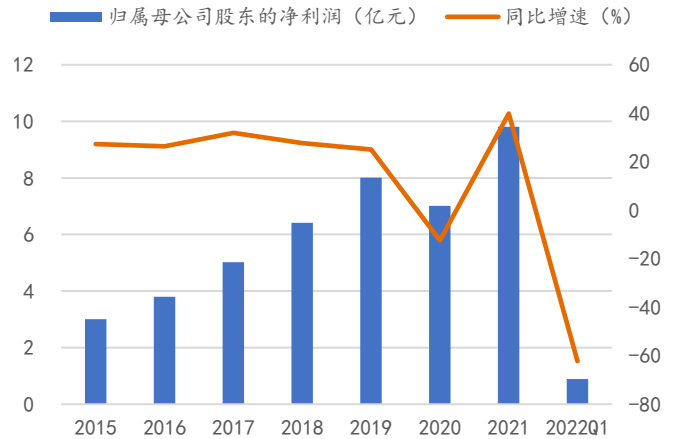
**2021 年公司经营稳步恢复, 2022 年多重压力下业绩承压。**疫后门店经营逐步恢复, 2021 年公司实现营业总收入 65.49 亿元, 同比增长 24.12%, 归母净利润 9.81 亿元, 同比增长 39.86%(公司转让江苏和府部分股权以及千味央厨转入其他权益工具贡献投资收益约 2.23 亿元, 为非经常性损益, 2021 年扣非归母净利润 7.19 亿元, 同比增长 5.87%)。但 2022 年上半年全国疫情反复叠加核心原材料价格上涨再次对公司经营造成较大压力, 此外, 为维护加盟商利润空间并稳定加盟商信心, 公司加大对加盟商的补贴力度, 费用支出增加, 多重压力下, 2022Q1 公司实现营收 16.88 亿元, 同比增长 12.09%, 归母净利润 0.89 亿元, 同比下滑 62.24%。

图表 21 绝味营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 22 绝味归母净利润及同比增速

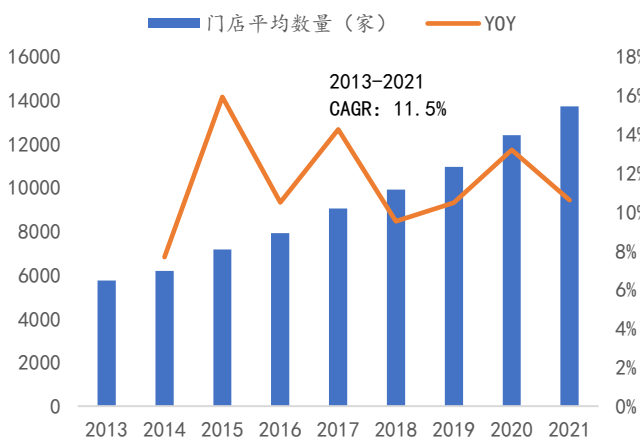


资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司业绩增长的核心驱动力为门店扩张, 疫情前单店营收每年同比小幅增长。

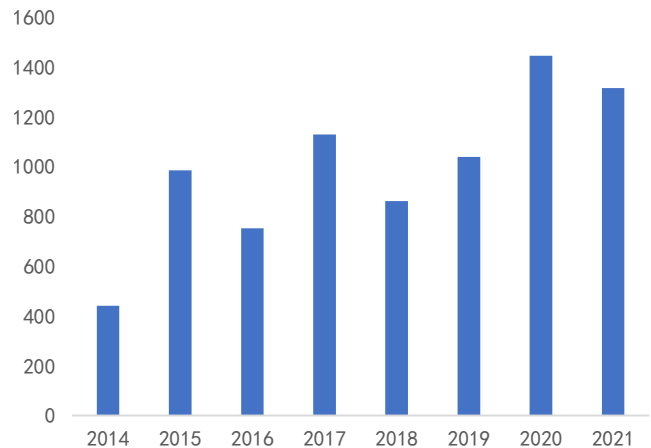
门店数量方面, 公司门店从 2013 年的 5746 家增长至 2021 年 13714 家, 期间门店数量 CAGR 达 11.5%, 净增长数量约为 8 千家, 疫情前公司每年保持 800-1200 家净开店速度, 2020 年疫情期间公司逆势拿店扩张, 每年门店净增长速度提升至 1000-1500 家。单店营收方面, 2013-2019 年的单店营收 CAGR 为 2.8%, 2020 年单店营收下滑显著, 公司积极应对, 通过品牌年轻化、营销活动创新、强化店员服务等方式促进单店营收修复, 2021 年单店营收 41.88 万元/家, 较疫情前 2019 年 44.94 万元/家仍有高个位数的缺口。

图表 23 绝味门店数量及同比增速



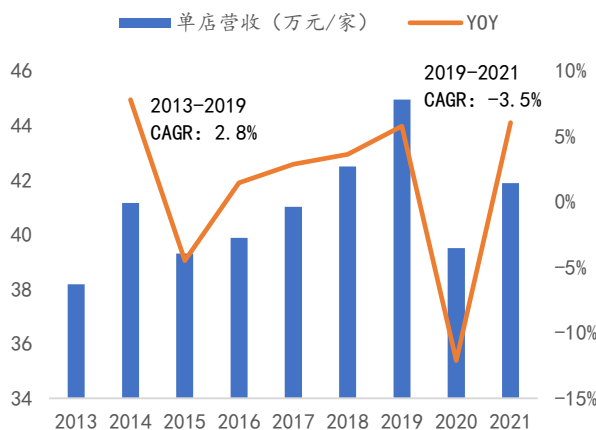
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 24 绝味门店历年净增量 (家)



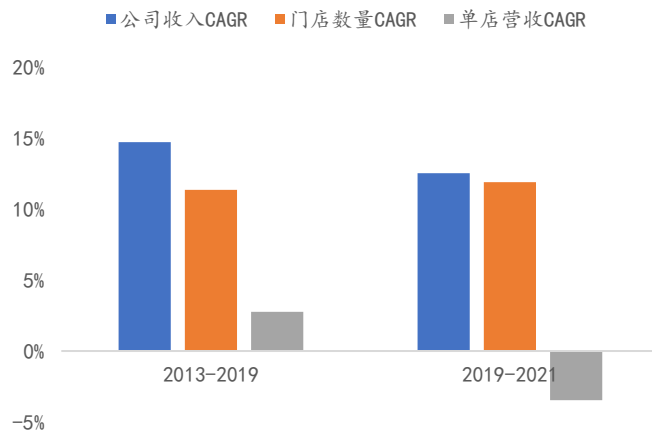
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 25 绝味单店营收及同比增速



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 26 门店数量增长是公司收入增长的主要贡献



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 2.3 历史沿革: 起步湖南长沙, 成为全国卤味领导品牌

回顾绝味食品的发展历程, 主要可分为四个阶段:

### 2.3.1 2005-2007年: 2005年全国首家门店开业, 开启省外扩张

2005年, 第一家绝味门店于长沙南门口开业; 次年, 公司在湖南省外设立了门店, 并逐渐向广东、江西等省外市场开拓版图, 由此开启了全国化扩张的第一步。2007年, 公司确立了“以直营连锁为主导, 加盟连锁为主体”的运营模式, 为后续全国门店加速扩张奠定基础。

### 2.3.2 2008-2014年: 全国化扩张加速, 全面夯实发展基础

在“跑马圈地, 饱和开店”战略指导下, 公司主要通过开设加盟门店在全国范围快速扩张; 同时, 公司与美国冷链巨头合作, 导入了全程冷链系统, 并升级出基于全程冷链的第二代门店。此外, 公司陆续导入 SAP-ERP 信息管理系统、引入战略资本合作伙伴、投资从事商品鸭养殖的产业链上游企业, 夯实门店管理与供应链基础。

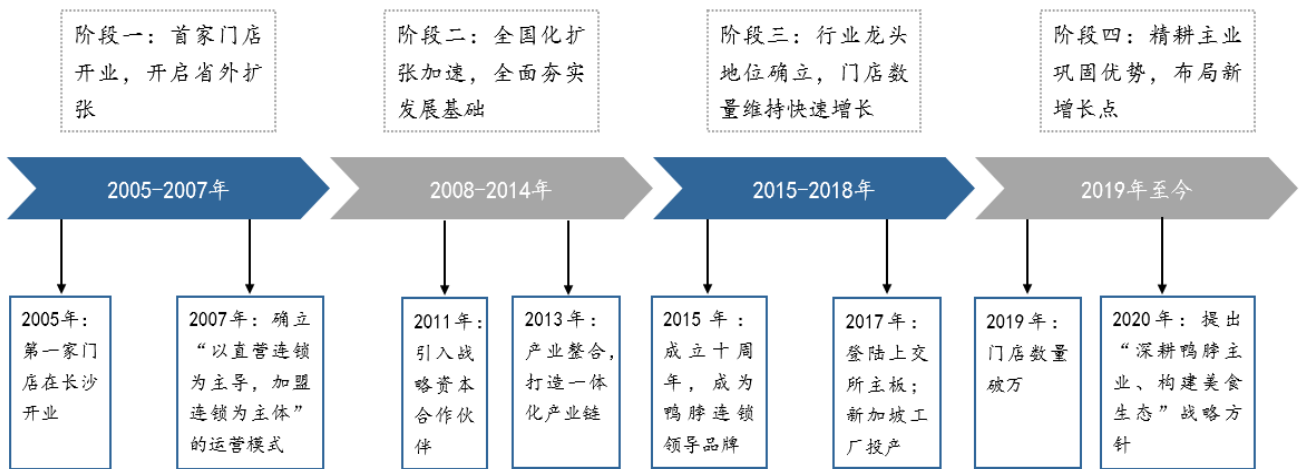
### 2.3.3 2015-2018年: 行业领导地位确立, 门店数量维持快速增长

2015年公司成立十周年, 公司升级迭代推出第四代门店并向全国推广, 绝味鸭脖也成为休闲卤制品领导品牌。2016年组建北京数字营销团队, 开始探索新型 O2O 业务模式, 同年实现线上线下注册会员总人数超 1000 万, 线上销售规模逾 5 亿; 2017年, 绝味食品正式于上海证券交易所上市, 且通过新加坡工厂的投产开启其海外战略的第一步。期间门店数量维持每年 800-1200 家较快增长, 2018年末绝味全国门店已有接近一万家, 门店数量在行业内遥遥领先。

### 2.3.4 2019年至今: 深耕主业巩固领先优势, 构建美食生态布局新增长点

2019年, 绝味全国门店数量破万, 渠道策略升级为“深度覆盖, 渠道精耕”。公司也持续完善供应链体系, 进一步提升生产效率、保障产能供给并增强成本控制能力。2020年将“深耕鸭脖主业、构建美食生态”作为战略方针提出, 在主业稳健发展的同时前瞻性布局其他盈利增长点。

图表 27 绝味食品发展历程

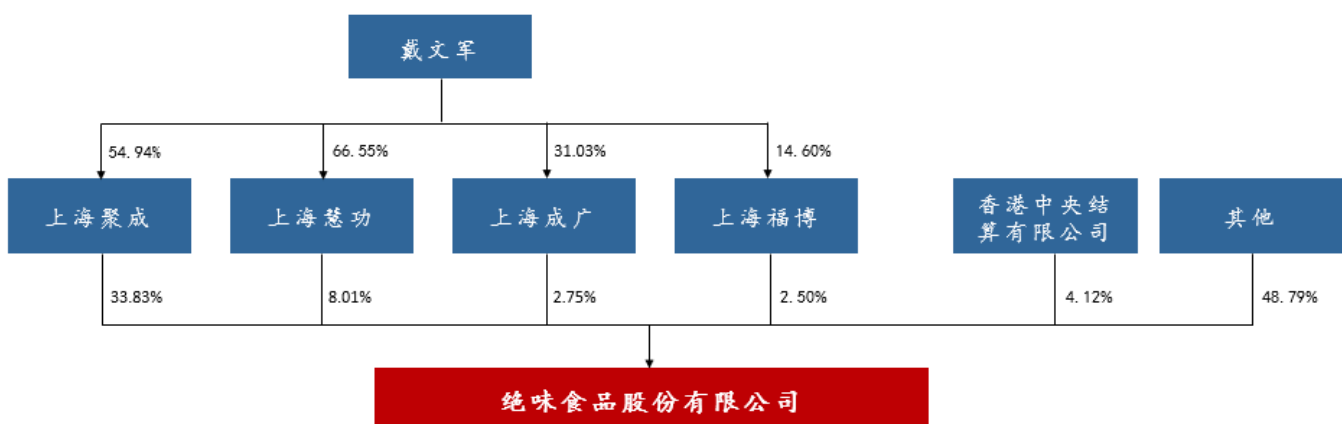


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2.4 股权结构：创始人戴文军先生为实控人

创始人戴文军先生为公司实际控制人，持股平台绑定各方利益。创始人戴文军先生通过上海聚成、上海慧功、上海成广、上海福博间接持有上市公司股份，为绝味食品的实际控制人。上海聚成、上海慧功、上海成广、上海福博为公司搭建的持股平台，主要股东为公司管理层，公司员工、供应商与加盟商亦有持股，各方利益深度绑定。

图表 28 绝味食品股权结构



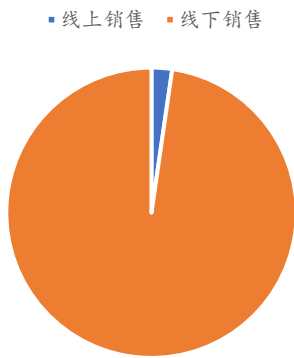
资料来源：公司公告，企查查，华安证券研究所

### 3 夯实加盟体系基础，强化供应链优势

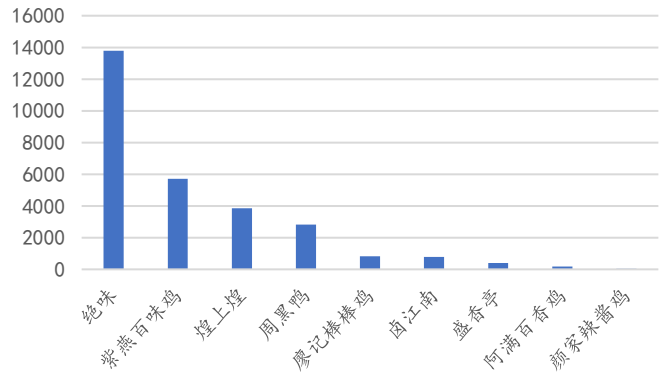
#### 3.1 线下门店全国化布局，渠道优势明显、品牌效应突出

线下门店售卖休闲卤制品适配消费属性，门店成为重要的休闲卤制品销售渠道。休闲卤制食品属于享乐型食品，使用场景通常包括闲暇、加班、逛街、出游、代餐等，休闲卤制食品具有即食消费、冲动消费属性，消费者通常不会特意花时间去较远的商圈、超市等卖场搜寻购买休闲卤制产品，产品可触达性是消费者购买休闲卤制产品的重要考量，因此线下门店成为了休闲卤味产品最重要的销售渠道。从绝味食品的渠道结构来看，2020 年以前卤制品线上销售占比不足 1%，虽然疫情对线下客流造成影响，导致 2021 年线上销售占比提升至 2.3%，但线下销售仍是绝对主力。

图表 29 绝味卤制食品线上与线下销售收入占比



图表 30 卤味品牌门店数量对比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：窄门餐眼（2022/07/18 数据），华安证券研究所

绝味食品拥有最为广泛的线下门店布局，渠道优势明显，品牌效应突出。截至 2021 年末，公司在中国大陆地区门店总数已达 13714 家（不含港澳台及海外市场），门店覆盖了全中国 31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区，门店数量远超其他连锁卤味品牌煌上煌、周黑鸭、紫燕百味鸡，门店覆盖范围也最广。连锁门店不仅为消费者购买卤制品提供便利性，同时显眼的店面招牌也是对卤味品牌极有力的宣传推广。绝味受益于全国广泛的门店布局，公司的渠道优势明显，卤制品销量与销售额行业居首，同时“绝味鸭脖”也在全国具有极高的品牌辨识度，更成为了卤制食品尤其是鸭脖品类的代表品牌。

图表 31 卤制品行业头部公司门店数量与门店覆盖范围对比

卤味品牌	门店数量	门店覆盖范围
绝味食品	截至 2021 年 12 月末，公司在中国大陆地区门店总数 13714 家（不含港澳台及海外市场）。	门店覆盖全中国 31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区。
周黑鸭	截至 2021 年 12 月末，周黑鸭门店总数 2781 家，包括自营门店 1246 家，特许经营门店 1535 家。	门店覆盖中国 26 个省、自治州及直辖市内的 267 个城市。
煌上煌	截止 2021 年 12 月末，公司肉制品加工业拥有 4281 家专卖店，其中直营门店 307 家，加盟店 3974 家。	门店覆盖全国 27 个省或直辖市、243 个地级市。

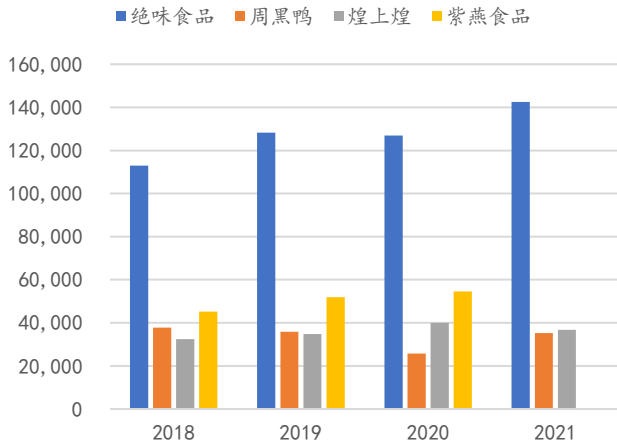
紫燕食品

截至 2021 年 6 月末，公司在全国的终端门店数量已超过 4700 家门店。

门店覆盖 20 多个省、自治区、直辖市内的 140 多个城市。

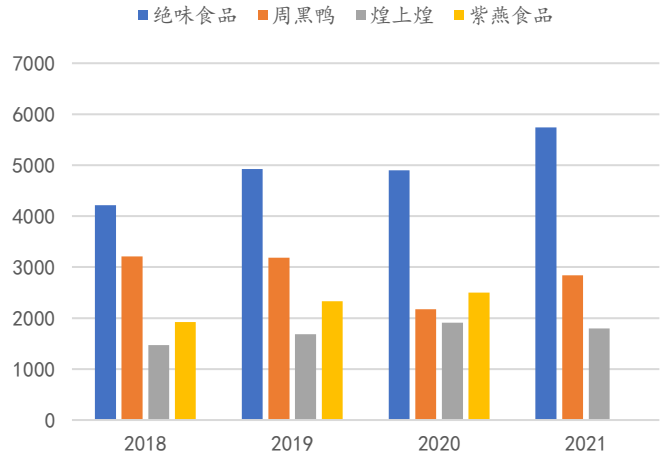
资料来源：公司公告，招股说明书，华安证券研究所整理

图表 32 绝味食品卤制品销量规模行业居首 (吨)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 33 绝味食品卤制品销售收入规模行业居首 (百万)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**优质开店点位稀缺，龙头具备先发优势。**公司在发展初期即确立了“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的运营模式，此后主要借助加盟商资产杠杆帮助门店在全国迅速扩张，实现跑马圈地，占领市场。对于连锁业态而言，客流量大、对应客群消费力强、租金水平适宜的优质门店点位具有稀缺性，率先进行布局的品牌有更大机会获取优质点位，具备更强的盈利能力。

**与多种连锁加盟业态相比，绝味的加盟模式具备吸引力：**

- 1) 初始投资额相对较小：**开一家绝味社区店的初始投资额通常为 10-20 万元，早餐门店初始投资额通常 15-20 万，奶茶饮品、休闲零食门店的初始投资额一般在 30-60 万元，而中大型的餐饮连锁门店则需要百万以上的启动资金。
- 2) 投资回收期相对较短：**正常经营环境中，绝味鸭脖门店的投资回收期通常为 12-18 个月，早餐门店、奶茶饮品店受益于快周转高坪效，投资回收期通常在 12 月以内，休闲零食门店回本周期通常在 2 年左右，大型餐饮连锁门店投资回收期超过 3 年。
- 3) 门店标准化程度高，易于经营，可复制性强：**以绝味为例，公司在工厂将原材料制作成卤制成品，再通过物流统一配送至门店，门店端进货-陈列-称重-收银流程的标准化程度高，且门店店员操作简单，因此加盟商或公司对门店的管理难度小、对店员招募的要求也较低。相比而言，早餐门店需要面点师傅进行手工包制作、醒发、蒸制等操作，餐饮门店出售的菜品更依赖于厨师个人能力，连锁经营的难度相对较高，可复制性较弱。加盟商做出开店决策时需综合考虑以上因素，我们对几类加盟门店模型根据以上三项指标进行打分，绝味门店模型的综合得分最高，表明开绝味鸭脖门店对加盟商具有较强吸引力。

图表 34 多种加盟模式对比

加盟门店类型	绝味社区店	早餐门店	奶茶饮品点	休闲零食店	大型餐饮店
初始投资额	10-20 万	15-20 万	30-45 万	40-60 万	100 万以上
投资回报期	12-18 个月	8-12 个月	6-8 个月	约 24 个月	超过 36 个月
店员工作内容	陈列、称重、收 银	醒发、包制、蒸 制、收银	调制、收银	陈列、称重、收 银	配菜、烹制、收 银

资料来源：渠道调研，华安证券研究所整理

图表 35 综合考虑多项因素，绝味门店模型对加盟商具备吸引力

主要因素/得分	考虑权重	绝味门店	早餐门店	奶茶饮品店	休闲零食店	大型餐饮店
初始投资大小	30%	100	80	60	40	20
投资回报长短	40%	60	80	100	40	20
门店管理难度	30%	100	40	60	100	20
<b>综合得分</b>		<b>84</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>58</b>	<b>20</b>

资料来源：华安证券研究所测算

### 3.2 “众行致远，美美与共”，合作共赢夯实加盟体系基础

加盟连锁业态的核心为加盟体系的构建与管理，绝味食品经过多年的发展，加盟商管理制度已成熟健全。加盟商选择方面，公司从经验、能力、实力、理念、店铺资源和合作意愿六大方面综合评判、严格筛选经销商。对于已在体系内的经销商，公司给予一定的开店优惠政策倾斜，推动与加盟商的长期稳定合作，降低后续扩张成本。与此同时，公司引入加盟商队伍的优胜劣汰机制，头部加盟商享受进货折扣等优惠政策，尾部加盟商则面临末尾淘汰，通过优化加盟商结构，增强加盟商队伍的整体实力，也不断提升加盟商队伍与公司的契合度。

**与加盟商形成命运共同体关系，致力于提升加盟商经营质量。**公司秉持“众行致远，美美与共”的经营理念，辅导协助加盟商做好开店、门店运营等方面的管理工作，并在经营决策中充分考虑加盟商的经营质量，与加盟商形成命运共同体关系。公司在加盟商开店选址、装修、店员培训、促销宣传等方面提供指导和帮助，并有业务人员定期、不定期巡访门店，协助加盟商做好门店运营管理工作。此外，面对疫情对加盟门店的经营造成不利影响，公司加大对加盟商的支持力度，在进货折扣以及开店补贴等方面给予加盟商更大的优惠，同时 21 年通过两次针对零售价做出调整以适当提高加盟商的利润空间。

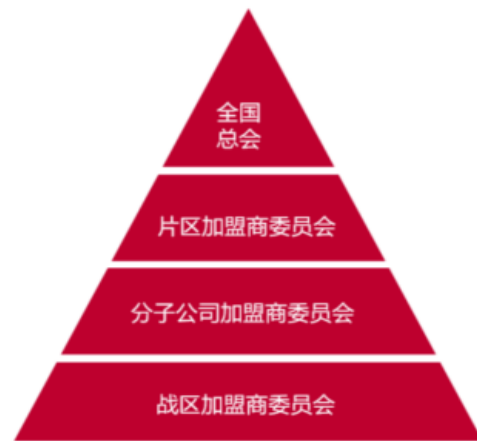
**成立加盟商委员会体系推动加盟商一体化，强化加盟商服务。**加盟商委员会是由绝味加盟商代表组成的自治管理机构，面向全体绝味加盟商服务。通过逐步探索，公司构建了以全国总会、片区委、省级分委会及战区委为主的四级加委会体系。加委会加强了公司与加盟商，加盟商与加盟商之间的沟通、帮扶及巡店效率，成为有效的厂商互动平台，有利于推行绝味共同价值观与加盟商一体化建设，提高了加盟商积极性及凝聚力。目前公司加盟商委员会组织拥有 116 个战区委工作小组，3000 余家加盟商。

图表 36 绝味加盟连锁渠道管控体系



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 绝味构建了四级加盟商委员会体系



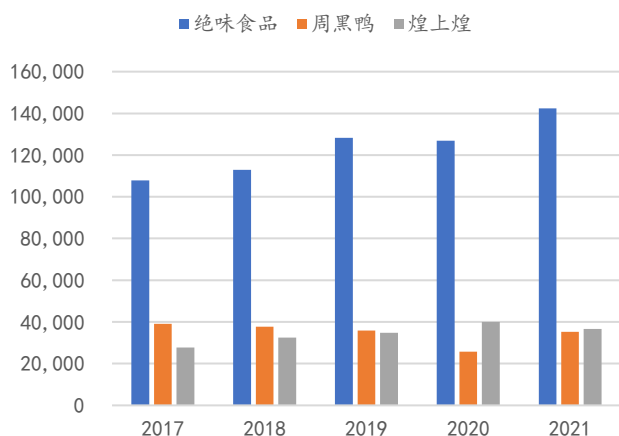
资料来源：公司公告，华安证券研究所

**核心加盟队伍稳定性强，加盟商整体经营能力持续提升。**得益于公司持续夯实与加盟商合作共赢的关系，公司核心加盟商体系稳定，加盟商平均带店数量增长。根据公司招股书披露，截至 2016Q3，公司加盟门店 7643 家，共有 3762 名加盟商，加盟商平均带店数量约 2 家。2021 年末公司门店数量增加到 13714 家，但仍仅有 3000 余家加盟商，加盟商平均带店数量增长至 4-5 家。优质的加盟商资源、稳定的加盟体系也为绝味生态持续健康发展奠定了良好基础。

### 3.3 “原材料-工厂-门店”环环发力，提质降本强化供应链优势

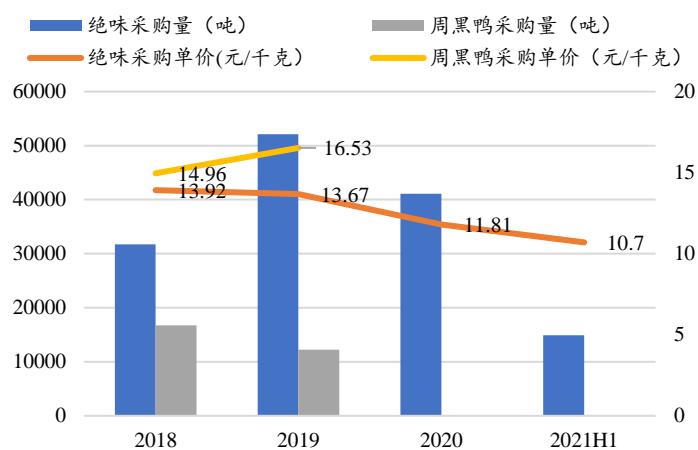
**采购端具备规模优势，并向产业链上游延伸，成本控制能力强。**公司卤制品产销量远大于同行竞争对手，原材料采购量相应更大且稳定，因此在采购端形成了规模优势，对上游供应商的议价权较高。公司第一大供应商为江苏益客食品，亦是周黑鸭的头部供应商。从益客食品招股说明书披露的鸭产品供货情况可以看出，绝味采购量远高于周黑鸭，采购单价低于周黑鸭，且益客食品对绝味食品的鸭产品销售毛利率低于平均水平，体现绝味食品在上游原材料市场的强议价能力。此外，公司通过产业投资向产业链上游延伸，加强对原材料成本的控制能力。被投资企业包括肉鸭全产业链大型企业——内蒙古塞飞亚农业科技公司，以及调味品、酱料、油脂等生产公司么麻子等。2021 年公司向塞飞亚及么麻子采购原材料金额分别为 6112.0/429.2 万元。从公司成本结构来看，直接材料占比在 80%以上，公司的原材料采购优势有助于降低整体营业成本。与同行主要竞争对手相比，绝味的卤制品生产平均成本更低。

图表 38 卤制品头部公司销量对比



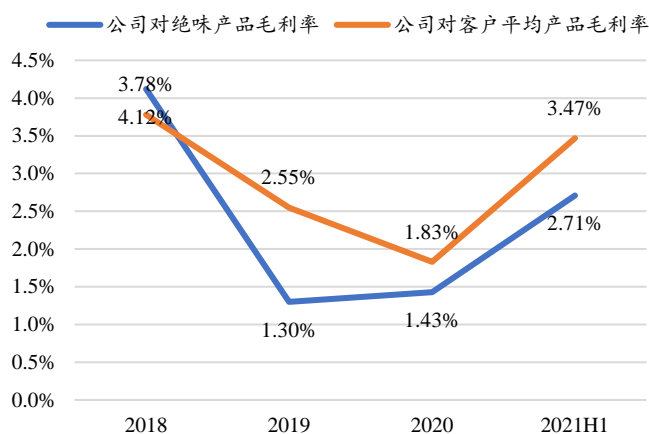
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 39 绝味从益客食品采购鸭产品的单价低于周黑鸭



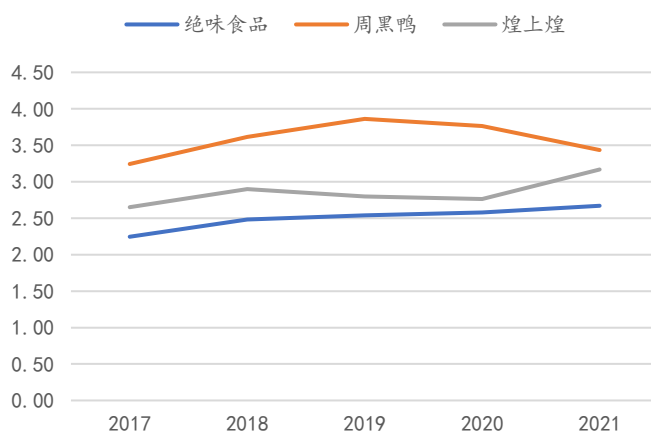
资料来源: 益客食品招股说明书, 华安证券研究所

图表 40 益客食品对绝味的销售毛利率低于平均水平



资料来源: 益客食品招股说明书, 华安证券研究所

图表 41 卤制品头部公司吨成本对比 (万元/吨)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司在全国多地自建生产基地, 具备全国门店日配能力, 严格质量控制保障食品新鲜安全。公司已在全国范围内建立了以 21 个生产基地 (含 2 家在建), 并以生产基地为中心, 以 300-500 公里为半径布局供应链网络, 实现“当日订单, 当日生产, 当日配送, 24 小时开始售卖”。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, 及时的产品供应也为保障食品安全提供有力支撑。同时在运输端, 公司物流计划中心负责产品运输环节质量控制, 物流计划中心负责对运输企业进行筛选, 保证运输过程严格按照相关标准执行, 防止产品在运输过程中发生质量问题。

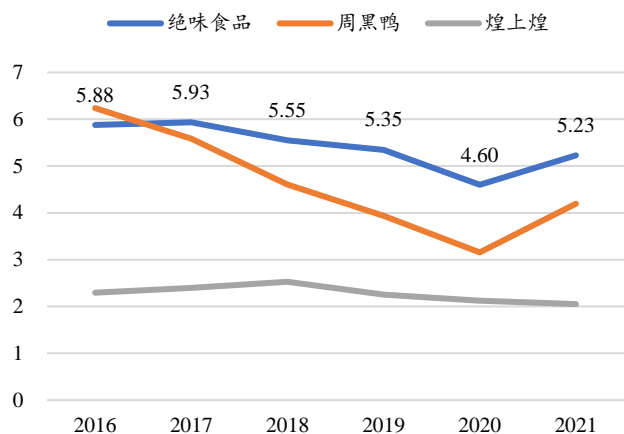
图表 42 绝味食品的全网生产网络



资料来源：公司公告，华安证券研究所

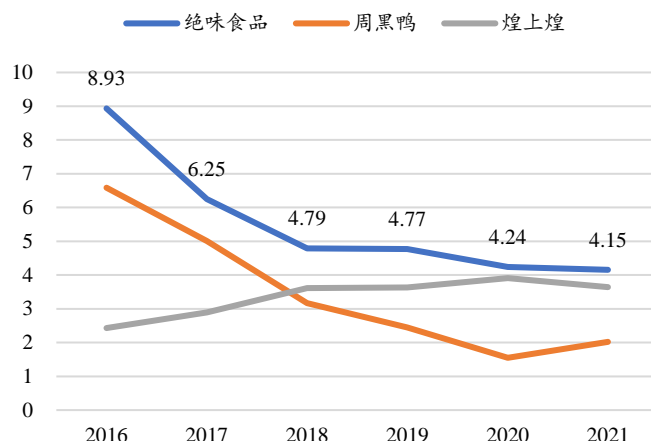
**生产端运行高效，工厂自动化、信息化、智能化水平持续提升。**公司采取以销定产的经营模式，每日在指定时间前，各加盟门店、直营门店向公司发送次日产品订单，SAP-ERP 系统对收到的订单进行汇总，经审核后各生产基地再按接到的生产任务单安排生产。存货周转方面，2021 年存货周转次数为 5.23，虽然受疫情影响存货流通受阻，但是与同行业其他企业相比绝味食品存货周转受疫情影响最小且周转率一直处于行业高位。此外，绝味工厂自动化水平高，已经实现后端分拣、包装与传送的自动化，公司正推动核心卤制环节的自动化升级，致力于在未来 2-3 年实现全面自动化。工业互联和智能制造项目建设继续推进，公司通过引入 SAP-ERP、OA、MES 等系统，已初步建立起数字化运营和管控体系，并应用先进的大数据、智能算法等技术，已实现供应链体系的全面管控及直通门店的销售及营销标准管控。绝味的固定资产周转率持续高于煌上煌/周黑鸭，彰显公司的高运营效率。

图表 43 卤制品龙头公司存货周转率对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

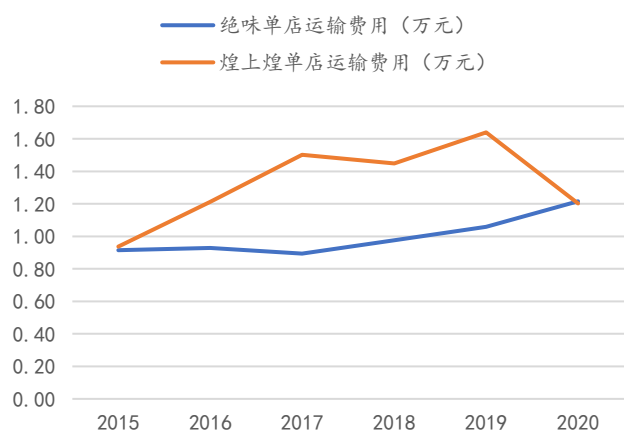
图表 44 卤制品龙头公司固定资产周转率对比



资料来源: Wind, 华安证券研究所

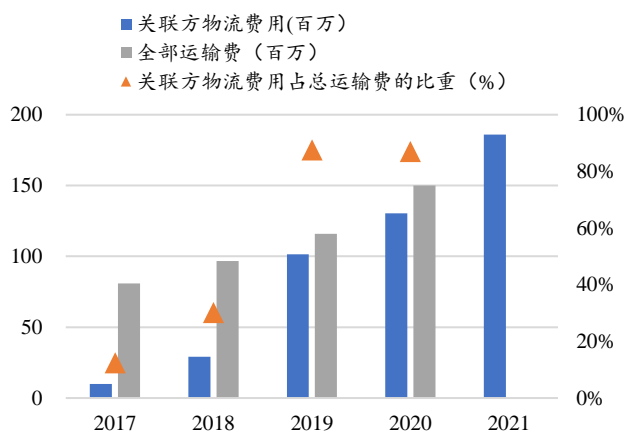
**全域运输网络打通提升运输配送效率, 仓储物流能力外赋。**与广泛的门店布局、科学的产能布局相匹配的是强大的物流运输能力。得益于全域运输网络打通, 公司能够实现“当日订单, 当日生产, 当日配送, 24 小时开始售卖”, 为消费者提供新鲜、安全的产品。为强化全域物流运输能力, 绝味投资了多家物流子公司, 包括江西鲜配物流、江西阿南物流以及北京快行线冷链物流。近年来公司向关联方物流公司购买物流服务而支付的费用增多, 由 2017 年的 0.10 亿提升到 2021 年的 1.86 亿, 占整体运输费用的比重由 2017 年 12.4% 提升至 2020 年 86.5%。此外, 2018 年绝味成立全资子公司上海绝配柔性供应链服务有限公司, 绝配柔性供应链依托先进的数字化管理体系, 充分应用大数据、智能算法等技术, 对仓储配送的全环节进行管控, 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。同时也是集冷链运输、大型仓储、城市分拨、城际运输、生鲜配送业务为一体的供应链服务公司, 绝配在服务公司全国门店之外的富余能力已开始用于为其他合作公司提供冷链生鲜日配服务, 为公司带来业务增量。

图表 45 绝味食品物流运输费用率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 46 绝味向关联方物流公司支付的物流费用增加



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 4 门店扩张驱动主业增长，供给优化促进盈利提升

### 4.1 测算绝味门店未来仍有近一倍增长空间

卤制食品销售收入增长主要由门店扩张拉动。通过拆分绝味、煌上煌、周黑鸭三家公司的门店数量与单店营收情况，我们发现卤制食品销售收入增长主要由门店数量增长带动。以绝味为例，2015年以来绝味门店数量增速保持在10%-15%，单店营收多数时间保持3%-5%增速，2015-2021年门店数量与单店营收CAGR分别为11.4%/1.1%。

图表 47 休闲卤味龙头公司卤制品销售收入拆分：门店数量增长是主要驱动力

公司	项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2015-2021CAGR
绝味食品	卤制品销售收入 (亿元)	28.2	31.6	37.1	42.1	49.2	49.0	57.4	12.6%
	YOY		12.1%	17.5%	13.5%	16.9%	-0.5%	17.3%	
	门店数量 (个)	7172	7924	9053	9915	10954	12399	13714	11.4%
	YOY		10.5%	14.2%	9.5%	10.5%	13.2%	10.6%	
	单店卤制品营收 (万元)	39.3	39.9	41.0	42.5	44.9	39.5	41.9	1.1%
	YOY		1.4%	2.9%	3.6%	5.8%	-12.1%	6.0%	
煌上煌	卤制品销售收入 (亿元)	9.5	9.7	11.7	14.7	16.9	19.1	17.9	11.3%
	YOY		3.0%	19.8%	25.6%	15.0%	13.4%	-6.2%	
	门店数量 (个)	2366	2393	2605	3008	3706	4627	4281	10.4%
	YOY		1.1%	8.9%	15.5%	23.2%	24.9%	-7.5%	
	单店卤制品营收 (万元)	40.0	40.7	44.8	48.7	45.5	41.3	41.9	0.8%
	YOY		1.8%	10.1%	8.8%	-6.7%	-9.2%	1.4%	
周黑鸭	卤制品销售收入 (亿元)	24.3	28.2	32.5	32.1	31.9	21.8	28.4	2.6%
	YOY		15.8%	15.3%	-1.1%	-0.8%	-31.7%	30.7%	
	门店数量 (个)	641	778	1027	1288	1320	1755	2781	27.7%
	YOY		21.4%	32.0%	25.4%	2.5%	33.0%	58.5%	
	单店卤制品营收 (万元)	379.4	362.0	316.3	249.3	241.3	123.9	102.2	-19.6%
	YOY		-4.6%	-12.6%	-21.2%	-3.2%	-48.6%	-17.5%	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

根据窄门餐眼公布的绝味在各省（直辖市）的门店数量，以及各省（直辖市）2021年常住人口数量，计算绝味在各个省（直辖市）的门店覆盖密度，门店密度位列前三的为天津市（0.22家/万人）、北京市（0.20家/万人）、上海市（0.19家/万人），绝味在全国平均门店覆盖密度为0.1家/万人。此外，我们对公司大本营所在地长沙市进行单独计算，得到绝味在长沙市的门店密度高达0.37家/万人。我们对各省（直辖市）未来可能实现的最大开店密度做出如下假设，并对绝味门店数量空间进行测算：

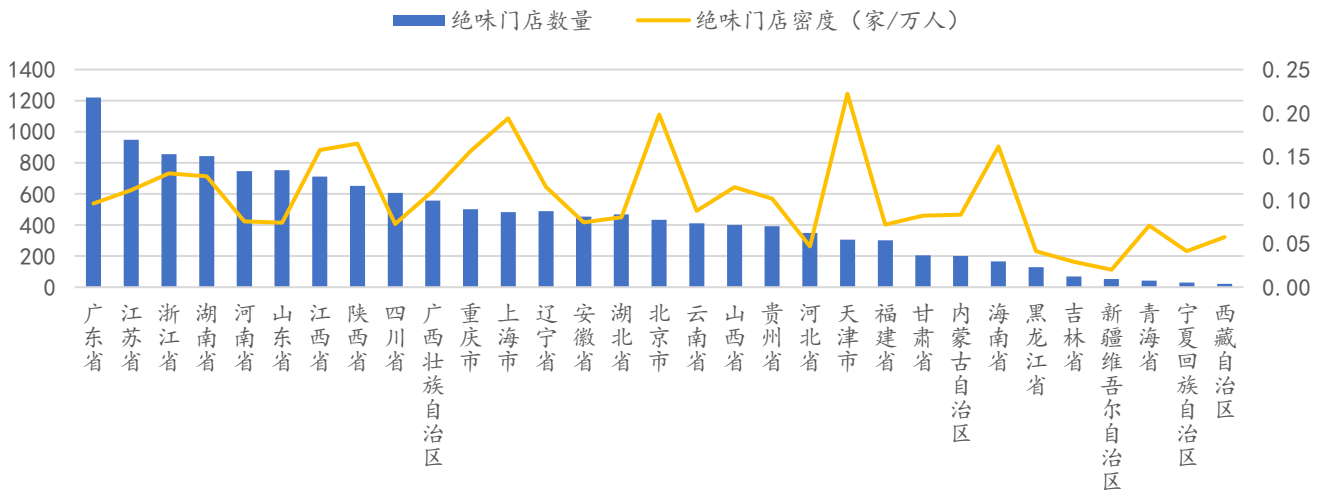
1. 对于北京、上海、天津、重庆四个直辖市，城市层级属于一线或新一线，人员流动性强，居民可支配收入及消费水平也较高，可支撑较高的门店密度。因此我

们将北京、上海、天津、重庆对标公司大本营长沙市，假设最大门店密度将在未来达到当前长沙市门店密度 0.37 家/万人。

2. 除去以上四个直辖市，在剩下 27 个省份中，江西省/陕西省/海南省门店密度最大，为 0.16 家/万人，因此假设现阶段各省最大开店密度理论上可达到 0.16 家/万人。同时考虑到绝味售卖的产品主要为辣卤，具有休闲食品属性，食材经过特殊加工处理，在部分省份由于人口结构、饮食习惯、口味及消费水平等方面存在较大差异，绝味的最大开店密度或无法达到此最大值，因此我们对内蒙古、新疆、西藏等省份的最大开店密度进行一定程度的调整，对标现阶段全国平均水平 0.1 家/万人更为合理。

根据上述假设，我们测算未来绝味鸭脖门店数量可达到 24089 家，距当前门店数量仍有近一倍空间。若考虑目前门店密度排名靠前的省份/城市还有继续拓店的空间，则公司远期门店数量天花板可更高。公司年报披露 2021 年末在全国拥有 13714 万家门店，因此我们认为绝味未来仍有约一倍的开店空间。假设未来维持每年 1500-2000 家左右的净增开店速度，公司需要 5-7 年实现门店数量扩张至 24000 家左右。

图表 48 绝味全国门店布局：天津/北京/上海门店密度最高



资料来源：窄门餐眼，华安证券研究所

图表 49 绝味未来门店数量空间测算

省份/直辖市	常住人口 (万人)	假设最大开店密度 (家/万人)	最大门店数量 (家)	省份/直辖市	常住人口 (万人)	假设最大开店密度 (家/万人)	最大门店数量 (家)
北京市	2189	0.37	809	湖北省	5830	0.16	932
上海市	2489	0.37	921	云南省	4690	0.16	750
天津市	1373	0.37	508	山西省	3480	0.16	556
重庆市	3212	0.37	1188	贵州省	3852	0.16	616
广东省	12684	0.16	2029	河北省	7448	0.16	1191
江苏省	8505	0.16	1360	福建省	4187	0.16	669
浙江省	6540	0.16	1046	海南省	1020	0.16	163
湖南省	6622	0.16	1059	黑龙江省	3125	0.16	500
河南省	9883	0.16	1581	吉林省	2375	0.16	380
山东省	10170	0.16	1627	内蒙古自治区	2400	0.16	384
江西省	4517	0.16	722	甘肃省	2490	0.10	243

陕西省	3954	0.16	632	新疆维吾尔自治区	2589	0.10	258
四川省	8372	0.16	1339	青海省	594	0.10	59
广西壮族自治区	5037	0.16	805	宁夏回族自治区	725	0.10	72
辽宁省	4229	0.16	676	西藏自治区	366	0.10	36
安徽省	6113	0.16	978	总计	141063	0.17	24089

资料来源：窄门餐眼，华安证券研究所测算

## 4.2 下沉市场开店可成为未来门店数量扩张的重要支撑

疫情影响线下人流，部分高势能门店投资回收期被显著拉长。据加盟商调研，在疫情冲击下，省会城市交通枢纽等类型门店年营业额显著下滑，门店投资回收期被显著拉长，加盟商开此类门店的信心受挫。以西北地区省会城市交通店为例，正常经营状态下，日销额约 5000 元/日，年营业额约为 180 万元，测算投资回收期约 1 年；疫情持续影响下，目前省会交通枢纽店年营业额降至 120-130 万元，约疫情前六至七成，投资回收期被拉长至 25 个月以上。

图表 50 疫情影响客流量导致门店投资回收期被拉长（以省会交通枢纽店为例）

门店类型	疫情前正常经营	疫情影响下
加盟费（元）	18000	18000
装修费（元）	120000	120000
保证金（元）	5000	5000
首年租金（元）	290000	290000
其他初始投入（元）	125000	125000
转让费	无转让费	无转让费
前期投入总计（元）	553000	553000
日销（元/日）	5000	3611
年营业额（元/年）	1800000	1300000
进货额及外卖抽成（元/年）	855000	617500
毛利率	52.5%	52.5%
房租（元/年）	290000	290000
员工工资（元/年）	168000	168000
水电能耗费（元/年）	36000	36000
物业费（元/年）	60000	60000
其他运营支出（元/年）	155000	155000
年费用支出总计（元）	709000	709000
净利润率	13.1%	-2.0%
投资回收期（月）	12.6	25.2

资料来源：渠道调研，华安证券研究所

绝味下沉市场门店初始投资额更小、投资回收期更短，疫情之下下沉市场单店模型优越性凸显。下沉市场门店的初始投资更轻，租金、人工成本、水电能耗物业等费用明显更低，即使门店年营业额不及高线城市，综合计算的投资回收期更短。据加盟商反馈，在疫情影响下，当前省会城市交通枢纽门店多数处于微利或亏损状

态，地/县级市交通枢纽门店客流虽然也受到疫情影响，但影响程度小于省会城市，目前投资地/县级市交通枢纽门店可在2年内回本；省会核心商圈门店投资回收期约12个月，而地/县级市核心商圈门店投资回收期在10-11个月之间。因此目前加盟商普遍反馈在下沉市场开店的积极性高，下沉市场开店类型以核心商圈店及交通枢纽店为主。我们以核心商圈门店为例，详细对比省会城市与下沉市场的单店模型：1) 省会核心商圈门店初始投入约50万元（不含高额转让费）；正常经营状态下，以日销5000元/日计算，门店年营业额为180万元；假设外卖占比8%，门店销售毛利率约38%；房租、员工工资加运营杂费等合计年费用支出接近50万；测算投资回收期约12个月。2) 地/县级市核心商圈门店初始投入20-30万；年营业额约120万元，对应日销约3333元/日；外卖占比较低，门店毛利率在38-39%左右；计入人工成本、水电物业及额外运营支出等的年费用支出约29万；测算投资回收期在10-11个月之间。今年以来，疫情反复对高线城市人流影响更为显著，下沉市场门店的经营韧性更强。

图表 51 绝味门店模型对比：地/县级市场门店模型优秀，对加盟商吸引力强

门店类型	省会交通枢纽	省会核心商圈	省会一般社区	地/县级市交通枢纽	地/县级市核心商圈	地/县级市一般社区
加盟费 (元)	18000	18000	18000	18000	18000	18000
装修费 (元)	120000	80000	45000	105000	60000	60000
保证金 (元)	5000	5000	5000	5000	5000	5000
首年租金 (元)	290000	290000	78000	135000	120000	20000
其他初始投入 (元)	125000	100000	30000	80000	60000	15000
转让费	无转让费	高额转让费	部分门店有转让费	无转让费	部分门店有转让费	转让费 2-10 万元
前期投入总计 (元)	553000	488000	171000	338000	258000	113000
日销 (元/日)	3611	5000	1944	2000	3333	1667
年营业额 (元/年)	1300000	1800000	700000	720000	1200000	600000
进货额及外卖抽成 (元/年)	617500	1116000	469000	360000	738000	396000
毛利率	52.5%	38.0%	33.0%	50.0%	38.5%	34.0%
房租 (元/年)	290000	290000	78000	135000	120000	20000
员工工资 (元/年)	168000	84000	84000	72000	72000	72000
水电能耗费 (元/年)	36000		28500	24000	35000	10000
物业费 (元/年)	60000	110000		20000	10000	5000
其他运营支出 (元/年)	155000			40000	55000	
年费用支出总计 (元)	709000	484000	190500	291000	292000	107000
净利润率	-2.0%	11.1%	5.8%	9.6%	14.2%	16.2%
投资回收期 (月)	25.2	12.0	17.3	19.9	10.7	11.6

资料来源：渠道调研，华安证券研究所整理

注：因不同门店实际经营差异较大，数据仅做参考

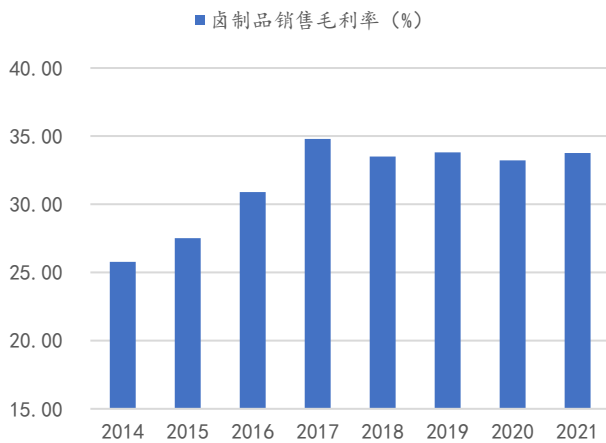
**加盟商开店+员工返乡开店+收购地方中小品牌三马齐驱，加快下沉市场门店布局。**据产业调研，随着卤味头部公司近年来加快在一二线城市的开店步伐，当前高线城市卤味门店密度已较高，相比之下，三四五线城市仍存在广泛空白市场。今年以来，高线城市受疫情冲击较大，绝味通过三种途径加快下沉市场门店扩张：1) 原

有加盟商往下线市场拓店; 2) 星火燎原计划鼓励内部员工及门店店员回乡开店; 3) 海纳百川计划收购地方中小品牌门店, 如 2020 年年底收购地方卤味品牌“超浔黑鸭”, 以绝味的工厂/物流线取缔超浔黑鸭原有工厂/物流线, 实现对超浔黑鸭门店供货销售, 并对部分超浔黑鸭门店翻牌。我们认为未来公司将继续加快挖掘三四五线城市的市场空间, 结合一二线城市门店加密, 支撑绝味门店数量继续以较快速度增长。

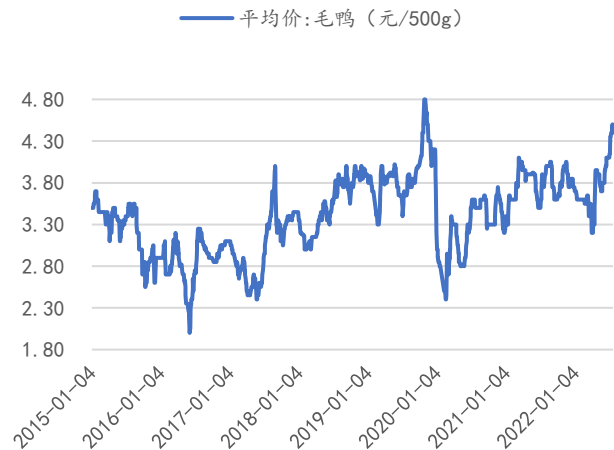
### 4.3 中长期供给效率优化促进盈利能力提升

核心业务毛利率整体呈上行趋势, 2018 年原材料价格大幅上升对毛利率造成扰动。公司卤制食品生产加工的原材料在营业成本中的占比在 75% 以上, 其中鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅等鸭副产品约占原材料采购总额的 50% 左右。除 2018 年外, 核心业务卤制食品销售的毛利率持续提升。2018 年由于鸭、鸡等禽类产品供给量减少及上游养殖成本增加, 公司原材料成本压力增大, 卤制品吨成本同比大幅增长 10.5%, 导致毛利率有所下滑, 2019 年恢复上行。

图表 52 绝味卤制品销售毛利率



图表 53 毛鸭价格走势: 2018 年与 2020 年开启两轮上行

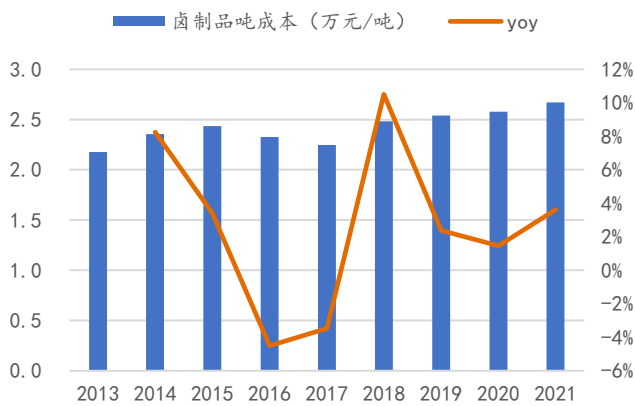


资料来源: Wind, 华安证券研究所

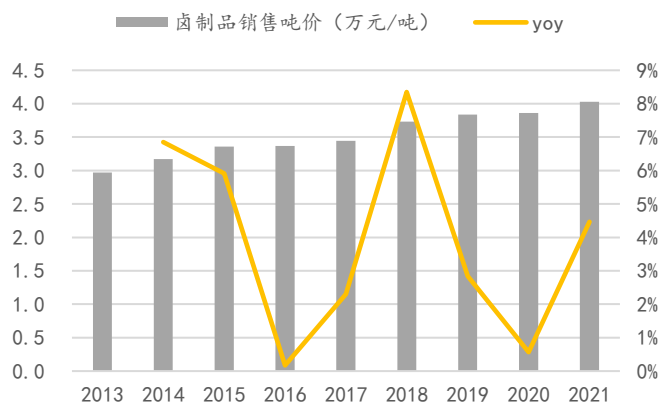
注: 2020 年会计准则调整, 运输费用由销售费用调整至营业成本, 约影响毛利率 2.3%; 还原运费重分类影响, 2020 年公司毛利率同比提升。

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 54 绝味卤制食品吨成本变化



图表 55 绝味卤制食品销售吨价变化



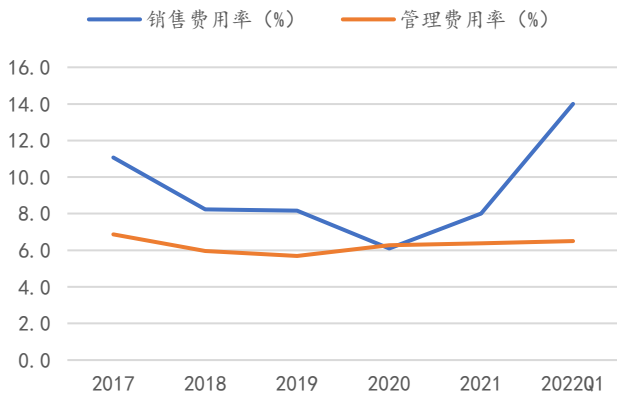
资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

**短期盈利承压，市场环境回暖后盈利修复可期。**销售端，近两年疫情反复的环境给公司经营造成压力，线下人流量下滑以及因疫情防控部分门店歇业，单店营收始终未能恢复至疫情前水平。为稳定加盟商信心，公司在 2021 年年末开始加大对加盟商的补贴力度，包括一次性补贴以及货折补贴。成本端，疫情反复对养殖与屠宰活动造成阻碍，2022 年上半年部分鸭副产品价格加速上涨，加剧公司成本端压力。费用端，由于加盟商补贴、开店奖励、年货节等营销活动的费用支出增多，且 2021 年末收购地方中小卤味品牌造成费用摊销，2021Q4-2022Q1 销售费用率大幅提升。多重压力下，公司盈利能力承压明显。展望未来，随着疫情影响逐步弱化，预计下半年开始单店收入逐步向疫情前水平修复、门店拓展继续推进带动收入端持续改善。后续随着肉鸭供给量以及屠宰产能逐步恢复，下半年原材料成本压力有望环比改善，同时随着市场环境回暖，预计下半年加盟商补贴收缩，费用端压力有所缓解，公司盈利能力也将逐步修复。

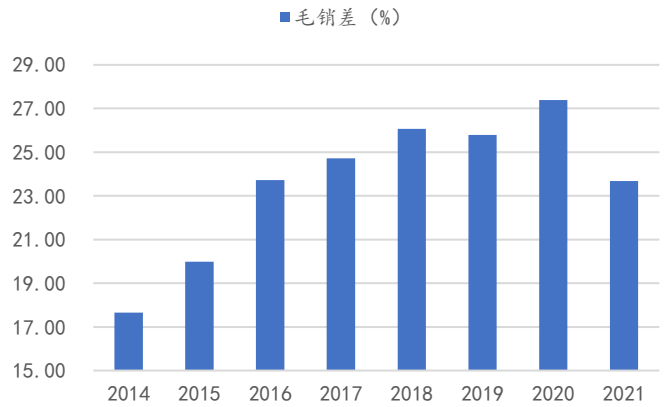
**中长期来看，盈利能力还将受益于规模效益放大与供应链能力强化。**一方面，正常经营环境下，公司可通过直接或间接提价以及适当减少对加盟商的供货折扣来实现吨价提升，从而实现毛利率的提升。2014-2021 年公司卤制品吨价平均每年提升 3.9%。另一方面，公司将持续强化供应链能力来实现降本增效。1) 成本端规模效益放大：随着门店扩张带动销售规模增长，公司在采购端规模优势进一步显现。同时在物流网络建设完成后，门店密度增大将进一步摊薄运输成本。2) 供应链效率进一步提高：公司致力于推动工厂自动化、智能化、信息化水平，目前已在解冻、捡配、包装等生产环节实现自动化，并正在推进核心卤制环节的自动化，未来生产效率有望大幅提高；同时打造核心工厂的柔性供应能力，未来大量柔性产能空间释放出来后，产能利用率将提升，带动摊销费用降低。

图表 56 绝味管理与销售费用率变化



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 57 绝味 2021 年毛销差大幅收窄



资料来源: Wind, 华安证券研究所

#### 4.4 美食生态布局打开远期成长空间

围绕卤味、轻餐饮、特色调味品、产业链相关四大方向布局美食生态。绝味围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”战略，通过旗下全资子公司网聚资本直接投资或与产业资本合作设立基金的方式进行美食生态圈的投资布局，目前主要围绕卤味、轻餐饮、特色调味品、产业链相关四大方向选择优秀的企业进行投资。卤味赛道的投资项目包括休闲卤制品精武鸭脖（2020 年已并表）、新式热卤代表盛香亭以及佐餐卤味代表廖记棒棒鸡；轻餐饮赛道投资项目包括和府捞面、沙县小吃等；复合调味品方面投资么麻子、美鑫食品；产业赛道的投资包括千味央厨以及冷链物流、信息技术公司。

图表 58 绝味食品的美食生态布局

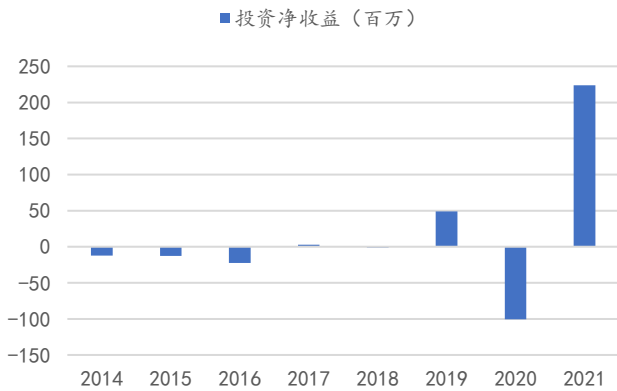
	被投企业	赛道	核心品牌
卤制品	武汉零点绿色食品股份有限公司	休闲卤制品	精武鸭脖
	江苏卤江南食品有限公司	佐餐卤制品	卤江南
	江苏满贯食品有限公司	佐餐卤制品	阿满百香鸡
	福州舞爪食品有限公司	休闲卤制品	舞爪
	廖记食品连锁股份有限公司	佐餐卤制品	廖记棒棒鸡
	长沙颜家食品销售有限公司	休闲卤制品	颜家辣酱鸭
	长沙市拿云餐饮管理有限公司	新式热卤	盛香亭热卤
轻餐饮	江苏和府餐饮管理有限公司	连锁快餐	和府捞面
	福建淳百味餐饮发展有限公司	连锁快餐	沙县小吃
	深圳市幸福商城科技股份有限公司	连锁烘焙	幸福西饼
	北京很久以前餐饮管理有限公司	连锁餐饮	很久以前羊肉串
	上海楠雨餐饮管理有限公司	连锁餐饮	小蛮椒
	深圳亚米餐饮管理有限公司	连锁餐饮	姚酸菜鱼
特色调味品	么麻子食品股份有限公司	调味油	么麻子
	江苏美鑫食品科技有限公司	复合调味品	美鑫
产业链相关	江西阿南物流有限公司	冷链物流	
	北京快行线冷链物流有限公司	冷链物流	

郑州千味央厨食品股份有限公司	速冻品
江西鲜配物流有限公司	冷链物流
北京窄门信息技术有限公司	餐饮供应链数据平台

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

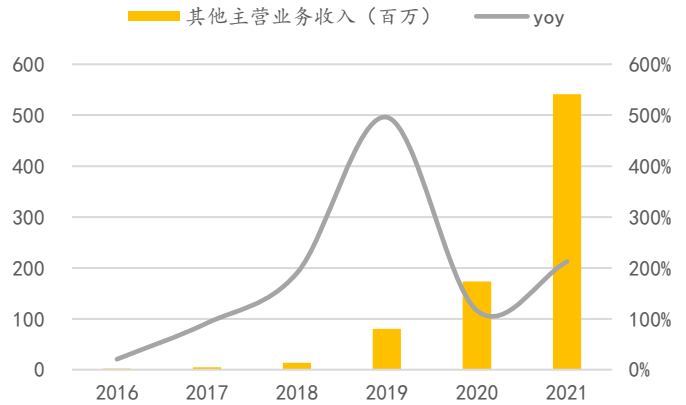
**美食生态圈布局开始贡献投资收益，增值服务加速其他主营业务增长。**2021年公司美食生态投资的重点项目和府捞面、千味央厨为公司贡献投资收益 2.24 亿元，美食生态布局初现成效。此外，公司基于多年发展积累的強大供应链能力，为被投资企业提供采购、仓储、代工生产、物流配送等方面的增值服务，促进其他主营业务近年来高速增长，主要是绝配供应链以及聚源集采贡献。目前美食生态整体仍处于探索期，稳定的投资收益贡献有待进一步验证，其他主营业务的利润率偏低，对整体盈利的贡献较为有限。但美食生态布局为公司打开了长期成长空间，未来随着被投资企业发展成熟，公司的美食生态布局有望进入收获期。

图表 59 美食生态布局为绝味贡献投资收益



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 60 供应链能力外赋加速公司其他主营业务增长



资料来源：Wind，华安证券研究所

**现阶段重点聚焦卤味核心赛道，绝味有望成为泛卤味赛道领军企业。**佐餐卤味、新式卤味等卤味赛道与公司休闲卤味主业协同性高，公司的供应链优势可充分显现，且公司可将卤味连锁运营模式的成熟管理经验、优质加盟商资源赋能给被投资公司，帮助被投卤味品牌发展壮大。以佐餐卤味廖记棒棒鸡为例，廖记是知名川卤，公司通过网聚与其他产业基金成立私募基金的方式，间接持股廖记 35.24%，成为廖记第一大股东。绝味介入后，持续打磨廖记单店模型，并从采购、生产、冷链物流环节帮助廖记降本提效，且 2021 年开始为廖记代工生产。在绝味的赋能下，廖记有望加速全国化门店扩张进程。其他被投卤味品牌盛香亭、卤江南等卤味品牌同样有望在绝味的赋能下实现规模扩张与盈利能力提升，绝味也将从中受益，并有望成长为泛卤味赛道的领军企业。

图表 61 绝味食品投资的泛卤味品牌梳理

泛卤味赛道投资企业	品牌	门店数量	招牌产品	品牌特征
廖记食品连锁股份有限公司	廖记棒棒鸡	827 家	棒棒鸡、无骨凤爪、红油兔丁、风味耳丝、口水鸡、夫妻肺片、冷吃牛肉、椒麻鸡片	地道川卤口味
长沙市拿云餐饮管理有限公司	盛香亭	400 余家	招牌小鸡爪、招牌卤面、肉霸霸组合、王牌猪手、猪油拌粉、红糖桂花冰凉粉	聚焦热卤、鲜卤的轻餐品牌
江苏卤江南食品有限公司	卤江南	782 家	招牌手撕鸡、狗撵滋味酱鸭、东北老鹅、皇城夫妻肺片、藤椒鸡、口水鸡、虎皮凤爪	江南香糯热卤品牌，招牌手撕鸡为主，“现卤现捞，现拌现吃”
福州舞爪食品有限公司	舞爪	500 余家	花椒鸡爪、柠檬泡爪、百香果无骨凤爪、虎皮凤爪、卤鸭脖	鸡爪品类为主，属于年轻人的卤味品牌
江苏满贯食品有限公司	阿满百香鸡	175 家	夫妻肺片、招财猪手、百香鸡、藤椒鸡、香薰卤鹅、炆香翅尖、炆香锁骨、炆香鸭脖	酱卤产品为主
长沙颜家食品销售有限公司	颜家辣酱鸭	45 家	鸭肉酱、辣酱鸭脖、辣酱鸭翅、辣酱鹌鹑、上瘾牛肉、津津鱿味、秘制香干、香辣藕片、麻辣豆皮	湖南风味，颜家独创“三烘三卤”制作工艺

资料来源：公司公告，窄门餐眼，华安证券研究所整理

## 5 盈利预测与投资建议

**短期：疫后走出经营低谷，业绩修复弹性逐步释放。**2022 年上半年疫情反复导致线下门店客流量下滑，同时防疫管控致部分门店暂停营业，单店营收面临较大冲击，预计上半年单店营收同比下滑约 10%。渠道调研反馈上半年开店速度可观，预计 22H1 净开店数量在 1000 家以上，对营收端形成一定的支撑。成本端，主要鸭副产品价格上半年持续上涨，成本压力增大对利润造成影响，7 月公司已对少部分产品进行提价，可部分对冲成本压力。费用端，经营承压背景下公司加大对加盟商的补贴力度以及进货折扣，年货节周年庆等营销活动费用支出加大；此外，因股权激励终止，22Q2 加速计提股份支付费用。在多重压力作用下，公司上半年业绩承压明显，据公司发布的业绩预告，预计 22H1 实现营业收入 32-34 亿元，同比增长 1.78%-8.14%；归母净利润 0.90-1.10 亿元，同比下降 78.08%-82.07%；扣非归母净利润 1.50-1.70 亿元，同比下降 64.55%-68.72%。展望未来，随着疫情管控更加精细化，线下客流逐步恢复，预计 22H2 单店营收开始逐步向疫情前水平修复，同时门店拓展保持较好节奏，带动收入端持续改善。后续随着肉鸭供给量以及屠宰产能逐步恢复，下半年原材料成本压力有望环比改善。费用端，随着市场环境回暖，预计下半年加盟商补贴收缩，费用端压力也将有所缓解。若全国不再出现大范围的疫情，预计下半年主业盈利能力开始环比改善，明年在低基数下有望释放较大业绩弹性。

**中长期：加盟模式领先，门店扩张加速提升市场份额，规模优势+供给优化促进盈利能力提升。**中期维度，疫情加速行业中小企业出清，市场份额向头部集中的趋

势延续。绝味作为行业龙头，品牌优势与供应链能力突出，连锁加盟管理体系成熟，门店扩张具备优势。疫情反复对高线城市高势能门店人流影响较大，下沉市场门店模型的优越性开始显现。渠道调研反馈，绝味下沉市场门店的初始投资更轻、投资回报期更短，疫情对其经营影响较小，地/县级市核心商圈门店投资回报期可在 11 个月之内，当前加盟商开店积极性高。未来下沉市场开店或将提速，结合一二线城市门店继续加密，支撑绝味门店数量继续保持较快速度增长。更长期来看，随着门店数量与销售规模的扩张，公司的规模优势有望得到强化，且公司持续在供给端夯实内功，未来采购、生产、物流配送等环节效率持续提升，降本增效也将助推公司中长期盈利能力提升。

基于上述分析，我们对公司未来经营做出如下假设：

1. **门店数量：**疫情影响下龙头韧性彰显，通过加大加盟商补贴、调整开店方向等方式保持较快的开店速度，而中小企业加速退出市场让出部分优质门店点位。考虑到下沉市场仍有较大空白，且开店具有先发优势，预计公司将在未来 3 年保持较快的开店速度，主要通过原有加盟商开店，并辅之以员工返乡开店及收购地方中小品牌，门店数量每年净增长 1500-2000 家。

2. **单店营收：**2022H1 疫情反复对单店营收影响较大，预计下半年疫情影响弱化，单店营收逐步修复，预计全年单店营收下滑 4.8%。2023 年门店营收继续修复，参考 2021 年恢复速度，预计 2023 年同店营收同比增长约 6.1%，恢复至 2019 年疫情前水平的九五成。2024 年单店营收恢复式增长放缓，增速回归至过往正常经营状态下的 3-5%。

3. **收入：**卤制品销售业务收入主要由门店增长贡献，2022 年单店营收下滑对收入增速有一定的拖累，2023-2024 年单店营收贡献正增长，预计卤制品销售收入增速分别为 7.0%/17.8%/14.2%。此外，公司供应链对外赋能加速其他主营业务收入快速增长，对营业总收入的贡献逐步提升。预计 2022-2024 年收入同比增长 11.3%/21.4%/14.8%。

4. **毛利率：**2022 年部分原材料价格涨幅显著叠加门店销售端受疫情冲击，预计核心业务 2022 年毛利率同比下滑约 4pct。2023 年原材料价格有望回落，且门店经营恢复公司对加盟商的货折补贴力度收缩，以及 22 年两轮提价效果显现，预计卤制品销售毛利率 2023 年修复；2024 年延续小幅提升。整体来看，预计 2022-2024 年公司综合毛利率分别为 27.8%/30.7%/31.2%。

5. **费用率：**2022 年上半年公司延续对加盟商的大力补贴，上半年营销活动费用支出增多，且股份支付费用在 Q2 加速计提，预计 2022 年费用压力最大。后续各类补贴逐步收缩，费用率逐步回落。

图表 62 绝味食品收入拆分及预测

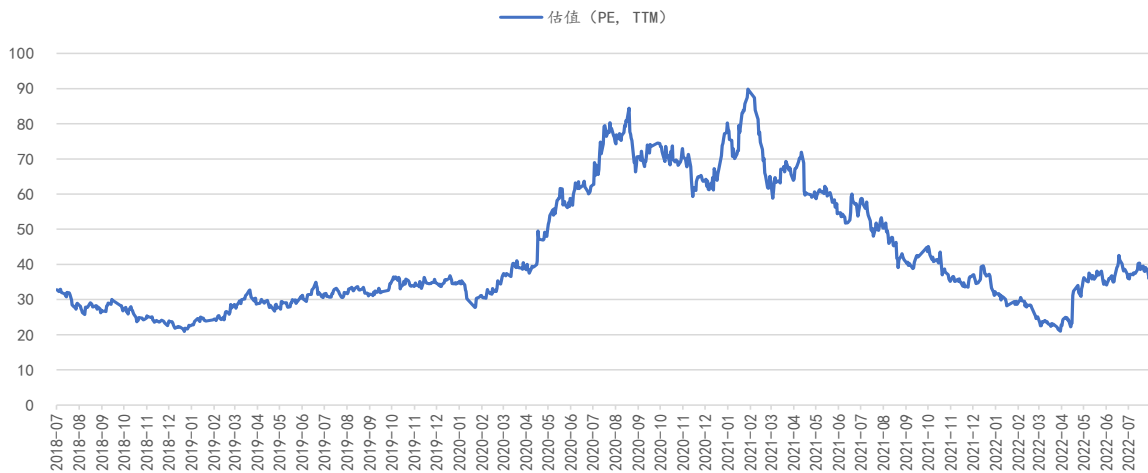
	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
公司整体	总营业收入 (百万元)	5172	5276	6549	7287	8846	10157
	yoy	18.4%	2.0%	24.1%	11.3%	21.4%	14.8%
	毛利率 (%)	33.9	33.5	31.7	27.8	30.7	31.2
卤制品销售	收入 (百万元)	4923	4897	5743	6146	7240	8264
	yoy	16.8%	-0.5%	17.3%	7.0%	17.8%	14.2%
	门店数量 (家)	10954	12399	13714	15414	17114	18814
	门店净增数量 (家)	1039	1445	1315	1700	1700	1700
	yoy	10.5%	13.2%	10.6%	12.4%	11.0%	9.9%

	单店营收 (万元/家)	45	39	42	40	42	44
	yoy	5.8%	-12.1%	6.0%	-4.8%	6.1%	3.8%
	毛利率 (%)	33.8	33.2	33.8	29.7	33.8	34.5
加盟商管理	收入 (百万元)	55	68	67	76	94	103
	yoy	3.2%	24.6%	-1.5%	12.0%	24.6%	9.9%
	毛利率 (%)	96.7	97.2	96.0	96.0	97.0	97.2
其他主营业务	收入 (百万元)	80	173	541	839	1259	1510
	yoy	495.9%	116.2%	212.3%	55.0%	50.0%	20.0%
	毛利率 (%)	-2.1	10.7	6.0	8.5	9.0	10.0
其他业务	收入 (百万元)	114	137	197	226	253	279
	yoy	29.1%	20.6%	43.5%	15.0%	12.0%	10.0%
	毛利率 (%)	35.0	39.6	19.3	25.0	25.0	25.0

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

综上, 我们预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 72.9/88.5/101.6 亿元, 同比 +11.3%/+21.4%/+14.8%; 实现归母净利润 5.94/12.12/14.65 亿元, 同比 -39.5%/+104.1%/+20.8%; EPS 分别为 0.98/1.99/2.41 元; 当前股价对应 PE 分别为 52/25/21 倍。考虑到公司未来门店扩张仍有较大空间, 盈利能力有望随规模扩大及供给端效率提升而增强, 主业增长的确定性较高, 前期在悲观预期下估值压缩明显, 当前估值具有性价比, 首次覆盖给予买入评级。

图表 63 绝味食品估值情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 6 风险提示

1. 疫情超预期发展导致线下门店经营持续受冲击;
2. 行业竞争加剧, 公司净开店速度不及预期;
3. 宏观经济下行压力增大, 消费升级进程受阻;
4. 鸭副等原材料价格持续高涨, 成本端压力加剧;
5. 行业出现食品安全问题。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2267	2061	2290	2419	<b>营业收入</b>	6549	7287	8846	10157
现金	1065	572	996	1198	营业成本	4474	5259	6129	6986
应收账款	155	88	59	26	营业税金及附加	51	57	69	79
其他应收款	68	74	74	65	销售费用	524	729	672	762
预付账款	91	100	104	98	管理费用	418	510	487	538
存货	854	1192	1022	997	财务费用	9	-16	-6	-18
其他流动资产	36	36	36	36	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5134	5732	6409	7085	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2120	2320	2520	2720	投资净收益	224	20	100	150
固定资产	1807	2237	2648	3026	<b>营业利润</b>	1262	765	1593	1959
无形资产	249	267	285	303	营业外收入	45	40	40	30
其他非流动资产	957	907	956	1036	营业外支出	5	10	10	10
<b>资产总计</b>	7401	7793	8700	9504	<b>利润总额</b>	1302	795	1623	1979
<b>流动负债</b>	1450	1435	1565	1465	所得税	334	204	417	515
短期借款	203	183	133	53	<b>净利润</b>	967	591	1206	1465
应付账款	473	520	638	527	少数股东损益	-14	-3	-6	0
其他流动负债	774	731	795	885	<b>归属母公司净利润</b>	981	594	1212	1465
<b>非流动负债</b>	234	234	204	144	EBITDA	1339	934	1742	2099
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.60	0.98	1.99	2.41
其他非流动负债	234	234	204	144					
<b>负债合计</b>	1685	1669	1770	1609					
少数股东权益	14	11	5	5					
股本	615	614	614	614					
资本公积	1885	1882	1882	1882					
留存收益	3202	3616	4429	5393					
归属母公司股东权益	5702	6112	6925	7889					
<b>负债和股东权益</b>	7401	7793	8700	9504					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1086	471	1714	1659
净利润	967	591	1206	1465
折旧摊销	292	205	255	308
财务费用	16	7	6	4
投资损失	-224	-20	-100	-150
营运资金变动	-9	-283	376	53
其他经营现金流	1020	844	800	1392
<b>投资活动现金流</b>	-1058	-753	-803	-813
资本支出	-621	-600	-650	-660
长期投资	-468	-173	-253	-303
其他投资现金流	32	20	100	150
<b>筹资活动现金流</b>	-43	-211	-486	-644
短期借款	168	-20	-50	-80
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	6	0	0	0
资本公积增加	299	-4	0	0
其他筹资现金流	-515	-187	-436	-564
<b>现金净增加额</b>	-18	-493	425	202

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	24.1%	11.3%	21.4%	14.8%
营业利润	32.0%	-39.4%	108.2%	23.0%
归属于母公司净利润	39.9%	-39.5%	104.1%	20.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	31.7%	27.8%	30.7%	31.2%
净利率 (%)	15.0%	8.1%	13.7%	14.4%
ROE (%)	17.2%	9.7%	17.5%	18.6%
ROIC (%)	12.6%	8.2%	15.1%	16.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	22.8%	21.4%	20.3%	16.9%
净负债比率 (%)	29.5%	27.3%	25.5%	20.4%
流动比率	1.56	1.44	1.46	1.65
速动比率	0.89	0.51	0.72	0.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	0.96	1.07	1.12
应收账款周转率	68.32	60.00	120.00	240.00
应付账款周转率	9.88	10.59	10.59	12.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.60	0.98	1.99	2.41
每股经营现金流薄)	1.78	0.77	2.82	2.73
每股净资产	9.28	10.04	11.38	12.96
<b>估值比率</b>				
P/E	42.71	51.84	25.39	21.02
P/B	7.36	5.04	4.45	3.90
EV/EBITDA	30.90	32.81	17.31	14.20

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，1年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

### 重要声明

#### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

### 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

#### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

#### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。