



传统美食焕发新活力，千亿市场大有可为

——卤制品行业深度报告

核心观点

传统美食步入新阶段，千亿市场具增长潜力。卤制品属于传统日常美食，拥有广泛的群众基础，具有区域性和季节性特征。卤制品行业目前已经由小作坊模式逐步转向流水线自动化生产模式。终端门店多位于人流密集的商圈或生活圈，年轻人和家庭为主要消费者。新零售、大数据营销、O2O等深刻改变着行业格局。冷链物流设施配套逐步完善+包装技术的升级，在保证产品口感新鲜的前提下，有效拓展了卤制品的运输半径和营销场景。信息管理系统、中央厨房的普及能有效提升线下门店和供应链体系的运营效率。在疫情好转背景下，客流量和终端需求有望回暖，叠加占总成本80%的农副产品原材料价格的平稳波动，卤制品行业基本面预计得到恢复。预计中国卤制品市场规模在2023年将突破4000亿元，在2021年~2023年的CAGR为10.86%。

Z世代引领卤制品行业消费升级。以Z世代为代表的年轻消费群体具备个性化的消费理念和较强的购买力，而且具备较大的心智培育潜力，并且正成长为卤制品消费的生力军。卤制品企业注重品牌年轻化，重视年轻消费群体，是卤制品行业的趋势。我们认为，年轻消费群体的崛起，将会带动卤制品行业的产品形态和口味的升级、营销升级以及包装和使用方式升级。

线上+线下互为补充，全渠道模式能有效提高获客率。门店是卤制品企业最主要的渠道终端，据上市公司数据，门店营收占比超过70%。门店数量扩张是驱动营收增长的主要动力。加盟或许更适合早期门店数量扩张，而直营模式的收益更高。线上渠道具有传播力广、便捷等特点，能够有效提高渠道下沉率和人群覆盖率，而且能吸引消费者到店消费或者外卖消费。线下门店独特的产品体验和服务能吸引客户进行线上购买。全渠道模式运营逐渐成为行业的大方向。

卤制品行业集中度较低，头部企业上升空间大。卤制品行业的集中度非常低，佐餐卤制品在2019年和休闲卤制品2021年的CR3均不到10%。头部卤制品企业已经在品牌知名度、连锁运营、配套供应链网络的建设上取得领先优势，拥有较大的市场份额提升潜力。但是休闲卤制品行业的进入门槛较低，业内竞争较为胶着，而且面临跨界和跨行竞争，行业格局竞争激烈程度预计高于佐餐卤制品。

投资建议

卤制品行业规模预计将持续扩张。在供应链、销售网络、品牌上具备领先优势的头部卤制品企业，有望在规模效应的推动下扩大市场份额。相关标的：绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品（待上市）。

风险提示

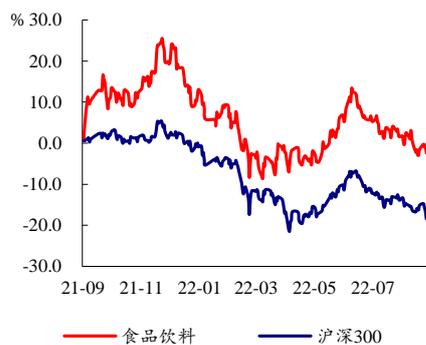
疫情反复影响门店客流；食品安全问题；原材料价格大幅波动。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	王卓亚
电子邮箱	wangzy695@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《【食品饮料】复苏在途，把握结构性机会_20220919》2022.09.19
 《【食品饮料】旺季行情显现，把握确定性机会_20220913》2022.09.13
 《【食品饮料】龙头优势稳固，引领行业回暖_20220905》2022.09.05
 《【食品饮料】疫情影响逐步减弱，旺季将至业绩有望改善_20220901》2022.09.01
 《【食品饮料】高端品牌韧性强，中报业绩如期分化_20220828》2022.08.28

正文目录

1. 传统美食，千亿市场	5
1.1. 卤制品传统美食步入新阶段	5
1.2. 疫情好转迎需求回暖，原材料成本总体平稳	7
1.3. 技术赋能拓展卤制品行业的深度和广度	11
1.4. 佐餐和休闲卤制品齐头并进，千亿市场规模有望再创新高	14
2. Z世代引领升级，头部上升空间大	16
2.1. 消费升级和城镇化拉动卤制品需求	16
2.2. 年轻化：Z世代的崛起刺激卤制品行业转型升级	17
2.3. 线上化：全渠道模式有效提高获客率	21
2.3.1. 线下渠道：加盟和直营为主要模式，门店扩张驱动收入增长	21
2.3.2. 线上渠道：线上渠道具备增长潜力，且能为线下渠道引流	24
2.4. 品牌化：行业集中程度趋于提升，头部企业上升空间大	26
3. 公司推荐：卤味四巨头，具领先优势	30
3.1. 绝味食品（603517.SH）：规模领先，提质增效	30
3.2. 煌上煌（002695.SZ）：酱卤口味头部企业，全产业链运营成形	34
3.3. 周黑鸭（1458.HK）：特许经营和线上渠道驱动进入快车道	37
3.4. 紫燕食品（A05000.SH）：佐餐卤制品龙头，规模快速扩张	40
4. 风险提示	45

图表目录

图表 1.	卤制品可分为酱卤、川卤、粤卤三大流派	5
图表 2.	卤制品主要包括禽类、畜类、素食类和水产等四类产品形态	5
图表 3.	休闲卤制品行业由传统作坊向流水线生产转型	6
图表 4.	卤制品产业链上、中、下游	7
图表 5.	卤制品可分为佐餐卤制品和休闲卤制品	7
图表 6.	2022年6月以来新冠肺炎新增病例数下降明显（个）	8
图表 7.	社会消费品零售总额数据在2021年超过2019年水平	8
图表 8.	人均消费支出在2021年恢复至2019年以上的水平	8
图表 9.	餐饮当月收入降幅在2022年6月明显收窄	9
图表 10.	商贸零售当月收入在2022年6月恢复正增长	9
图表 11.	2020H1~2022H1 商贸零售和餐饮收入相对于2019年同期的恢复情况	9
图表 12.	禽类（鸡、鸭）价格走势	10
图表 13.	畜类（牛、猪、羊）价格走势	10
图表 14.	素食（豆制品、蔬菜）价格走势	10
图表 15.	水产（鱼、虾）价格走势	10
图表 16.	卤制品代表性原材料在2022年1月~7月的同比涨幅情况	11
图表 17.	2016年~2021年中国冷链物流市场规模 CAGR 为 13.25%	12
图表 18.	2016年~2022年中国冷链物流需求量 CAGR 为 19.29%	12
图表 19.	现代化信息管理系统帮助追踪终端数据并提高运营效率	13
图表 20.	包装技术的升级可以让卤制品适应更多消费场景	14
图表 21.	休闲卤制品的包装化率不断提升	14
图表 22.	包装休闲卤制品市场规模增速快于散装休闲卤制品	14
图表 23.	卤制品行业企业数量不断创新高	15
图表 24.	2023年中国卤制品行业市场规模有望突破4000亿元	15
图表 25.	休闲卤制品的市占率呈上升趋势	15
图表 26.	图表 28. 2022年中国休闲卤制品市场规模有望达到1488亿元	16

图表 27.	人均可支配收入和人均消费支出呈同步增长趋势.....	16
图表 28.	中国城镇化率持续提升.....	16
图表 29.	卤制品行业的利好政策.....	17
图表 30.	根据调查, 90%以上的消费者喜欢购买卤制品.....	18
图表 31.	Z世代在校学生中约有 60%的月零花钱超过 1000 元.....	18
图表 32.	Z世代职场人士中约有 31%的月收入超过 10000 元.....	18
图表 33.	2021 年中国卤制品消费者主要偏好口味调查.....	19
图表 34.	2021 年美团线上卤味品类高销菜品金额与份数排名.....	19
图表 35.	卤制品头部企业采用创新、多元的营销方式对年轻消费者进行心智培育.....	20
图表 36.	佐餐卤制品消费者更倾向于社区店打包和堂食 (2021 年).....	21
图表 37.	佐餐卤制品商圈消费和社区周边消费的比例基本相等 (2021 年).....	21
图表 38.	主要公司卤制品业务收入均来源于线下门店.....	22
图表 39.	卤制品主要企业的经营模式.....	23
图表 40.	直营模式和加盟连锁模式的对比.....	23
图表 41.	除周黑鸭以外, 主要卤制品公司的门店数量增速和收入增速较为趋同.....	24
图表 42.	线上渠道+线下渠道: 1+1>2.....	25
图表 43.	2021 年卤味小吃线上订单和金额增速快于小吃快餐.....	25
图表 44.	卤制品美团线上交易户数占总交易户数比例逐年增长.....	25
图表 45.	卤制品企业对于上游的议价权较高.....	26
图表 46.	卤制品行业进入壁垒主要包括技术、供应链、销售网络、规模化和品牌壁垒.....	27
图表 47.	小作坊经营模式相比跨区域经营模式的局限较大.....	28
图表 48.	休闲食品品牌化率不断提升.....	28
图表 49.	中国佐餐卤制品 CR5 不足 5% (2019 年).....	29
图表 50.	中国休闲卤制品行业集中程度较低 (2021 年).....	29
图表 51.	海底捞推出休闲卤味零食产品.....	30
图表 52.	休闲卤制品区域性品牌具备较高知名度.....	30
图表 53.	门店数量百家以内的区域新兴卤制品品牌开店速度较快.....	30
图表 54.	门店数量百家以内的区域新兴卤制品品牌在 2019~2021 年的门店数量 CAGR 超过 100%.....	30
图表 55.	绝味食品不断推进全国化门店和供应链布局, 并引进信息化系统提高管理效率.....	31
图表 56.	绝味食品的营业收入实现稳健增长.....	31
图表 57.	2021 年绝味食品的归母净利润快速恢复正增长.....	31
图表 58.	鲜货类产品占绝味食品营收比重的 85% (2021 年).....	32
图表 59.	绝味食品的净利率呈震荡上行趋势.....	32
图表 60.	绝味食品门店数量在 2013 年~2021 年的 CAGR 为 11.49%.....	33
图表 61.	绝味食品实现生产网络全国化布局.....	33
图表 62.	绝味食品的单位运输费用低于同业 (2020 年).....	33
图表 63.	绝味食品的单位营业成本低于同业 (2020 年).....	34
图表 64.	煌上煌积极扩充卤制品业务还通过并购切入米制品业务.....	35
图表 65.	2021 年煌上煌营收出现同比下滑.....	35
图表 66.	2021 年煌上煌的归母净利润出现同比下滑.....	35
图表 67.	煌上煌鲜货产品的营收占比达到 73% (2021 年).....	36
图表 68.	煌上煌毛利率在 30%以上, 净利率在 10%左右.....	36
图表 69.	煌上煌米制品业务在 2020 年之后的收入相较之前出现抬升.....	36
图表 70.	煌上煌已形成全产业链运营模式.....	37
图表 71.	周黑鸭立足华中推进全国化布局.....	38
图表 72.	2021 年周黑鸭的营收同比增长 31.56%.....	38
图表 73.	2021 年周黑鸭的归母净利润同比增长 126.44%.....	38
图表 74.	周黑鸭气调包装产品的营收占比达到 87% (2021 年).....	39
图表 75.	2021 年周黑鸭毛利率和净利率水平出现改善.....	39
图表 76.	2021 年周黑鸭全国店面分布更加均匀.....	39
图表 77.	外卖业务精细化运营升级, 渠道拓展深入年轻客户群.....	40
图表 78.	紫燕食品始于南京, 进军全国.....	41
图表 79.	紫燕食品营业收入稳步增长.....	41

图表 80.	紫燕食品扣非归母净利润稳步增长.....	41
图表 81.	紫燕食品毛利率和净利率走势趋同.....	42
图表 82.	夫妻肺片大单品表现稳健.....	42
图表 83.	紫燕食品的供应商集中度较高.....	43
图表 84.	紫燕食品在宁国、武汉、连云港、山东、重庆等布局五家生产基地辐射全国.....	43
图表 85.	紫燕食品拟募集 8 亿元资金扩充生产和仓储设施.....	43
图表 86.	紫燕食品经销收入占比超过 90%.....	44
图表 87.	紫燕食品的渠道包括经销、直营、其他等类型.....	44
图表 88.	紫燕食品的前员工经销商贡献的收入占比在 75% 以上.....	45
图表 89.	紫燕食品规模以上（交易规模超 1000 万元）经销商的贡献 90% 以上的收入.....	45

1. 传统美食，千亿市场

1.1. 卤制品传统美食步入新阶段

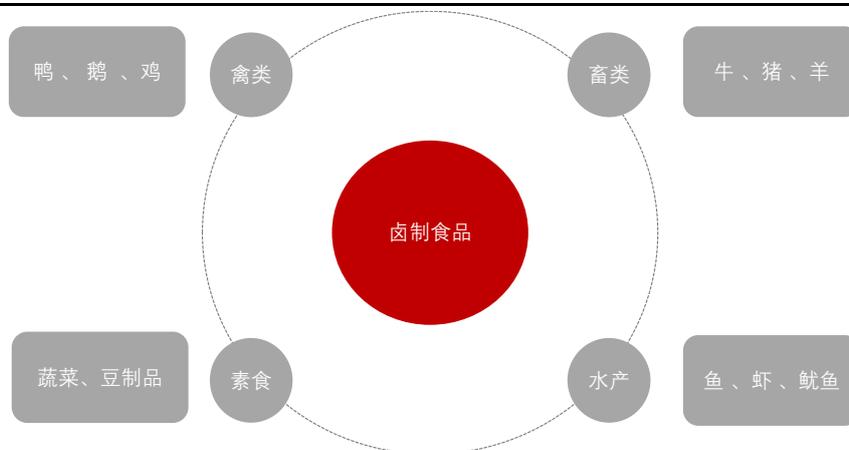
卤制品的产品形态和加工方法多样，而且饮食和消费具有区域性和季节性特征。卤制食品以农副产品为食材，通过卤烹加工使其具有“色、香、味、型”俱全的特点，主要产品形态包括禽类、畜类、素食类和水产类等四大类型。按照煮制和调味方法的不同，卤味食品可分为三大流派：北方酱卤、中部川卤、南方粤卤。不同地区居民消费水平、习俗和饮食习惯不同，在卤制品的生产和消费的选择上存在着区域性差异。卤制品的销售与经济周期的相关性较小。但是，卤制品销售具有一定的季节性特征，一般夏季和节假日的需求会相对更旺盛。

图表1. 卤制品可分为酱卤、川卤、粤卤三大流派

流派	特点
北方酱卤	北方传统的酱卤水，大部分是以酱香为主，五香为辅。除了采用常规的香料之外，还会加酱油、黄豆酱、甜面酱等调味料来增味、上色，卤制出来的食物通常颜色发红，色泽上也更加的鲜艳，酱味浓郁，口味偏咸，软烂入味。知名产品有酱鸭、酱骨头等。
中部川卤	川卤以红卤为主，调味较重，以酱油、糖色、盐、冰糖、米酒等各种香料为主要调味料，卤出来的菜肴色调偏红发亮，口感麻辣鲜香，传统川卤会配特制的中药包，一方面有滋补的功效，另一方面也使香味更加浓郁。知名产品有棒棒鸡、夫妻肺片等。
南方粤卤	粤卤分为广式卤水和潮汕卤水，广式做法卤制原料大多会提前过水，香料使用上相对较轻，增鲜调味用得比较重。潮汕卤水一般讲究取原色为主，其颜色的产生主要源自糖色，其次来自于老抽，吃时淋上卤汁，成品鲜香味美。知名产品有卤鹅和隆江猪脚。

资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

图表2. 卤制品主要包括禽类、畜类、素食类和水产等四类产品形态



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

传统美食步入工业化生产阶段，以满足不断扩张、更加多元的消费需求。卤制品作为传统美食，起初以小作坊模式为主流。但是，伴随食品加工技术的进步，以及市场规模的扩张，卤制品行业的生产模式逐步向规模化、标准化、自动化的流水线模式转型。卤制品行业在研发和技术能力上不断取得突破，能够生产和销售更多不同口味和类型的产品，以适应丰富多样的市场需求。

图表3. 休闲卤制品行业由传统作坊向流水线生产转型

上世纪80年代初	上世纪90年代初	2000年~2010年	2010年以来
<ul style="list-style-type: none"> 我国的休闲卤制食品工业逐渐起步，江浙地区率先出现较具规模的生产企业，但产品结构单一、风味较清淡、技术水平较低。 	<ul style="list-style-type: none"> 行业内企业的数量急剧增长，打破江浙企业领先的局面，技术水平有所提升。 	<ul style="list-style-type: none"> 行业的市场规模进一步大幅扩张，部分企业的生产模式逐渐由传统作坊向流水线生产过渡，行业龙头企业出现，行业内企业开始更加关注品牌的建设，连锁经营成为主流。 	<ul style="list-style-type: none"> 行业内企业展开了激烈的品牌竞争、提升其管理水平、抢占市场份额，具有规模和品牌优势的龙头企业，更是持续加大采购、生产、质量安全等各方面的投入力度，以满足多元化的消费需求，保障企业的持续、健康、规范发展。

资料来源：绝味食品招股书，东亚前海证券研究所

卤制品上游属于农副产品行业，中游可分为佐餐卤制品和休闲卤制品。下游以年轻群体和家庭为主，而且营销渠道较为多元：

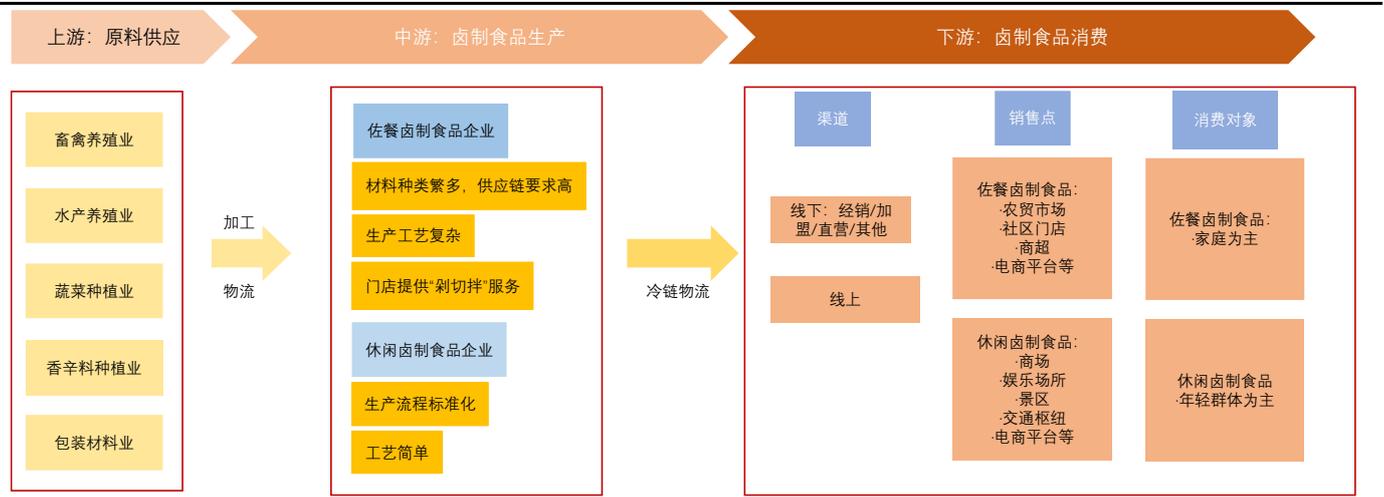
1) 卤制品的上游：卤制品的原材料主要包括家禽养殖业、农产品种植业及水产品养殖业等。卤制品的原材料主要为农副产品，价格会受到天气、国际政策、禽流感、猪流感等因素的影响。由于原材料在卤制品的成本中占比较高，农产品价格的大幅波动会对卤制品成本产生较大影响。

2) 卤制品的中游：按产品定位和消费场景划分，卤制食品主要可分为佐餐卤制食品与休闲卤制食品。佐餐卤制品主要指在家庭以及餐厅、酒店等餐桌消费场景享用的佐餐食品。休闲卤制食品主要指在闲暇时享用，即在正餐之间、社交以及体育活动等场景作为零食享用的食品。佐餐卤制品材料种类繁多，供应链的要求更高，代表性产品有夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄以及各种凉拌菜。休闲卤制品主工艺相对简单，有着标准化的生产流程，代表性产品包括鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等。

3) 卤制品的下游：销售网点多位于人流量大的场所，年轻群体和家庭为主要消费对象。佐餐卤制食品的消费对象以家庭为主，店面选址多靠近农贸市场、社区、商超，行业中无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存。

而休闲卤制品的消费对象以年轻群体为主，店面选址多位于人流较旺的地区（社区、商场、交通枢纽、公园景点等），行业中的经营主体多为品牌连锁店。冷链物流可以延长产品保质期和扩大运输半径等，在卤制品的流通环节中起到重要作用。

图表4. 卤制品产业链上、中、下游



资料来源: 紫燕食品招股书, 东亚前海证券研究所

图表5. 卤制品可分为佐餐卤制品和休闲卤制品

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	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲、娱乐
品牌效应	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、煌上煌等

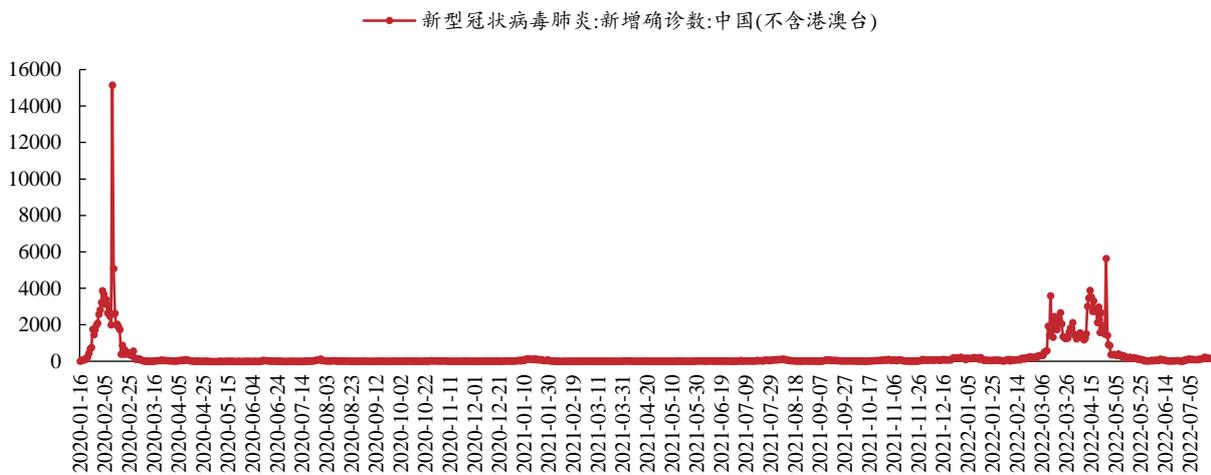
资料来源: 紫燕食品招股书, 东亚前海证券研究所

1.2. 疫情好转迎需求回暖, 原材料成本总体平稳

2022 年下半年在“稳增长”经济政策发力, 人均消费支出韧性增长条件下, 全年社会消费品零售总额有望实现正增长。2019 年末新冠疫情发生以来, 各类消费场景的开放或暂停与疫情的严重程度相挂钩。在此期间, 人均消费支出和社会消费品零售总额的规模均受到疫情扰动的影响而发生波动: 1) 2020 年初处于疫情高发期, 但自 2020 年二季度起疫情逐步得到有效控制, 全年社会消费品零售总额和人均消费支出分别同比下滑 3.90% 和下滑 1.60%。2) 2021 年上半年疫情较为稳定, 下半年局部地区疫情反复导致消费恢复受阻, 全年社会消费品零售总额和人均消费支出分别同比增

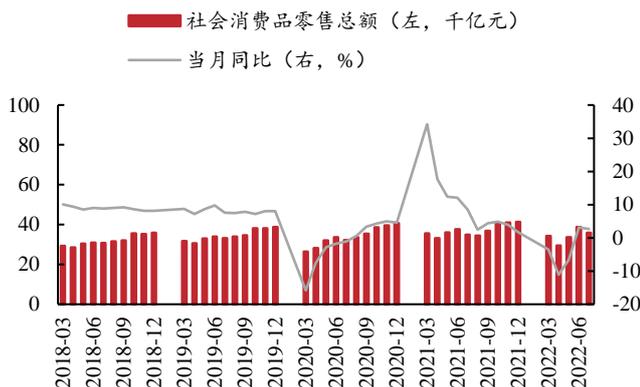
长 12.50%和增长 13.60%，并且均实现对 2019 年全年水平的超越。3) 2022 年 3 月爆发新一轮病例，而后在 5 月初左右得到有效控制。上半年社会消费品零售总额和人均消费支出分别同比下滑 0.70%和增长 2.50%。复盘 2020 年~2021 年，人均消费支出的增速往往领先于社会消费品零售总额，而且在 2022 年上半年人均消费支出实现韧性正增长而社会消费品零售额则出现同比下滑。下半年疫情好转，叠加各项“稳增长”政策逐步生效的作用，人均消费支出有望持续增长，社会消费品零售总额有望伴随下游需求回暖而加速恢复。

图6. 2022 年 6 月以来新冠肺炎新增病例数下降明显 (个)



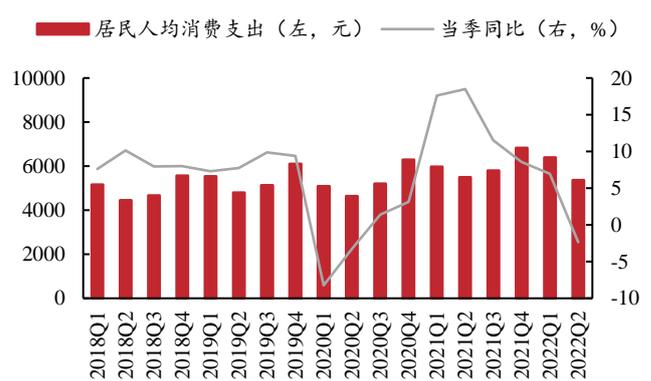
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图7. 社会消费品零售总额数据在 2021 年超过 2019 年水平



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图8. 人均消费支出在 2021 年恢复至 2019 年以上的水平



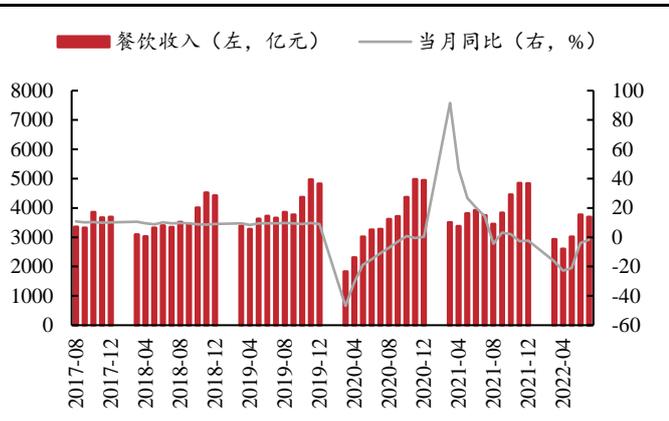
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

疫情常态化管理下，基于网购快速发展的态势，商贸零售或相对餐饮更快回暖。在 2020 年初疫情爆发势头得到快速控制以后，疫情防治步入常态化阶段。疫情扰动对于终端消费的影响虽程度不同但持续存在。需求侧，由于隔离等疫情防治所需，以及人们出于主动减少感染机率的考虑，居家消费的频率会增多。供给侧，人流量下降，或者堂食被限制，餐饮场所可

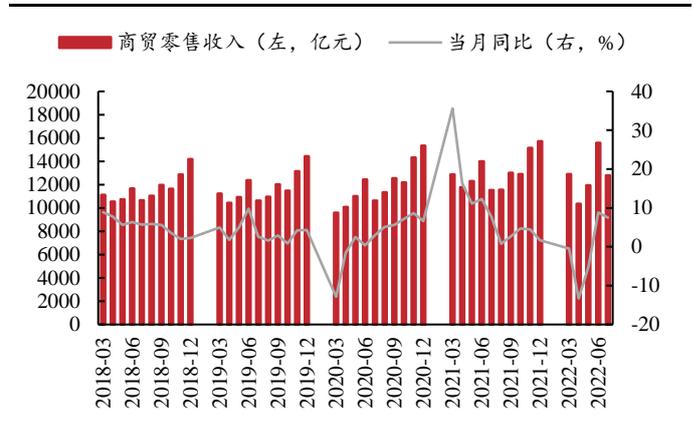
能会由于收入下降或者经营不善等因素而暂停或终止营业。相较 2019 年同期，2020 上半年和 2020 全年，商贸零售分别恢复至 90.64%和 96.58%的水平，餐饮分别恢复至 68.65%和 84.60%的水平；2021 上半年和 2021 全年，商贸零售分别恢复至 109.35%和 107.95%的水平，餐饮分别恢复至 102.03%和 100.37%的水平；2022 上半年，商贸零售和餐饮分别恢复至 109.46%和 94.18%的水平。在 2020H1~2022H1 期间，商贸零售收入相对餐饮收入数据受到疫情冲击的影响较小，可能与聚集性消费更易被疫情防控政策所限制相关。此外，网上零售由于便捷、运营成本低等特点，方便管理运营且更适用于居家消费场景，2020 年以来，网购渗透率和规模持续增长。2020 年/2021 年/2022H1 的网购渗透率分别为 24.90%/24.51%/25.90%，网购规模同比增速分别为 14.49%/10.71%/8.42%。

图表9. 餐饮当月收入降幅在 2022 年 6 月明显收窄

图表10. 商贸零售当月收入在 2022 年 6 月恢复正增长



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表11. 2020H1~2022H1 商贸零售和餐饮收入相对于 2019 年同期的恢复情况

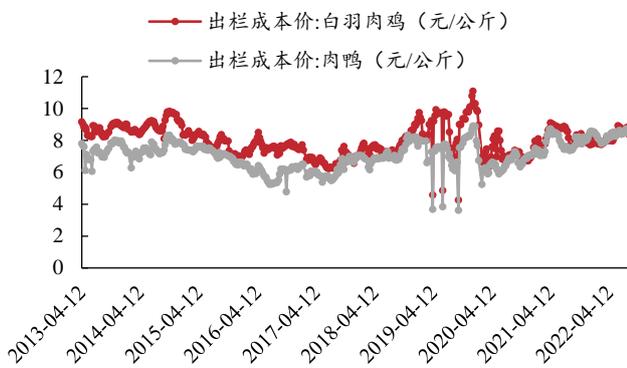
分类	2020H1 VS 2019H1	2020 VS 2019	2021H1 VS 2019H1	2021 VS 2019	2022H1 VS 2019H1
餐饮收入	68.65%	84.60%	102.03%	100.37%	94.18%
商贸零售收入	90.64%	96.58%	109.35%	107.95%	109.46%

资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

主要卤制品原材料价格波动幅度较小，短期受需求回暖拉动价格有望平稳波动。对于卤制品而言，原材料价格占据约80%左右的总成本。原材料价格波动会带来较大的成本压力。疫情爆发以来，全球供应链受阻，叠加俄乌冲突的影响，粮食和原油等大宗商品出现多轮涨价。总体来看，卤制品的四大类原材料价格受到的影响程度不一。1) 禽类：鸡肉、鸭肉价格在2021年以来围绕价格中枢小幅波动。在禽类板块去产能，叠加疫情好转催化需求回暖的作用下，鸡、鸭肉价格的反弹趋势较为明显，后续有望维持在较高的价位。2) 畜类：牛肉近两年的价格中枢较为稳定，价格波动较小。

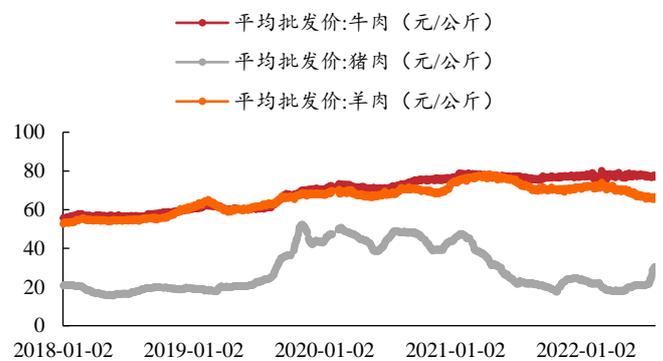
近两年由于产能扩张，羊肉价格中枢出现下移。猪肉价格，由于猪肉供给紧缺状况不断改善，价格中枢自2020年的高点回落。2022年上半年猪肉价格延续着同比下滑的趋势。7月份因经销商压栏惜售，猪肉价格出现较大幅度反弹，但价格总体较为可控。短期来看，在需求回暖的支撑下，猪肉价格有望保持较为平稳的状态。3) 水产品价格：鱼肉价格由于休渔期具有季节性特征，2021年价格中枢出现上移。由于疫情对于全球供应链的冲击，在2020年对虾价格出现大幅上涨，但当前有阶段性回落趋势。4) 素食：由于俄乌冲突的影响，大豆价格呈现出持续上行的趋势，当前价格依然处在高位。蔬菜价格存在着季节性特征，但近两年的价格中枢较为稳定，短期产量可能会受到高温天气的影响，进而导致价格较大幅度波动。

图表12. 禽类（鸡、鸭）价格走势



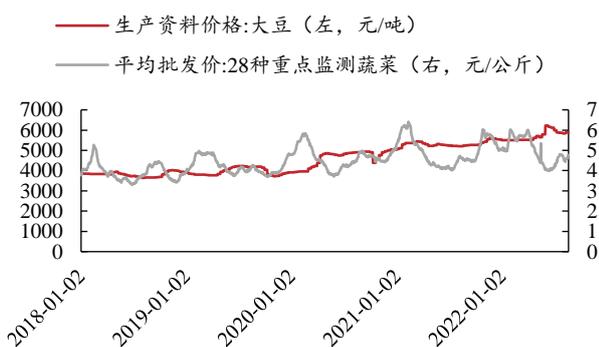
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表13. 畜类（牛、猪、羊）价格走势



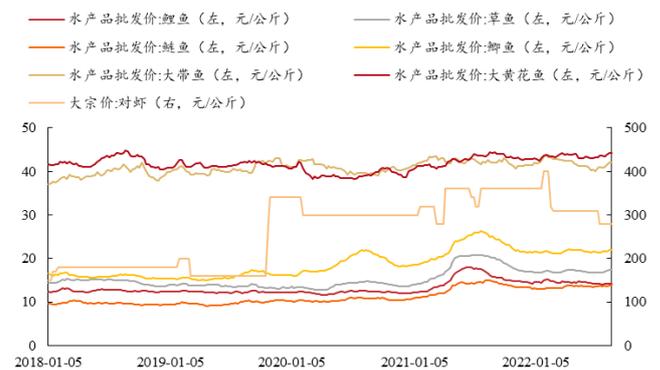
资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表14. 素食（豆制品、蔬菜）价格走势



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表15. 水产（鱼、虾）价格走势



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表16. 卤制品代表性原材料在2022年1月~7月的同比涨幅情况

原材料	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
出栏成本价:白羽肉鸡	0.90%	5.89%	-2.58%	-10.15%	-5.44%	-0.40%	1.09%
出栏成本价:肉鸭	13.51%	11.79%	0.34%	-3.84%	-0.18%	9.47%	13.59%
平均批发价:牛肉	-0.64%	-0.44%	-0.24%	-0.01%	0.61%	0.70%	0.85%
平均批发价:猪肉	-52.67%	-53.50%	-51.29%	-42.29%	-25.38%	-7.62%	30.30%
平均批发价:羊肉	-4.60%	-5.30%	-8.11%	-9.64%	-10.66%	-10.93%	-8.44%
生产资料价格:大豆	6.37%	2.91%	1.95%	5.40%	8.85%	16.88%	12.96%
平均批发价:28种重点监测蔬菜	-10.25%	-5.26%	10.87%	16.48%	3.64%	-1.96%	9.64%
水产品批发价:鲤鱼	19.08%	18.21%	7.62%	-0.63%	-14.60%	-19.69%	-19.24%
水产品批发价:草鱼	18.70%	13.76%	6.61%	-1.44%	-16.02%	-18.38%	-18.78%
水产品批发价:鲢鱼	17.94%	14.73%	11.49%	7.85%	-3.69%	-5.47%	-5.70%
水产品批发价:鲫鱼	14.81%	10.46%	5.30%	2.42%	-9.20%	-14.21%	-17.27%
水产品批发价:大带鱼	1.55%	0.86%	-1.05%	-0.19%	-2.76%	-3.93%	-3.61%
水产品批发价:大黄花鱼	4.80%	5.28%	7.01%	4.46%	1.98%	0.65%	-0.76%
大宗价:对虾	20.13%	11.72%	6.90%	-9.88%	-13.89%	-12.68%	-14.12%

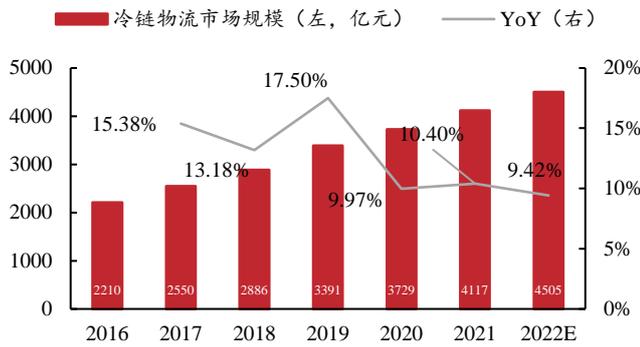
资料来源:同花顺IFind, 东亚前海证券研究所

1.3. 技术赋能拓展卤制品行业的深度和广度

中央厨房提升生产的标准化程度，推动卤制品行业规模化、连锁化发展。早期卤制品以家庭小作坊为主，独特口味的产品难以量产。而当前以标准化流程及现代工艺控制为基础的“中央厨房”开始占据主流，2020年我国餐饮行业的中央厨房渗透率达到80%左右，为卤制品行业的规模化和连锁化作铺垫。

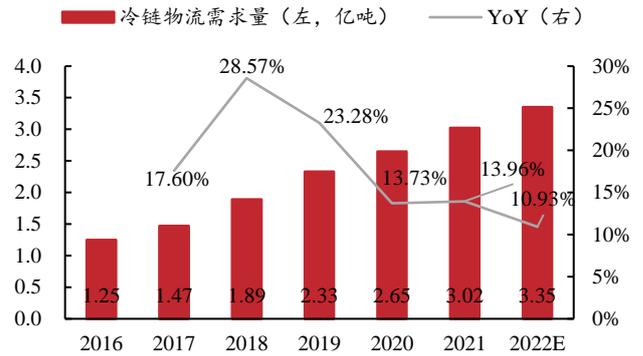
冷链物流快速发展，有效扩大卤制品的运输半径和控制生产、流通成本。在国家政策支持和日益增长的生鲜食品需求等因素的作用下，冷链物流得到快速发展。根据中物联冷链委公布资料，中国冷链物流市场规模持续扩大，2016年~2021年的CAGR为13.25%，预计2022年的市场规模将达到4505亿元。同时，冷链物流的应用领域增多，下游需求不断扩张，2016年~2021年中国冷链物流需求量快速增长，CAGR为19.29%，预计2022年将达到3.35亿吨。现代化冷链物流运输体系，可以延长卤制品的运输半径，能有效扩大销售半径。同时，冷链物流的仓储系统可延长存货保存时间，便于商家及时应对市场需求变化和原材料价格涨跌。

图表17. 2016年~2021年中国冷链物流市场规模 CAGR为13.25%



资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

图表18. 2016年~2022年中国冷链物流需求量 CAGR为19.29%

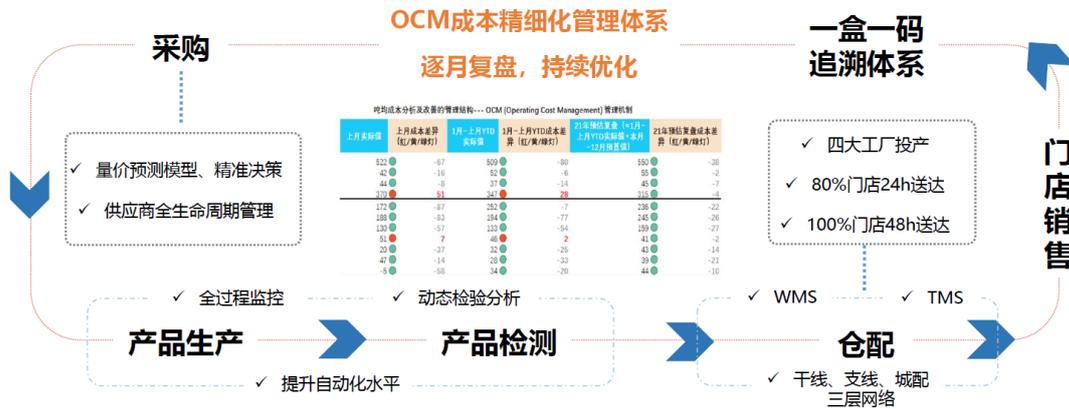


资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

信息化管理系统可追踪终端数据，结合市场反馈及时优化生产和销售环节的决策环节，能有效提高卤制品终端门店的运营效率。卤制品属于“小食品、大流通”产业，终端需求数据不仅庞杂而且时效性强。卤制品商家利用现代化信息管理系统，比如食品行业 SAP-ERP 系统、销售中台系统、OA 系统、TMS 系统、WMS 系统等，能及时记录和分析终端数据，并进行跨区域市场预测，同时反馈至生产、研发及采购端，最终提升公司运营效率。具体来说，在采购端，公司可采取量价预测模型，提高决策效率降低原材料的采购成本。产品端，从生产到检测都可以进行动态检验分析，提升自动化水平，保证产品质量。仓配端，WMS、TMS 仓储管理系统可以保证产品及时配送。销售端，门店销售的产品都可采取“一盒一码”追溯体系，保证售后以及产品质量。

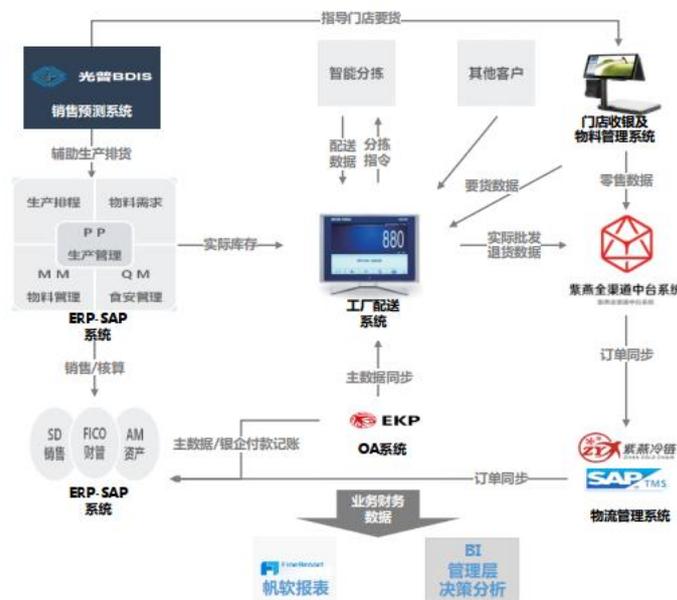
图表19. 现代化信息管理系统帮助追踪终端数据并提高运营效率

周黑鸭引进的信息化管理系统



紫燕食品引进的信息化管理系统

紫燕信息系统交互示意图



资料来源：周黑鸭国际控股有限公司 2021 年度业绩发布，紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

包装技术的升级丰富了卤制品的营销场景，有助于卤制品商家深度挖掘消费者购买潜力。卤制品的包装技术已经从散装或简易包装升级到真空包装和气调保鲜包装（MAP）等技术。散装和简易包装成本低，但不易于储存，产品质量容易受到影响；真空包装技术拥有良好的储存效果，而且能够有效地提高产品的便携性；气调保鲜包装技术（MAP）能够在保证味道的同时，延长卤制品的保存时间，而且不使用防腐剂的特点也契合消费者对于健康的追求。包装技术在升级后不仅能够较好地保留卤制品的味道、质感和营养，而且能延长食品货架期，可以将卤制品的应用领域拓展至休闲享受以及礼品赠送等领域。同时，卤制品企业可以借助包装技术的升级，采用更多样化的营销方式，更深入地挖掘市场潜力以扩大销售额。以休闲

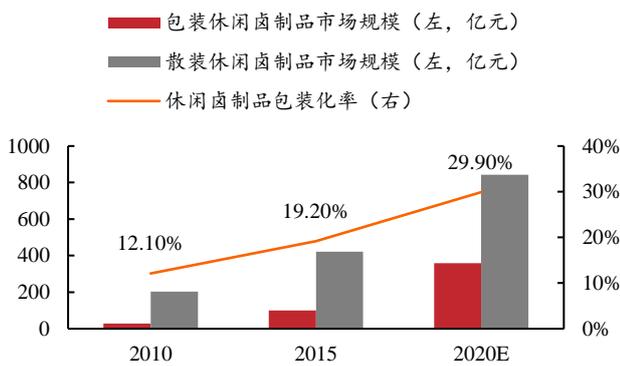
食品为例，包装休闲卤制品的市场规模增速明显快于散装卤制品，据智研咨询估算，2020年休闲卤制品的包装化率增至29.90%。2015年~2020年，包装休闲卤制品的收入规模预计增速达到29.2%，而散装卤制品的收入规模预计增速只有14.8%。

图表20. 包装技术的升级可以让卤制品适应更多消费场景

包装技术	保鲜和储存效果
散装或简易包装	主要用于鲜货卤制品包装，成本较低但不利于储存，容易产生食品质量问题和安全隐患
真空包装	将产品加入气密性包装容器，密封后的容器能达到预定真空度，这种方法能使食品达到较长时间（90-180天）的储存效果
气调保鲜包装（MAP）	以氮气取代包装中的氧气，抑制细菌和微生物繁殖，在不使用食品防腐剂的情况下防腐，更好地保留卤制品的味道、质感和营养

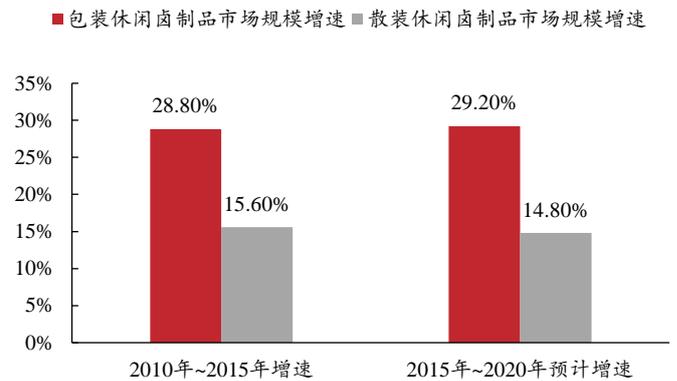
资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

图表21. 休闲卤制品的包装化率不断提升



资料来源：智研咨询，东亚前海证券研究所

图表22. 包装休闲卤制品市场规模增速快于散装休闲卤制品

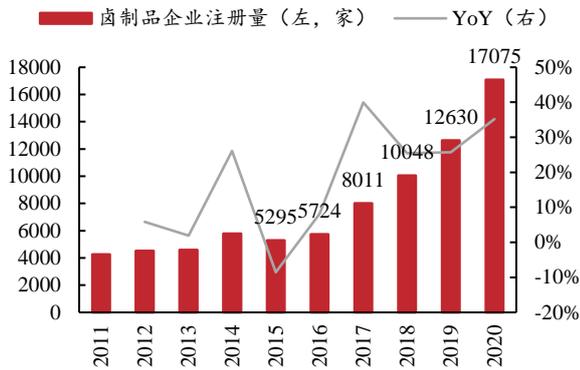


资料来源：智研咨询，东亚前海证券研究所

1.4. 佐餐和休闲卤制品齐头并进，千亿市场规模有望再创新高

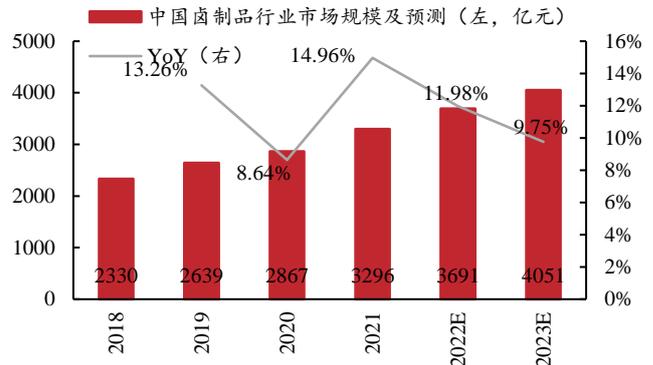
大量企业涌入卤制品行业，2023年卤制品市场规模有望突破4000亿元。卤制品行业的市场空间大以及发展前景广阔吸引着大量企业。卤制品企业注册量增长迅速，在2015年~2020年的CAGR为26.39%，并在2020年达到17075家。在人均收入水平、城镇化率提升以及技术赋能和政策扶持等因素的作用下，卤制品行业的市场规模有望创新高。预计2023年的卤制品市场规模将达到4051亿元，在2021年~2023年的CAGR为10.86%。

图表23. 卤制品行业企业数量不断创新高



资料来源：国家市场监督管理总局，艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

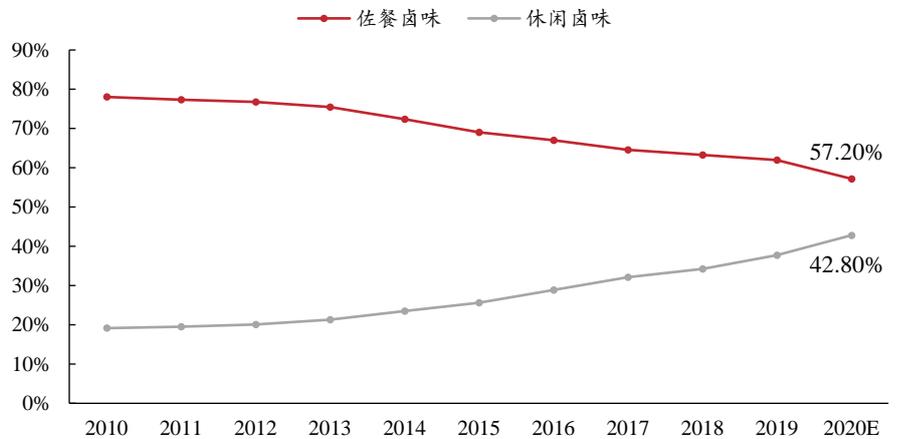
图表24. 2023 年中国卤制品行业市场规模有望突破 4000 亿元



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

佐餐卤制品占据主要市场份额，但休闲卤制品的增速更快。卤制品起源于餐桌，属于日常饮食消费产品。佐餐卤制品具有较强的需求刚性，消费频次较高、消费者基数庞大让佐餐卤制品占据主要市场份额。但是，休闲卤制品的市场规模的增速更快，市场份额也在逐步提升。根据 CBNDATA 数据，2020 年佐餐卤制品和休闲卤制品的市场份额预计分别为 57.20% 和 42.80%。

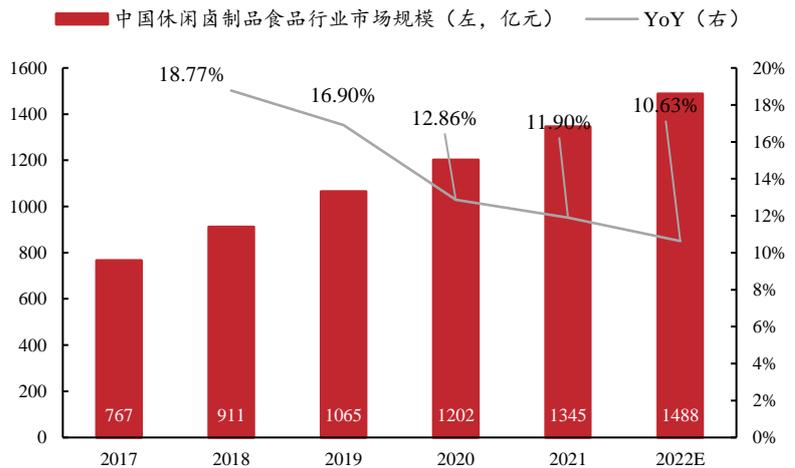
图表25. 休闲卤制品的市占率呈上升趋势



资料来源：《肉类工业》，《食品开发与研究》，CBNDATA，东亚前海证券研究所

佐餐卤制品和休闲卤制品 2022 年的市场规模分别有望达到 2014 亿元和 1488 亿元。根据 Frost&Sullivan 的估算，佐餐卤制品的市场规模 2018 年~2021 年的 CAGR 为 8.55%，并且 2022 年的市场规模有望突破 2000 亿元。休闲卤制品的市场规模在 2018 年~2021 年的 CAGR 为 13.87%，预计 2022 年的市场规模将达到 1488 亿元。

图表26. 图表 28. 2022 年中国休闲卤制品市场规模有望达到 1488 亿元



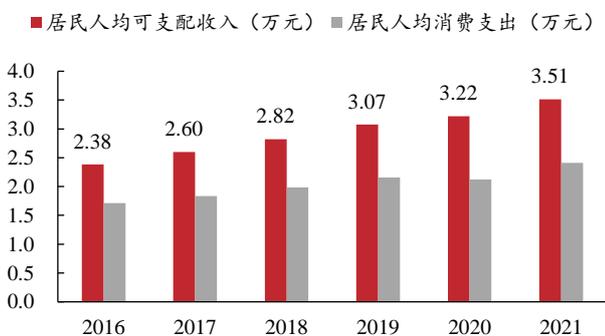
资料来源：中商产业研究院，东亚前海证券研究所

2. Z 世代引领升级，头部上升空间大

2.1. 消费升级和城镇化拉动卤制品需求

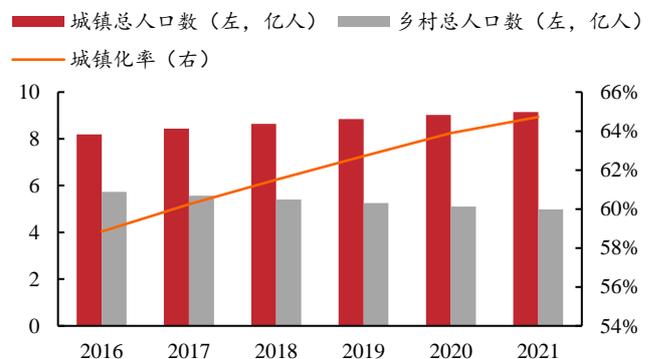
城镇化率和人均收入水平的提高驱动卤制品需求增长。2016 年~2021 年，我国人均可支配收入由 2.38 万元增至 3.51 万元，CAGR 为 8.08%，人均消费支出由 1.71 万元增至 2.41 万元，CAGR 为 7.09%。伴随人均收入水平和消费能力的提升，居民的消费理念不断升级，享受型消费的支出比重会趋于上升，同时，我国城镇化率由 2016 年的 58.84% 增至 2021 年的 64.72%，城镇总人口数在 2021 年突破 9 亿人。城市居民的生活节奏更快、厨务时间有限，更倾向于从市场上购买即食或预制菜品。卤制品具备即食和休闲属性。快节奏的城市生活、消费理念的转变、人均消费支出水平的提高等有望推动卤制品市场规模扩容。

图表27. 人均可支配收入和人均消费支出呈同步增长趋势



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表28. 中国城镇化率持续提升



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

消费升级提升对品质的要求，政策扶持有望加快卤制品行业发展。消费升级大背景下，消费者对于卤制品的产品品质、食材质量、营养程度提

出了更高的要求。近年来政府从畜牧业发展、冷链物流、促进食品工业健康发展、培育消费新模式等方面出发，出台了多项指引政策，旨在促进行业高质量、高效率的发展。政策刺激有助于加快完善食品生产、消费和流通所需的平台与基础设施。包括卤制品行业在内的食品加工行业，都希望在政策的规范作用下，加强与产业链上下游的衔接和合作程度，并有望加快生产环节的规模化、标准化、自动化转型。

图表29. 卤制品行业的利好政策

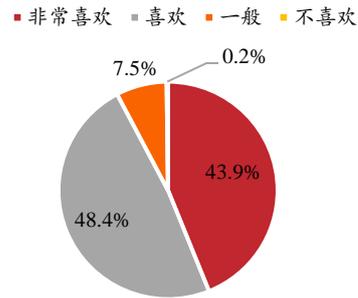
发布时间	政策名称	主要内容
2021年9月	《关于进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》	发展新业态新模式新场景。支持传统商业企业加快数字化、智能化改造和跨界融合，推进线上线下融合；促进线上消费健康发展。
2020年9月	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	推动线上线下消费融合,培育消费新模式,推动线上线下融合消费,鼓励企业依托新型消费拓展国际市场。
2020年9月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	鼓励大型畜禽养殖企业、屠宰加工企业开展养殖、屠宰、加工、配送、销售一体化经营,提高肉品精深加工和副产品综合利用水平。
2017年6月	《“十三五”食品科技创新专项规划》	重点突破加工制造、机械装备、食品安全、冷链物流、营养健康等重点领域的重大共性关键技术,建立从食品生产源头到餐桌全产业链的食品质量安全控制技术体系。
2017年4月	《关于加快发展冷链物流保障食品安全促进消费升级的意见》	健全冷链物流标准和服务规范体系、完善冷链物流基础设施网络、鼓励冷链物流企业经营创新、提升冷链物流信息化水平、加快冷链物流技术装备创新和应用。
2017年1月	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	加快食品行业发展,推动食品工业转型升级,满足城乡居民安全、多样、健康、营养、方便的食品消费需求。

资料来源：紫燕食品招股书，艾媒咨询，东亚前海证券研究所

2.2. 年轻化：Z世代的崛起刺激卤制品行业转型升级

卤制品受到大众喜爱，而且消费群体结构呈现出年轻化的特点。卤制品具有深厚的饮食文化根基和稳定的群众消费基础。据艾媒咨询基于草莓派数据调查与计算系统样本（样本量 1604 个，调研时间 2021 年 12 月）的调查显示，在 2021 年有超过 96.6% 的人购买过卤制品，而且有超过 90% 的消费者喜欢购买卤制品。根据艾媒咨询的数据，卤制品消费者以女性居多（占 58.7%），而且以中青年为主（占 78.9%）。年轻消费者的快速成长和崛起，使得卤制品消费结构愈发呈现出年轻化的特点，并将推动卤制品的升级和迭代潮流。

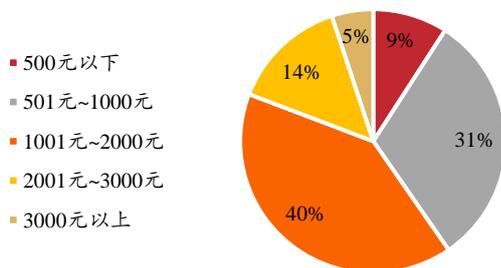
图表30. 根据调查，90%以上的消费者喜欢购买卤制品



资料来源：草莓派数据调查与计算系统（Strawberry Pie），艾媒咨询，东亚前海证券研究所

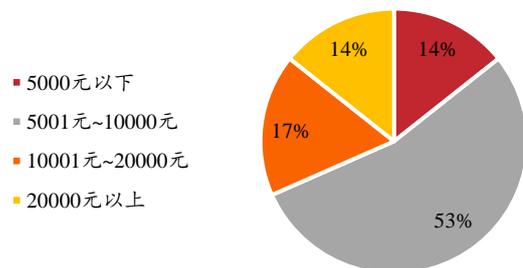
Z世代具备较高的消费培养潜力，正逐渐成长为消费行业的生力军。Z世代通常指1995年至2009年出生的一代人，他们成长的物质环境普遍较为充裕，而且大多受过较为良好的教育。1) Z世代的人口数量庞大，而且具备心智培育的潜力。根据国家统计局数据，2021年Z世代人数约为2.6亿人，约占总人口的19%。其中，“95后”约占38%，“00后”和“05后”共计约占63%。Z世代消费群体年龄偏低，尚处于心智培养期，具备较大的心智培育潜力，也是各大品牌方的重点争夺对象。2) 近半数Z世代已步入职场，消费购买力有较大提升空间。Z世代中约有55%为在校学生，约45%已经进入职场。其中，每月零花钱在1000元以上，1000元~2000元之间，2000元以上的Z世代在校生占比分别约为69%、40%、19%。月收入在5000元以上，5000元~10000元，10000元~20000元，20000元以上的Z世代职场人士的占比分别约为84%、53%、17%、14%。

图表31. Z世代在校学生中约有60%的月零花钱超过1000元



资料来源：尼尔森IQ在线定量调研（2021年5月的调查数据），东亚前海证券研究所

图表32. Z世代职场人士中约有31%的月收入超过10000元



资料来源：尼尔森IQ在线定量调研（2021年5月的调查数据），东亚前海证券研究所

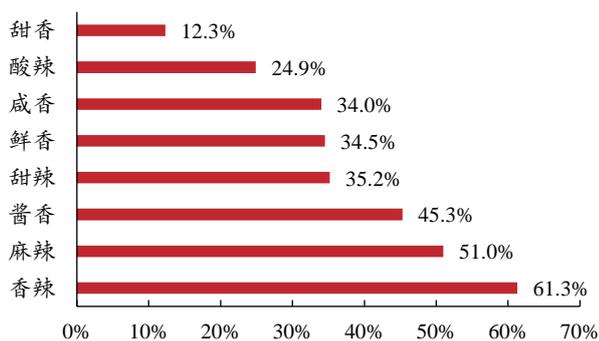
Z世代消费理念独特，更愿意为兴趣买单，同时偏好便利、品质有保障的饮食解决方案。Z世代成长于手机和互联网普及的年代，消费需求和观念更为独特和多样化。Z世代不满足于只实现基本的生理和安全需求，会以悦己为核心，追求休闲、满足好奇心等高层次需求。在食品方面，Z世代偏

好线上消费，做饭意愿不高，希望寻找既美味卫生、价格亲民又方便的饮食解决方案。

Z世代喜欢便利的生活，助推卤制品增强便携性和即食性。随“宅经济”、“懒人经济”的兴起，省时、便捷越来越成为Z世代选择购买产品的重要考虑因素。同时，疫情的常态化管理增加了居家消费场景。为提高消费者的产品体验，卤制品商家可以研制更适用于居家食用、存放的产品。比如，年轻消费者由于缺乏烹饪技巧和时间，会相对更容易接受预制菜、零食等形式的产品。在产品的包装、口味、便携性上，卤制品商家可迎合年轻消费者的需求，以增加产品的粘性和复购率。

Z世代喜欢追求口感、尝试新鲜事物的消费特点，有利于卤制品商家在品类扩张和口味创新上找到潜力增长点。卤制品不同产品形态和口味相结合的垂直细分领域有待开发。消费者对卤制品口味的选择比较广泛，包括甜香、咸香、鲜香、酱香、酸辣、甜辣、麻辣、香辣等多种口味。但是，卤制品主流产品口味丰富，但形态较为单调。参考美团线上数据，目前卤味菜品主要以鸭肉、鸡肉为原材料，而大众喜爱的牛、羊、猪肉等类型的产品较少。卤制品商家可以瞄准价格敏感度较低、喜欢尝试新鲜事物的年轻客户群体来开发新品。比如，周黑鸭频频推出年轻人喜爱的风口产品：香辣虾球、软糯糯的虎皮凤爪、去骨鸭掌、卤鱿鱼等；煌上煌推出聚焦年轻消费群体的品牌“独椒戏”，主打卤猪蹄、烤串等品类。

图表33. 2021年中国卤制品消费者主要偏好口味调查



资料来源：草莓派数据调查与计算系统 (Strawberry Pic)，艾媒咨询，东亚前海证券研究所

图表34. 2021年美团线上卤味品类高销菜品金额与份数排名

卤味菜品	SKU 金额排名	SKU 份数排名
鸭脖	1	2
窑鸡	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：华经情报网，东亚前海证券研究所

卤制品品牌方注重年轻消费者的心智培育，厚植年轻人为业绩增长蓄势。年轻消费者热衷于追逐潮流、愿意为兴趣买单，而且能够为具有个性化消费理念和消费升级需求。头部卤制品企业通过采取门店形象焕新、异业合作、近店媒体推广、头部平台内容投放等方式，来厚植年轻化理念并

吸引年轻客群。

1) **门店形象焕新**：2021年周黑鸭新门店形象“小黄店”在全国落地，计划以新潮、时尚的品牌调性引领年轻消费者。煌上煌在6.0代基础上，着力打造6.5代年轻化主题店。

2) **异业合作**：跨界合作来制造话题以提高关注度，并达到让合作对象为品牌背书的效果。比如，2020年煌上煌与可口可乐跨界合作营销最终获得10w+的微博话题互动及过亿的互联网曝光量，并荣膺当年酱卤肉制品行业唯一“品牌年轻化案例”国际大奖。

3) **近店媒体推广**：借助显眼的大屏幕广告、灯箱或彩灯在人流密集的地方推广产品，凭借视觉冲击吸引路人注意力，并达到广告宣传的效果，可以有效地吸引客户去附近门店消费。比如周黑鸭在武汉江汉路的3D裸眼大屏幕上投放广告。

4) **头部平台内容投放**：短视频、外卖、线上直播等平台是当今营销的常用手段。头部卤制品企业会与抖音、快手、微博等平台，或名人明星达成合作协议，凭借新媒体手段和名人效应进行精准广告投放和引流。

卤制品品牌方重视需求多样、收入水平较高的年轻消费群体，不仅能增强消费者的品牌粘性，并使品牌方能享有更大的定价权，有望为业绩增长蓄积势能。

图表35. 卤制品头部企业采用创新、多元的营销方式对年轻消费者进行心智培育



资料来源：周黑鸭国际控股有限公司2021年度业绩发布，东亚前海证券研究所

Z世代将引领卤制品行业在产品、营销、包装等多个维度上进行转型升级。Z世代等年轻消费群体有较强的消费升级倾向，而且具有较大的心智培育潜力。卤制品企业注重品牌年轻化，重视年轻消费群体，是卤制品行业的趋势。我们认为，年轻消费群体的崛起，将为卤制品行业带来以下变化：

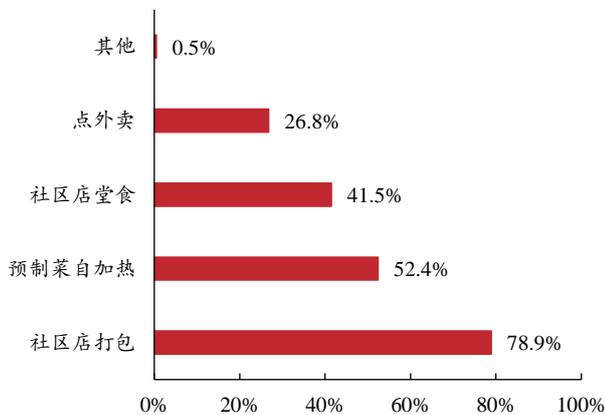
1) 产品形态和口味的升级：年轻消费者更加喜欢尝试新鲜事物，更愿意接受不同形态和口感的产品，势必会激励卤制品企业推出新品和升级现有产品。2) 营销升级：卤制品商家会更多地借助新媒体精准投放广告，并利用大数据刻画客户画像等方式，来吸引消费理念独特的年轻消费者。3) 包装和使用方式升级：由于工作节奏紧张，缺乏烹饪技巧，以及疫情导致居家场景增多等因素的作用，Z世代等年轻消费者更注重食品的便捷性，预制、零食类菜品预计将受到欢迎。

2.3. 线上化：全渠道模式有效提高获客率

2.3.1. 线下渠道：加盟和直营为主要模式，门店扩张驱动收入增长

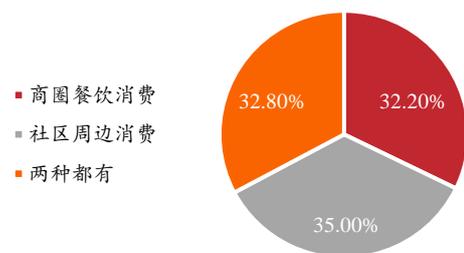
从线下消费习惯来看，佐餐卤制品消费者偏向社区店和预制菜形式的消费，而休闲卤制品以休闲形式的消费为主。消费者倾向于以社区店打包或者堂食、以及预制菜加热的形式购买或消费佐餐卤制品。但是从消费比例来看，商圈餐饮消费和社区周边消费比例相当。休闲卤制食品按消费场所分主要包括休闲食品市场、餐饮消费市场和礼品特产消费市场，其中以休闲食品市场占据大部分比例，约70%的休闲卤制食品最终被作为休闲食品进行消费。

图表36. 佐餐卤制品消费者更倾向于社区店打包和堂食（2021年）



资料来源：艾媒数据中心，东亚前海证券研究所

图表37. 佐餐卤制品商圈消费和社区周边消费的比例基本相等（2021年）

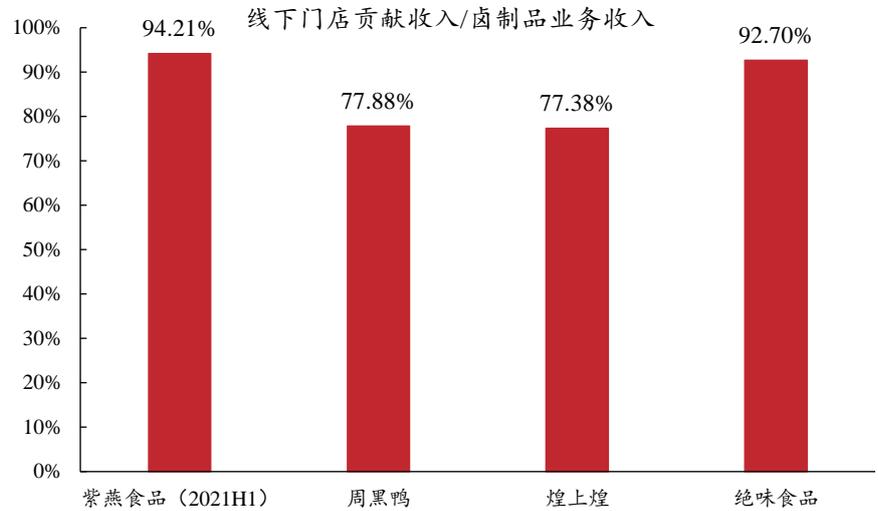


资料来源：草莓派数据调查与计算系统 (Strawberry Pic)，艾媒咨询，东亚前海证券研究所

卤制品消费者要求品质新鲜且需求多样，门店是主流的流通渠道。卤制品属于熟食产品，对于保鲜度有较高的要求，而且面向的消费者具有流动性大、口味等需求多样的特点。线下门店不仅能为卤制品的简单加工、储存和售卖提供基础，并根据客户的需求提供个性化服务。卤制品商家开设线下门店需办理食品经营许可证等证明，并且要定期接受卫生部门的检查，能够为产品质量提供保障。从营收占比来看，2021年休闲食品头部企业绝味食品、煌上煌、周黑鸭的卤制品业务收入分别有92.70%、77.38%、77.88%

来源于线下门店。佐餐卤制品头部企业紫燕食品在 2021H1 的卤制品业务收入有 94.21%来源于线下门店。

图表38. 主要公司卤制品业务收入均来源于线下门店



注：紫燕食品的数据为 2021 上半年的数据，其余企业均选取 2021 年数据

资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

加盟模式轻装上阵，直营模式收益更高。卤制品企业的线下门店主要实施连锁经营，具体可分为加盟和直营两种形式：

1) 加盟模式：门店自负盈亏，企业可以从加盟门店获得品牌加盟费、信息管理费、产品销售收入（经销连锁模式除外）等。加盟模式具有良好的可复制性。加盟商只需要负责门店内部管理和运营，具体产品则直接向厂商或经销商采购。加盟模式可细分为特许加盟连锁和经销加盟连锁，前者由企业直接开拓加盟商，后者则由经销商开拓加盟商。绝味食品、煌上煌和紫燕食品都以品牌加盟店为主要线下渠道。其中绝味食品和煌上煌均采用特许加盟连锁模式，而紫燕食品采用经销加盟连锁模式。

2) 直营模式：企业直接运营门店，并对其盈亏负责。直营门店由企业自行开设，从店铺选址和装饰、人员招募和培训到采购与生产等环节均由企业包揽。相对于加盟连锁店，直营门店需要前期投入更多的资金。除作为销售网点以外，直营门店还担负着品牌宣传、了解市场需求、新品推广等职能。

3) 直营模式 VS 加盟模式：加盟连锁更偏轻资产运营，但对渠道商依赖程度较大。相比于直营模式，加盟模式更具轻资产运营属性，净资产收益率水平可能更高。周黑鸭 2021 年的 ROE 为 8.24%，明显低于绝味食品和紫燕食品。但在直营模式下，企业对于渠道终端的把控力度更高，更易于管理价格体系和避免门店之间的恶性竞争，毛利率水平相对较高。2021 年绝味食品、煌上煌、紫燕食品的毛利率分别为 31.68%、33.00%、22.64%

(2021H1 的数据)，明显低于周黑鸭 2021 年的毛利率 57.78%。

图表39. 卤制品主要企业的经营模式

项目	紫燕食品	绝味食品	煌上煌	周黑鸭
产品定位	佐餐为主	休闲为主	休闲为主	休闲为主
销售情况	以经销模式为主，终端门店多靠近农贸市场、社区和大型商超	主要以加盟门店为主，在品牌推广方面采取的主要措施为门店休闲时尚化	以加盟店为主，品牌门店在江西、广东、福建等地区拥有较高的知名度	以自营门店为主，多位于人流较旺的地区(商场、交通枢纽、公园景点等)
2021年6月末门店数量(家)	4,750	13,136 (不含港澳台及海外市场)	4,840	2,270
2021年ROE	16.21% (2021H1 数据)	18.39%	6.09%	8.24%
2021年毛利率	22.64% (2021H1 数据)	31.68%	33.00%	57.78%

资料来源：紫燕食品招股书，各公司公告，东亚前海证券研究所

图表40. 直营模式和加盟连锁模式的对比

项目	特许加盟连锁	经销加盟连锁	直营模式
门店盈亏	由加盟商自负盈亏	由加盟商自负盈亏	由企业自负盈亏
门店开拓	加盟商由企业开拓，前期投入较少	加盟商由经销商开拓，前期投入较少	自行选址和装修，前期投入较大
门店运营	由加盟商负责日常运营	由加盟商负责日常运营	由企业培训员工和管理日常运营
收入来源	从加盟商处收取品牌管理费用、信息管理费用、产品销售收入等	从加盟商处收取品牌管理费用、信息管理费用等；但是，产品销售收入从经销商处收取	从门店的终端消费者处获得产品销售收入
财务特性	轻资产属性强，毛利率较低	轻资产属性强，毛利率低	重资产属性强，毛利率高

资料来源：东亚前海证券研究所整理

加盟模式可复制性强、前期投入低，在经营早期阶段，相比直营模式或更有利于卤制品企业扩大市场份额。在单店收入不变的条件下，门店数量的提升将驱动卤制品企业收入增长。1) 从以加盟模式为主的卤制品企业来看，门店数量增长速度与营收增长速度较为同步。具体而言，绝味食品在门店数量扩张的同时，单店收入也在同步增长，除了 2020 年，营收增长速度均快于门店扩张速度；煌上煌 2021 年的门店数量虽出现下滑但营收的降幅较小，意味着其门店结构或许存在优化空间，单店收入存在着上升潜力；对于紫燕食品，当前市场份额提高的重要性超过了单店效率的改善，门店数量尚处于快速扩张阶段，并且门店数量增长速度快于营收增长速度。2) 从以直营模式为主的卤制品企业来看，门店数量和营收同步增长的程度较低。除了 2019 年，周黑鸭的门店数量扩张速度在近几年均保持在 25% 以上，但门店总数（截至 2021 年 6 月）低于绝味食品、煌上煌和紫燕食品。周黑鸭在 2017 年~2021 年期间的营收增速均慢于门店数量的增速；甚至在 2018 年~2020 年，虽然门店保持快速扩张，但营收反而出现下滑。2021 年周黑鸭的营收增速超 30%，由负增长转为正增长，与放开单点特许经营，快速扩充加盟门店相关联。3) 在直营和加盟两种模式下，门店扩张和营收

增长的关系出现差异的原因可能来源于以下两个方面：一方面，直营模式前期所需的投入较多，对于产品品质和店员培养的要求较高，导致开店速度较慢，可能失去占领网点资源的先机。另一方面，自营模式占比过大，缺乏与外部优质资源的互换与合作，门店网络的经营效率可能会受此影响而未达到最优。综上，面对激烈的市场竞争环境，加盟连锁模式或许是企业早期快速扩张市场规模的更优选择。但在扩张门店数量的同时，企业还需要不断优化网点结构以提高单店的经营效率，帮助形成门店扩张驱动收入增长模式的良性循环。

图41. 除周黑鸭以外，主要卤制品公司的门店数量增速和收入增速较为趋同

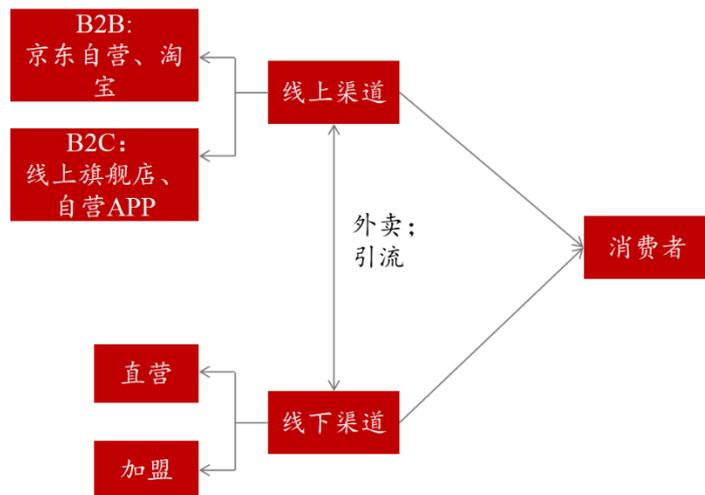
年份	绝味食品		周黑鸭		紫燕食品		煌上煌	
	门店数量 YoY (%)	营收 YoY (%)						
2017	16.29	17.59	32.01	15.35	-	-	-	21.35
2018	9.52	13.45	25.41	-1.15	-	-	-	28.41
2019	10.48	18.41	1.09	-0.79	22.71	21.60	-	11.56
2020	13.19	2.01	34.79	-31.53	23.96	7.31	24.85	15.09
2021	10.61	24.12	58.46	31.56	-	-	-7.48	-4.01

资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

2.3.2. 线上渠道：线上渠道具备增长潜力，且能为线下渠道引流

线上+线下能有效地提高获客率，起到 1+1>2 的效果。线上渠道具有传播力广、便捷等特点，已成为卤制品业内重要的营销途径。卤制品商家主要通过自建线上美食销售 APP 或与第三方平台合作等方式来打造线上渠道。线上渠道不仅能够突破门店服务半径的瓶颈，提升渠道下沉率和人群覆盖率，而且能够吸引消费者到店消费或者外卖消费。线下门店作为传统渠道，能够借助独特的产品体验和服务来吸引客户进行线上购买。以周黑鸭为例，2020 年和 2021 年 O&O 渠道（网上渠道和自营外卖）收入占比均超过 30%，2021 年 O&O 渠道收入达到 9.2 亿元，同比增长 23.49%。细分来看，2021 年网上渠道和自营外卖收入分别为 5.49 亿元和 3.71 亿元，分别同比增长 20.04%和 28.98%。其中，自营外卖收入占自营店面收入的比重在 2021 年已达到 22.51%，成为门店收入的重要补充。

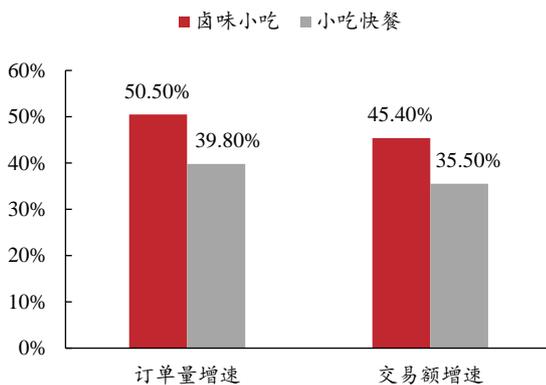
图表42. 线上渠道+线下渠道：1+1>2



资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所整理

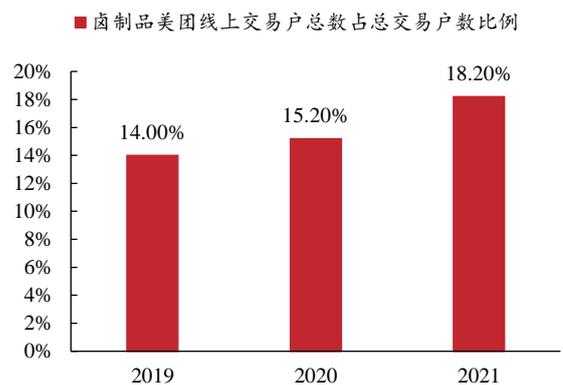
卤制品具有休闲和即食属性，能更好地依托线上渠道实现流通扩散。在现有技术水平能够保证长途运输不影响产品品质的前提下，外加网购和新零售经济的兴起，越来越多的消费者喜欢和习惯于在线上购买卤制品。卤制品本身具有较强的外卖属性，在外卖渠道上的发展速度较快。2021年卤味小吃和小吃快餐的订单量增速分别为50.50%和39.80%，交易额增速分别为45.40%和35.50%，卤味小吃的增速领先于小吃快餐的平均增速。2018年~2021年，卤制品美团线上交易用户总数占交易户数比例呈逐年上升趋势。

图表43. 2021年卤味小吃线上订单和金额增速快于小吃快餐



资料来源：美团《2022卤味品类发展报告》，东亚前海证券研究所

图表44. 卤制品美团线上交易户数占总交易户数比例逐年增长



资料来源：美团《2022卤味品类发展报告》，东亚前海证券研究所

我们认为线上渠道对于提高获客率的重要性提升，而且会成为卤制品行业渠道拓展的重要方向。1) 年轻消费者喜欢便捷的生活方式，而且易受线上广告宣传活动的影 响，更愿意在线上平台作消费决策。2) 疫情以来，居家消费场景增多，消费者会采取网购替代部分线下购买。线上渠道的建设对于卤制品企业更加具有必要性。3) 传统卤制品老字号（如德州扒鸡、月圣斋、哈肉联、知味观等）面临线下渠道的客户流失的现状，转而寻求在

线上渠道弯道超车。根据CBNDdata大数据，2018年~2020年老字号卤制品品牌的线上销售额逐年增长，而且在2020年实现规模破亿。4) 线上+线下的全渠道模式，能互为补充并形成协同效应。

2.4. 品牌化：行业集中程度趋于提升，头部企业上升空间大

卤制品企业对于上游具有较强的议价权，但在下游需要依靠渠道加强产品流通。不同企业的鸡鸭类产品可替代性较强，叠加出栏周期较短、供应量较为充足等因素，禽类供应商面对购买者的议价能力较弱，代表性的鸡鸭禽类供应商新希望和益客食品的禽产业在2021年的毛利率不足3%。卤制品企业较为依赖渠道来打开市场，而渠道商只有在获取较为可观的利润时才会选择购进货物。因此卤制品企业会出让部分利润给渠道商。2021年，以加盟门店为主要终端的绝味食品、紫燕食品、煌上煌的毛利率处在30%~34%之间，根据紫燕食品招股书计算得出的经销商毛利率约为44%。经销商的毛利率在卤制品产业链上处在较高水平。此外，以直营门店为主的周黑鸭的毛利率约为58%。

图表45. 卤制品企业对于上游的议价权较高



注：经销商的毛利率根据紫燕食品招股书同类产品的直销价和经销价计算得出。

资料来源：同花顺IFind，紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

卤制品行业进入壁垒较高，主要在于生产、流通环节。卤制品行业的进入壁垒主要体现在技术、供应链、销售网络、规模化和品牌等方面。1) **产品生产和研发环节**，工艺配方的标准化应用、根据各地差异化的口味进行微调，应市场需求变化而不断缩短的新品上市周期等，都对产线自动化水平和研发技术的要求较高；小规模企业和新进入者难以完全达到较高的质量标准。2) **在流通环节的壁垒**不仅体现在营销网络的构建，而且体现在

品牌力的培育。i) **营销网络的建设：**新进入者和小规模企业需要耗费较长时间建设完善的销售网络。门店的扩张、订单的及时配送都离不开供应链网络的支持。新进入者需要对国内卤制食品供应链有充分细致的了解，能够充分调动和整合优质的上下游资源，并调动企业内部各环节的配合，才可能形成高效的运营机制。ii) **品牌优势的构建：**对卤制品消费者进行心智培育是一个长期而复杂的过程；拥有良好的品牌力的卤制品企业，更可能让消费者选择购买产品。品牌建设为企业发展增加势能，是企业快速发展的必要条件。

图表46. 卤制品行业进入壁垒主要包括技术、供应链、销售网络、规模化和品牌壁垒

进入壁垒	主要内容
技术壁垒	工艺配方的微小差异也会导致消费者认可度和产品市场竞争力的不同，而且根据不同地区居民的口味偏好和饮食习惯而进行口味微调存在着一定难度；同时，为了能够更好地迎合消费者不断变化的需求，越来越多卤制食品的新品上市周期在不断缩短，加快了市场变化的节奏，对产品的研发能力提出了巨大的挑战。
	标准化生产对卤制食品企业的生产经验的累积程度、生产设备的先进程度、生产流程的标准化、生产工序的精细化、甚至生产过程以及存放过程中环境温度的调控都提出了较高的要求。
	规模较小企业和行业新进入者较难在短时间内达到较高的质量标准。此外，鉴于近年来国内日益严峻的食品安全形势，消费者对产品质量提出了更高要求，新进入企业将面临较大的产品质量和食品安全壁垒。
供应链壁垒	卤制食品多以鲜货卤制品为主，保质期短，从原材料到产成品需要全程冷链配送，配送半径受限，因此这类产品对供应链要求很高；且上游采购原材料完成生产后，需要根据门店订单配送到不同区域的门店，门店的扩张亦离不开供应链管理体系的支撑。
	新的竞争企业需要对国内卤制食品供应链中各个环节的自身情况和相互衔接情况有充分细致的了解，建立起一套成熟的供应链管理模式，才能充分调动和整合优质的上下游资源，调动企业内部各环节的配合，形成高效的运营机制。
品牌壁垒	良好的品牌影响力和客户口碑的塑造是一家企业在产品质量、产品设计、品牌定位和营销渠道等诸多方面投入大量人力、物力长期耕耘的结果，品牌定位与品牌经营的长期性和复杂性对行业新进入者形成了一定的品牌壁垒。
销售网络壁垒	国内大多数规模化卤制食品企业在销售网络方面均经历了较长时间的积累和维护，销售网络已经日趋成熟和完善，拥有长期合作的客户和稳定的消费群体。相比之下，新进入企业将面临较大的销售网络壁垒，其需耗费较长时间建设销售网络和培养销售队伍
规模化壁垒	卤制食品行业规模效应较为明显，业内企业需要达到一定的生产规模才能有效控制经营成本，保证合理的利润空间。规模化卤制食品企业建立了完善的销售渠道，可以获得更为优质的门店资源，快速占领区域市场，形成强者恒强的良性循环。行业新入者难以在短期内实现规模化经营，在市场竞争中容易被淘汰。

资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

在规模化生产、渠道布局或品牌知名度等方面取得先发优势的卤制品企业有望取得更高的市占率。卤制品企业的经营模式可分为小作坊和跨区域经营模式。1) **小作坊经营模式：**业内的小作坊模式的中小企业不具备规模化的生产能力，生产的品种相对较少、产品品质控制能力差。同时，中小企业缺乏自建完善供应链体系的能力，销售食品的半径有限或者依赖经销商。而且，小企业的品牌知名度较低，产品主要销售给当地农贸市场，经营的区域性特点较强。2) **跨区域经营模式：**而跨区域经营模式的企业对

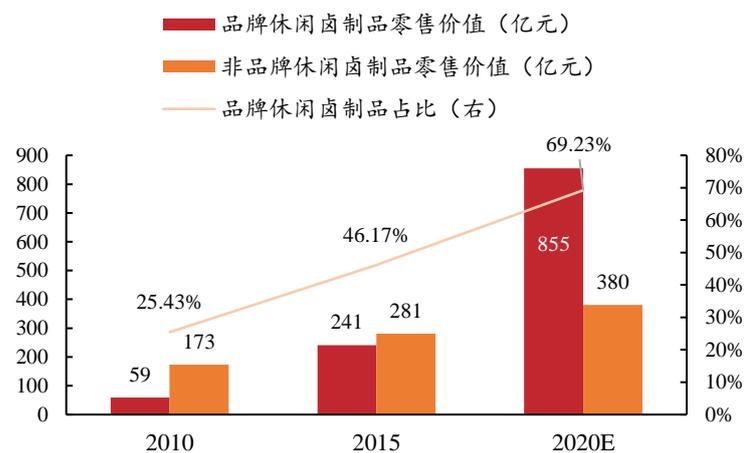
上游拥有较强的议价权，工艺水平先进、产能产量较大、产品品种丰富。下游渠道更加多样化，包括线下门店、商超、经销商，以及线上电商平台等。而且品牌知名度也更高。3) 卤制品行业呈现出强者恒强的趋势。跨区域经营模式的劣势较为明显，而采取小作坊经营模式的企业在品牌、生产、流通等方面均相对落后。短期内，跨区经营模式企业的规模优势难以被完全复制，能够凭借较强的竞争力巩固现市占率优势。以休闲卤制品为例，据 Frost&Sullivan 估算，2020 年品牌卤制品的零售价值占比反超非品牌休闲卤制品，市场份额达到 69.23%。综上，在生产、流通等环节均建立起先发优势的企业，拥有较为完善的供应链、门店网络或品牌力优势，其发展势头更强，并有望取得更高的市占率。

图表47. 小作坊经营模式相比跨区域经营模式的局限较大

经营模式	原材料采购	生产	销售
小作坊经营模式	原材料采购地域性较强，采购品类相对较少	以自主生产为主，主要采用家庭的小灶、铁锅等作为生产工具进行生产，产品品质控制能力差，产品品质单一	就近销售给当地农贸市场或自设门店、自设摊贩等，品牌知名度低
跨区域经营模式	以规模化采购为主，采购品类丰富，原材料品质管控及议价能力较强	生产方式有自主生产、委托加工、OEM等方式。其中，自主生产主要采用规模化生产方式，工艺水平先进，产能产量较大，产品品种丰富，食品质量控制体系较完善	产品销售突破区域限制，销售渠道丰富，可通过线下门店、商超、经销商以及线上电商平台等渠道实现销售，品牌知名度较高

资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

图表48. 休闲食品品牌化率不断提升

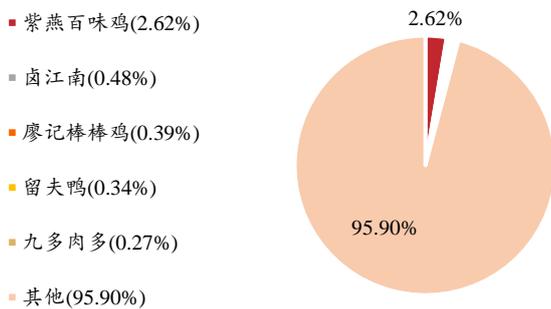


资料来源：周黑鸭招股书，Frost&Sullivan，东亚前海证券研究所

卤制品行业集中程度低，而且休闲卤制品的竞争格局相对佐餐卤制品更为激烈。卤制品行业中多数为区域性的小型个体经营企业，行业的集中程度较低，具备先发优势、资金回笼能力更强的卤制品头部企业市占率的提升空间较大。佐餐卤制品的龙头为紫燕食品，2019 年的市占率为 2.62%，

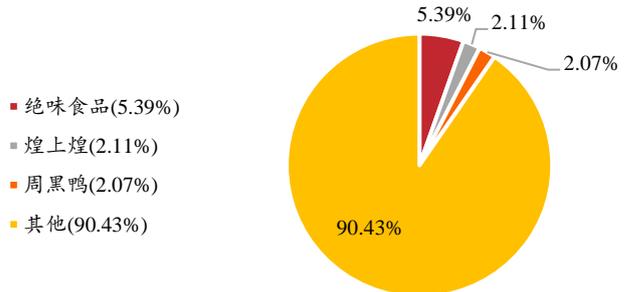
而 CR5 不到 5%。休闲卤制品的龙头为绝味食品,2021 年的市占率为 5.39%, CR3 则不到 10%。由于休闲卤制品的产品口味丰富度、工艺标准难度较低,所以休闲卤制品的进入门槛较低。而且休闲卤制品头部企业之间的竞争也更为激烈。从头部企业的市占率来看,佐餐卤制品的龙头紫燕食品在 2019 年的市占率为 2.62%,接近 CR5 中其他企业市占率之和的两倍。而休闲卤制品企业 CR3 在 2021 年的市占率分别为 5.39%/2.11%/2.07%,头部企业之间市占率的差距相对较小。

图表49. 中国佐餐卤制品 CR5 不足 5% (2019 年)



资料来源:《中国卤制食品行业独立市场研究》,Frorst&Sullivan,东亚前海证券研究所

图表50. 中国休闲卤制品行业集中程度较低 (2021 年)



资料来源:中商产业研究院,东亚前海证券研究所

区域性品牌加速扩张, 叠加跨业、跨领域竞争, 预计将激化休闲卤制品竞争格局。休闲卤制品企业面临的同业和跨行竞争程度较为激烈。1) 餐饮行业的巨头等跨行业、跨领域的新进军休闲卤制品行业, 比如海底捞推出川香麻辣牛肚火锅、虎皮凤爪等休闲卤味零食。餐饮头部企业能够依托消费者对品牌认可的粘性, 并结合原有的线下渠道优势, 来较快完成休闲卤制品业务的布局。2) 新兴区域休闲卤制品品牌可通过搭建和完善线上渠道, 以及外部资本的支持来有效地提升触达终端的能力, 并进而扩大收入规模。区域性新兴卤制品品牌具备一定的品牌影响力, 本土消费者购买意愿较高, 叠加前期门店低基数的作用, 渠道快速扩张的潜力较大。门店数量在百家以下的休闲卤制品企业在 2019 年~2021 年的开店数量 CAGR 超过 100%。10 家以下门店数量的品牌和 11~100 家门店数量的品牌门店在 2021 年的开设速度分别为 18%和 27%, 而百家门店数量以上的速度则处在 1%~21%之间。渠道的快速拓张和品牌传播会产生协同效应, 有望推动区域性新兴卤制品品牌收入规模的快速增长。中腰部休闲卤制品企业的收入扩张速度较为领先, 并且跨行业巨头可依靠自身的产品、渠道、品牌优势快速切入和实现休闲卤制品业务放量, 由此可推断, 休闲卤制品头部企业面对的竞争将更为激烈, 提高市场份额的难度相对更大。

图51. 海底捞推出休闲卤味零食产品



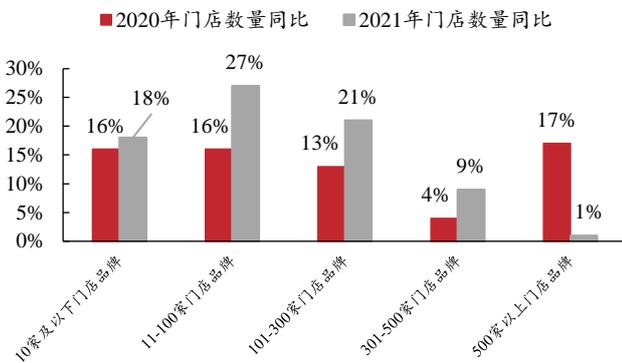
资料来源：京东，东亚前海证券研究所

图52. 休闲卤制品区域性品牌具备较高知名度



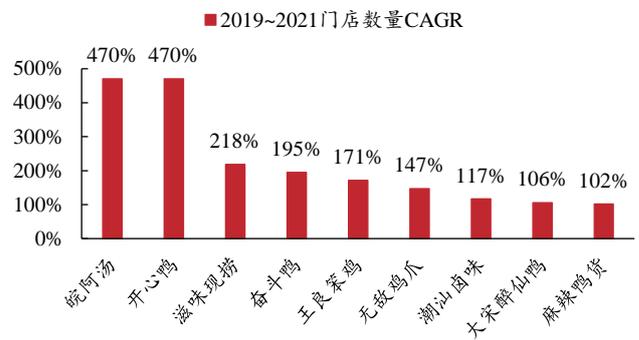
资料来源：天猫《2021 卤制品行业消费趋势报告》，东亚前海证券研究所

图53. 门店数量百家以内的区域新兴卤制品品牌开店速度较快



资料来源：美团《2022 卤味品类发展报告》，东亚前海证券研究所

图54. 门店数量百家以内的区域新兴卤制品品牌在2019~2021年的门店数量CAGR超过100%



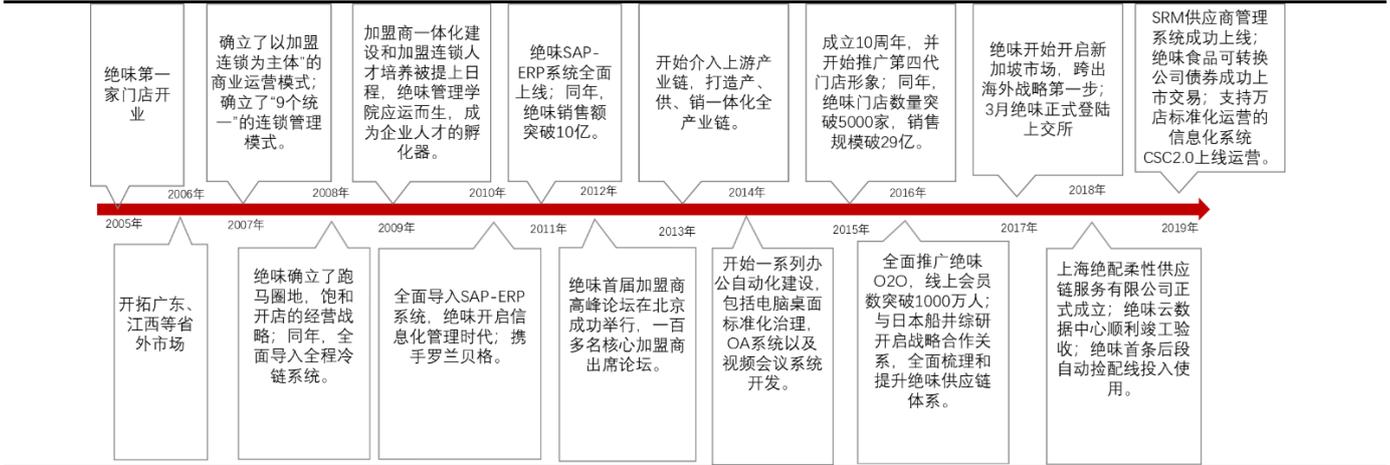
资料来源：美团《2022 卤味品类发展报告》，东亚前海证券研究所

3. 公司推荐：卤味四巨头，具领先优势

3.1. 绝味食品（603517.SH）：规模领先，提质增效

门店数量领先的休闲卤制品龙头。绝味食品于2005年在湖南长沙创立，而后十多年间持续在全国范围内扩张店面，并不断完善产业链布局。2008年公司确立了跑马圈地、饱和开店的经营战略。2017年，绝味开始启动新加坡等东南亚市场，跨出海外战略第一步。2018年，上海绝配柔性供应链服务有限公司正式成立，同年绝味云数据中心顺利竣工。2019年，绝味食品可转债成功上市。公司下辖华中、华南、华东、西南、华北等多家子公司，并建立起超过数千家特许零售专卖店，门店数量居同行业之首。截至2021年年末，绝味食品全年实现收入65.49亿元，中国大陆地区门店总数13714家（不含港澳台及海外市场），覆盖中国31个省级市场。

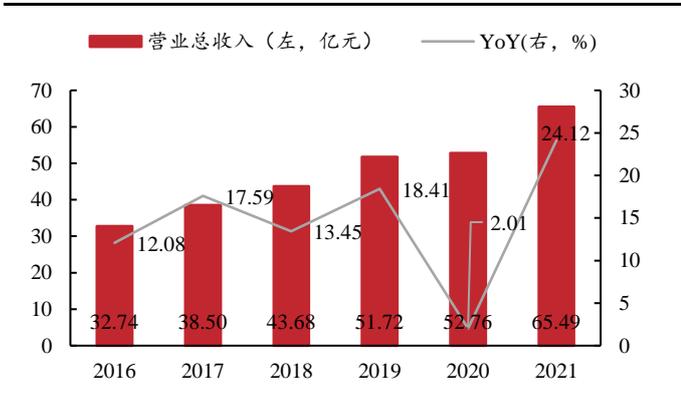
图表55. 绝味食品不断推进全国化门店和供应链布局，并引进信息化系统提高管理效率



资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

业绩稳健增长，盈利能力具备上升潜力。公司主营卤鸭、卤制蔬菜等其他产品，2021年鲜货产品的营收占比达到约85%，其中禽类鲜货的营收占比达到约66%。伴随全国性销售和供应链网络不断完善，公司2016年~2019年的营收和归母净利润均实现快速增长，CAGR分别为16.46%和28.22%。即使在2020年疫情期间，公司逆势扩张门店数量，收入实现正增长，归母净利润、毛利率和净利率出现下滑。但在2021年，公司业绩加速实现正增长，盈利能力也出现改善。未来在疫情可控的背景下，公司盈利能力有望伴随规模效应的显现而得到边际改善。

图表56. 绝味食品的营业收入实现稳健增长



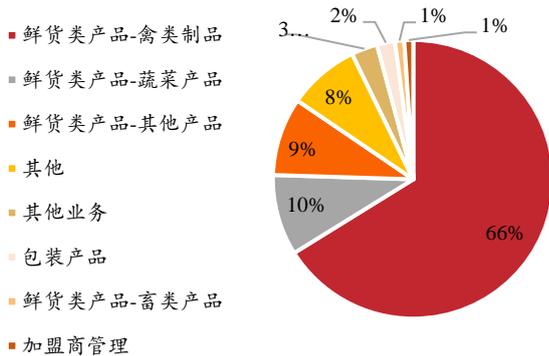
资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表57. 2021年绝味食品的归母净利润快速恢复正增长



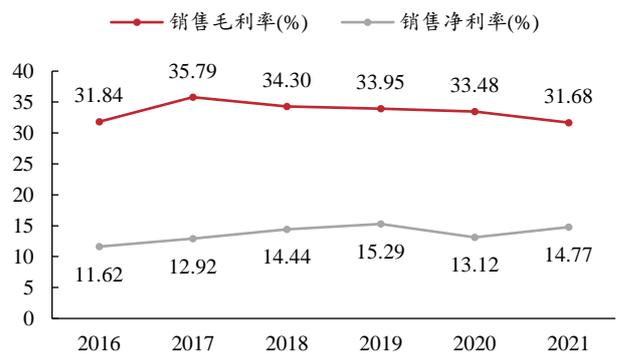
资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表58. 鲜货类产品占绝味食品营收比重的 85% (2021 年)



资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表59. 绝味食品的净利率呈震荡上行趋势

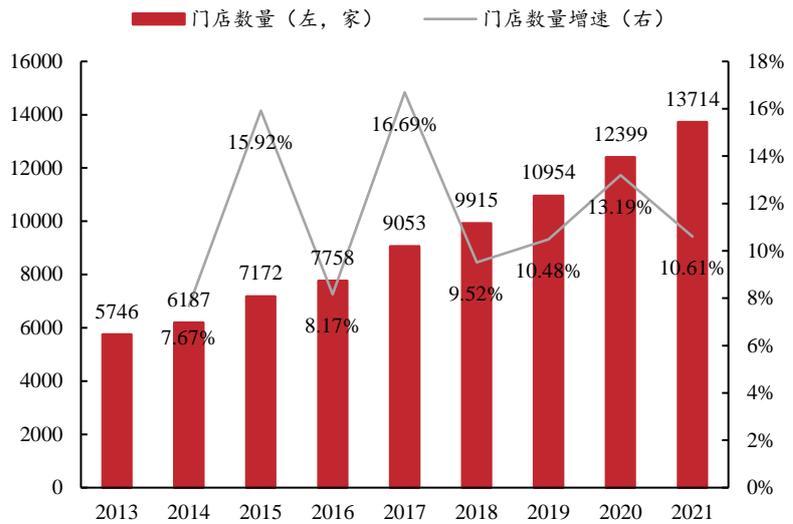


资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

产品矩阵丰富，口味优势稳固。公司以鸭副类产品为主，并涵盖禽畜副产品、素食、海鲜等产品的大多数品类，拥有超过 200 种 SKU。从口味特点来看，公司已经开发“麻辣”、“五香”、“酱板”、“黑鸭”、“盐焗”等系列口味。公司采用“核心配方+一般配方”的组合模式，即总部研发中心掌握核心配方，分子公司技术管理部门掌握一般配方，产品生产需要将两种配方组合后才能实现。工艺配方的严格保密稳固公司产品独特口味优势。

全国化营销网络成形，坚持渠道精耕细作，探索线上渠道并赋能线下。在直营为辅、加盟连锁为主的运营模式下，结合“跑马圈地，饱和开店”的策略，公司实现了门店的全国化覆盖，并不断稳固门店数量和区位渗透率的领先优势。2021 年公司门店数量高达 13714 家，近三年的开店速度保持在 10%以上，成为业内首家门店数量过万的卤制品连锁品牌。渠道精耕细作和横向拓展成为公司近年的发力方向，有望形成多元化渠道优势并促进业绩增长。公司通过与美团、饿了么第三方平台合作，以及开通微信小程序等方式，扩大线下门店的服务半径和增加单店营收。此外，公司在淘宝、京东开设官方旗舰店，借助电商平台触达更多消费者。近期，公司面向低线城市启动“星火燎原”计划，鼓励员工自主创业开店。预计该计划能提升公司的渠道下沉率，并有望使公司受益于低线城市消费潜力释放。

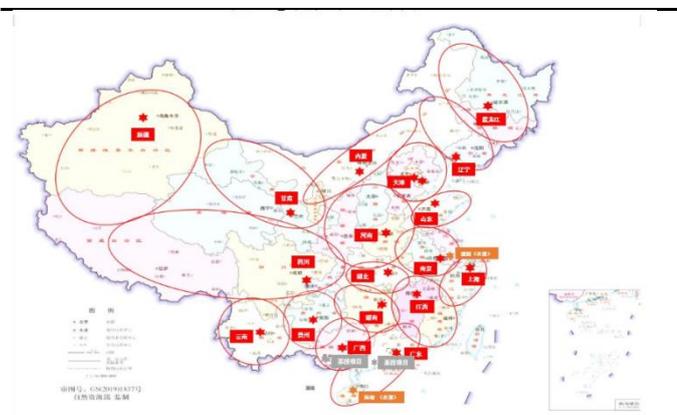
图表60. 绝味食品门店数量在2013年~2021年的CAGR为11.49%



资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

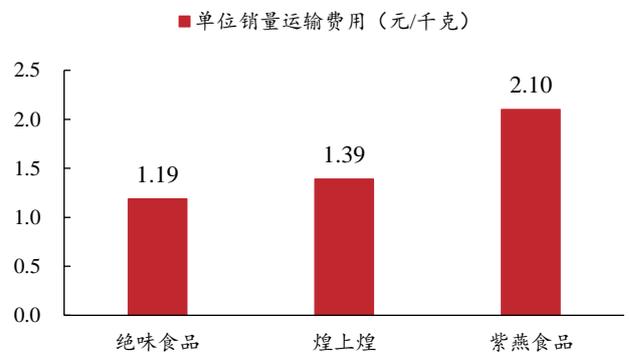
全国化的生产基地和供应链布局，保证产品新鲜度和口感，生产和配送优势显现。公司围绕“紧靠销售网点、快捷生产供应、最大程度保鲜”的战略，已建立起近20个生产基地，以300-500公里为半径向周边地区辐射。同时，生产基地会对产品口味进行微调，以迎合临近市场消费者的习惯和偏好。同时，公司成立“绝配供应链”，搭建“50条大干线+350条城市配送线”运输网络，实现“冷链生鲜，日配到店”，建立起“采购-配送-仓储-生产-销售及智能化系统”六位一体高效供应链体系，完成从规模驱动向效率驱动的转变。2020年，绝味食品、煌上煌、紫燕食品单位销量运输费用分别为1.19元/千克、1.39元/千克、2.10元/千克。公司的供应链和生产基地在降低成本和提高运输配送效率方面的作用开始逐步显现。而且，卤制品具有即食性特点，消费者关注产品的新鲜度和口感。公司全国化的布局供应链和生产基地，能够满足各地消费者对产品新鲜度的需求，增强产品的竞争力和吸引力。

图表61. 绝味食品实现生产网络全国化布局



资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表62. 绝味食品的单位运输费用低于同业（2020年）

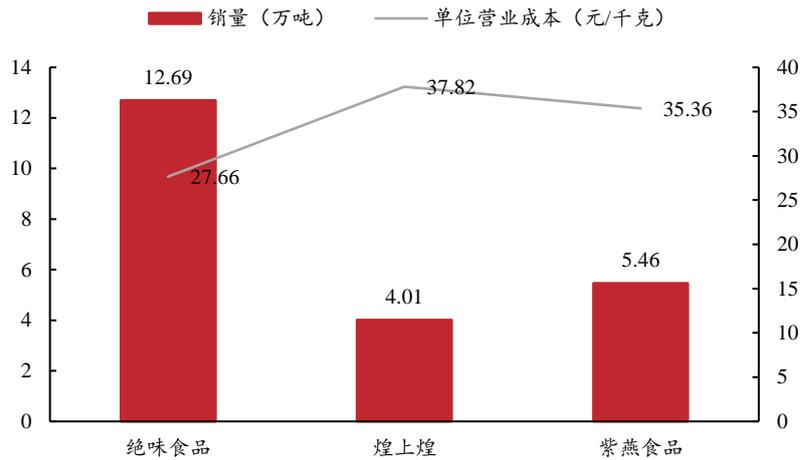


资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

庞大的门店网络、生产基地和供应链体系相辅相成，不仅销量领先且

效率高。覆盖全国的庞大门店网络，为公司带来领先的销量。2020年，绝味食品/煌上煌/紫燕食品的销量分别为12.69/4.01/5.46万吨，公司销量领先于业内其他代表性企业。公司的生产基地和供应链网络赋能门店运营管理。二者相辅相成，供给侧从仓储运输和生产上配合门店响应终端市场需求，销售放量反过来推动规模效应的显现。2020年绝味食品/煌上煌/紫燕食品的单位营业成本分别为27.66/37.82/35.36元/千克，公司在经营成本的控制上体现独有优势。

图表63. 绝味食品的单位营业成本低于同业（2020年）

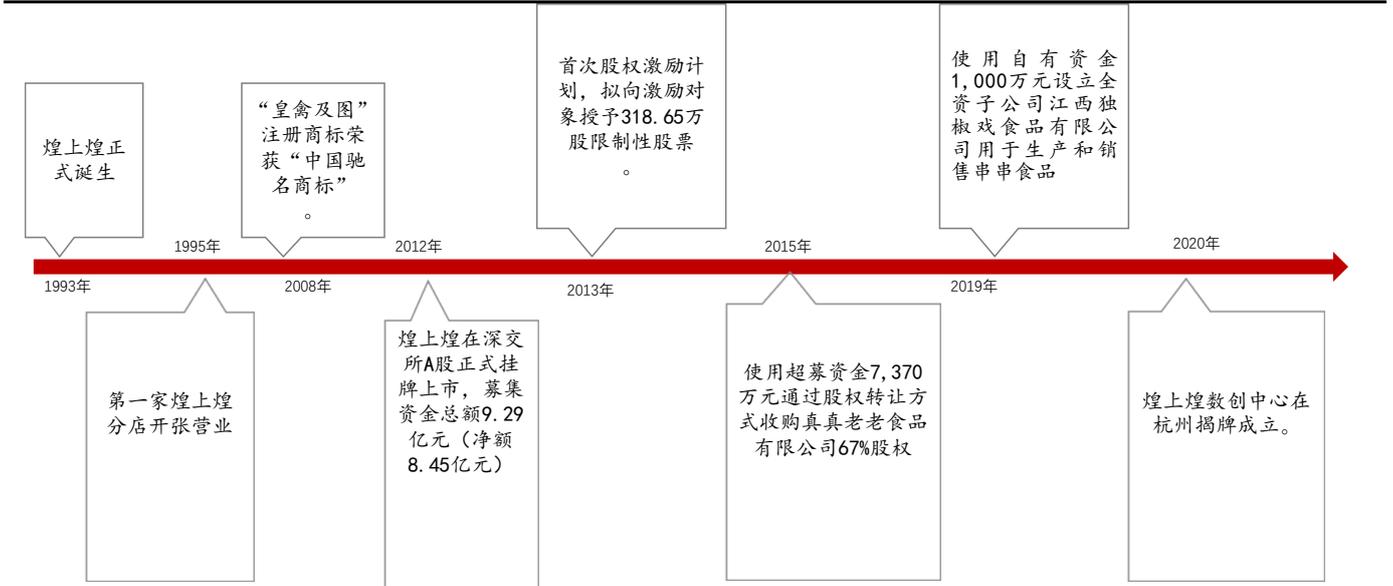


资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 煌上煌（002695.SZ）：酱卤口味头部企业，全产业链运营成形

煌上煌发源于江西，是深耕休闲卤制食品的头部企业。煌上煌始创于1993年，总部座落于江西南昌，是一家集肉鸭养殖、屠宰加工、肉制品深加工、连锁销售、科研开发为一体的民营企业。1995年，第一家煌上煌分店开张营业。2004年，煌上煌首次被农业部等八部委评为农业产业化国家优秀重点龙头企业，此后连续多年获此殊荣。2008年，“皇禽”牌酱鸭荣获中国绿色食品博览会金奖，煌上煌成为酱鸭名片。2012年9月5日煌上煌成功在深交所挂牌上市，成为酱卤肉制品行业第一家上市公司。2015年，公司收购真真老老67%的股权，切入米制品业务。2020年，煌上煌数创中心在杭州揭牌成立。截至2021年12月底，煌上煌拥有4281家卤制品专卖店，其销售网络覆盖全国27个省或直辖市。

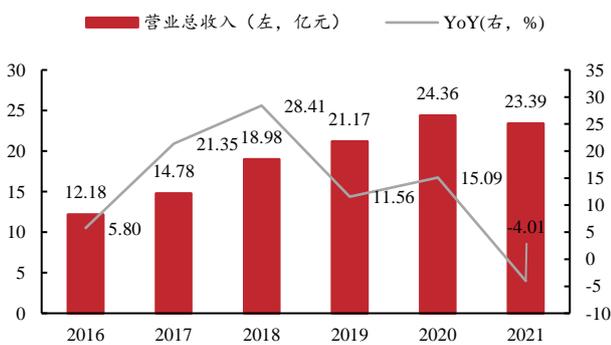
图表64. 煌上煌积极扩充卤制品业务还通过并购切入米制品业务



资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

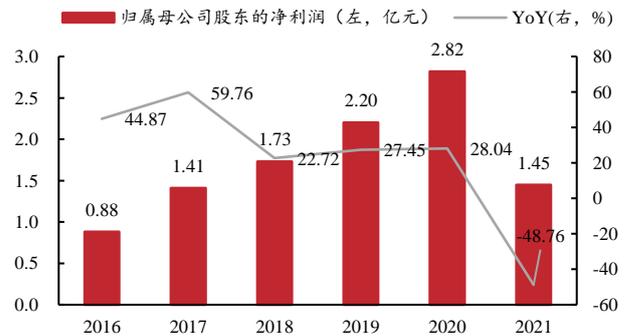
业绩受到疫情影响出现下滑。煌上煌主要收入来源于鲜货制品，2021年的收入占比达到约73%，其次是米制品，收入占比达到约18%。2021年由于国内市场消费持续萎缩低迷，公司单店收入在年初略有恢复以后，下半年受到疫情反复、人流量下降的影响，收入出现下滑。同时，公司人工成本、门店租赁费用和市场促销支持等各项费用投入持续增加，导致2021年公司归母净利润出现大幅下滑，同比下降48.76%，毛利率和净利率也分别同比下滑4.8pct和5.55pct。

图表65. 2021年煌上煌营收出现同比下滑



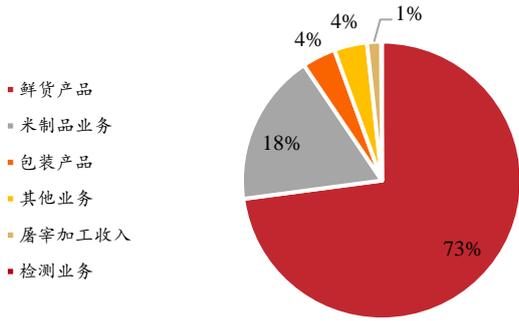
资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

图表66. 2021年煌上煌的归母净利润出现同比下滑



资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

图表67. 煌上煌鲜货产品的营收占比达到73%(2021年)



资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

图表68. 煌上煌毛利率在30%以上，净利率在10%左右

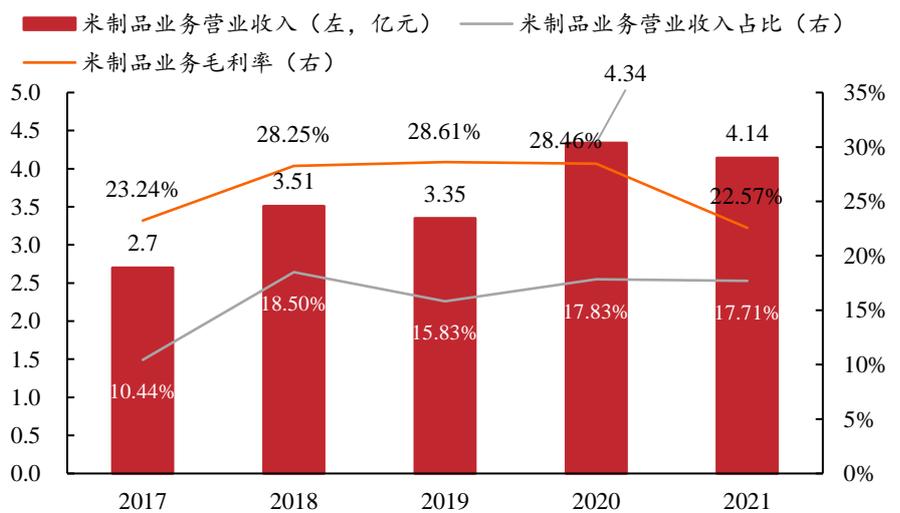


资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

立足研发积极拓展新品类。煌上煌酱卤产品口味选择丰富，拥有传统酱香、香卤、麻辣、甜辣和酸辣等系列风味产品。公司现有鲜货、气调装、包装产品三大系列形成了二百多个SKU的产品组合。

米制品业务有望打开第二增长曲线。2015年公司收购的真真老老是一家历史悠久的米制品公司，主营产品为粽子，并涉及青团、麻薯、八宝饭等米制品，近年来米制品业务在煌上煌营收中的占比越来越高。米制品业务收入规模从2017年的2.70亿元升至2021年的4.14亿元，营收占比从10.44%升至17.71%。2019年，公司在米制品业务上主动梳理亏损的渠道，导致营收略微下降2.07%；2020年和2021年即使受到疫情反复、人流量下降等短期因素影响，米制品业务收入依然保持较高水平。公司米制品业务长期增长逻辑不变，整体趋势在未来一段时期将逐步向好，毛利率有望恢复，有望加快推动公司营收规模增长。

图表69. 煌上煌米制品业务在2020年之后的收入相较之前出现抬升

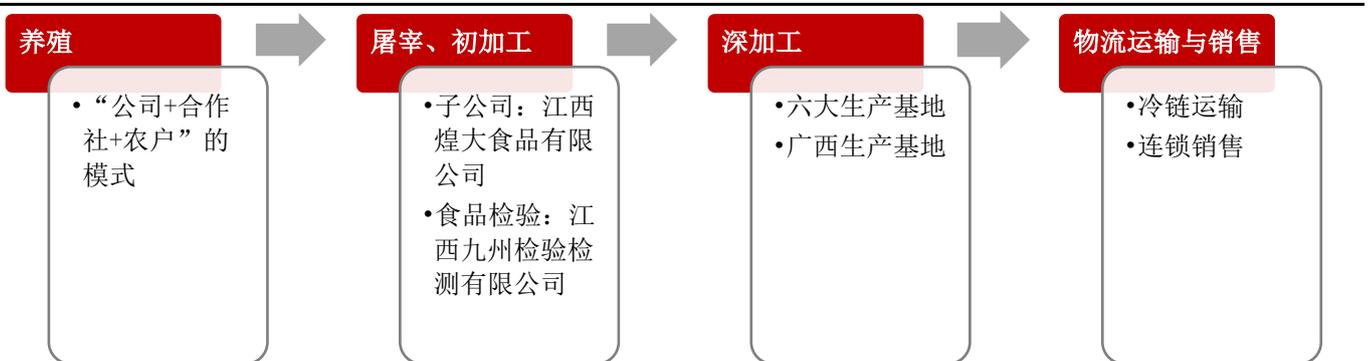


资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

煌上煌已形成酱卤肉制品养殖到加工全覆盖的完整产业链，公司产业链日趋完善有效发挥了协同效应。在上游养殖方面，公司建立了标准化的

“公司+合作社+农户”的组织供应模式，从源头上保障公司部分原材料供应和产品品质。在中游屠宰和初加工方面，子公司江西煌大食品有限公司具备较大规模屠宰能力，能够消化公司签约合作社农户的原材料供应数量。在深加工方面，公司已形成江西、广东、福建、辽宁、广西、河南六大生产基地的全国性布局，贴近市场网络布局生产基地，满足华东、华南、东北、华中市场需求，缩短产品物流配送半径、优化物流配送体系，降低生产成本和运输成本。在物流运输和销售方面，公司实行全程的“冷链”配送，产品到达后立即储存于专用冷柜中进行销售。公司于2018年出资500万元设立全资孙公司深圳市安顺冷链物流有限公司，进一步保证产品的新鲜度和品质，初步估计将每年节省200万配送费用，同时有利于提升公司服务品质和竞争力。

图表70. 煌上煌已形成全产业链运营模式

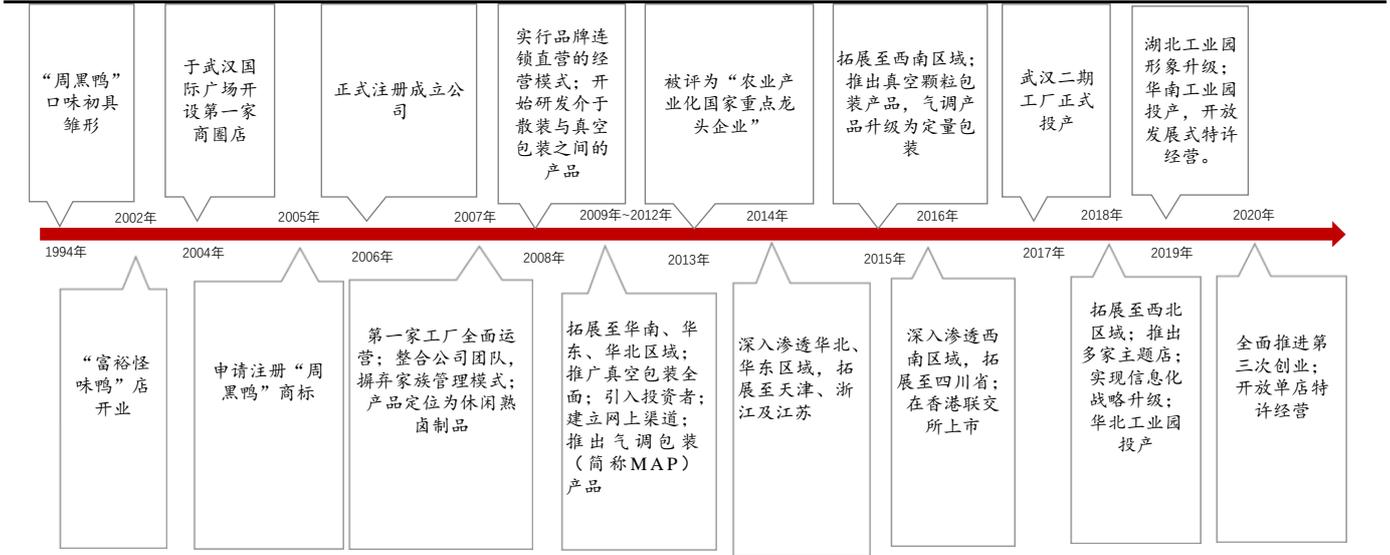


资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 周黑鸭（1458.HK）：特许经营和线上渠道驱动进入快车道

周黑鸭发源于武汉，是全国连锁的休闲卤制品龙头企业。周黑鸭是一家专门从事生产、营销及零售休闲熟卤制品企业，主营业务为卤鸭、鸭副产品，卤制红肉、卤制蔬菜、卤制家禽及水产类等其他产品。目前产品包装形式主要有气调保鲜包装、真空颗粒包装。2006年，周黑鸭正式注册成立。2008年公司实行品牌连锁直营的经营模式，开始研发介于散装和真空包装之间的产品。2009年~2012年，公司积极拓展华南、华东、华北区域的市场。2014年公司开始深入渗透华北、华东区域，将市场拓展至天津、浙江及江苏。2016年公司深入渗透西南区域市场，并且在中国香港联交所上市。2018年，公司拓展西北区域市场，并投产华北工业园区。2020年，公司全面推进第三次创业，开放单店特许经营。

图表71. 周黑鸭立足华中推进全国化布局



资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

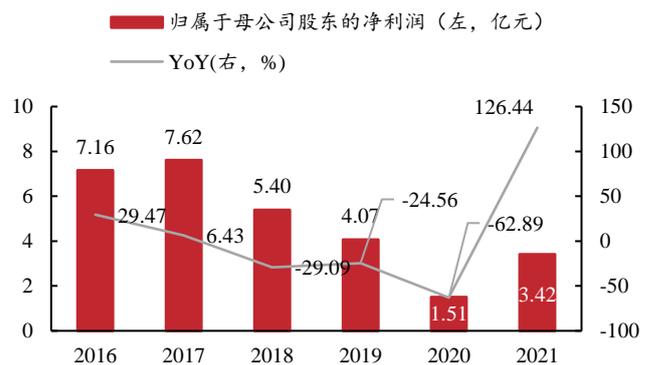
经营管理效率提升叠加特许经营取得较大进展，2021年周黑鸭业绩出现回暖。公司产品主要以气调包装产品为主，2021年的营收占比达到87%。2020年公司业绩受到疫情冲击的影响较大，营收和归母净利润分别同比下降31.53%和62.89%。2021年上半年伴随疫情总体得到控制，需求逐步恢复，但2021年下半年受到新型毒株的影响，致使业绩承压。此外，2021年全年特许经营业务取得较大突破，全年同比实现322.9%的增长，加上全年需求韧性复苏，公司线上线下全渠道营收同比增长31.56%。同时，公司优化供应链管理效果显现，2021年公司毛利率和净利率分别为57.78%和11.93%，分别同比增长2.37pct和5.00pct。

图表72. 2021年周黑鸭的营收同比增长31.56%



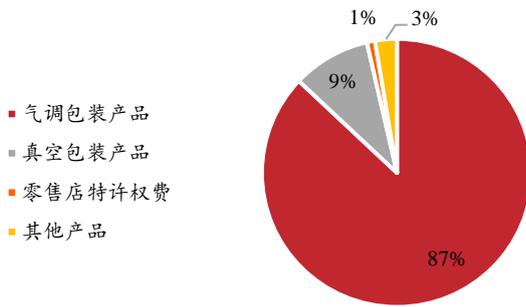
资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

图表73. 2021年周黑鸭的归母净利润同比增长126.44%



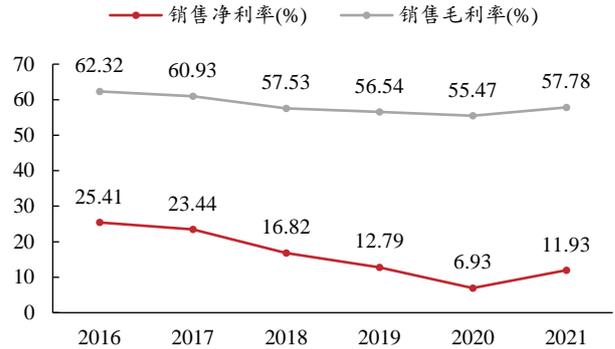
资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

图表74. 周黑鸭气调包装产品的营收占比达到 87% (2021 年)



资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

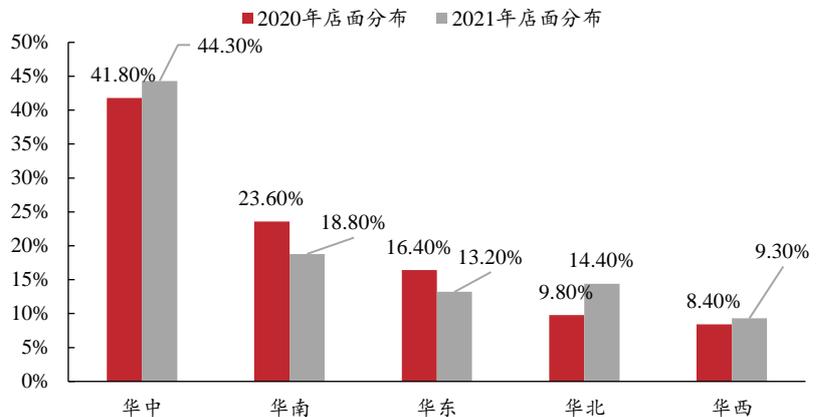
图表75. 2021 年周黑鸭毛利率和净利率水平出现改善



资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

全国门店和各城市层级门店数量分布更加均匀，线下渠道的潜力有望进一步得到释放和挖掘。2021 年全年新增 1026 家店面，其中自营门店数量增加 89 家，特许经营门店数量增加 937 家。从全国店面的布局来看，华中地区依然是公司开店数量最多的地区，但其他地区店面分布相对变得更加均衡。华东和华南地区店面数量占比的差距由 2020 年的 7.20pct 降至 2021 年的 5.60pct，华北、华西地区和华南地区的差距也出现了不同程度的下降。2021 年公司新增覆盖了 116 个城市，而且各线城市层级门店数量也变得更加均衡。店面在地域上分布更加均匀，有助于提高各店面的边际收益，并且能够积极挖掘人口数量庞大、消费能力不断升级的低线市场潜力。

图表76. 2021 年周黑鸭全国店面分布更加均匀



资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

外卖业务精细化运营升级，贴近服务消费者。2021 年外卖双平台曝光 8.4 亿次，外卖新客数同比 2020 年增幅 81.2%，直营+外卖终端销售额由 2020 年的 3.51 亿元增至 2021 年的 6.33 亿元，上涨了 80.3%。公司注重提升在外卖平台的运营效率，具体表现在：1) 与外卖平台实施品牌联合营销，共创外卖卤味节；2) 同时通过获取站内资源，来加深品牌渗透；3) 精准投放平台广告以加强引流，来提升获客率。

积极拓展新兴渠道，深入年轻客群。构思构建直播+短视频矩阵，并在

快手、抖音等直播平台创下的含税销售额 1.68 亿元。KOL 直播和自营店铺直播双轮驱动，全年直播超 3000 场，观看量达 15 亿人次，实现品宣+销售双增长。社区生鲜势头强势，全年营收超 1 亿元。紧跟消费场景转移趋势，入驻七大主流平台，覆盖 80 个城市，超 3000 个前置仓，联合营销、精准引流，提升获客率，实现销售快速增长。

图表77. 外卖业务精细化运营升级，渠道拓展深入年轻客户群

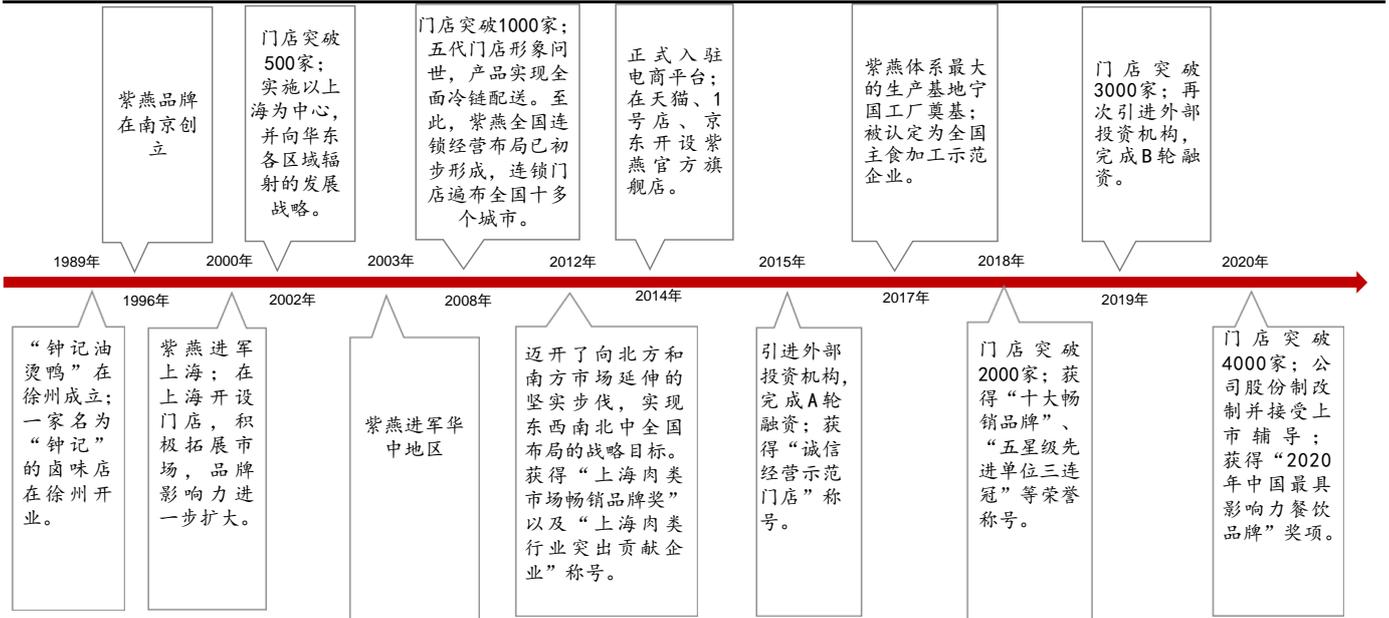


资料来源：周黑鸭国际控股有限公司 2021 年度业绩发布，东亚前海证券研究所

3.4. 紫燕食品 (A05000.SH)：佐餐卤制品龙头，规模快速扩张

名副其实的佐餐卤味龙头，厚积薄发迎来快速增长。公司前身“钟记油烫鸭”成立于 1989 年，1996 年正式更名紫燕百味鸡。2020 年紫燕食品在佐餐卤制食品市场零售端的占有率约为 2.82%，位居国内五大佐餐卤制品品牌之首。成立至今，公司已专注卤味行业 30 余年，并于 21 世纪步入快速发展期。2000 年紫燕百味鸡进入上海，2001 年门店数突破 500 家；2003 年进入华中地区开启全国化布局征程，2008 年门店数突破 1000 家；2012 年确立东西南北中全国布局的战略目标，并于 2014 年公司正式入驻电商平台；2015 年引进外部投资机构，完成 A 轮融资；2017 年最大的生产基地宁国工厂奠基；2018 年门店数量突破 2000 家，而后于 2019 年快速突破 3000 家并完成 B 轮融资。截至 2020 年末紫燕已在 20 多个省市自治区 110 多个城市开设了 4365 家门店。

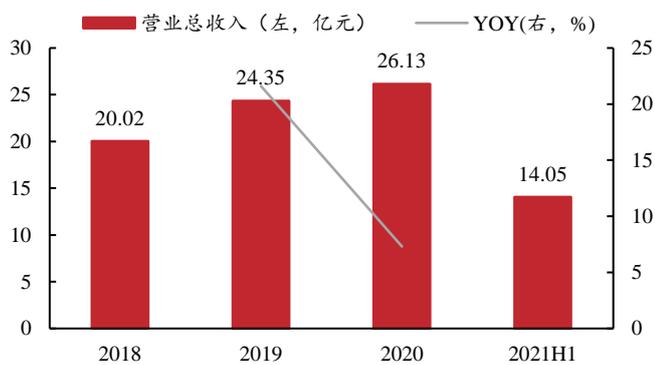
图表78. 紫燕食品始于南京，进军全国



资料来源: 紫燕食品招股说明书, 东亚前海证券研究所

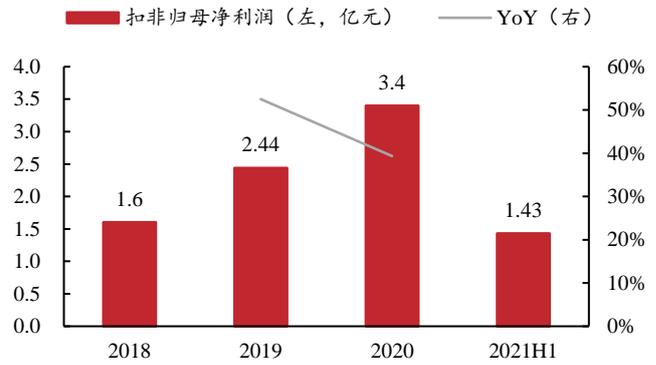
公司业绩稳步增长，规模效应逐步显现。由于近年来渠道拓展成果显著，公司收入实现稳步增长。而且伴随公司产能整合以及配套冷链体系的完善，公司毛利率和净利率随原材料价格而波动的幅度减小，在 2018 年~2021H1 均呈上行趋势。销售额增长叠加规模效应推动公司业绩较快增长。公司的营收和扣非归母净利润 2018 年~2020 年的 CAGR 分别为 14.25% 和 45.77%，在 2020 年规模分别达到 26.13 亿元和 3.4 亿元。

图表79. 紫燕食品营业收入稳步增长



资料来源: 紫燕食品公司公告, 东亚前海证券研究所

图表80. 紫燕食品扣非归母净利润稳步增长



资料来源: 紫燕食品公司公告, 东亚前海证券研究所

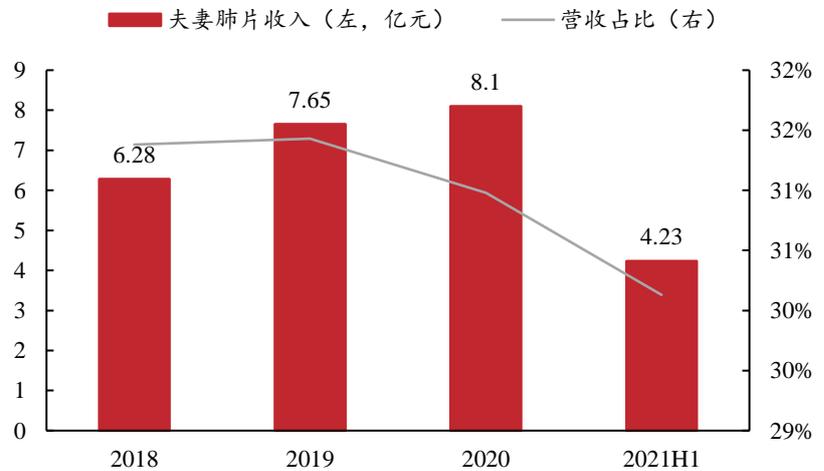
图表81. 紫燕食品毛利率和净利率走势趋同



资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

夫妻肺片大单品表现稳健，产品矩阵配方独特、品类丰富。公司主打产品有夫妻肺片、整禽类产品、香辣休闲系列产品，应用场景以佐餐消费为主，休闲消费为辅。夫妻肺片为公司招牌产品，营收占比保持在30%以上，2018年~2020年的收入规模在6亿元~8.5亿元之间。公司产品配方传承川卤工艺，融合了川、粤、湘、鲁众味，覆盖川卤、油卤、鲜卤、糟卤、盐卤、白卤、酱卤、老卤、热卤、冷卤等十大特色卤制风味。结合大众口味及消费习惯的变化，公司在产品上推陈出新，拥有以禽畜、蔬菜、水产品等为原材料的数百种卤制食品。

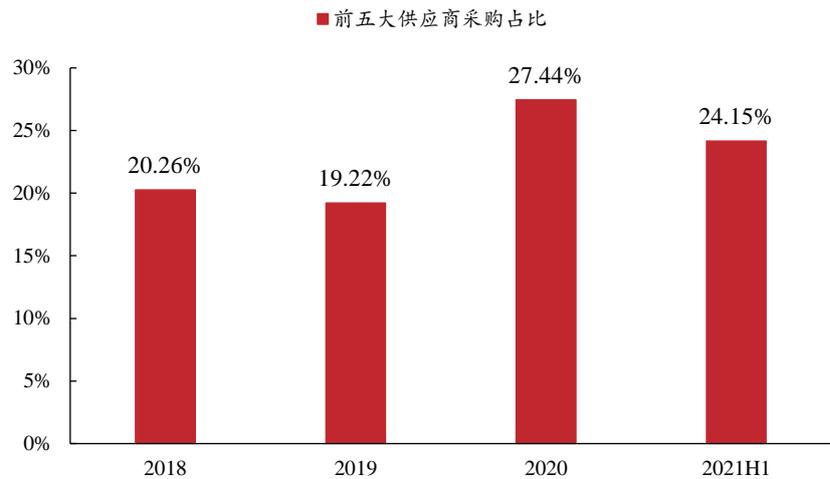
图表82. 夫妻肺片大单品表现稳健



资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

与供应商达成稳定合作，有利于控制采购成本。上游采购中，公司与温氏股份、新希望、中粮集团等大型供应商就整鸡、牛肉、鸭副产品等主要原材料的采购建立了长期、稳定的合作关系。大供应商在公司的采购体系中占比较大。2018年以来，公司前五大供应商的占比在19.22%~27.44%之间。对于非大宗采购商品，公司通过签署长期合作协议及价格锁定协议，确保公司能够以合理成本获得充足的优质原料。

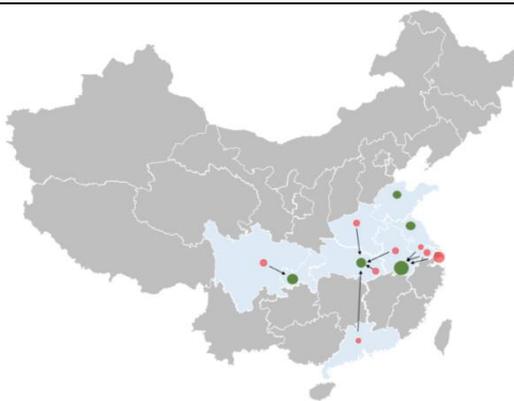
图表83. 紫燕食品的供应商集中度较高



资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

辐射全国的生产基地和供应链保证及时供应，拟建新工厂巩固产业链优势。公司目前共有 5 个生产基地，形成了以最优冷链配送距离作为辐射半径、快捷供应、最大化保鲜的全方位供应链体系，能达到前一天下单、当天生产、当日或次日配送到店的要求，保证了产品的新鲜程度，实现直接、快捷、低成本的产品配送效果，为公司销售规模的快速扩张提供了坚实的供应保障。公司计划募集约 8 亿元资金，用于建设宁国食品生产基地二期、荣昌食品生产基地二期和仓储基地建设项目等。生产基地项目建成后将新增约 1.9 万吨卤制品产能，并且通过各大生产基地的联动可以战略性的扩大产能。仓储基地项目建成后将有效提升库存管理能力，可以抵御部分原材料价格部分波动带来的成本风险。

图表84. 紫燕食品在宁国、武汉、连云港、山东、重庆等布局五家生产基地辐射全国



注：红点表示老工厂，绿点表示新工厂

资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

图表85. 紫燕食品拟募集 8 亿元资金扩充生产和仓储设施

序号	项目名称	项目投资总额 (亿元)	募集资金投资 金额 (亿元)
1	宁国食品生产基地二期	2.49	2.49
2	荣昌食品生产基地二期	1.71	1.71
3	仓储基地建设项目	1.26	1.26
4	研发检测中心建设项目	0.89	0.89
5	信息中心建设项目	0.45	0.45
6	品牌建设及市场推广项目	1.20	1.20
合计		8.00	8.00

资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

公司建立起以经销为主的渠道模式，并依靠经销商在短期内快速扩大加盟门店规模。公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，同时构建了包括直营、电商、商超、团购等渠道在内的多样化立体式营销网络体系。经销收入占比在 2018 年~2021H1 处在 93%~96%之间，其余渠道贡献的收入

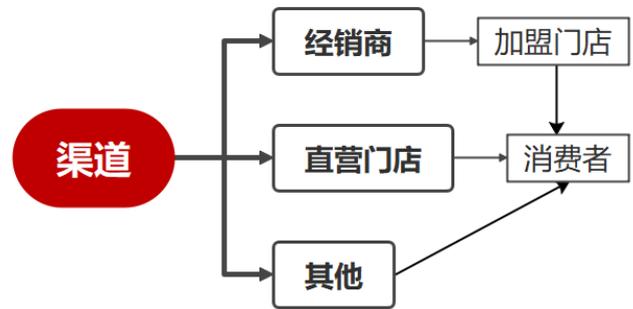
占比则不足 10%。经销模式下，公司建立了公司—经销商—加盟门店的两级销售网络。公司与经销商为买断式销售关系，而且由经销商负责加盟门店的开拓。一方面，经销商能够相对更有效率地快速拓展加盟门店数量，提高门店地域覆盖广度和深度；另一方面，公司能够有效降低运营成本，集中资源于产品研发和供应环节。在经销模式下，公司可在短时间内以较低成本快速扩大终端门店的数量和实现优势区位占领。公司门店数量已经由 2018 年的 2884 家增至 2021H1 的 4750 家。

图表 86. 紫燕食品经销收入占比超过 90%



资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

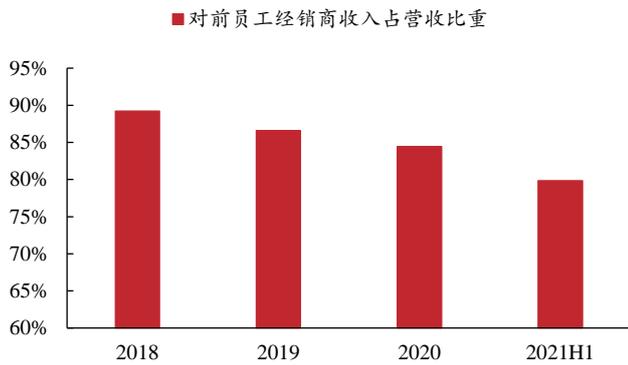
图表 87. 紫燕食品的渠道包括经销、直营、其他等类型



资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

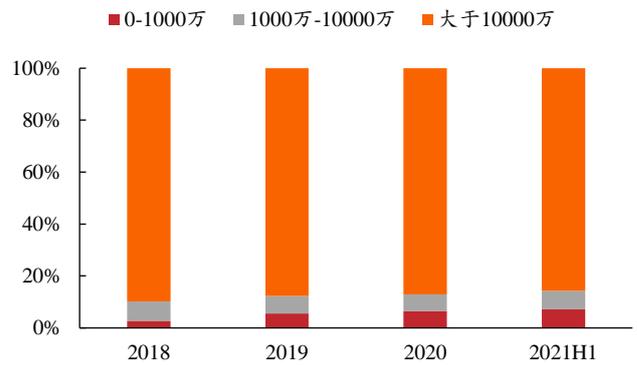
公司经销商集中程度高而且由前员工控制的公司占比高，便于公司与经销商建立长期和稳定的合作关系。公司经销渠道的集中程度较高，规模以上（交易规模超过 1000 万元）经销商在 2018 年~2021H1 贡献的收入占比超过 90%。在 2016 年公司改革经销模式以后，公司鼓励上海、南京、合肥等重点区域拥有丰富管理经验和区域资源的核心员工成为公司经销商。2018 年~2021H1 前员工控制的经销商贡献的收入占比处在 79.85%~89.23% 之间。同时，前员工为实控人的经销商的数量和构成均较为稳定。公司主要经销商由经验和资源丰富的前员工控制，有助于公司理清渠道结构和建立稳固的渠道合作关系，并有望基于稳固且有效的渠道网络快速开拓市场。

图表88. 紫燕食品的前员工经销商贡献的收入占比在75%以上



资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

图表89. 紫燕食品规模以上(交易规模超1000万元)经销商的贡献90%以上的收入



资料来源：紫燕食品招股书，东亚前海证券研究所

4. 风险提示

疫情扰动加剧：如果疫情出现反复或者扩散加剧，可能会引起管控升级。公共场所的人流量会受到较为严格的限制，对于卤制品行业线下门店的销量会造成不利影响。

食品安全问题：卤制品具有即食性特点，产品的新鲜度和品质是消费者是否购买的重要因素。如果卤制品行业曝出食品安全问题，或产生比较严重的负面影响，导致消费者购买意愿降低。

原材料价格大幅波动：卤制品属于农副食品加工业，其上游原材料占营业成本的比重较大。如果禽畜、水产品等原材料价格大幅波动，将对于行业的盈利能力和生产成本的控制产生较大影响。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>