

滴水石穿，非一日之功

——绝味食品（603517）深度报告

买入|维持

报告要点：

● 绝味是一家什么样的公司？

绝味食品，是休闲卤味龙一，是一家以凝聚力、管理力见长的公司。公司以戴文军先生为首的核心团队，以凝聚力、管理力见长，虽然绝味 2005 年才成立，比同业晚了 8-12 年，但成功后来居上，在信息化的浪潮中，逆袭成为行业龙一。

● 绝味食品靠什么在卤味行业后来居上？

公司在卤味行业后来居上，有很多因素，最重要的一个因素，我们认为是加盟商委员会。通过创建加盟商委员会，绝味让加盟商能够参与核心决策，通过不同的进货价、资源倾斜等激励，实现以强带弱。

加盟商委员会，说起来谁都可以建，并没有什么特别，但要把超过 14000 家加盟店的团队凝聚在一起，互相赋能，形成强大战斗力，而不是窜货、扯皮，需要核心团队拥有强大的凝聚力和气场。

● 为什么卤味行业企业没有把地圈完、反而要等绝味？

我们认为，比市场往往认为的管理思维的因素更重要的，是因为卤味行业的风控是有半径的。很多卤味企业，不是没有尝试过快速开店，毕竟连锁业态，快速开店是资本最喜欢的模式，怎么会想不到？但卤味这种产品，它的生产工艺、销售场景，决定了对卫生条件的要求是很高的，如果快速开店，一旦哪家店没控制住风险、出事了，是要砸招牌的。

而绝味，通过建设加盟商委员会的激励、监督机制，以及建设全程冷链系统、信息化的供应链体系，把过去快速开店的难控制风险变为可控，才使绝味的万店版图具备了底层逻辑，这才是核心竞争力。

● 绝味未来还有多大成长空间？

从休闲卤味的核心主业来看，目前是超 14000 家，预计能超过 3 万家，还有翻倍空间；从第二、第三增长曲线来看，透过网聚资本，绝味核心团队的外延布局张力很大，目前已经投资了廖记棒棒鸡、千味央厨、和府捞面、卤江南、么麻子等大量潜力企业，布局泛卤味、特色调味品、新餐饮，依靠凝聚力和管理力构建孵化平台。

● 投资建议

公司是休闲卤味龙一，以凝聚力、管理力见长，休闲卤味还有翻倍空间，泛卤味布局张力很大。我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 2.50/9.53/12.78 亿元，增速-74.51%/281.02%/34.13%，对应 3 月 8 日 PE 116/30/23 倍（市值 287 亿元），维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全风险、原料价波动风险、消费场景波动风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5276.08	6548.62	6727.96	8048.46	9766.21
收入同比(%)	2.01	24.12	2.74	19.63	21.34
归母净利润(百万元)	701.36	980.94	250.01	952.60	1277.74
归母净利润同比(%)	-12.46	39.86	-74.51	281.02	34.13
ROE(%)	14.13	17.20	4.27	12.52	14.99
每股收益(元)	1.10	1.54	0.39	1.50	2.01
市盈率(P/E)	41.27	29.51	115.77	30.38	22.65

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52 周最高/最低价（元）：61.58 / 39.11

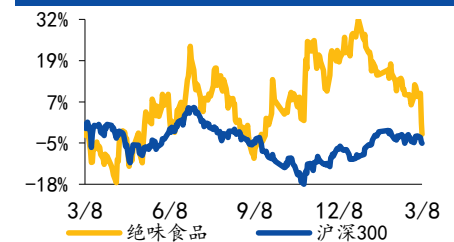
A 股流通股（百万股）：608.63

A 股总股本（百万股）：608.63

流通市值（百万元）：27662.27

总市值（百万元）：28689.80

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券公司研究-绝味食品（603517）事件点评：力挺加盟商，共赴新未来》2023.01.31

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020521050003
电话 021-51097188-1930
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆
执业证书编号 S0020522110001
电话 021-51097188
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

目录

1.绝味食品：休闲卤制品龙一，聚焦门店扩张	5
1.1 休闲卤制品龙一，门店遍布全国	5
1.2 股权结构稳定，股权激励彰显长期信心	7
1.3 门店+店效双轮驱动，收入稳健增长	8
2.休闲卤制品提速增长，龙头企业瓜分增量	13
3.成本优势显著，高标准化助力扩张	18
3.1 率先全国化，规模效应打造成本优势	18
3.2 冷链运输系统内外赋能，降本增效效果显著	20
3.3 主流产品口味横向创新，特色产品丰富品类矩阵	21
3.4 多款联名引流，赋能品牌宣传	21
3.5 小门店模式降低初始投入，增加经销商吸引力	22
3.6 管理体系完善，标准化程度高	24
4.加盟商开店意愿有望增强，定增扩产支撑未来增长	25
4.1 门店扩张空间足，渠道下沉潜力大	25
4.2 产融结合构建第二、三增长曲线，打造公司新增长点	26
4.3 新建生产基地，保障产量供应	28
5.盈利预测及投资建议	29
5.1 盈利预测	29
5.2 投资建议	30
6.风险提示	31

图表目录

图 1：绝味食品发展历程	6
图 2：公司股权结构（截至 2023/1/10）	7
图 3：公司营业收入（2014-2022Q3）	8
图 4：公司门店数（家）	8
图 5：终端门店覆盖全国各地域	8
图 6：生产网络实现全国终端触达	8
图 7：不同渠道门店的收入贡献构成（2021 年，%）	9
图 8：不同渠道门店数量构成（2021 年，%）	9
图 9：不同店龄门店的收入贡献构成（2021 年，%）	9
图 10：不同店龄门店的数量构成（2021 年，%）	9
图 11：不同店龄的单店营收比较（以 1 年以下为基准，2021 年，%）	10
图 12：卤制食品销售为公司主营业务（%）	10
图 13：公司食品批发、零售收入及增速	11
图 14：鲜货类产品为公司主营产品（2021 年，%）	11
图 15：公司分产品收入占比（2021 年，%）	11
图 16：公司产品销量情况	11

图 17: 公司及同业销售毛利率对比 (%)	11
图 18: 公司分销售模式毛利率 (%)	12
图 19: 公司及同业分模式收入占比 (2021 年, %)	12
图 20: 公司归母净利及增速	12
图 21: 公司及同业销售净利率对比 (%)	12
图 22: 公司中国卤制品行业发展历程	14
图 23: 卤制品行业市场规模 (2018-2023E)	15
图 24: 2021 年休闲卤制品市场规模占比 (%)	15
图 25: 休闲卤制品 75%以上消费者集中于 18-35 岁 (%)	15
图 26: CR3 仅为 9.57%, 竞争格局较为分散	16
图 27: 行业门店多分布于新一线城市	16
图 28: 食品质量安全成当今消费者下达购买的第一要素	16
图 29: 中国卤制品相关企业新注册成立数量	16
图 30: 2017-2020 年冷链物流 CAGR 达到 17.63%	17
图 31: 中国冷链应用率较欧美国家仍存在差距 (%)	17
图 32: 绝味、煌上煌、周黑鸭门店分布图	19
图 33: 公司产品单位成本 (元/千克)	19
图 34: 益客对绝味的销售单价低于周黑鸭 (2019 年)	20
图 35: 绝配供应链分布网络	21
图 36: 单店运输费用比较	21
图 37: 打造多款联名产品, 赋能品牌宣传	22
图 38: 公司和同行的店效对比图 (2021 年)	22
图 39: 积极推送营销活动, 拉升客户留存	22
图 40: 加盟连锁渠道管控体系	25
图 41: 加盟商委员会体系结构图	25
图 42: 品牌矩阵	27
图 43: 增值服务板块	27
图 44: 公司长期股权投资投入逐年上升	28
图 45: 公司投资收益正向回报	28
表 1: 绝味食品产品矩阵	5
表 2: 开启新一轮股权激励	7
表 3: 绝味在各线城市分布均匀, 经营韧性显著	9
表 4: 绝味食品及同业费用率对比 (2021 年)	13
表 5: 休闲卤和佐餐卤产品口味、消费人群和渠道分布各不相同	14
表 6: 多项食品安全政策出台, 行业标准渐严	16
表 7: 全国性连锁品牌优势显著, 有望成未来主流发展方向	17
表 8: 绝味起步虽晚但发展迅速, 门店数量和覆盖面积远超竞争对手	18
表 9: 采用加盟或直营模式进行渠道扩张各有利弊	18
表 10: 传统产品矩阵覆盖休闲卤制品所有品类	21
表 11: 外带为主的连锁业态具备启动资金较低的优势	23

表 12: 绝味食品连锁加盟店单店模型 (万元)	24
表 13: 星火燎原项目补贴员工开店费用, 向三四线门店渗透	26
表 14: 重大股权投资	26
表 15: 2017 年首次公开发行股份募投项目	28
表 16: 2019 年公开发行可转债募集资金使用情况	29
表 17: 定增项目预计新增 9.07 万吨产能, 投产后将突破现有产能瓶颈	29
表 18: 分产品盈利预测拆分	30
表 19: 可比公司估值情况	30

1.绝味食品：休闲卤制品龙一，聚焦门店扩张

1.1 休闲卤制品龙一，门店遍布全国

休闲卤制品龙一。绝味食品创立于 2005 年，是休闲卤制品龙一，截至 22H1，公司旗下共 14,921 家门店，21 个生产基地（含在建），形成了遍布全国的产供销网络体系。公司产品品类主要涵盖禽类、畜类、蔬菜类、豆类产品，构建了以鸭副产品为首，禽类制品为核心的多元化品类矩阵。公司致力于技术研发和口味创新，现已开发“招牌风味”“黑鸭风味”“酱鸭风味”“五香风味”“藤椒风味”等系列口味，口味差异化为其产品矩阵添砖加瓦。

表 1：绝味食品产品矩阵

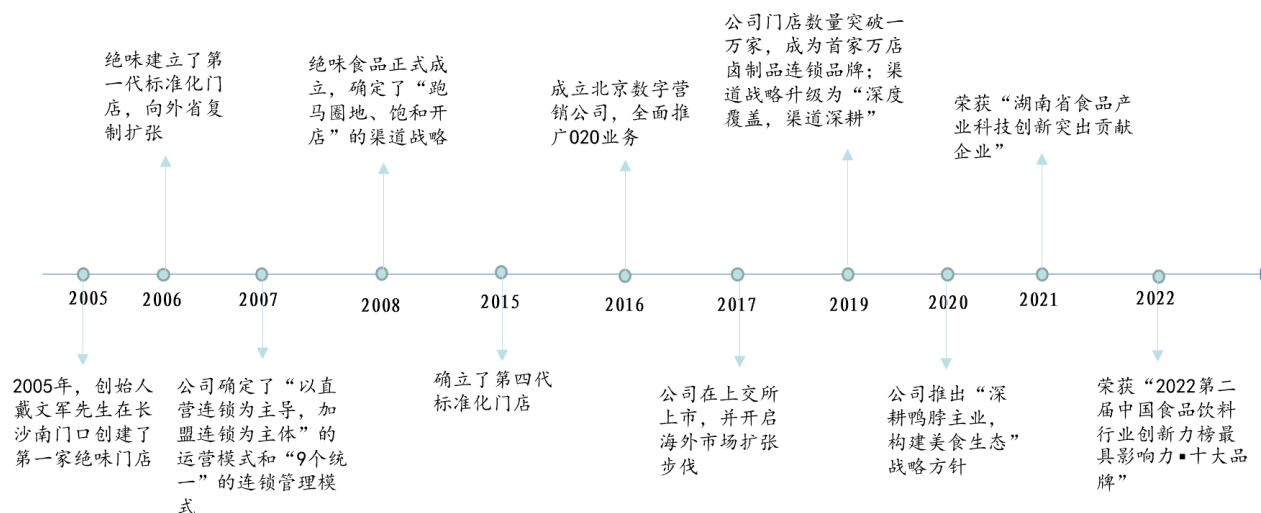
序号	产品系列	产品名称	图示
1	招牌风味系列	绝味招牌鸭脖、绝味鸭排鸭架、绝味招牌翅中、绝味招牌鸭翅	  绝味招牌鸭脖绝味招牌鸭架
2	黑鸭风味系列	绝味黑鸭鸭脖、绝味黑鸭鸭爪、绝味黑鸭鸭架	  绝味黑鸭鸭脖绝味黑鸭鸭爪
3	酱鸭风味系列	绝味酱板鸭、绝味酱板鹌鹑	  绝味酱板鸭绝味酱板鹌鹑
4	五香风味系列	绝味五香鸭脖、绝味五香鸭爪、绝味五香鸭翅	  绝味五香鸭脖绝味五香鸭爪
5	盐焗风味系列	绝味盐焗原味鸡翅、绝味盐焗原味凤爪	  绝味盐焗原味鸡翅绝味盐焗原味凤爪
6	简装风味系列	绝味简装麻辣鸭脖、绝味简装麻辣鸭架	  绝味简装麻辣鸭脖绝味简装麻辣鸭架
7	精装系列	绝味盒装酱板鸭、绝味袋装酱板鸭、绝味精装麻辣鸭脖、绝味精装麻辣鸭翅	   绝味盒装酱板鸭绝味袋装酱板鸭绝味精装麻辣鸭脖
8	礼品系列	绝味时尚礼盒、绝味时尚大礼盒	  绝味时尚礼盒绝味时尚大礼盒

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

回顾绝味发展历程，大致可将其划分为四个阶段：

- 1) 2005-2007 年：第一家绝味门店设立，确立加盟连锁总基调。**2005 年，创始人戴文军先生在长沙南门口创建了第一家绝味门店，与其他公司不同的是，绝味并没有选择在自己的优势区域（武汉）开始征程，而是避开饱和市场，仅一年就在湖南开设了 61 家门店。次年，绝味建立了第一代标准化门店，向外省复制扩张。2007 年，公司确定了“以直营连锁为主导，加盟连锁为主体”的运营模式和“9 个统一”的连锁管理模式，为未来门店扩张打下基础。
- 2) 2008-2014 年：引入新系统赋能供应链，改良门店模型，加速渠道建设。**2008 年，绝味食品正式成立，确定了“跑马圈地、饱和开店”的渠道战略。导入英格索兰全程冷链系统和 SAP-ERP 信息管理系统，门店模型也随之更迭至第三代。
- 3) 2015-2018 年：门店加速扩张，布局海外市场。**公司于 2015 年确立了第四代标准化门店，2016 年成立北京数字营销公司，全面推广 O2O 业务，截至年底线上会员数突破 1000 万。2017 年，公司在上交所上市，并开启海外市场扩张步伐。
- 4) 2018 年至今：万店时代来临，产融结合打造新增长点。**2019 年，公司门店数量突破一万家，成为首家万店卤制品连锁品牌；渠道战略升级为“深度覆盖，渠道深耕”，不断推进自动化。2020 年，公司推出“深耕鸭脖主业，构建美食生态”战略方针，通过产融结合打造第二、第三增长曲线。

图 1：绝味食品发展历程



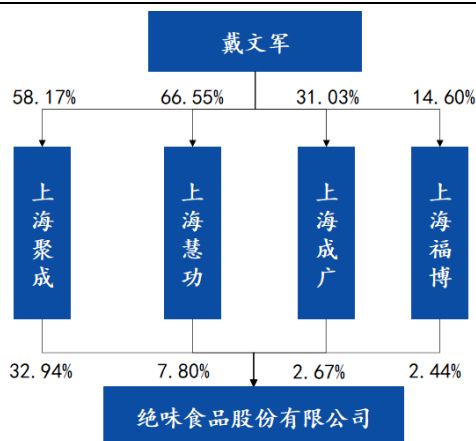
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.2 股权结构稳定，股权激励彰显长期信心

实控人控制公司 45.85%股权。创始人戴文军先生为绝味食品实际控制人，截至 2023 年 1 月 10 日，通过上海聚成、上海惠功、上海成广、上海福博控制公司 45.85% 股权。

持股平台统一多方利益。上海聚成、上海惠功、上海成广、上海福博的股东汇功投资、成广投资、富博投资的股东主要为公司中高层管理人员，激发员工积极性。

图 2：公司股权结构（截至 2023/1/10）



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

公司开启新一轮股权激励。2022 年 11 月 22 日，公司 2022 年股票期权激励计划首次授予股票期权登记完成，授予股票期权数量为 847.80 万份，约占公司股本总额的 1.50%，首次授予的激励对象为 178 人，包括公司高管以及核心员工，激励对象较以往的激励计划更多，覆盖范围更大，有助于提振核心团队信心，调动员工积极性，统一内部利益。

股票期权激励目标要求 2023-2025 年收入 CAGR 不低于 18.46%。公司聚焦市占率提升的战略目标，设立业绩考核机制，要求 2023-2025 年收入较 2021 年收入的增速分别不低于 19%/39%/67%，对应收入分别不低于 77.93/91.03/109.36 亿元。

表 2：开启新一轮股权激励

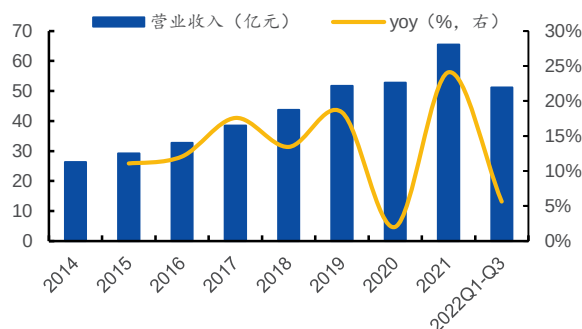
序号	指标	新一轮股权激励	已终止股权激励
1	发布时间	2022/11/22	2021/5/28
2	授予数量	847.80 万股	559.40 万股
3	授予价格	37.61 元/股	41.46 元/股
4	激励股份占比	1.50%	0.92%
5	激励对象人数	178 人	120 人
6	业绩要求	较 2021 年，2023-2025 年收入增长率不低于 19%/39%/67%	较 2021 年，2023-2025 年收入增长率不低于 25%/50%/80%
7	对应最低收入	2023-2025 年：77.93/91.03/109.36 亿元	2021-2023 年：65.95/79.14/94.97 亿元
8	摊销总费用	9396.40 万元	1.70 亿元
9	分摊年度激励费用	2022-2026 年：0.11/0.43/0.26/0.12/0.02 亿元	2021-2024 年：0.90/0.55/0.22/0.03 亿元

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.3 门店+店效双轮驱动，收入稳健增长

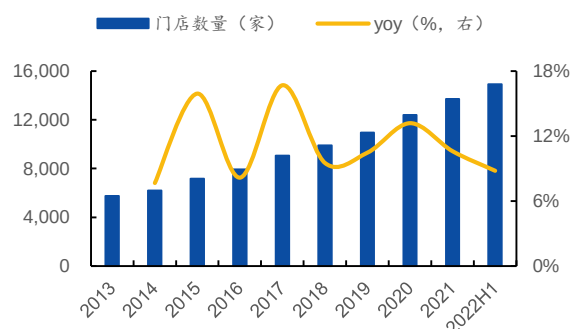
门店数量持续扩张，带动公司业绩增长。2021 年，公司收入为 65.49 亿元，2017-2021 年收入 CAGR 为 14.20%，主要来自门店扩张及单店店效提升。从门店数来看，2021 年末，公司大陆地区总店数为 13,714 家，2017-2021 年店数 CAGR 为 10.94%。

图 3：公司营业收入（2014-2022Q3）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 4：公司门店数（家）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

门店实现全国化覆盖，海外布局进行中。公司采用“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式，采取“一个市场、一个生产基地、一条配送链”的生产经营模式，搭建“冷链生鲜，日配到店”的供应链网络。截至 2022H1，公司门店数达 14921 家，在全国范围内建立了 21 个生产基地（含 2 家在建），终端门店覆盖全国 31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区，实现门店全国化覆盖，并自 2017 年起，持续进行海外市场布局，进入新加坡、加拿大、日本等市场。

图 5：终端门店覆盖全国各地域



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

图 6：生产网络实现全国终端触达



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

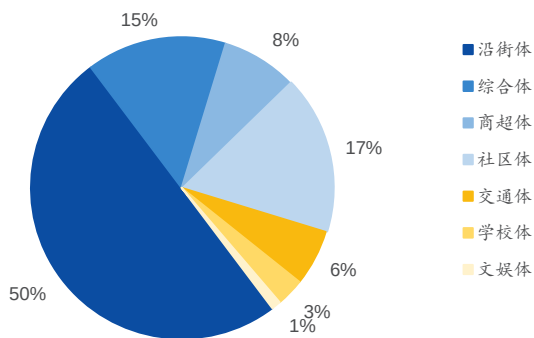
绝味食品渠道下沉领先，三线及以下城市门店数达 5,653 家，占比约达 40%。从门店渠道分布上看，沿街体、社区体仍为公司重要渠道，根据公司公告，2021 年以上渠道收入占比合计超 2/3。

表 3：绝味在各线城市分布均匀，经营韧性显著

项目	绝味食品		煌上煌		周黑鸭	
城市类型	门店数	门店占比	门店数	门店占比	门店数	门店占比
一线	1563	11.00%	424	12.05%	601	19.15%
新一线	4068	28.64%	539	15.31%	1119	35.66%
二线	2919	20.55%	1149	32.64%	402	12.81%
三线	2405	16.93%	715	20.31%	497	15.84%
四线	2028	14.28%	504	14.32%	375	11.95%
五线	1121	7.89%	169	4.80%	112	3.57%
其他	99	0.70%	20	0.57%	32	1.02%

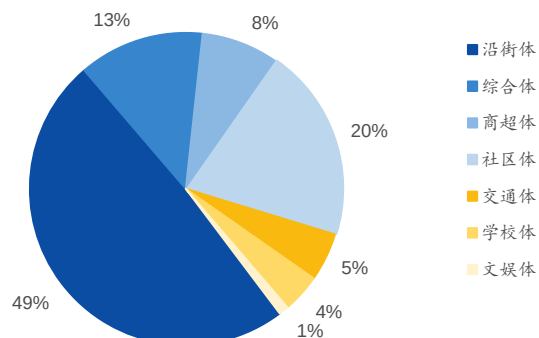
资料来源：窄门餐眼、国元证券研究所整理
注：统计日期为 2022 年 11 月 10 日。

图 7：不同渠道门店的收入贡献构成（2021 年，%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

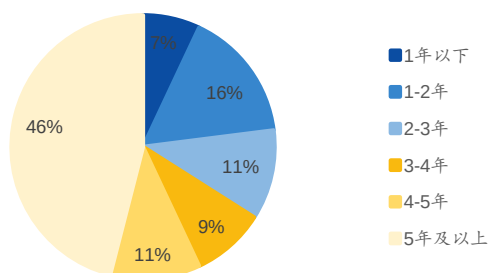
图 8：不同渠道门店数量构成（2021 年，%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

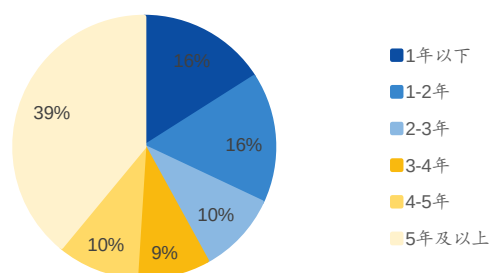
近一半收入来自 5 年及以上店龄老店。公司门店存活率较高，时间店龄在 5 年及以上的店数占比达 39%，贡献约 46%的收入。店效随店龄增长逐步增长，5 年及以上老店店效约为新店的 1.29 倍。

图 9：不同店龄门店的收入贡献构成（2021 年，%）



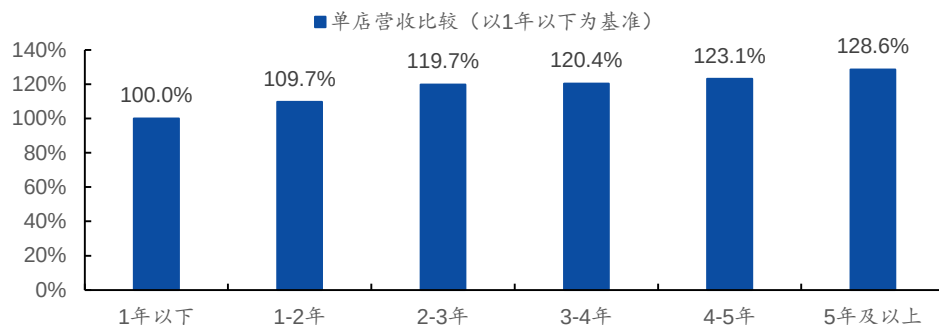
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 10：不同店龄门店的数量构成（2021 年，%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

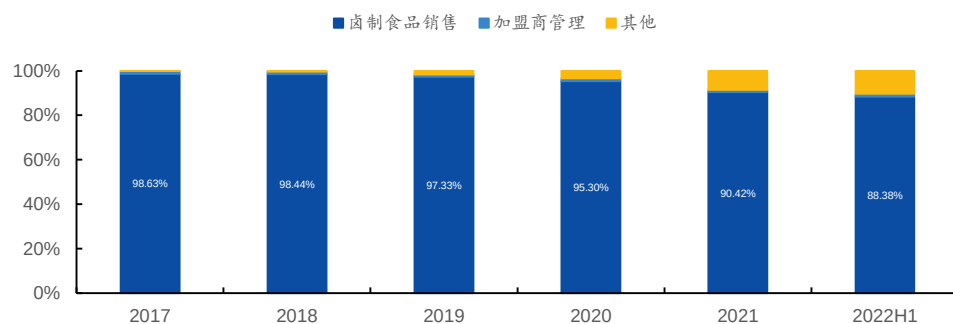
图 11：不同店龄的单店营收比较（以 1 年以下为基准，2021 年，%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

鲜货类产品收入占比约 85.62%。2021 年，公司卤制食品销售/加盟商管理/其他收入分别为 57.43/0.67/5.41 亿元，卤制食品销售占比约 87.69%。

图 12：卤制食品销售为公司主营业务（%）

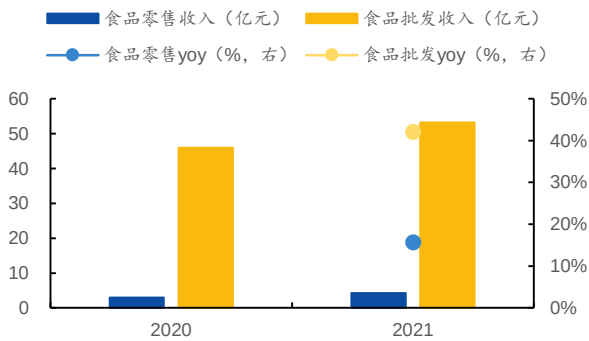


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

分销售类型来看，加盟模式下的食品批发销售为公司主要收入来源。2021 年，公司食品批发/零售收入分别为 53.19/4.24 亿元，占比分别为 81.22%/6.48%。

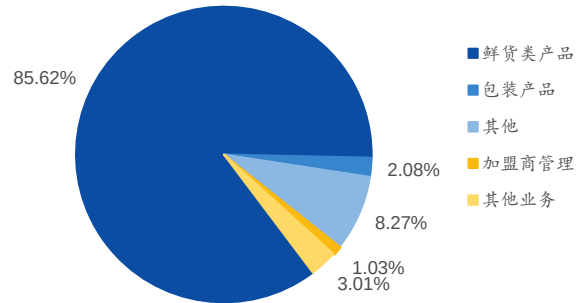
公司主打线下散装，客单价较为灵活，避免与周黑鸭锁鲜装产生直接竞争。公司涵盖散装、MAP 包装、真空包装和包装礼品等多形态售卖模式，覆盖全渠道客户的购买触达，满足不同消费场景的需求。2021 年，公司鲜货类/包装产品收入占比分别约为 85.62%/2.08%。

图 13：公司食品批发、零售收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

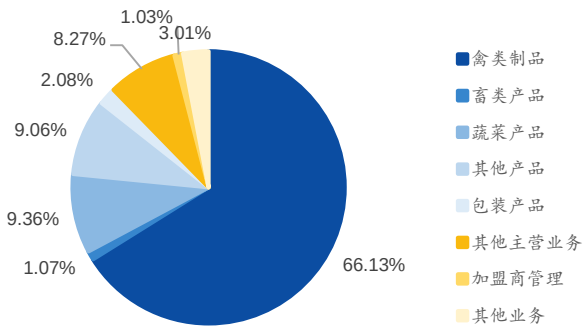
图 14：鲜货类产品为公司主营产品（2021 年，%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

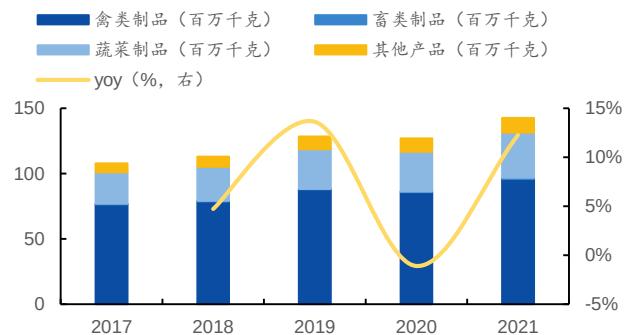
禽类产品仍为收入贡献主力军。进一步来看，鲜货产品中，禽类/畜类/蔬菜/其他产品收入占比分别为 66.13%/1.07%/9.36%/9.06%（2021 年）。

图 15：公司分产品收入占比（2021 年，%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理
注：其他产品主要为豆制品等。

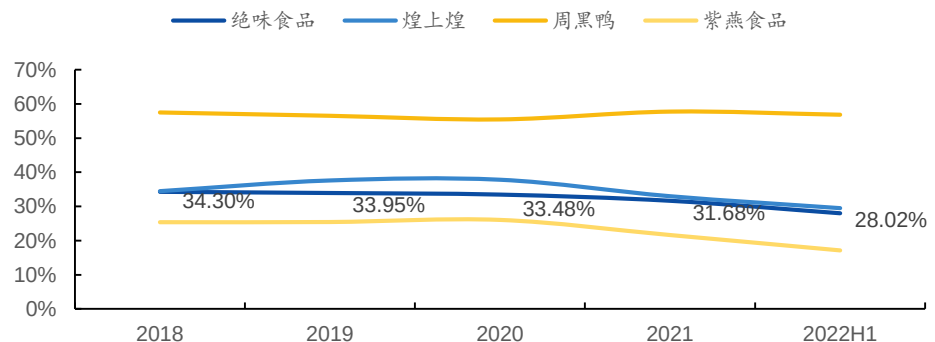
图 16：公司产品销量情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

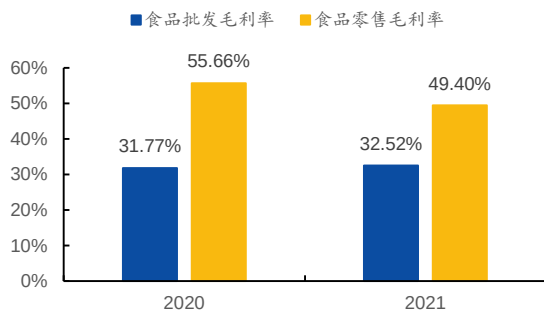
较同业来看，公司毛利率低于周黑鸭，主要由于两者经营模式不同。2021 年，公司毛利率为 31.68%，其中食品批发/食品零售业务毛利率分别为 32.52%/49.40%。

图 17：公司及同业销售毛利率对比 (%)



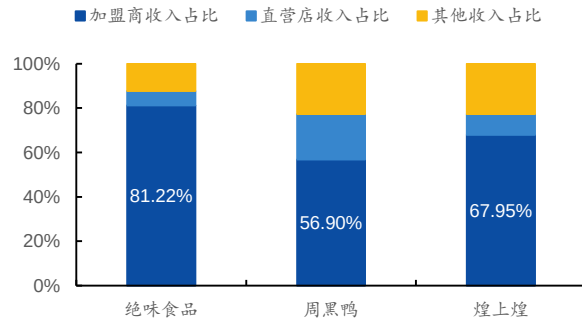
资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 18：公司分销售模式毛利率（%）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 19：公司及同业分模式收入占比（2021 年，%）

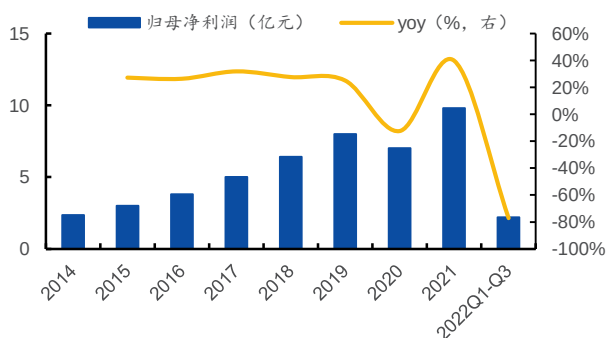


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司归母净利增长稳健，2022Q1-3 下滑主要为上年度非经项目导致高基数影响。

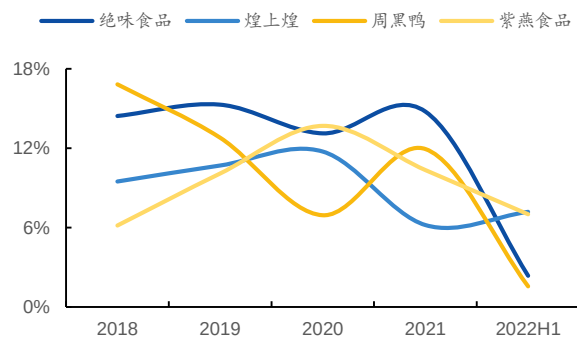
2021 年，公司归母净利为 9.81 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 18.25%，2022 年前三季度净利下滑主要受高基数（21 年转让江苏和府股权及千味央厨上市带来 2.31 亿元非经贡献）、销售（给予加盟商进货折扣补贴等）和研发费用增加影响。较同业来看，公司归母净利较高且较稳健。

图 20：公司归母净利及增速



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 21：公司及同业销售净利率对比（%）



资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

表 4：绝味食品及同业费用率对比（2021 年）

序号	科目	绝味食品	周黑鸭	煌上煌	紫燕食品
1	毛利率	31.68%	57.78%	33.00%	21.62%
2	税金及附加费率	0.78%	-	0.86%	1.03%
3	销售费用率	8.00%	37.80%	16.89%	3.17%
4	管理费用率	6.38%	10.79%	6.13%	5.50%
5	研发费用率	0.57%	0.70%	2.79%	0.25%
6	财务费用率	0.13%	2.09%	0.02%	0.02%
7	减值损失占比	0.00%	-	0.00%	-0.04%
8	信用减值损失占比	-0.15%	-	0.00%	-0.14%
9	公允价值变动占比	0.00%	-0.50%	0.00%	0.00%
10	其他收益占比	3.60%	7.65%	1.33%	2.40%
11	净营业外收入占比	0.61%	-	0.13%	-0.01%
12	所得税率	5.10%	3.78%	1.58%	3.52%
13	少数股东损益占比	-0.21%	-	0.01%	-0.25%
14	归母净利率	14.98%	11.85%	6.18%	10.59%

资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注：标“-”部分为未披露项

2. 休闲卤制品提速增长，龙头企业瓜分增量

卤制品是我国传统美食的重要组成部分。卤制品是以禽类白肉、畜类红肉、蔬菜、水产品、豆制品等为主要原材料，加入多种调味料以及香辛料，以水加热煮制而成的卤制食品，具备“色、香、味、型”俱全的特点，历经千年的文化积累和发展沉淀，在中华传统美食中占据着不可或缺的地位。

中国卤制品行业的发展可概括成几个阶段：

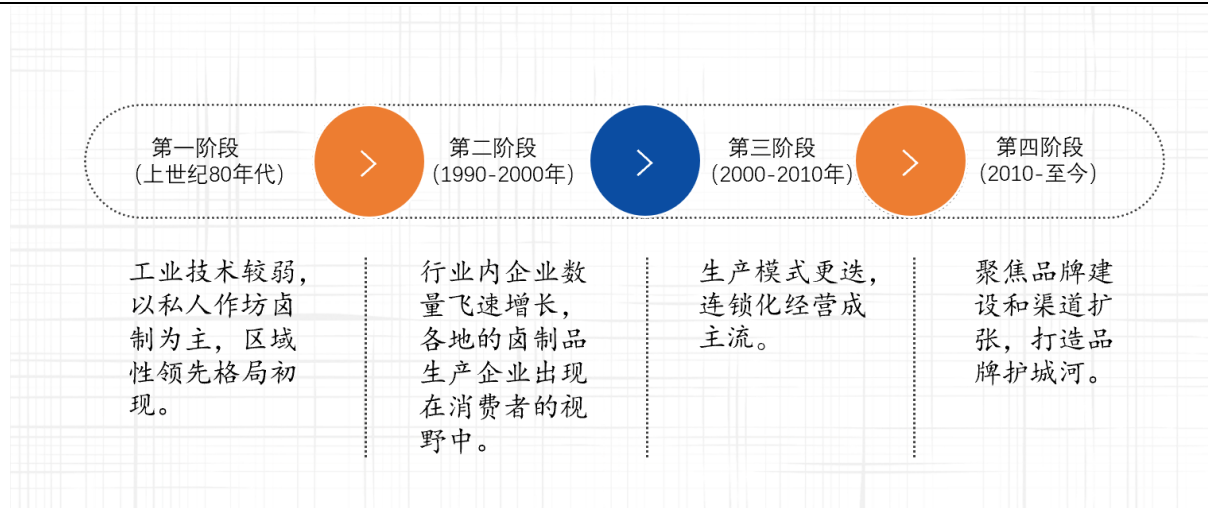
工业技术较弱，区域性领先格局初现（上世纪八十年代）：因工业技术有限，使得口味和产品结构都较为单一。其生产多以私人作坊卤制为主，制作工艺各式各样且无法复制，随后江浙地区率先出现可以规模化生产的小作坊企业，逐步建立区域性领先的行业格局。

行业内企业百花齐放，打造特色本地化口味（1990-2000）：行业内企业数量飞速增长，来自各地的卤制品生产企业出现在消费者的视野中，1993 年廖记棒棒鸡创立，1993 年煌上煌创立，1997 年周黑鸭创立。大多数企业以产品口味为主导进行创新，打造本地化口味，打破江浙企业领先的市场格局，中国卤制品进入了产品口味竞争的时代。

生产模式更迭，连锁经营成主流（2000-2010）：生产工艺和冷链运输的迭代发展为休闲卤制品赋能，叠加消费能力的提升，传统作坊的经营效率已经无法满足消费者需求，推动卤制品生产模式从传统作坊向流水线生产过渡，部分企业成功培育出可复制的标准化单店模型，并通过连锁经营进行渠道扩张，传统作坊的市场份额逐渐被优势企业整合，行业内龙头企业初现，中国卤制品的竞争格局逐渐向规模竞争转变。

聚焦品牌建设和渠道扩张，打造品牌护城河（2010 至今）：卤制品行业进入门槛较低，行业内部企业规模参差不齐，品牌认知度成竞争关键要素，消费人群年轻化也放大品牌年轻化的重要性。在消费升级的大趋势下，消费者的需求更加多元化，连锁化门店逐步代替社区夫妻店，具有规模和品牌优势的龙头企业纷纷加码品牌建设和渠道扩张力度。其中绝味食品在实现全国化终端扩张后，进入后万店时代，公司持续加码供应链优势建设，改善经营效率，预计未来卤制品市场进入饱和期后，效率竞争将成为破局关键。

图 22：公司中国卤制品行业发展历程



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

卤制品行业规模持续增长，休闲卤制品占比近半。根据美团餐饮数据，2021 年我国卤制品行业规模为 3,296 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 12.26%；2021 年，休闲卤制品市场规模为 1,504 亿元，占卤制品行业的 45.63%。根据 CBN data《2021 卤制品行业消费趋势报告》数据，休闲卤制食品行业市场规模预计 2025 年可达到 2,275 亿元，2020-2025 年 CAGR 约为 13%。

表 5：休闲卤和佐餐卤产品口味、消费人群和渠道分布各不相同

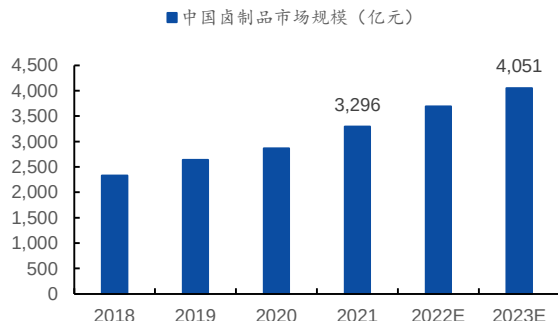
序号	项目	休闲卤制品	佐餐卤制品
1	产品品类	禽类副产品居多	畜类产品居多，辅以禽类产品
2	口味	口味较重，以辣、咸、油为主	口味鲜香，以多层次口感和香味为主
3	消费场景	多以年轻群体的闲食消费为主	多以中老年群体的家庭消费为主
4	特点	可选即食消费，口味丰富度较高，具有上瘾性	佐餐食用，具有正餐属性，偏必选型消费
5	所处市场	休闲食品市场	餐饮消费市场
6	代表企业	绝味食品、周黑鸭、煌上煌等	紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡等
7	门店分布	商业区、写字楼、社区街道、娱乐场所	农贸市场、社区街道、商超柜台
8	代表产品图		

资料来源：公司微信小程序、公司官网、国元证券研究所整理

消费场景复苏有望拉动休闲卤制品行业增速回升。2021 年，根据美团餐饮数据，休

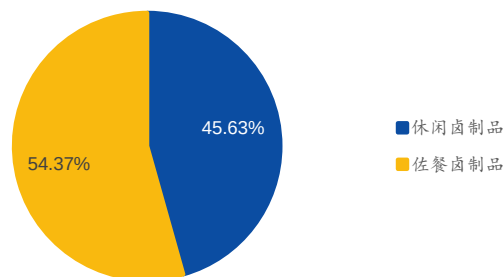
休闲卤制品市场规模约为 1,504 亿元，随着消费场景逐渐恢复，门店客流回暖，23 年增速有望回升。

图 23：卤制品行业市场规模（2018-2023E）



资料来源：美团餐饮、国元证券研究所整理

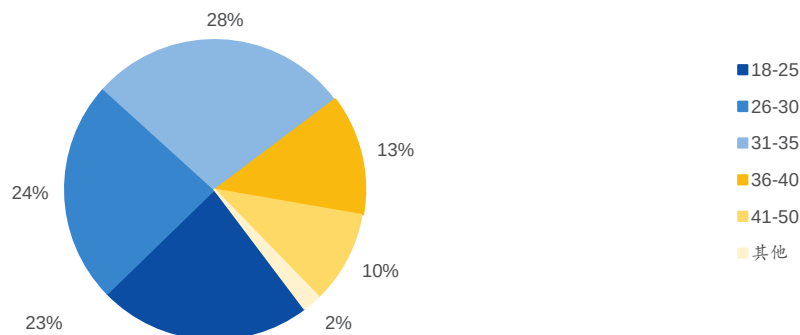
图 24：2021 年休闲卤制品市场规模占比 (%)



资料来源：美团餐饮、国元证券研究所整理

消费升级成为行业内驱动力，口味成瘾性带动复购率提升。根据华经产业研究院数据，休闲卤制品以青少年群体为主力消费人群，3/4 的消费者集中于 18-35 年龄段，该类人群属于主观意愿型消费群体，高消费能力和年轻化的人群结构使消费者更加注重日常生活品质的升级。同时，休闲卤制品兼具“肉类、辣味、重糖、重盐、重油”等因素，有助于释放愉悦感缓解焦虑，带来口味成瘾性，加强了产品复购率和下游溢价能力。

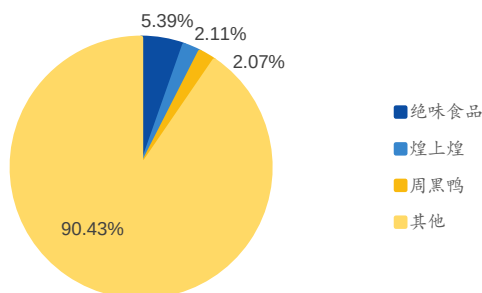
图 25：休闲卤制品 75%以上消费者集中于 18-35 岁 (%)



资料来源：美团餐饮数据观、华经产业研究院、国元证券研究所整理

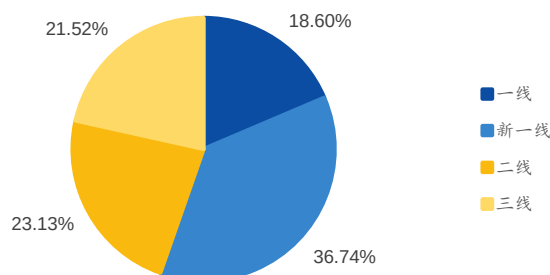
头部企业发力下沉市场，行业集中度有望提升。休闲卤制品门店无需堂食，初始投入较低，叠加设备和技术要求较低，赛道准入门槛低于其他细分行业。休闲卤制品行业的竞争格局较为分散，头部的市占率较低，根据中商情报网数据，行业 CR3 仅为 9.57%。目前，行业门店多分布于新一线城市，未来随着头部企业发力三四线城市市场，在可复制的标准化单店模型和完善的加盟体系助力下，休闲卤制品行业集中度有望提升。

图 26: CR3 仅为 9.57%, 竞争格局较为分散



资料来源：中商情报网、国元证券研究所整理

图 27: 行业门店多分布于新一线城市



资料来源：章鱼小数据《全国卤味市场现状大数据分析》、国元证券研究所整理

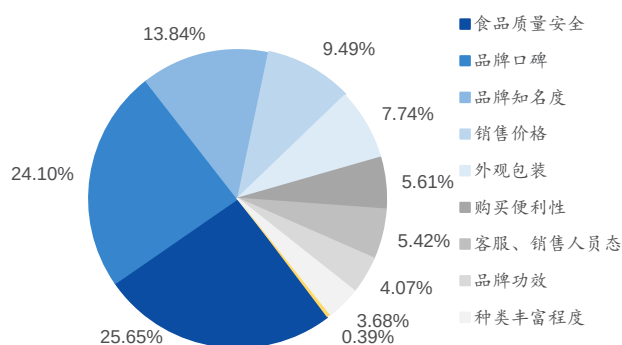
政策监管渐严，行业加速整合。随着国家近年来出台多项食品安全政策，目的在于强化食品安全监管，逐步完善食品安全标准等基础性制度，叠加疫情培育消费者对安全摄入意识的养成，食品质量安全已是消费者下达购买意愿时考虑的第一要素，推动卤制品行业生产、包装和销售的标准渐严，连锁化品牌门店取代传统作坊有望成为行业发展趋势。

表 6: 多项食品安全政策出台，行业标准渐严

发布时间	政策名称	发布部门	政策性质
2021 年 8 月	《2021 年度食品安全国家标准立项计划》	国家卫生健康委	规范类
2020 年 2 月	《关于加强食品生产加工小作坊监管工作的指导意见》	市场监管总局	规范类
2019 年 9 月	《关于规范使用食品添加剂的指导意见》	市场监管总局	规范类
2018 年 12 月	《中华人民共和国食品安全法》（2018 修正）	全国人民代表大会常务委员会	规范类
2017 年 3 月	《关于食品生产经营企业建立食品安全追溯体系的若干规定》	食品药品监管总局	规范类
2017 年 1 月	《关于促进食品工业健康发展的指导意见》	国家发改委、工信部	支持类
2016 年 8 月	《食品生产许可审查通则》	食品药品监管总局	规范类
2016 年 3 月	《食品生产经营日常监督检查管理办法》	市场监管总局	规范类

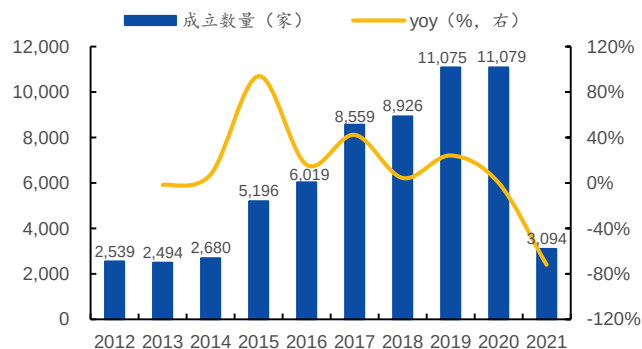
资料来源：国家卫健委、市场监管总局、全国人民代表大会常务委员会、食品药品监管总局、国家发改委、工信部、国元证券研究所整理

图 28: 食品质量安全成当今消费者下达购买的第一要素



资料来源：NPS 口碑调查、国元证券研究所整理

图 29: 中国卤制品相关企业新注册成立数量



资料来源：企查查、智研咨询、国元证券研究所整理

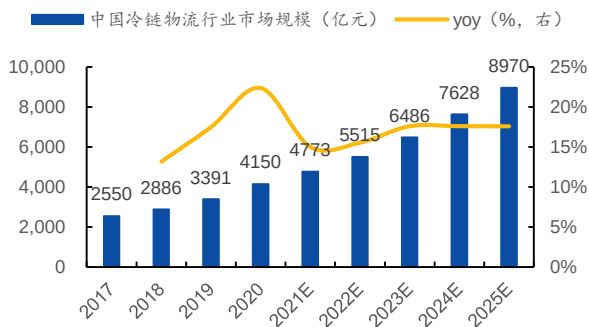
表 7：全国性连锁品牌优势显著，有望成未来主流发展方向

序号	经营模式	传统私人作坊	区域性连锁品牌	全国性连锁品牌
1	生产模式	个人生产，规模较小	集中加工生产，规模中等	生产基地以销定产，工艺水平先进，规模较大
2	产品品类	产品品类少，创新能力弱	多集中于地方特色口味产品	产品品类丰富，规模投放保障新品研发速度
3	特点	地域性强，品牌知名度低，所占比例大	区域型运营	品牌知名度较高，集中生产运送
4	优势	技术门槛和个人初始投入较低	便于线下渠道管控和售后保障	供应链优势，成熟的加盟体系
5	劣势	品控能力差，销售半径有限，抗风险能力弱	规模化产能有限，抗风险能力有限	个人投入相对较高，受总部管束
6	类型代表	社区夫妻店	辣怪鸭	绝味食品、煌上煌、周黑鸭等

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

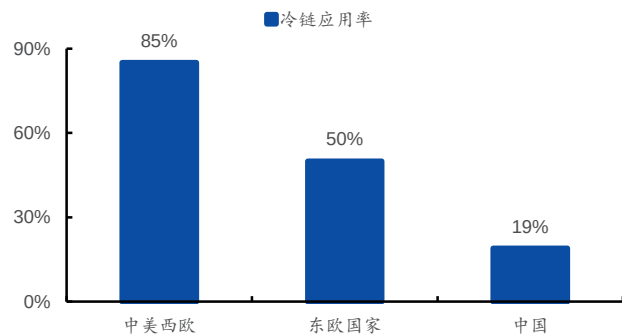
冷链物流的发展为连锁品牌强势赋能，放大头部品牌优势。根据发改委数据，我国冷链物流行业市场规模以从 2017 年的 2,550 亿元增长至 2020 的 4,150 亿元，2017-2020 年的 CAGR 为 17.63%，预计 2023 年将实现 6,486 亿元的规模。根据前瞻产业研究院，中国冷链应用率仅为 19%，较欧美国家有所差距，未来存在成长空间。随着冷链物流的逐步成熟，休闲卤制品的保鲜期得以延长，有效减少流通损耗，提升公司产品跨区域运输的能力。生产环节规模化，运输环节少损耗，双轮驱动放大头部品牌优势。

图 30：2017-2020 年冷链物流 CAGR 达到 17.63%



资料来源：国家发改委、国元证券研究所整理

图 31：中国冷链应用率较欧美国家仍存在差距 (%)



资料来源：连锁经营协会《2021 中国连锁餐饮行业报告》、国元证券研究所整理

目前休闲卤制品呈现一超多强局面。绝味食品虽起步较晚，但门店扩张速度领先，截至 2022H1，绝味拥有门店数量 14,921 家，远超煌上煌（4,024 家）和周黑鸭（3,160 家），销售网络实现全国化覆盖。现如今公司已是国内规模最大、门店数量最多且终端覆盖面积最广的休闲卤制品龙头连锁企业。

表 8：绝味起步虽晚但发展迅速，门店数量和覆盖面积远超竞争对手

序号	指标	绝味食品	煌上煌	周黑鸭
1	创立日期	2005	1993	1997
2	上市日期	2017	2012	2016
3	成立地点	湖南长沙	江西南昌	湖北武汉
4	经营模式	连锁经营（直营+加盟）	直营连锁+特许经营连锁+经销商	直营连锁+特许经营连锁
5	业绩表现（营业收入）（21年口径）	65.49 亿元	23.39 亿元	28.70 亿元
6	门店数量（22H1口径）	大陆地区门店共计：14,921 家	直营门店：289 家 加盟门店：3,735 家 共计：4,024 家	直营门店：1,342 家 特许门店：1,818 家 总计：3,160 家
7	重点销售区域	华中	江西	华中
8	生产基地数量	21 个（2 个在建）	8 个（3 个在建）	4 个（1 个 22 年 H2 投产）
9	销售网络覆盖半径	31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区+海外	全国 28 个省或直辖市、235 个地级市	170 余个城市

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.成本优势显著，高标准助力扩张

3.1 率先全国化，规模效应打造成本优势

轻资产模式加速门店扩张。同样是休闲卤制品，起步时间相对较晚的绝味食品能够早于煌上煌和周黑鸭实现全国化门店扩张，核心因素是公司在发展初期，就确立了以加盟为主的渠道扩张战略，利用加盟商资源进行陌生市场快速扩张，迅速抢占空白市场优势资源，树立品牌形象，更快速地建立品牌认知度和忠诚度。

表 9：采用加盟或直营模式进行渠道扩张各有利弊

序号	指标	加盟模式	直营模式
1	内容	公司与加盟商签订《特许经营合同》，授权加盟商开设的加盟门店在规定区域内使用公司的商标、服务标记、商号、经营技术、食品安全标准，在统一形象下销售品牌产品及提供相关服务	各连锁店由公司投资设立，公司对各直营门店拥有控制权，统一财务核算，享有门店产生的利润，并承担门店发生的一切费用开支
2	权益归属	独立核算，加盟商自负盈亏	公司统负盈亏
3	发展速度	裂变式发展	积累式发展
4		开店投入由加盟商承担	对门店拥有全部控制权，便于品质把控
5	优势	可以利用加盟商资源进行陌生市场快速扩张	权益无需让利，门店毛利较高
6		门店自主性较强，便于地域性营销	
7	劣势	门店权益让利加盟商，门店毛利较低	资金要求较高，拖慢开店速度
8		统一品控与管理难度较大	门店自主权受到限制
9	代表品牌	绝味食品，煌上煌	周黑鸭

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

率先实现全国化布局。公司在轻资产扩张模式推动下，率先实现全国化布局，截至 2023 年 1 月 3 日，公司终端门店覆盖 347 个城市，显著高于竞争对手煌上煌（197

个)、周黑鸭(225个)等。

图 32: 绝味、煌上煌、周黑鸭门店分布图

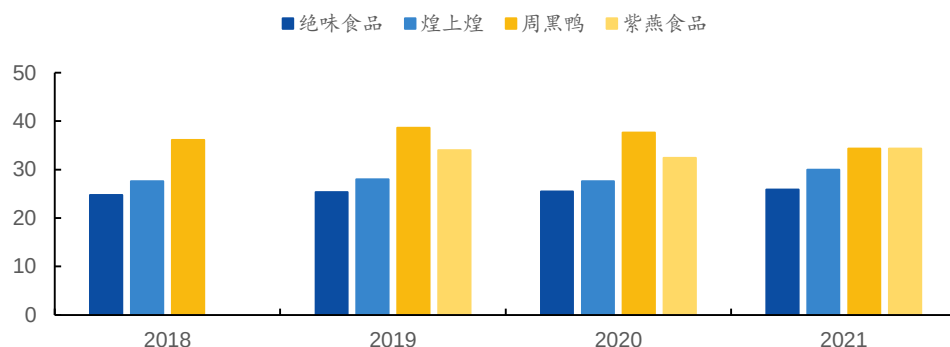


资料来源:窄门餐眼、国元证券研究所整理
注:整理自窄门餐眼 2023/1/3 数据。

生产基地建设联动门店布局,分布式产能支撑全国化销售网络。受制于鲜货产品保质期较短,根据销售网络建设的需要,公司将生产基地围绕消费市场进行布局,采取“一个市场、一个生产基地、一条配送链”的生产经营模式。目前已在全国范围内建立了以 21 个生产基地(含 2 家在建)为中心,以 300-500 公里为半径的全国化生产基地布局,实现“当日订单,当日生产,当日配送,24 小时开始售卖”。公司采用以销定产,销地自产的生产模式,SAP-ERP 系统收到订单后进行汇总,经审核后,将生产任务单分配给各地区生产基地后再安排集中生产,便于产能有效利用。

规模效应带来成本优势。公司原材料以统一采购为主,地方采购为辅。统一采购用于大规模的禽畜类及鸭副冻货,地方采购用于小规模多频次的蔬菜及水产类原材料。绝味食品受益于规模优势,具备较强的上游议价能力,叠加公司持续进行前瞻性采购储备布局,成本优势领先。2021 年,公司单位成本为 25.87 元/千克,低于同行煌上煌/周黑鸭/紫燕食品(分别为 29.97/34.36/34.34 元/千克)。

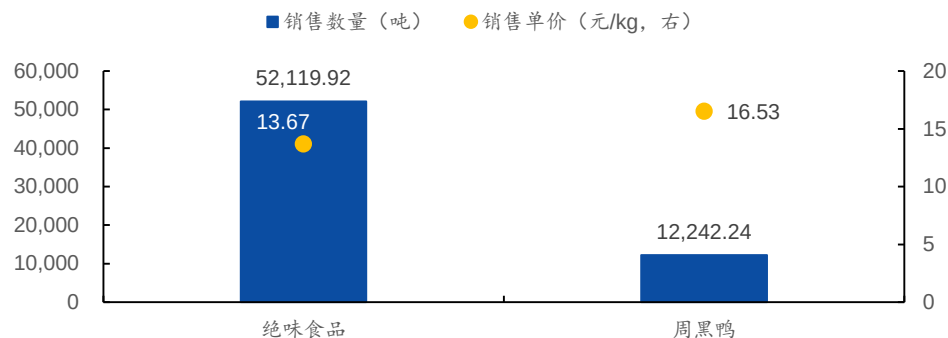
图 33: 公司产品单位成本(元/千克)



资料来源:绝味食品公告、煌上煌公告、周黑鸭公告、紫燕食品公告、国元证券研究所整理

益客为绝味和周黑鸭的重要供应商之一,主要产品为鸭、鸡等禽类产品及熟食,2020 年,绝味从益客的采购金额为 5.08 亿元,占绝味总采购额的 17.61%。

图 34：益客对绝味的销售单价低于周黑鸭（2019 年）



资料来源：益客食品招股书、国元证券研究所整理

布局上游，加强采购环节抗风险能力。2013 年，公司以 1.68 亿元强势入股肉鸭繁育、养殖、屠宰、加工全产业链企业塞飞亚，以 24.17% 的持股比例成为其第二大股东；并持续培养上游资质较好的中小型企业并建立战略合作，为战略性采购布局夯实基础，维持采购体系稳定性。

3.2 冷链运输系统内外赋能，降本增效效果显著

全程控温技术保障食品质量安全。公司从 2009 年起携手英格索兰，打造全程冷链配送体系，GPS 检测运送车内温度，降低运输过程中冷冻原料的损耗。2018 年，公司通过其全资子公司深圳网聚以 71.01% 的出资比例，设立了上海绝配柔性供应链服务有限公司，通过整合第三方冷链企业为公司内部供应链赋能，保障从“原料采购-仓库储存-生产基地加工-销售网络”全环节产品的新鲜程度。

绝配柔性供应链体系完善，对内赋能优化供应链环节。截至目前绝配供应链已形成城市落地配、城际干线、城市 DC 仓的配送网络体系。在山东、武汉拥有 6 万吨级大型冷库，使公司拥有充足的冷冻原料仓储空间；运输直达全国 21 个省会城市、延伸 50 个周边城市，广阔的覆盖及触达区域为公司战略发展和门店扩张助力；冷链运输整车通过零担线路送到终端门店，保证“当日订单，当日生产，当日配送”，提升物流效率，助力公司供应链优势打造。

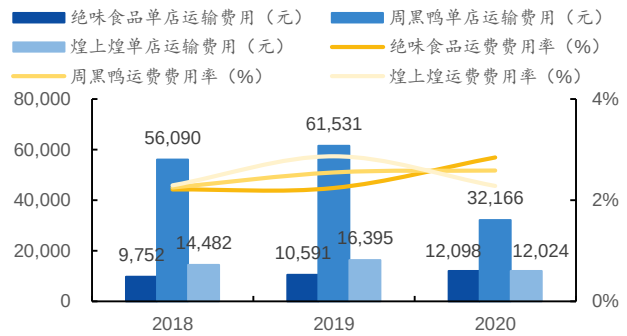
自有冷链运输优化自身运输费用，对外赋能贡献投资收益。绝配供应链取代第三方物流系统，成功实现降本增效，经测算 2019 年公司单店运输费用仅为 10,590 元（费用率为 2.24%，下同），远低于周黑鸭（61,531 元；2.55%）与煌上煌（16395 元；2.87%），运输效率的改善为公司带来竞争优势，同时公司将供应链网络对外开放，通过共享采购、共享仓储、共同配送等方式赋能美食生态圈内被投企业，目前绝配已与众多知名连锁餐饮建立合作关系，未来将会为公司贡献收益。

图 35：绝配供应链分布网络



资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

图 36：单店运输费用比较



资料来源：绝味食品公告、煌上煌公告、周黑鸭公告、国元证券研究所整理

3.3 主流产品口味横向创新，特色产品丰富品类矩阵

主流产品口味横向创新。公司产品矩阵以鸭脖、鸭锁骨等禽类鸭副产品为主，辅以毛豆、藕片等蔬菜类制品，虾球、鱿鱼等水产品及千张等豆类制品。公司聚焦于主流利润产品的横向口味创新，通过打造多种口味系列产品满足不同区域消费者的差异化口味需求，现如今已打造招牌、黑鸭、酱鸭、五香、藤椒等口味。

打造地域化风味特色产品，丰富产品矩阵。维持老品稳定的同时通过推出特色新产品进行区域化营销。2022 年夏天，公司陆续推出多个地域的特色口味限定单品，例如，湖北地区推出限定款黑鸭油焖虾球，云南地区上线酸辣虾仁和酸辣风味凤爪，广东地区推出酸辣裙带菜等低热量限定卤味，打造地域化口味的特色产品，丰富产品矩阵。

表 10：传统产品矩阵覆盖休闲卤制品所有品类

产品系列	产品名称	客单价区间	产品系列	产品名称	客单价区间	产品代表图
1、招牌正辣	鸭脖	15-30 元	3、黑鸭甜辣	鸭脖	15-30 元	
	鸭锁骨	7-35 元		鸭锁骨	7-35 元	
	鸭掌	4.5-25 元		鸭翅中	15-35 元	
	鸭肫	5-25 元		鸭头	9-27 元	
	鸭心	6-16 元		鸡膝软骨	30-65 元	
	鸡翅尖	6-20 元		毛豆	6-12 元	
	鸭头	9-27 元		藕片	6-12 元	
2、甄选正辣	鸭食管	13-45 元	4、素菜微辣	千张	6-12 元	
	鱿鱼	30-65 元		鱼豆腐	6-12 元	
	鸭肠	10-35 元		鸭脖	15-30 元	
	鸭舌	30-65 元		鸭锁骨	7-35 元	
	虾球	30-65 元		韩式火鸡味鸭脖	15-25 元	
			6、无限系列			

资料来源：窄门餐眼、国元证券研究所整理

注：统计日期为 2022 年 12 月 10 日。

3.4 多款联名引流，赋能品牌宣传

多款联名推出引流产品，为品牌宣传赋能。公司抓住重大体育赛事等流量机会，通过联名增加品牌曝光度。

- 1) 2014 年世界杯期间，公司推出鸭脖加啤酒的球迷套装，成功将绝味品牌形象与体育娱乐所绑定。
- 2) 2021 年欧洲杯期间，公司跨界携手雪花啤酒设立联名快闪店，推出联名款包装和冠军套餐助力品牌宣传。
- 3) 公司和元气森林联合推出的独特吃法，刺激消费者感官。
- 4) 公司和小红书 REDesign 推出新品绝味小红鸭 DIY 摇摇杯，以五种东南亚口味和手摇新吃法为特色卖点进行差异化营销，打造网红引流产品满足公众猎奇和尝鲜的需求，通过互联网引流建立年轻化的品牌形象认知，引导消费者到店消费。

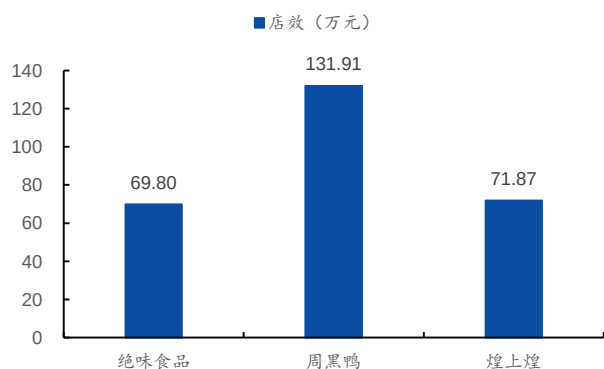
图 37：打造多款联名产品，赋能品牌宣传



资料来源：公司官网、公司官微、国元证券研究所整理

此外，公司持续在各大社交平台上投放营销活动，例如周年庆、年货节等，通过充值赠送券包等储值活动推动公域流量转化和客户留存，通过套餐价格折扣、满减等优惠活动让利消费者，强化消费者购买意愿，拉升单店营业收入。

图 38：公司和同行的店效对比图（2021 年）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理
注：假设绝味是 6 折出货。

图 39：积极推送营销活动，拉升客户留存



资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

3.5 小门店模式降低初始投入，增加经销商吸引力

绝味始终致力于打造大后端小门店的经营体系，在资金和管理层面上具备领先同行的竞争优势。

大后端小门店，加盟商初始投入较低。绝味的门店售卖模式以外带为主，门店无需提供大坪数面积以供堂食，使初期装修启动费用、日常房屋租金和水电等其他费用摊销均低于其他餐饮加盟门店。较小的坪数和简单的售卖流程使其无需大量店员支撑日常运营，节省部分用工成本。对比动辄上百万启动资金的大型连锁餐饮，较低的初始投入叠加较低的可变成本使加盟商投资压力相对较小。根据窄门餐眼的加盟数据，加盟商开设绝味门店所需资金仅为 8-15 万元，远低于堂食为主的连锁餐饮加盟，也低于同业可比公司，在外带为主的加盟业态中也占据成本优势。

表 11：外带为主的连锁业态具备启动资金较低的优势

序号	指标	堂食为主			外带为主					
1	餐饮类型	半加工餐饮	早餐小食	中大型餐饮	奶茶甜食	快餐连锁	卤味连锁			新式热卤
2	代表企业	五爷拌面	江川右	卤校长老火锅	茶百道	塔斯汀	绝味食品	煌上煌	周黑鸭	盛香亭
3	门店数量	1040	669	223	6331	2942	14921	4204	3160	366
4	开店投入	10 万起	12-20 万	120-220 万	45-60 万	35-50 万	8-15 万	20-40 万	约 30 万	35-50 万

资料来源：窄门餐眼、加盟星、君临研究院、国元证券研究所整理

1) 根据公司公告，2021 年，公司卤制产品销售收入约为 57.43 亿元（其中，加盟渠道产品约为 53.19 亿元，占比约为 92.62%），总门店数量为 13714 家，由于公司直营门店数量占比极低，我们简单估算加盟商单店出货金额为 41.88 万元（=57.43 亿元/13714 家门店）。

2) 根据公司公告，1 年/2 年/3 年/4 年/5 年/6 年店龄加盟店收入占比为 7%/16%/11%/9%/11%/46%，加盟店数量占比为 16%/16%/10%/9%/10%/39%；假设公司给经销商 6 折出货，推算 6 年店龄加盟店单店收入每年 82.32 万元（=57.43x46%/（13714x39%）/0.6），根据 2021 年年报数据，以 1 年加盟店单店收入为基数，1 年/2 年/3 年/4 年/5 年/6 年店龄加盟店收入比例关系为 100%/109.7%/119.7%/120.4%/123.1%/128.6%，进而计算得 1 年/2 年/3 年/4 年/5 年/6 年连锁加盟门店单店年收入分别为 64.01/70.22/76.63/77.07/78.80/82.32 万元。

表 12：绝味食品连锁加盟店单店模型（万元）

序号	指标	项目类别	第 0 年	第 1 年	第 2 年	店龄 第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年
1	初期投入 (固定成本)	加盟费用	2.2						
		设备费用	2.6						
		首批物料	1.7						
		装修费用	3.7						
		营销费用	0.8						
		初始投资额	11						
2	单店每年营收	营业收入		64.01	70.22	76.63	77.07	78.80	82.32
		增速 (%)			9.70%	9.12%	0.58%	2.24%	4.47%
		营业成本		44.81	49.16	53.64	53.95	55.16	57.63
		增速 (%)			9.68%	9.14%	0.57%	2.25%	4.46%
		毛利润		19.20	21.07	22.99	23.12	23.64	24.70
		毛利率 (%)		30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
3	单店每年可变成本	店铺租金 (25 坪)		6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
		人员工资 (2 人)		8.40	8.40	8.40	8.40	8.40	8.40
		水电等其他费用摊销		1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
4	单店盈利能力预测	净利润		3.60	5.47	7.39	7.52	8.04	9.10
		净利率 (%)		5.63%	7.79%	9.64%	9.76%	10.20%	11.05%

资料来源：加盟星、公司公告、国元证券研究所整理

注：前期固定成本按照加盟星二线城市的数据测算、假设疫情前后前期固定成本不变；毛利率假设为 30%，将加盟商返点情况考虑在内。

3.6 管理体系完善，标准化程度高

管理体系完善，加盟商无后顾之忧。绝味作为休闲卤制品龙头企业，多年积累的良好口碑提振加盟商信心，大后端供应链体系完善，保障日常供应稳定性，加盟商无需担心货不应求和产品质量安全等问题。

- 1) 售卖流程简单，招聘员工标准较低。公司负责每日订单的生产及现货运输，店员只需负责上架、打包及出单，区别于连锁奶茶门店员工需要较长周期熟悉产品的生产流程，其优势在于避免了制作、加工等专业性较强的操作，放低雇佣店员的经验标准。同时公司负责进行员工培训和管理，一站式托管解放加盟商的时间和精力。
- 2) 门店可通过收银终端或移动端进行次日报货，加盟商可实时查询进货数据，提升了企业及加盟商的货资管控能力。
- 3) 公司持续对加盟商满意度进行产品和物流的问卷跟踪，收集调研建议、制定重点行动措施并通报执行结果，重视加盟商体验感和品牌管理。

4) 公司会定期对门店进行检核评分, 结合加盟商的销售业绩进行评定, 根据评定结果进行不同层次的奖励政策, 在一定程度上补贴加盟商, 调动加盟商积极性。

加盟体系完善, 构建命运共同体。在加盟商筛选方面, 公司通过经验、能力、实力、理念、店铺资源和合作意愿等六大方面采用面谈和市场调查等方式对加盟商进行综合评判, 为加盟商筛选最佳开店地点, 策略开店保障新门店与已有门店的良性竞争。门店运营方面, 从门店形象、规范经营和食品安全等多个方面对加盟商进行核检, 辅导店员进行产品知识、门店管理和销售技巧等系统性培训, 搭建完善的加盟体系, 与加盟商构建命运共同体关系, 使加盟商自发维护品牌形象。

推行加盟商委员会体系, 自上而下加强自治管理。公司一直秉持着“众行致远, 美美与共”的加盟发展理念, 由加盟商代表组成的加盟商委员会体系逐步发展为以全国总会、片区委、省级分委会及战区委为主的四级体系, 助力建设厂商沟通平台, 协调加盟商之间的资源和理念互通, 提高加盟商凝聚力和向心力, 推动加盟商一体化。截至 2022H1, 加委会拥有 116 个战区委工作小组, 3000 余名加盟商。

图 40: 加盟连锁渠道管控体系



资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

图 41: 加盟商委员会体系结构图



资料来源: 公司公告、国元证券研究所整理

4. 加盟商开店意愿有望增强, 定增扩产支撑未来增长

4.1 门店扩张空间足, 渠道下沉潜力大

公司推出多项目促进开店:

- 1) 开店扩展竞赛鼓励老商开店。针对加盟商公司推出开店扩展竞赛, 鼓励加盟商开店。
- 2) “海纳百川项目”吸引新商进驻。针对新商拓展, 公司推出海纳百川项目, 吸引新商进驻, 主要目标对象为市场现存的中小型副食品店面。
- 3) “星火燎原项目”鼓励员工开店。星火燎原是内部员工创业开店项目, 公司给予满足申请条件的员工四大定向支持, 合计为员工节省 36000 元开店费用, 同时予以低息贷款, 最低投资 20000 元即可创业开店。截至 2022 年 6 月 10 日, 其计划内首批百家门店成功开业, 第二批有 87 人入围名单, 预计将贡献大概百家店的增量。该计划鼓励公司内部骨干员工返乡开店, 调动员工开店积极性, 利用自身经验和资源在三四线城市创业, 开店资金的补贴给予员工福利的同时为公司带来三四线门店增量。

表 13：星火燎原项目补贴员工开店费用，向三四线门店渗透

序号	项目	应投资费用	政策减免后	政策内容	申请条件
1	装修费用(元)	20,000	10,000	定向补贴 50%	1.原籍或常住地在县级或乡镇级区域
2	设备费用(元)	20,000	0	店面招牌、冷藏展示柜全额补贴	2.现有工作门店销售提升 5%及以上
3	加盟费用(元)	12,000	6,000	专项政策优惠 50%	3.有符合要求的点位
4	保证金(元)	5,000	5,000	后期可返还	4.有继任人补位
5	运营资金(元)	50,000	50,000	予以低息贷款	
6	总计(元)	107,000	20,000		

资料来源：安徽绝味市场视频号、国元证券研究所整理

4.2 产融结合构建第二、三增长曲线，打造公司新增长点

对外投资布局打造新增长点。绝味食品设立全资子公司深圳网聚，通过直接投资、或合作设立投资基金两条路径，对外进行投资布局，利用产融结合对外赋能，推动“深耕鸭脖主业、构建美食生态”战略的实施，打造聚焦卤味美食生态圈的第二增长曲线，和围绕新餐饮、特色调味品头部连锁企业进行基础设施布局的第三增长曲线。公司对外投资的美食生态战略主要涵盖四个方向——卤味赛道、新餐饮、复合调味料以及产业链上中下游。

表 14：重大股权投资

序号	投资赛道	细分赛道	被投企业名称	被投企业品牌	持股比例
1	卤味	餐桌卤味	江苏满贯食品有限公司	阿满百香鸡	43.06%
			廖记食品有限责任公司	廖记棒棒鸡	9.03%
			江苏卤江南食品有限公司	卤江南	20.56%
		新式热卤	长沙市拿云餐饮管理有限公司	盛香亭	33.03%
			长沙颜家食品销售有限公司	颜家辣酱鸭	40.78%
			武汉零点绿色食品股份有限公司	精武鸭脖	38.38%
2	餐饮	休闲卤制品	福州舞爪食品有限公司	舞爪食品	8.46%
			上海楠雨餐饮管理有限公司	小蛮椒	16.33%
		轻餐饮	福建淳百味餐饮发展有限公司	淳百味	10.00%
			北京很久以前餐饮管理有限公司	很久以前羊肉串	9.81%
			龙井市丰茂餐饮发展有限公司	丰茂烤串	8.76%
			上海斌亨餐饮管理有限公司	蜀地冒菜	7.87%
			桂林三养胶麦生态食疗产业有限责任公司	三养米粉	7.34%
			江苏和府餐饮管理有限公司	和府捞面	6.86%
3	调味品	复合调味料	么麻子食品股份有限公司	么麻子	17.12%
			江苏美鑫食品科技有限公司	美鑫食品	10.90%
			四川老坛子食品有限公司	老坛子食品	7.68%
4	产业链	物流/冷链运输	江西阿南物流有限公司	阿南物流	20.00%
			江西鲜配物流有限公司	鲜配物流	6.73%
			北京快行线冷链物流有限公司	快行线冷链	6.46%
			鲜生活冷链物流有限公司	鲜生活冷链	0.10%
		网络科技建设	武汉食和岛网络科技有限公司	食和岛科技	4.00%
			郑州千味央厨食品股份有限公司	千味央厨	3.78%
		速冻解决方案	深圳市餐北斗供应链管理有限公司	餐北斗	1.47%

资料来源：企查查、公司官网、公司公告、国元证券研究所整理

美食生态圈持续建设，构建一超多强品牌矩阵。公司整体投资逻辑在于为未来扩张品类进行前瞻性布局，保障自身稳步发展的同时利用被投公司孵化其他品类业务。

- 1) 在餐桌卤味赛道中，公司直接参股卤江南，与合作基金重仓廖记棒棒鸡，与吉林阿满食品共同投资设立阿满百香鸡，与合作基金共同投资盛香亭布局热卤赛道。
- 2) 在轻餐饮赛道中，公司参股和府捞面、小蛮椒、淳百味等品牌。
- 3) 在复合调味品中，公司投资包括么麻子、老坛子和美鑫食品等品牌。
- 4) 同时，为保障自身生态安全与稳定，公司投资布局产业链上中下游企业。

供应链优势对外赋能，助力被投企业发展。例如，公司将卤味赛道嫁接到已有的供应链内，从采购、生产、仓储、配送、销售和智能共享六个部分为被投企业赋能。被投公司在当地均有可规模化复制的门店模型和完善的产品矩阵，在优势区域内占据龙头地位。被投公司结合绝味的增值服务体系，通过供应链协同进而改善其内部经营效率，提升盈利能力，借助绝味连锁加盟体系快速复制门店加速市场开发，同时绝味利用被投企业当地优势资源反向为未来卤味布局奠定基础，实现“共生，共享，共智，共长”。

图 42：品牌矩阵



资料来源：窄门餐眼、国元证券研究所整理

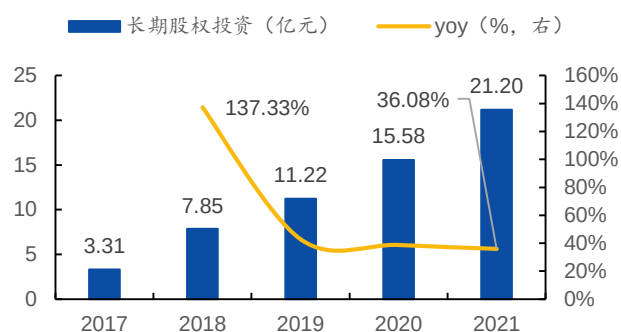
图 43：增值服务板块



资料来源：公司官网、企查查、窄门餐眼、国元证券研究所整理

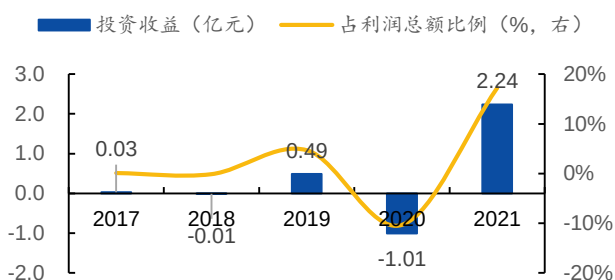
投资布局陆续贡献投资收益。2021 年，公司长期股权投资达 21.10 亿元，较 2018 年增幅高达 270.07%。2021 年，和府股权转让和千味央厨上市共产生投资收益 2.24 亿元，此外，目前被投公司么麻子已提交上市申报，和府捞面拟实施境外上市计划，随着未来项目上市带动估值提升，有望为公司带来正向投资收益。

图 44：公司长期股权投资投入逐年上升



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 45：公司投资收益正向回报



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.3 新建生产基地，保障产量供应

上市以来，公司持续推进生产基地建设：

1) 公司上市募集的 8 亿元资金中，7 亿元用于生产基地建设，拟新增产能 9.45 万吨，项目建设期两年，完工后两年达产。

表 15：2017 年首次公开发行股份募投项目

序号	项目对应公司	产能 (万吨)	计划投资总额 (万元)	投产时间
1	湖南阿瑞食品有限公司	1.65	13,114.00	2016.3
2	江西阿南食品有限公司	1.4	11,212.00	2017.3
3	黑龙江阿滨食品有限公司	0.8	7,091.00	2018.12
4	上海阿康食品有限公司	1	7,193.00	2017.12
5	贵州阿乐食品有限公司	0.5	3,675.00	2018.12
6	河南阿杰食品有限公司	1.2	8,367.00	该项目变更为山东阿齐食品有限公司对应项目
7	四川阿宁食品有限公司	1.7	12,731.00	2017.11
8	西安阿顺食品有限公司	1.2	698.00	终止
9	山东阿齐食品有限公司	1	8,360.28	2020.12
10	合计	8.05	59701.28	

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：产能合计未包括已终止项目和变更前项目。

2) 2019 年，公司发行 10 亿元可转债，用于江苏、天津及山东等地的产能建设，拟新增产能 7.93 万吨，项目建设期两年，完工后三年达产。

表 16：2019 年公开发行可转债募集资金使用情况

序号	项目名称	新增产能（万吨）	募集资金承诺投资总额（万元）
1	天津年产 37,300 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	3.73	42,164.53
2	江苏年产 30,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	3	34,494.75
3	武汉年产 6,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	0.6	6,615.04
4	山东 30,000 吨仓储中心建设项目	-	7,646.94
5	海南年产 6,000 吨卤制肉制品及副产品加工建设项目	0.6	7,257.14
	合计	7.93	98178.40

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3) 2022 年 12 月 15 日，公司非公开发行 A 股股票，共募集资金 11.80 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额为 11.61 亿元，用于卤制肉制品及副产品加工建设项目，卤制肉制品及副产品产能共计将扩产 9.07 万吨。

公司上市时年产能约为 9.9~10.5 万吨，综合上市后公司各扩产计划，所有项目建成投产后，公司产能将达到约 34 万吨（2020 年为 20.43 万吨）。

表 17：定增项目预计新增 9.07 万吨产能，投产后将突破现有产能瓶颈

项目名称	地点	产能（万吨）	计划投资总额（亿元）	拟使用募集资金投资额（亿元）	项目建设周期（月）	静态投资回收期（年）
广东阿华食品有限责任公司	广东省佛山市	6.57	8.63	8.63	36	7.23
广西阿秀食品有限责任公司	广西南宁市	2.50	4.44	4.44	36	7.51
合计	-	9.07	13.07	13.07	-	-

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

假设：

我们预计 2022/2023/2024 年公司禽类制品收入增速为 1.23%/19.41%/20.71%；畜类制品收入增速 6.65%/100.81%/102.73%；蔬菜产品收入增速 6.25%/15.20%/16.14%；其他鲜货产品收入增速 7.25%/24.50%/25.14%；其他产品营收增速 4.25%/14.21%/14.24%。

表 18：分产品盈利预测拆分

指标	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,171.96	5,276.08	6,548.62	6,727.96	8,048.46	9,766.21
增速（%）	-	2.01%	24.12%	2.74%	19.63%	21.34%
毛利率（%）	33.95%	33.48%	31.68%	23.10%	29.99%	31.34%
鲜货：禽类制品						
营业收入（百万元）	3,927.48	3,832.49	4,330.71	4,383.98	5,234.91	6,319.06
增速（%）	-	-2.42%	13.00%	1.23%	19.41%	20.71%
毛利率（%）	34.10%	34.48%	36.23%	26.37%	33.56%	35.56%
鲜货：畜类制品						
营业收入（百万元）	15.99	32.48	69.87	74.52	149.64	303.36
增速（%）	-	103.05%	115.15%	6.65%	100.81%	102.73%
毛利率（%）	20.92%	14.46%	4.59%	-74.22%	-15.83%	-12.38%
鲜货：蔬菜产品						
营业收入（百万元）	531.47	530.10	613.22	651.56	750.62	871.75
增速（%）	-	-0.26%	15.68%	6.25%	15.20%	16.14%
毛利率（%）	30.88%	27.94%	26.04%	24.76%	26.02%	26.97%
鲜货：其他产品营收						
营业收入（百万元）	322.64	460.78	593.17	636.19	792.08	991.19
增速（%）	-	42.82%	28.73%	7.25%	24.50%	25.14%
毛利率（%）	34.92%	31.56%	32.13%	25.90%	34.37%	36.20%
其他产品营收						
营业收入（百万元）	374.38	420.24	941.65	981.71	1,121.21	1,280.85
增速（%）	-	12.25%	124.08%	4.25%	14.21%	14.24%
毛利率（%）	56.61%	34.97%	16.15%	12.94%	19.00%	20.12%

资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

公司是休闲卤味龙一，以凝聚力、管理力见长，休闲卤味还有翻倍空间，泛卤味布局张力很大。我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 2.50/9.53/12.78 亿元，增速-74.51%/281.02%/34.13%，对应 3 月 8 日 PE 116/30/23 倍（市值 287 亿元），维持“买入”评级。

表 19：可比公司估值情况

序号	公司名称	总市值（亿元）		归母净利润（亿元）					PE		
		(2023.3.8)	2022E	增速	2023E	增速	2024E	增速	2022E	2023E	2024E
1	绝味食品	286.90	2.50	-74.51%	9.53	281.02%	12.78	34.13%	115.77	30.38	22.65
2	紫燕食品	116.51	2.59	-20.80%	3.96	52.45%	5.12	29.50%	44.91	29.46	22.75
3	周黑鸭	93.42	0.54	-84.33%	3.28	511.80%	5.20	58.48%	174.07	28.45	17.95
4	煌上煌	64.86	0.31	-78.69%	2.11	584.49%	2.78	31.83%	210.47	30.75	23.32

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期（180 天）。

6.风险提示

食品安全风险、原料价波动风险、消费场景波动风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2201.21	2267.24	2291.43	2922.74	3030.10
现金	1082.42	1064.69	865.89	1309.48	1169.02
应收账款	37.08	154.62	73.12	111.24	157.21
其他应收款	71.06	67.77	84.96	101.64	123.33
预付账款	113.47	91.02	140.58	149.97	165.68
存货	857.42	853.53	1088.33	1212.45	1377.48
其他流动资产	39.75	35.61	38.55	37.97	37.38
非流动资产	3721.11	5134.15	5485.46	6666.12	7601.29
长期投资	1558.01	2120.11	2268.52	2427.31	2597.22
固定资产	1345.20	1807.46	2267.26	3349.86	4133.91
无形资产	212.73	249.30	266.41	281.49	300.36
其他非流动资产	605.17	957.28	683.27	607.47	569.80
资产总计	5922.32	7401.39	7776.88	9588.87	10631.39
流动负债	903.89	1450.44	1710.51	1767.84	1911.42
短期借款	35.38	203.21	381.98	371.63	382.86
应付账款	432.39	473.30	621.40	655.69	764.95
其他流动负债	436.12	773.92	707.14	740.52	763.62
非流动负债	28.08	234.40	207.08	213.53	218.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	28.08	234.40	207.08	213.53	218.34
负债合计	931.97	1684.84	1917.59	1981.37	2129.76
少数股东权益	26.32	14.20	10.61	-2.55	-20.30
股本	608.63	614.58	614.58	637.19	637.19
资本公积	1586.64	1885.47	1885.47	3024.12	3024.12
留存收益	2772.95	3449.57	3349.48	3951.96	4863.52
归属母公司股东权益	4964.02	5702.35	5848.68	7610.04	8521.93
负债和股东权益	5922.32	7401.39	7776.88	9588.87	10631.39

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	915.70	1085.96	332.06	1048.27	1394.97
净利润	692.46	967.24	246.42	939.44	1259.98
折旧摊销	154.39	175.36	189.17	252.83	335.97
财务费用	-8.22	8.82	-0.80	0.54	-2.47
投资损失	100.52	-223.72	-57.40	-60.20	-113.77
营运资金变动	-57.44	-46.27	-13.86	-110.50	-111.07
其他经营现金流	33.98	204.52	-31.46	26.17	26.33
投资活动现金流	-931.73	-1057.86	-509.40	-1402.56	-1183.29
资本支出	372.79	626.48	498.42	1226.69	1037.99
长期投资	524.22	468.33	8.16	179.97	198.14
其他投资现金流	-34.72	36.95	-2.82	4.10	52.84
筹资活动现金流	-503.07	-42.77	-21.46	797.88	-352.14
短期借款	-144.62	167.83	178.76	-10.35	11.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	5.95	0.00	22.61	0.00
资本公积增加	28.55	298.83	0.00	1138.65	0.00
其他筹资现金流	-387.00	-515.38	-200.22	-353.03	-363.38
现金净增加额	-520.06	-17.74	-198.80	443.60	-140.47

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5276.08	6548.62	6727.96	8048.46	9766.21
营业成本	3509.50	4474.16	5173.98	5634.83	6705.15
营业税金及附加	39.95	50.90	59.21	54.73	76.18
营业费用	321.90	523.99	679.52	598.00	725.63
管理费用	331.59	417.55	437.99	473.25	588.90
研发费用	11.41	37.53	138.01	140.07	145.09
财务费用	-8.22	8.82	-0.80	0.54	-2.47
资产减值损失	-25.79	-0.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-100.52	223.72	57.40	60.20	113.77
营业利润	955.98	1261.69	308.59	1220.82	1653.83
营业外收入	29.54	45.32	42.55	39.14	42.34
营业外支出	14.52	5.47	9.61	9.87	8.31
利润总额	970.99	1301.54	341.54	1250.09	1687.85
所得税	278.53	334.29	95.12	310.65	427.87
净利润	692.46	967.24	246.42	939.44	1259.98
少数股东损益	-8.90	-13.69	-3.59	-13.15	-17.76
归属母公司净利润	701.36	980.94	250.01	952.60	1277.74
EBITDA	1102.15	1445.87	496.95	1474.18	1987.32
EPS (元)	1.15	1.60	0.41	1.50	2.01

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.01	24.12	2.74	19.63	21.34
营业利润(%)	-4.97	31.98	-75.54	295.61	35.47
归属母公司净利润(%)	-12.46	39.86	-74.51	281.02	34.13
获利能力					
毛利率(%)	33.48	31.68	23.10	29.99	31.34
净利率(%)	13.29	14.98	3.72	11.84	13.08
ROE(%)	14.13	17.20	4.27	12.52	14.99
ROIC(%)	28.28	35.13	7.25	21.99	24.56
偿债能力					
资产负债率(%)	15.74	22.76	24.66	20.66	20.03
净负债比率(%)	3.80	17.82	19.92	18.76	17.98
流动比率	2.44	1.56	1.34	1.65	1.59
速动比率	1.49	0.97	0.70	0.97	0.86
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.98	0.89	0.93	0.97
应收账款周转率	210.69	64.44	55.80	82.34	68.62
应付账款周转率	9.45	9.88	9.45	8.82	9.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	1.54	0.39	1.50	2.01
每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	1.71	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	7.79	8.95	9.18	11.95	13.38
估值比率					
P/E	41.27	29.51	115.77	30.38	22.65
P/B	5.83	5.08	4.95	3.80	3.40
EV/EBITDA	23.14	17.64	51.31	17.30	12.83

投资评级说明:

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

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

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

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

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

国元证券研究所

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