

休闲卤制品行业领导者，产融结合构建美食生态

——绝味食品（603517）首次覆盖

增持(首次)

2023 年 09 月 22 日

投资要点:

公司概况: 绝味食品是国内休闲卤制品行业领导者，产融结合构建美食生态。坚持“深耕鸭脖主业，构建美食生态”的战略方针，为消费者提供美味、新鲜、安全、优质的休闲美食，并通过产融结合方式构建美食生态。创始人戴文军拥有公司 26.35% 股权，多位高管参与持股，团队具备丰富的市场营销、股权投资和企业管理经验。近年来公司在疫情带来的不确定性中顽强发展，逆势拓店。为提升管理效率，2022 年 10 月公司重启股权激励计划，以考核目标计算，预计公司 2023-2025 年营收年复合增长率为 18.46%。为提振市场信心，公司拟于 2023 年 8 月 2 日起至 2024 年 8 月 1 日止，以自有资金 2-3 亿元回购股票，回购价不超过 50 元/股。

行业: 疫后行业重回正轨，品牌连锁龙头率先受益。人均收入提升、城镇化进程推进叠加消费场景便捷化，休闲卤味市场快速增长。2023 年中国休闲卤制品行业规模预计达 1958 亿元，2018-2023 年复合增长率为 16.54%。新冠疫情出清落后产能，行业迈向品牌化、规范化发展，目前行业格局分散，一超多强特点显著。绝味食品以 9% 的市占率位居休闲卤制品市场份额榜首，拥有过万家门店远超同行对手。2022 年原材料价格大幅上涨以及线下消费客流断崖式下跌，卤制品行业短期承压，2023 年伴随加盟商经营情况好转，叠加上游原料价格有望回落，卤味企业毛利率或将在下半年开始回升。由于鸭副产品占公司营业成本比例较高，对盈利水平影响较大，如果鸭副产品采购成本降低，公司净利润将获得显著改善。

公司: 深耕鸭脖主业，用特色美食丰富美好生活。①**产品&品牌:** 鸭脖连锁领导品牌，致力于提供美味休闲卤制品。2022 年绝味食品主营业务收入 85% 以上来自于卤制食品销售，拥有近 200 个品种和规格产品，并于 2022 年上榜十大最受欢迎卤味熟食品牌，位列行业第三。②**产销:** 开业门店覆盖全国，规模效应带来成本优势。绝味食品 2022 年卤制品销量为 13.25 万吨，单位成本仅为 29.28 元/千克，大幅低于煌上煌和紫燕食品。生产网络覆盖全国，当日配送保证最佳口感，运输成本同样具备竞争优势。③**渠道:** 加盟模式成熟，单店模型可复制性强，快速拓店提升市场份额。公司门店从 2017 年 9053 家增长至 2022 年 15076 家，

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6622.84	7819.38	9151.28	10937.58
增长比率(%)	1.13	18.07	17.03	19.52
归母净利润(百万元)	232.54	606.82	909.77	1130.94
增长比率(%)	-76.29	160.96	49.92	24.31
每股收益(元)	0.37	0.96	1.44	1.79
市盈率(倍)	95.50	36.60	24.41	19.64
市净率(倍)	3.22	2.60	2.35	2.10

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	631.24
流通A股(百万股)	631.24
收盘价(元)	34.73
总市值(亿元)	219.23
流通A股市值(亿元)	219.23

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师:

陈雯

执业证书编号: S0270519060001

电话: 02032255207

邮箱: chenwen@wlzq.com.cn

复合增速达 10.74%，单店收入从 42.53 万元提升至 43.93 万元，年复合增速为 0.65%，远超行业竞争对手。渗透率持续提升，绝味仍有较大开店空间，据测算公司仍有近 8000 家门店的开店空间，华东地区和华北地区拓店空间较大。④**美食生态：高潜赛道全面布局，构建美食生态产业。**专注卤味核心产业，投资助力企业发展，目前公司已投资廖记食品、精武鸭脖、盛香亭等 7 个泛卤味品牌。投资产业链协同企业，绝味食品布局了多个供应链、调味品和轻餐饮品牌，逐步推进美食生态圈构建。疫后投资标的的经营环境好转，投资回报有望提升。

盈利预测：公司是国内休闲卤味行业领导者，深耕鸭脖主业，打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌，产融结合用特色美食丰富美好生活。卤制品业务，公司门店渗透率仍有提升空间，伴随公司拓店步伐持续推进，原材料价格下降，公司主业有望实现量利齐升。其他业务，网聚资本通过“产业投资+增值服务”方式，持续对主业协同企业进行投资，助力公司打开第二、第三增长曲线，疫后经营环境好转有望带来投资回报提升。我们预计，公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.96/1.44/1.79 元/股，对应 2023 年 9 月 15 日股价的 PE 分别为 36.60/24.41/19.64 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素：行业竞争加剧风险、原材料降价不及预期风险、食品安全风险、投资失败风险。

正文目录

1 休闲卤制品行业领导者，产融结合构建美食生态	5
1.1 从跑马圈地开辟国内版图，到上市开启全球化布局	5
1.2 股权激励调动积极性，回购股票提振市场信心	6
1.3 逆势开店抢占市场份额，上游价格上涨盈利短期承压	7
2 疫后优化行业重回正轨，品牌连锁龙头率先受益	11
2.1 消费场景多元化拉动需求增长，休闲卤制品赛道高速发展	12
2.2 行业竞争格局分散，连锁品牌化已成发展趋势	13
2.3 疫后行业重回正轨，盈利修复空间大	15
3 深耕鸭脖主业，用特色美食丰富美好生活	17
3.1 鸭脖连锁领导品牌，致力于提供美味休闲卤制品	17
3.2 绝味之道：成熟加盟体系开拓市场，高效供应链稳固竞争优势	18
3.2.1 成熟健康加盟体系，单店投资性价比高、可复制性强	19
3.2.2 生产网络遍布全国，成本运营优势显著	21
3.3 区域布局持续扩张，拓店空间充足	23
4 高潜赛道全面布局，构建美食生态产业	25
4.1 聚焦卤味核心赛道，外延投资打开新增长曲线	25
4.2 疫后投资标的的经营环境好转，投资回报有望提升	28
5 盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测	31
5.2 投资建议	33
6 风险提示	33
图表 1: 绝味食品历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 公司高管团队情况	6
图表 4: 公司股权激励计划	7
图表 5: 公司营业收入及同比增速	8
图表 6: 公司归母净利润及同比增速	8
图表 7: 公司历年毛利率和净利率情况	8
图表 8: 公司历年期间费用情况	8
图表 9: 2022 年公司不同店龄门店的收入贡献构成	9
图表 10: 2022 年公司不同店龄门店的数量构成	9
图表 11: 2021 年公司不同店龄的单店营收比较	9
图表 12: 2022 年公司不同渠道门店的收入贡献构成	10
图表 13: 2022 年公司不同渠道门店的数量构成	10
图表 14: 公司线上渠道的销售情况	10
图表 15: 公司分产品收入情况	11
图表 16: 公司分产品毛利率情况	11
图表 17: 公司分地区收入情况（单位：亿元）	11
图表 18: 公司分地区毛利率情况	11
图表 19: 休闲卤味和佐餐卤味对比	12
图表 20: 中国居民可支配收入和人均消费支出情况	12
图表 21: 中国城镇及乡村人口情况	12

图表 22: 休闲卤味市场规模和佐餐卤味市场规模.....	13
图表 23: 2020 年卤制品主要消费动机.....	14
图表 24: 2021 年卤制品消费渠道占比.....	14
图表 25: 2021 年休闲卤制品行业格局.....	14
图表 26: 2019 年佐餐卤制品行业格局.....	14
图表 27: 2021 年-2023H1 卤制品行业毛利率情况.....	15
图表 28: 2021 年-2023H1 卤制品行业净利率情况.....	15
图表 29: 毛鸭主产区均价.....	15
图表 30: 鸭苗主产区均价.....	15
图表 31: 绝味食品鸭副产品采购成本占营业成本的情况.....	16
图表 32: 2023 年春节全国购物中心客流（人次）.....	16
图表 33: 2023 年端午全国购物中心客流（人次）.....	16
图表 34: 公司休闲卤制食品.....	17
图表 35: 2022 十大最受欢迎卤味熟食品牌.....	18
图表 36: 部分卤味品牌门店形象.....	18
图表 37: 卤制品企业商业模式对比.....	18
图表 38: 绝味食品销售模式.....	19
图表 39: 绝味鸭脖和周黑鸭单店模型对比.....	20
图表 40: 绝味加盟连锁渠道管控体系.....	20
图表 41: 卤制品企业近年来净开店数.....	20
图表 42: 绝味食品单店模型与同行企业对比.....	20
图表 43: 绝味食品全国生产网络.....	21
图表 44: 绝味食品单店运输费用与同行业公司对比（元/店）.....	21
图表 45: 2022 年卤制品企业销量及单位成本对比.....	22
图表 46: 绝味食品存货周转率与同行业公司对比.....	22
图表 47: 绝味食品与同行企业毛利率对比.....	23
图表 48: 绝味食品与同行企业净利率对比.....	23
图表 49: 2021 年中国卤制品消费者主要偏好口味调查.....	23
图表 50: 绝味食品开店空间测算.....	24
图表 51: 网聚资本增值服务版块.....	25
图表 52: 网聚资本投资的主要卤味企业.....	25
图表 53: 网聚资本投资的主要非卤味企业.....	27
图表 54: 绝味食品投资活动现金流量净流出情况.....	29
图表 55: 2020-2022 年绝味食品新增股权投资项目.....	29
图表 56: 公司投资活动产生的现金流量净额与投资收益.....	30
图表 57: 公司投资收益情况（单位：亿元）.....	30
图表 58: 公司长期股权投资与其他权益工具投资情况.....	31
图表 59: 公司存在投资回收风险的投资项目.....	31
图表 60: 绝味食品盈利预测.....	32
图表 61: 绝味食品盈利预测结果.....	33
图表 62: 可比公司估值表.....	33

1 休闲卤制品行业领导者，产融结合构建美食生态

绝味食品成立于2005年，2017年3月在上海证券交易所上市。公司坚持“深耕鸭脖主业，构建美食生态”的战略方针，为消费者提供美味、新鲜、安全、优质的休闲美食，通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的运营管理，创办一流特色美食平台，打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌。利用“产业投资+增值服务”的方式，公司围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮等与核心战略密切相关的产业赛道进行投资，探索布局“第二、第三增长曲线”，实现“构建美食生态”的远景规划。

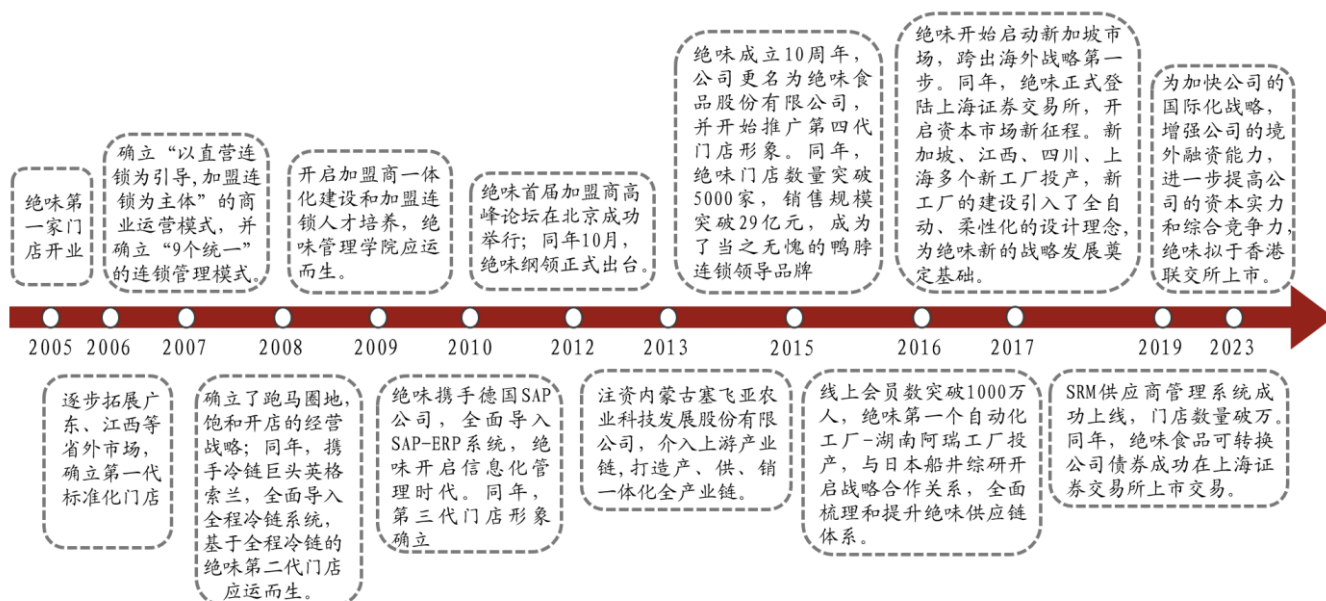
1.1 从跑马圈地开辟国内版图，到上市开启全球化布局

第一阶段（2005-2007）：**绝味启航，加盟模式快速扩张**。绝味首家门店于长沙南门口开业，随后向广东、江西等省外市场进行拓展，形成第一代标准化门店，确立了“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的商业运营模式。

第二阶段（2008-2016）：**跑马圈地开辟全国版图，资本运作整合产业链优势**。绝味确立了跑马圈地，饱和开店的经营战略，引进英格索兰全程冷链系统，携手德国SAP公司开启信息化管理时代，开辟全国版图。引入战略资本合作伙伴，并通过注资内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司介入上游产业，打造产、供、销一体化全产业链。全面推广第四代门店形象，湖南阿瑞自动化工厂投产，与日本船井综研开启战略合作关系，全面梳理和提升供应链体系。

第三阶段（2017-至今）**登陆资本市场，开启全球化布局**。启动新加坡市场，跨出海外战略第一步，新加坡、江西、四川、上海等多个新工厂投产。2017年正式登陆上海证券交易所，开启资本市场新征程，2019年绝味食品可转换公司债券成功在上海证券交易所上市交易。2023年绝味食品为加快国际化战略，增强公司的境外融资能力，进一步提高公司的资本实力和综合竞争力，拟于香港联交所上市。

图表1:绝味食品历史沿革

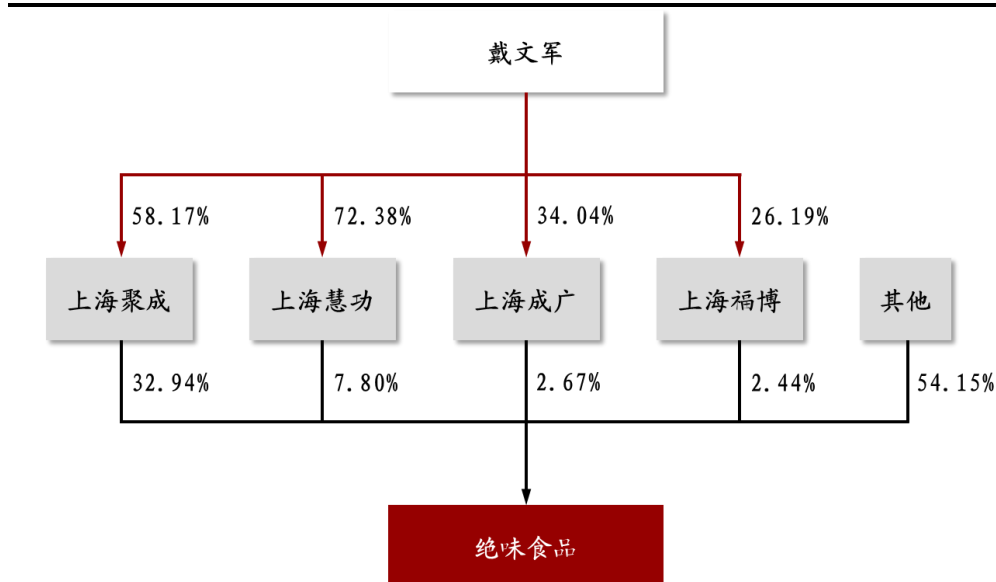


资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.2 股权激励调动积极性，回购股票提振市场信心

创始人戴文军持股比例高，多位高管参与持股。戴文军为公司实际控制人，通过上海聚成、上海慧功、上海成广和上海福博间接持有公司26.35%股份，高远、彭浩等公司高管也通过上述持股平台持有公司股份。高管团队从业背景丰富，工作经历覆盖市场营销、股权投资和财务管理等领域。

图表2:公司股权结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

注：股权结构及文军持股情况摘自2023年半年报

图表3:公司高管团队情况

姓名	主要工作经历
戴文军	1968年出生，男，中国国籍，有境外永久居留权，长江商学院EMBA。曾任株洲千金药业股份有限公司市场部经理。现任绝味食品股份有限公司董事长和总经理。
张高飞	1974年出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任湖北楚冠生物工程有限公司招商部经理、广东康人药业有限公司招商部经理、深圳同安药业有限公司招商部经理。现任绝味食品股份有限公司监事。
崔尧	1973年出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，大专学历。曾任巨人集团子公司经理，正大青春宝集团分公司经理，安康北医大分公司经理。现任上海绝配柔性供应链服务有限公司执行董事，绝味食品股份有限公司监事、供应链总监。
彭浩	1982年出生，女，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，人力资源管理师。曾任长沙共同广告传播有限公司总监助理。现任绝味食品股份有限公司职工监事、总经理办公室经理。
高远	1985年出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，特许金融分析师（CFA）、国际信息系统审计师（CISA），并持有上海证券交易所颁发的董秘资格证书和证券投资基金业协会颁发的基金从业资格证书，耶鲁大学高级管理硕士（MAM, Yale School of Management），复旦大学工商管理硕士（MBA）。历任三胞集团资本规划中心高级总监、南京新百（600682）董事会秘书、绝味食品全资子公司深圳网聚投资有限公司副总裁，并在淡马锡（Temasek）控股子公司丰树集团（Mapletree）等国际企业从事投资工作。
王志华	1972年出生，男，中国国籍，无境外永久居留权，长江商学院EMBA、中国注册会计师。历任唯品会旗下乐蜂网、品骏控股CFO（首席财务官）、深圳网聚投资有限责任公司（绝味食品全资子公司）副总裁，并在亚太资源集团、TysonFood（泰森食品）、International Paper（国际纸业）、Sonoco（实耐格）等多家跨国公司担任财务管理职位。2020年12月至今任绝味食品股份有限公司财务总监。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

重启股权激励，调动管理层和员工积极性。2022年10月公司重启股权激励计划，以此吸引和留住优秀人才，持续推进长期激励机制的建设，有效结合股东利益、公司利益和员工利益，充分调动公司管理层和核心员工的积极性。首次授予日为2022年10月10日，向符合授予条件的178名激励对象共计授予847.80万份股票期权，行权价格为37.61元/股，第一个行权期为自首次授予登记完成之日起18个月后的首个交易日起至首次授予登记完成之日起30个月内的最后一个交易日当日止。以公司考核目标计算，预计公司2023-2025年营收复合增长率为18.46%，保持稳定增长趋势。

图表4:公司股权激励计划

行权安排	考核目标
第一个行权期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 19%
第二个行权期	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 39%
第三个行权期	以 2021 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 67%

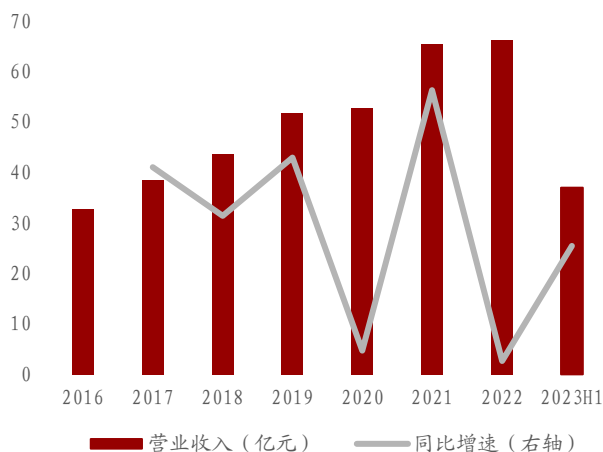
资料来源：公司公告，万联证券研究所

回购股票，提振市场信心。公司于2023年7月18日披露公告，公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司A股股份，用于减少公司注册资本，拟回购资金总额2亿元（含）~3亿元（含），回购价格不超过人民币50元/股（含），回购期限自2023年8月2日起至2024年8月1日止。按本次最高回购金额3亿元（含）、回购价格不超过50元/股（含）测算，若全额回购，预计回购股份数量约为6百万股，约占公司总股本（回购前）的0.95%。

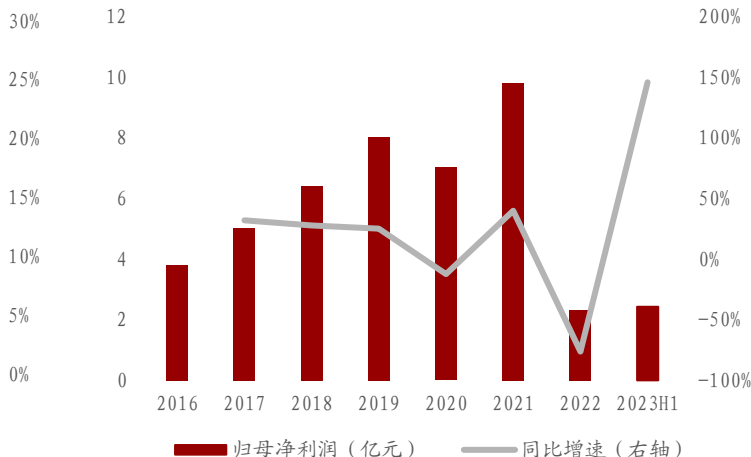
1.3 逆势开店抢占市场份额，上游价格上涨盈利短期承压

加盟模式保障规模扩张，原料涨价盈利短期承压。近年来，公司凭借加盟模式的发展优势，快速拓店提高经营规模，门店数从2016年的9053家提升至2022年15076家。2020年以来国内的新冠疫情反复扰动实体经济、餐饮类及线下连锁类消费，公司在危机中抓住机遇，适当加快门店扩张节奏，重点加大受疫情影响较小区域的布局，同时辅以海纳百川项目推进，提升市场份额。开店计划的持续推进也让公司营收规模保持增长态势，2016-2021年公司营业收入从32.74亿元增长至65.49亿元，年复合增速为14.87%，归母净利润从3.80亿元增长至9.81亿元，年复合增速为20.87%。2022年受新冠疫情反复和上游原材料价格上涨影响，公司营业收入为66.23亿元，同比增长1.13%，归母净利润为2.33亿元，同比减少76.29%。2023年随着新冠疫情防控转入新阶段，线下消费市场复苏，实体经济逐步回暖，公司业绩也回升。2023年上半年公司营业收入同比增长10.91%，归母净利润同比增长145.55%。

图表5:公司营业收入及同比增速



图表6:公司归母净利润及同比增速

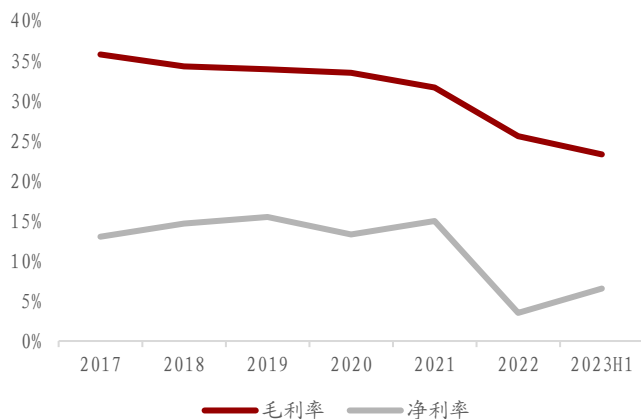


资料来源:公司公告, 万联证券研究所

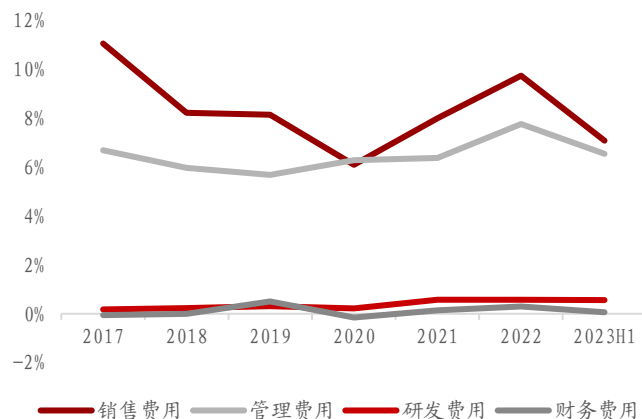
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

疫后原材料价格有望下降, 将推动毛利提升。外部环境复杂多变影响卤味行业, 特别是过去三年疫情反复对养殖和屠宰活动造成影响, 导致原材料供应减少, 原料价格持续上涨。不断变化的国际局势也造成全世界能源价格的巨幅波动, 由此带来下游工业产品, 如石油、饲料、包装成本等的大幅上升, 公司2022年毛利率和净利率出现较大幅度的下滑。期间费用方面, 销售费用在呈现上升趋势, 主要是给予加盟商各项政策支持导致市场费用和职工薪酬增加, 管理费用受加速计提股份支付费用的影响同样出现小幅上涨趋势。2023年伴随疫情防控放开, 受益于消费复苏和公司减少对市场的补贴和投入, 23H1净利率触底回升。原材料鸭副产品价格虽有下降趋势, 但仍处于高位, 当前毛利率水平仍处于历史低位水平。随着市场鸭副产品供给增加, 原材料价格有望继续下降, 公司毛利率能力有望进一步恢复。

图表7:公司历年毛利率和净利率情况



图表8:公司历年期间费用情况

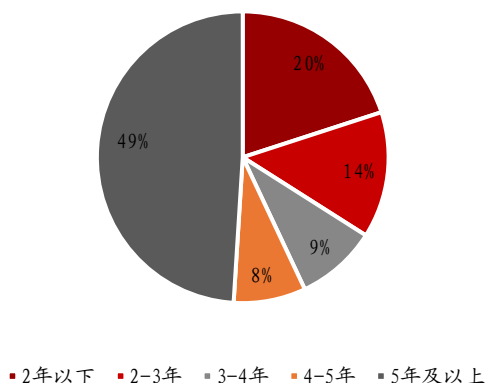


资料来源:公司公告, 万联证券研究所

资料来源:公司公告, 万联证券研究所

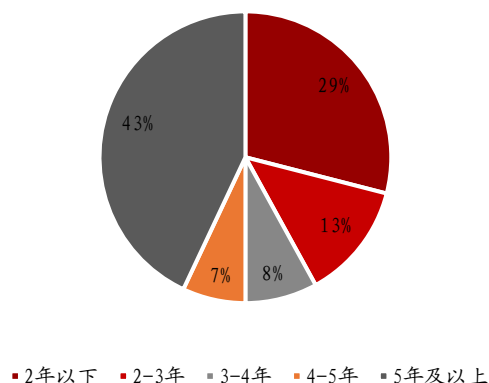
加盟商长期陪伴助力公司稳健发展。面对不断变化的市场环境, 公司依然实现了营业收入和门店数量的预期增长, 特别是大量陪伴公司长期发展的战略加盟商构成了公司应对不确定性挑战的坚强基石。从2022年收入贡献、数量构成上看, 店龄较长的门店占比较高, 其中5年以上店龄门店收入贡献49%, 数量占比43%。从2021年单店营收上看, 存量门店中单店营收随着店龄正向增长。

图表9:2022 年公司不同店龄门店的收入贡献构成



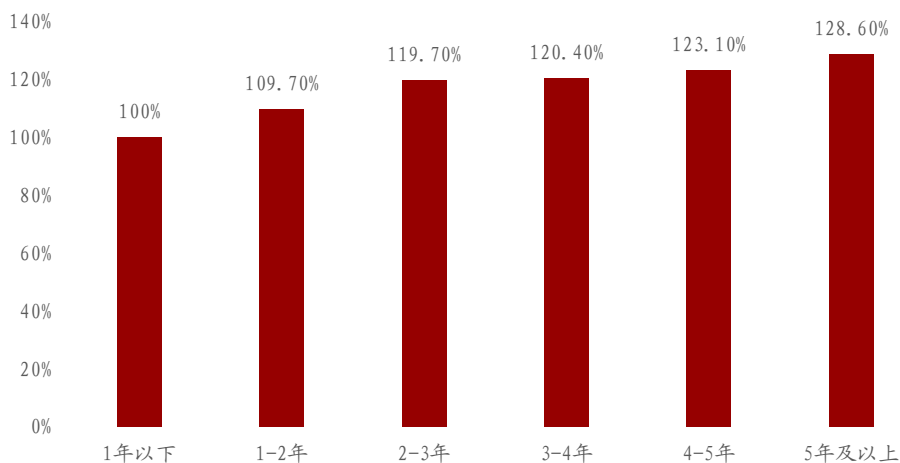
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表10:2022 年公司不同店龄门店的数量构成



资料来源：公司公告，万联证券研究所

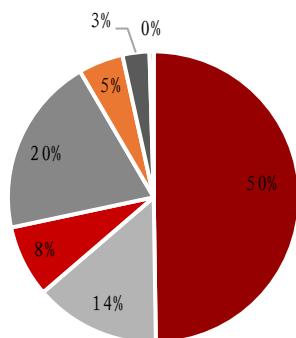
图表11:2021 年公司不同店龄的单店营收比较



资料来源：公司公告，万联证券研究所

沿街门店贡献半数营收。从2022年渠道构成看，沿街体、社区体等受疫情影响相对较小的场景门店在收入贡献和数量构成的占比均达到三分之二以上，体现了极强的经营韧性。2020年受疫情影响，线上渠道的销售量剧增，公司迅速调整，加大对线上外卖和私域流量的投入，提高了线上及整体营业收入，2018-2022年公司线上渠道营业收入从1.14亿元增长至13.41亿元，年复合增速为87.16%，线上渠道营业收入占比由0.26%增长至2.02%。

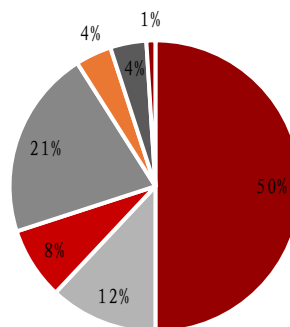
图表12:2022 年公司不同渠道门店的收入贡献构成



沿街体 综合体 商超体 社区体 交通体 学校体 文文体

资料来源：公司公告，万联证券研究所

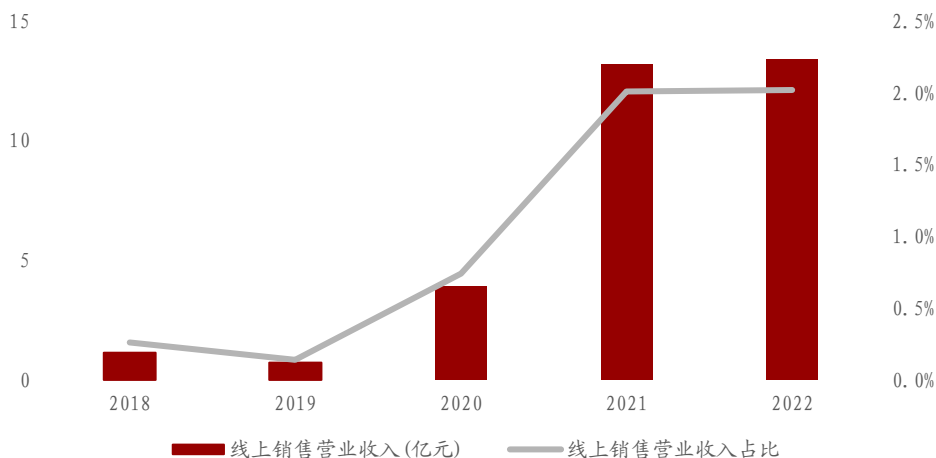
图表13:2022 年公司不同渠道门店的数量构成



沿街体 综合体 商超体 社区体 交通体 学校体 文文体

资料来源：公司公告，万联证券研究所

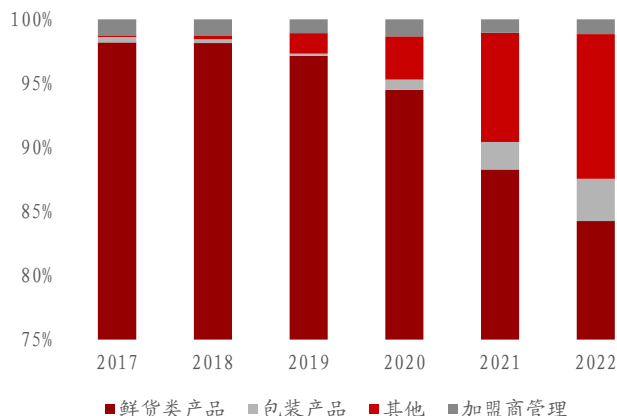
图表14:公司线上渠道的销售情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

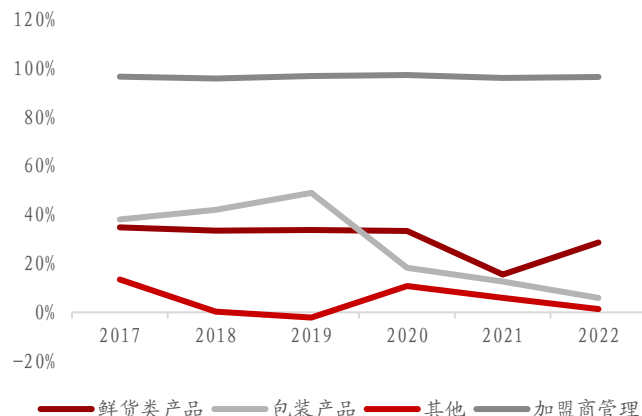
鲜货包装类产品贡献主要收入，国际化战略拓展高毛利海外市场。分产品来看，鲜货类产品占据公司主要收入份额，其他收入逐步提升，2022年公司鲜货类产品占比为84.27%。从盈利能力上看，加盟商管理毛利率最高，2022年毛利率为96.34%，其次是鲜货类产品、包装产品和其他产品，毛利率分别为28.66%、5.90%和1.31%。从区域看，华中、华南和华东地区营收居前，海外和西北地区市场仍有较大提升空间。毛利率方面，2022年各地区毛利率均有所下滑，海外销售毛利率保持较高水平，西北地区毛利率最低，呈现逐年下降趋势，其他地区毛利率维持在22%-27%区间。2023年公司拟于香港联交所上市，进一步提高境外知名度的同时，目标市场有望向日本、韩国、新加坡等亚洲经济强国发展。

图表15:公司分产品收入情况



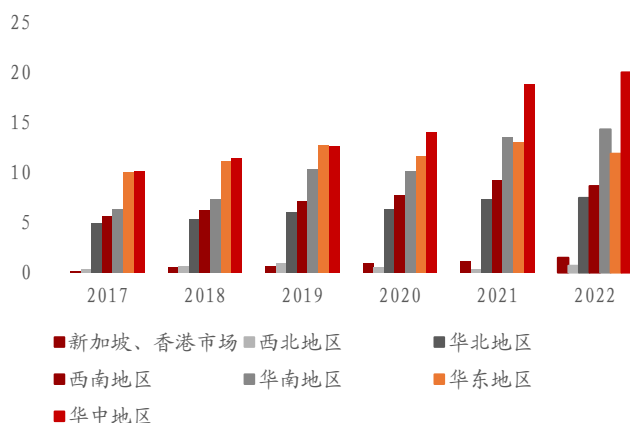
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表16:公司分产品毛利率情况



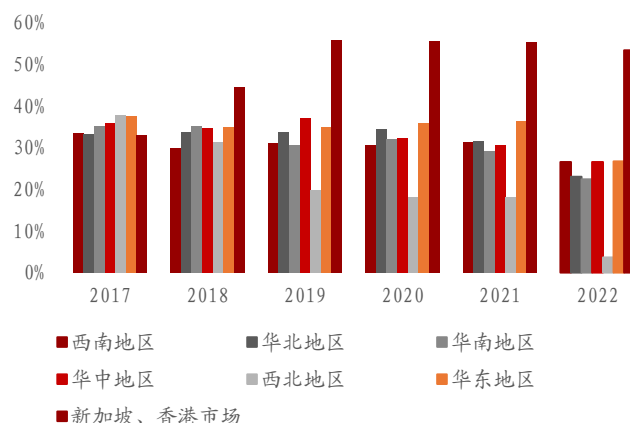
资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表17:公司分地区收入情况(单位:亿元)



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表18:公司分地区毛利率情况



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

2 疫后优化行业重回正轨, 品牌连锁龙头率先受益

卤制品主要可分为佐餐卤制品与休闲卤食品。其中, 佐餐卤制品主要是指在家庭以及餐厅、酒店等餐桌消费场景享用的佐餐食品。休闲卤制品主要是指在闲暇时享用的鸭脖、鸭爪等卤制食品, 常在正餐之间、社交以及体育活动等场景作为零食享用。休闲卤制品具有“色、香、味、型”俱全的特点, 是以鸭、鸡、猪、牛、蔬菜、水产品、豆制品等为主要原料, 加入姜、蒜、盐、醋、辣椒等调味料以及香辛料, 以水加热煮制而成, 口味多样、风味浓郁, 是我国传统美食的重要组成部分。

图表19:休闲卤味和佐餐卤味对比

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

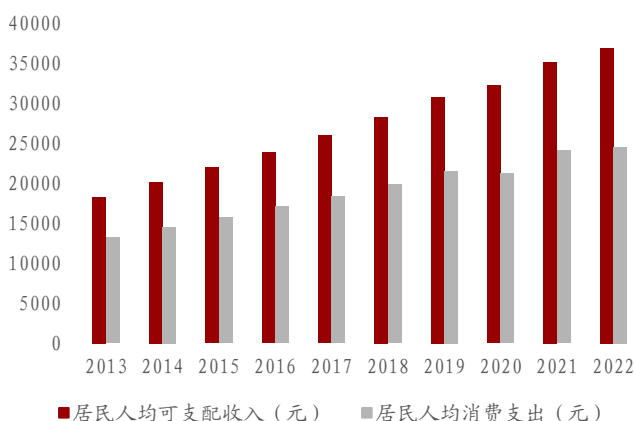
资料来源：紫燕食品招股说明书，万联证券研究所

2.1 消费场景多元化拉动需求增长，休闲卤制品赛道高速发展

人均收入提升叠加城镇化进程推进，休闲卤制品走向发展快车道。近年来，受益于我国宏观经济的稳定发展，我国居民人均收入水平及消费能力不断增长。统计局数据显示，中国国内生产总值由2016年的74.64万亿元上升至2022年的121.02万亿元。经济增长带动中国居民可支配收入不断提高，我国居民人均可支配收入由2016年的2.38万元提高至2022年的3.69万元，年复合增长率为7.56%。随着人均可支配收入水平不断上升，我国居民的人均消费支出相应从2016年的1.71万元增长至2022年的2.45万元，年复合增长率为6.19%。我国居民收入水平和消费能力的持续增加，推动卤制品市场规模不断扩大。

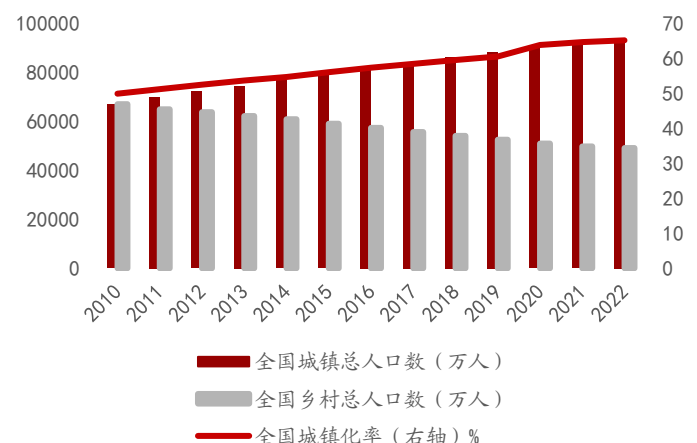
卤制品主要消费群体为城镇人口，因此城镇人口的持续增加扩大了我国卤制品的市场拓展空间。根据统计局数据，2011年我国城镇人口首次超过农村人口，至2022年，我国城镇人口进一步增加至9.21亿，占总人口的比重已经达到65.22%，与发达国家75%的城镇化率相比，我国未来城镇居民人数还将持续上升，新进入城镇的群体所带来的消费贡献将推动城镇卤制食品消费的持续增加。

图表20:中国居民可支配收入和人均消费支出情况



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表21:中国城镇及乡村人口情况

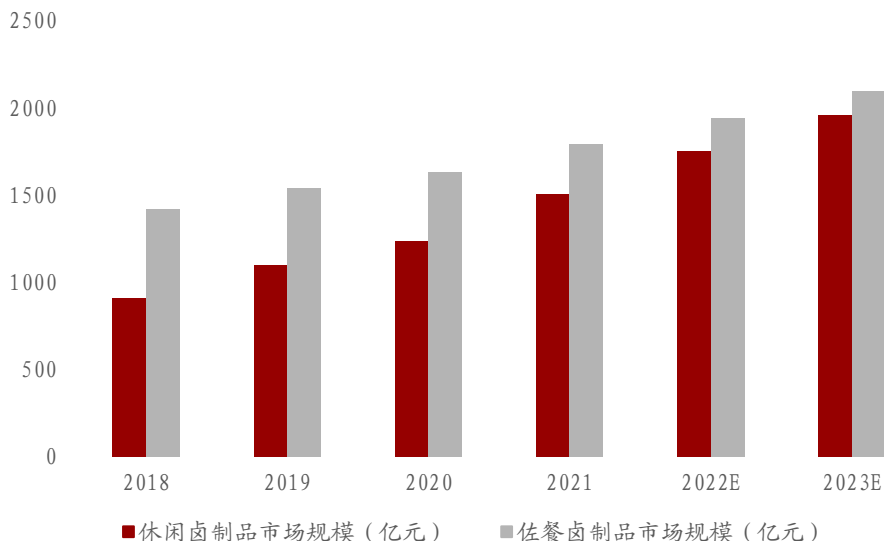


资料来源：iFind，万联证券研究所

卤制品消费场景便捷化，休闲卤味市场快速增长。随着居民生活水平的提高、生活节奏的加快，便捷美味的卤制品市场得到了快速的发展。从需求端看，卤制品本身起源于餐桌，作为日常饮食消费产品，卤制品消费具有较强的刚性需求属性，消费频次较

高，消费者基数庞大。根据艾媒咨询数据显示，2023年中国佐餐卤制品行业规模达2093亿元，2018-2023年复合增长率为8.08%；2023年中国休闲卤制品行业规模达1958亿元，2018-2023年复合增长率为16.54%。整体来看，佐餐卤制品的市场规模大于休闲卤制品，但休闲卤制品市场供需高度匹配，增速高于佐餐卤制品。

图表22:休闲卤味市场规模和佐餐卤味市场规模



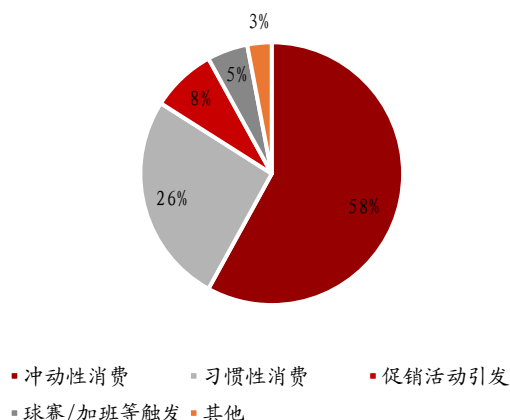
资料来源：艾媒咨询，万联证券研究所

2.2 行业竞争格局分散，连锁品牌化已成发展趋势

复盘卤味行业发展历程，从传统作坊到工业化生产。上世纪80年代初，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。从上世纪90年代初开始，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。2000年-2010年，行业的市场规模进一步扩张，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。2010年以来，随着消费者消费需求的提升、对产品品牌和品质的关注，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行业龙头企业，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。

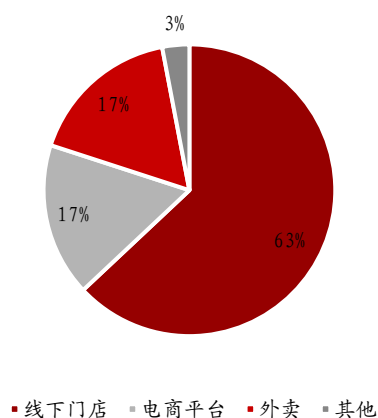
线下冲动消费为主，渠道布局为关键竞争力。根据2020年Mob研究院的调查显示，卤制品的购买动机主要是冲动性消费和习惯性消费，两者占比分别为58%和26%。从2021年卤制品消费渠道上看，线下门店消费占比高达63%，电商平台和外卖各占17%，因此，离消费者越近，线下门店越多的卤味品牌更容易得到消费者的青睐。

图表23:2020 年卤制品主要消费动机



资料来源: Mob研究院, 万联证券研究所

图表24:2021 年卤制品消费渠道占比

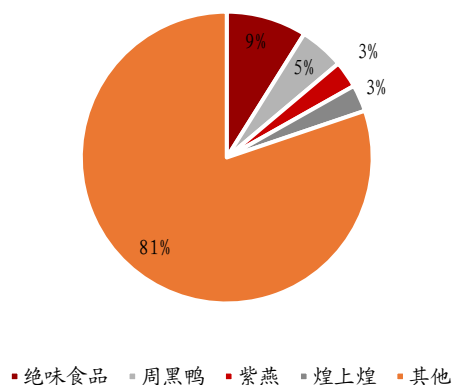


资料来源: 观研天下, 万联证券研究所

新冠疫情出清落后产能, 行业迈向品牌化、规范化发展。就供给端而言, 伴随着过去三年新冠疫情期间线下消费需求的降低、城市商圈人流量的减少以及原材料价格的持续上涨, 近年来行业内部的竞争格局正在加速重构, 卤味行业的中小品牌面临严峻的生存挑战, 一大批传统意义上的“夫妻老婆店”因为资金周转、食品安全等问题退出市场。与此同时, 头部企业的生产经营在疫情的大背景下也同样面临挑战, 一方面大量的中小“网红店”不断出现, 另一方面阶段性下降的线下消费需求, 对相关企业的品牌创新能力、资金运营效率、供应链保障能力和精益管理水平提出了更大的考验。未来, 随着市场品牌集中化程度的提升、食品卫生安全标准的提高、冷链物流的发展, 中国卤制食品市场将朝着连锁化、品牌化、规模化、规范化的方向进一步发展, 行业份额逐渐向头部企业集中。

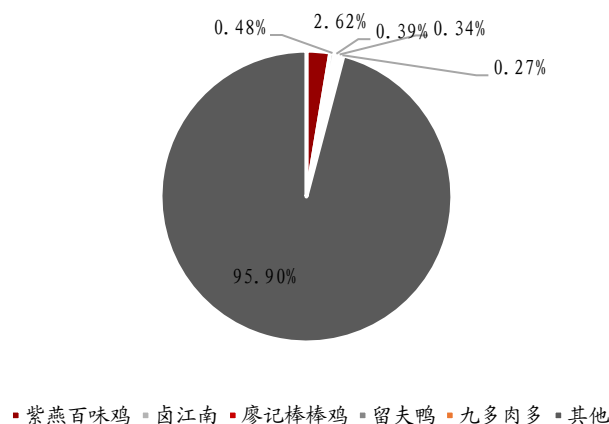
行业格局分散, 一超多强特点显著。目前, 绝味食品凭借加盟连锁的扩张模式, 以及对疫情影响销售场景的深度研究, 通过优化门店选址布局、提升加盟体系支持, 谨慎、科学的拓展市场份额, 积极整合行业资源, 以9%的市占率位居休闲卤制品市场份额榜首, 周黑鸭、煌上煌、紫燕食品等企业紧随其后, 而在佐餐卤制品市场中, 紫燕百味鸡份额占比最大, 从2019年2.62%提升至2020年2.82%, 其他新兴品牌如廖记棒棒鸡、卤江南、留夫鸭和九多肉多等企业也展现出强劲势头。

图表25:2021 年休闲卤制品行业格局



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

图表26:2019 年佐餐卤制品行业格局

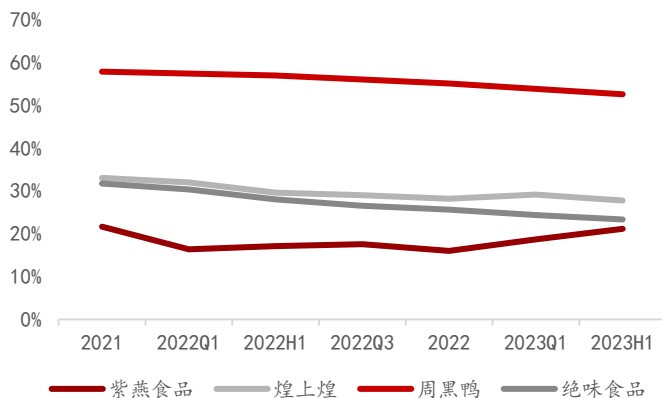


资料来源: 紫燕食品招股说明书, 万联证券研究所

2.3 疫后行业重回正轨，盈利修复空间大

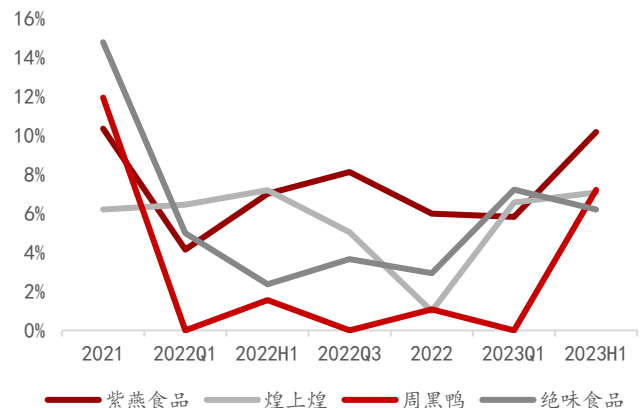
上游原料价格有望回落，卤味企业毛利率或将在下半年逐步回升。2022年卤味企业的盈利都出现了较大幅度的跌幅，多家龙头企业毛利率和净利率均呈现下滑趋势，市场质疑连锁开店带来增收不增利的问题。我们认为，盈利能力下降并非源于连锁开店，主要是受上游原材料价格上涨影响：1）疫情爆发前毛鸭价格经历了两年上涨，行业内大规模扩产导致2020年产量过剩，叠加疫情影响，鸭苗和肉鸭价格大幅下跌，进入产能去化阶段；2）2022年中游屠宰企业疫情期间开工率下降，肉鸭供应量不断下降；3）俄乌冲突爆发导致养殖饲料价格上涨，养殖成本上升；4）基建和房地产企业的开工面积和建设进度下降，导致鸭肉蛋白质的主要消费场景（例如工地团餐）需求下降，鸭农提高鸭副产品价格，平衡整鸭毛利。肉鸭及鸭苗2022年全年均价较2020年均价上涨33.17%和91.97%，导致卤味企业毛利率承压，周黑鸭、煌上煌、紫燕食品、绝味食品2022年毛利率相较2021年分别下降2.76pcts、4.84pcts、5.65pcts、6.11pcts。毛鸭价格上涨、养殖利润提升，防疫政策优化后上游产能开始扩张，2023年初受益于下游需求回暖，鸭产品价格仍然维持高位。2023年4月以来伴随毛鸭供给逐步缓解，毛鸭及鸭苗价格开始回落，预计卤味企业毛利水平有望在下半年逐步回升。

图表27:2021年-2023H1 卤制品行业毛利率情况



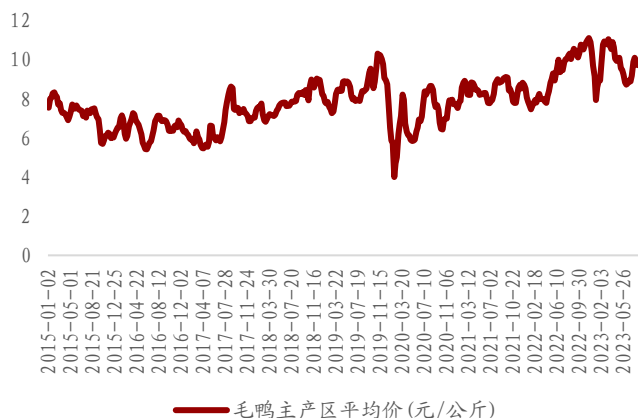
资料来源：iFind，万联证券研究所

图表28:2021年-2023H1 卤制品行业净利率情况



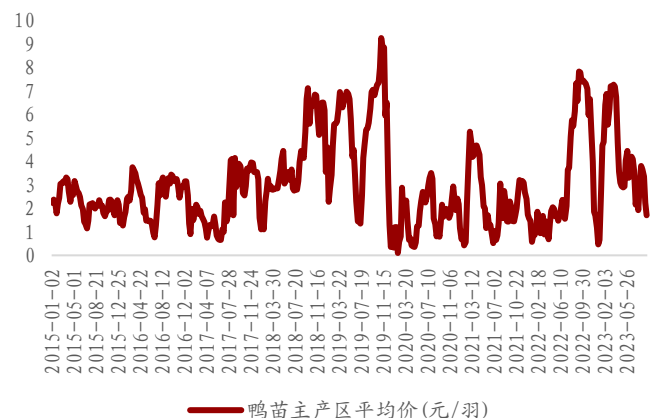
资料来源：iFind，万联证券研究所

图表29:毛鸭主产区均价



资料来源：iFind，万联证券研究所

图表30:鸭苗主产区均价

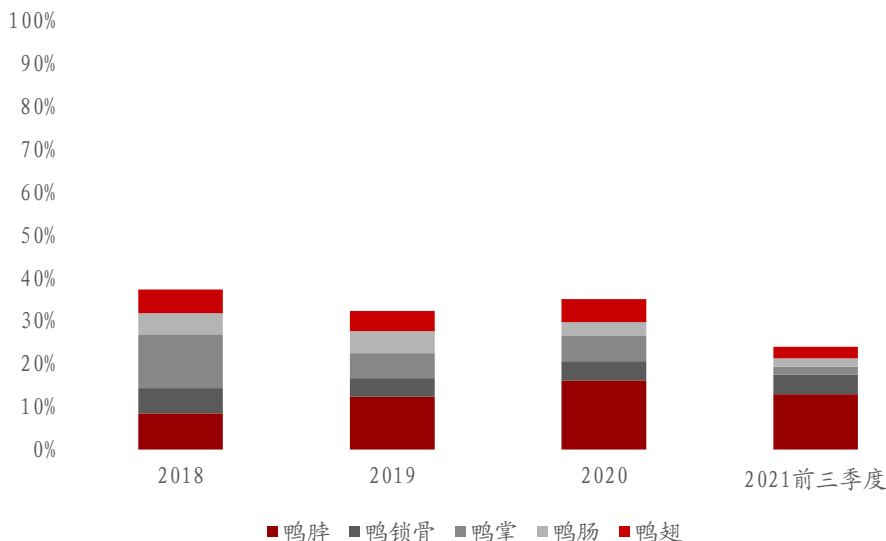


资料来源：iFind，万联证券研究所

如果鸭副架成本下降，将带来公司净利润的显著增长。根据公司年报数据显示，2018-2020年（2021年Q4开始公司不再披露相关数据）绝味食品鸭脖、鸭锁骨、鸭掌等鸭副

产品采购成本占营业成本比例的均值为34.91%，占当期营业收入比例的均值为23.07%，以2022年的净利率2.93%为基数计算弹性， Δ 净利润/ Δ 鸭副成本的弹性值为783.35%，以此弹性为基础，假设其他条件不变的情况下，可粗略计算得出，如果绝味食品鸭副产品采购成本每降低10%，公司净利润将增长78.74%。

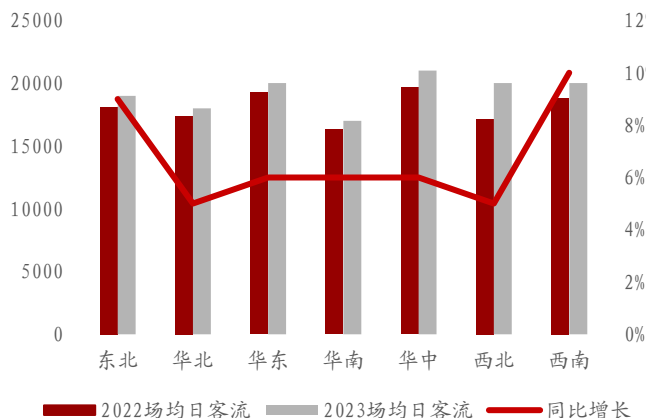
图表31:绝味食品鸭副产品采购成本占营业成本的情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

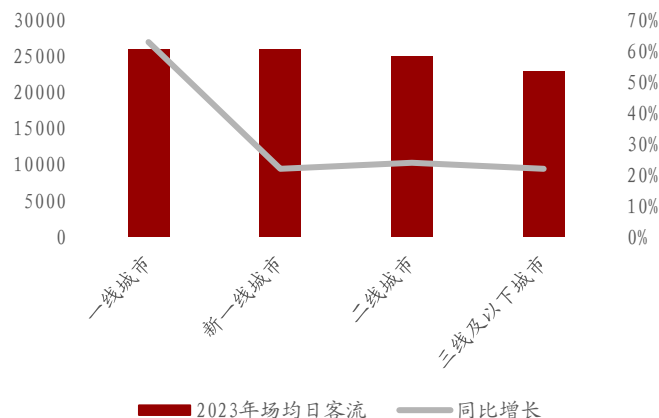
线下消费场景逐步恢复，有望带动卤制品销售回暖。2022年卤味行业承受了巨大的压力，首先是疫情导致的线下消费需求的降低，特别是交通枢纽、购物中心及旅游目的地等场景客流人数的大幅下降导致原本的高势能消费区域的消费力断崖式下跌。2023年伴随防疫政策优化，线下消费场景逐步恢复，购物中心等客流恢复有望带动卤制食品销售回暖。据汇客云客流数据显示，2023年春节长假期间，全国购物中心总客流7.1亿人次，场均日客流1.95万人次，同比2022年春节上升6.9%，各区域购物中心客流情况均较上年呈现上涨趋势。此外，2023年端午节期间，各地区客流同比2022年表现均有明显提升，一线城市客流同比表现好于新一线城市、二三线及以下城市。

图表32:2023年春节全国购物中心客流（人次）



资料来源：汇客云，万联证券研究所

图表33:2023年端午全国购物中心客流（人次）



资料来源：汇客云，万联证券研究所

3 深耕鸭脖主业，用特色美食丰富美好生活

3.1 鸭脖连锁领导品牌，致力于提供美味休闲卤制品

公司主要产品为休闲卤制食品，按形态分为鲜货产品和包装产品两大类，涵盖了禽类制品、畜类制品、蔬菜制品、水产品等品种，细分为“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“盐焗风味”、“简装系列”、“精装系列”、“礼品系列”等近200个品种和规格，2022年绝味食品主营业务收入85%以上来自于卤制品销售。

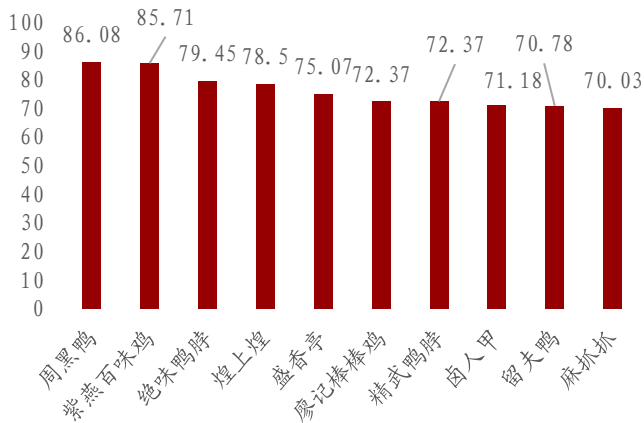
图表34:公司休闲卤制食品



资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

始于美味，忠于信赖，致力于用特色美食丰富美好生活。“绝味”因其口味独特、品种多样、贴近时尚的特点，倍受广大消费者青睐，迅速成为全国卤制休闲类食品的领军品牌。通过特许连锁经营这一新型模式的成功嫁接和运用，品牌快速向全国扩展。截止2022年末，“绝味”门店覆盖了全中国31个省级行政区及香港、澳门特别行政区。公司始终把产品质量放在首位，把顾客的健康安全放在首位，依托于专业系统的闭环供应链，基于大数据和智能算法等先进技术，确保产品品质和服务体验，确保每一份产品健康、安全、美味，给消费者带来舌尖上的美好体验，致力于“用特色美食丰富美好生活”，并于2022年上榜十大最受欢迎卤味熟食品牌，以79.45分位列行业第三。

图表35:2022 十大最受欢迎卤味熟食品牌



资料来源：NCBD，万联证券研究所

图表36:部分卤味品牌门店形象



资料来源：各公司官网，万联证券研究所

3.2 绝味之道：成熟加盟体系开拓市场，高效供应链稳固竞争优势

绝味门店领跑同业，周黑鸭定位高端。从门店数上看，绝味食品以15076家（2022年末数据）门店数远超同行，紫燕百味鸡以5695家门店数位居第二，主要是两家公司均采用加盟模式对门店进行快速扩张。与之相对的是周黑鸭专注于直营模式，品牌定位中高端，相对而言客单价较高，但存在扩张速度慢，市场份额被抢占的缺点，近年来周黑鸭也开始推进“直营+特许加盟”的商业模式升级，不断提升线下门店对不同消费场景的覆盖。

图表37:卤制品企业商业模式对比

品牌	经营模式	门店总数	加盟门店数	直营门店数	主要销售区域	主要销售产品	人均消费（元）
绝味	加盟为主	15076	未披露	未披露	江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南、天津和江苏等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜，米制品	28.52
周黑鸭	直营为主	3429	1983	1446	北京、江西、湖北、湖南、广东、河南、上海等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，香干、藕片等佐餐凉菜	36.6
久久丫	加盟为主	2572	未披露	未披露	北京、江苏、浙江、四川、上海、广东等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品	35.43
紫燕	加盟为主	5695	5666	29	四川、重庆、上海、安徽、江苏、浙江等	百味鸡、芙蓉鸭、油烫鸭、藤椒鸡、凤爪、鹅翅、鸭脖、夫妻肺片等酱卤肉制品，海带、云丝等佐餐凉菜	31.85
煌上煌	加盟为主	3925	3678	247	江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南、天津和江苏等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜，米制品	31.37

资料来源：窄门餐眼，公司公告，万联证券研究所

注：门店数量只包括中国大陆地区，其中久久丫未上市，门店数量取自宅门餐眼，其他公司门店数量取自2022年年报

3.2.1成熟健康加盟体系，单店投资性价比高、可复制性强

深度绑定加盟商利益，构建健康加盟生态圈。公司采取以“直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式。近年来，绝味加盟门店的数量增长较为迅速，主营业务收入80%以上来源于加盟模式的产品销售。“众行致远，美美与共”，公司创新性地设计并推行了加盟商委员会体系，旨在通过加强公司与加盟商、加盟商与加盟商间的联系沟通，充分发挥资源优势，建立有效的厂商互动平台，推行绝味共同价值观和加盟商一体化建设，推动加盟商伙伴生意发展。目前公司加盟商委员会组织拥有116个战区委工作小组，3000余家加盟商，加盟商之间通过多年的协同发展逐渐形成了“三会治理”体系，夯实了彼此间的合作共赢关系，为绝味生态的健康成长构建了稳定的渠道基础。此外，公司还构建了以“产品组合、单店模型、加盟体系”为核心要素的三维一体的连锁加盟管理机制，将共同目标、制度规范、行为准则等通过加盟商月刊、加盟商大会、自媒体、微课堂、标杆人物评选等多种形式，进行层层宣导，与加盟商形成命运共同体关系，下沉管控职能，强化服务职能，让加盟商自发地维护品牌形象，持续自我成长，形成健康发展的生态圈。

图表38:绝味食品销售模式

项目	直营门店	加盟门店
权益归属	公司投资，拥有收益权	加盟商投资，拥有收益权
人员安排	公司聘请，纳入公司的人事体系	加盟商聘请，但须接受公司的培训和监管
生产方式	区域生产基地统一采购原材料并生产	
供货方式	区域生产基地统一供应	
物流模式	全程“冷链”统一配送至门店	
销售模式	公司通过直营门店以零售方式向顾客销售产品	公司对加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售
产品定价方式	地区统一零售价	

资料来源：公司招股说明书，万联证券研究所

单店模型投资性价比高、可复制性强，快速拓店提升市场份额。借助多年来销售网络建设和管理的经验，绝味食品已构建了基于销售计划统筹、加盟商一体化建设、营销经营分析的销售管理体系。公司对加盟商的筛选拥有完整的评估体系和方法，从加盟商的经验、能力、实力、理念、店铺资源和合作意愿等六大方面进行综合评判。开店前，公司会根据成熟的门店选址方法，综合考虑周围商圈、人流量、消费习惯、消费水平等条件，帮助加盟商找到最佳的开店地点，并通过合理的门店规划形成新店与现有门店良性的竞争格局。公司还会对加盟商门店经营人员进行产品知识、设备操作、销售技巧、门店日常管理、经营理念、实际销售技巧等方面的系统性培训。从开店吸引力角度分析，在店面面积相似的情况下，绝味食品的前期投入更低，毛利率更高，投资回收期也维持在9-12月的较低水平，相对周黑鸭的特许经营模式更具吸引力。卓越的加盟商体系构建也使得绝味食品近年来的门店数量和单店收入稳步增长，公司门店从2017年9053家增长至2022年15076家，年复合增速达10.74%。与直营模式经营的周黑鸭对比，绝味食品开店前期投入小，投资回收期较短，成熟的加盟体系深度绑定门店与总部之间的利益关系，帮助公司快速拓展市场份额。2018-2022公司累计净开店5161家，远超同行煌上煌和周黑鸭917家和2141家的拓店速度。

图表39:绝味鸭脖和周黑鸭单店模型对比

	绝味食品	周黑鸭
店铺选址	交通体、综合体、沿街体、文文体	人流量大、客群符合品牌定位的优质商圈
店铺面积	10-15 平方米	10 平方米以上（门头宽 3 米）
前期投入	10-15 万	15 万-20 万
毛利率	45%	37%
投资回收期	9-12 月	-

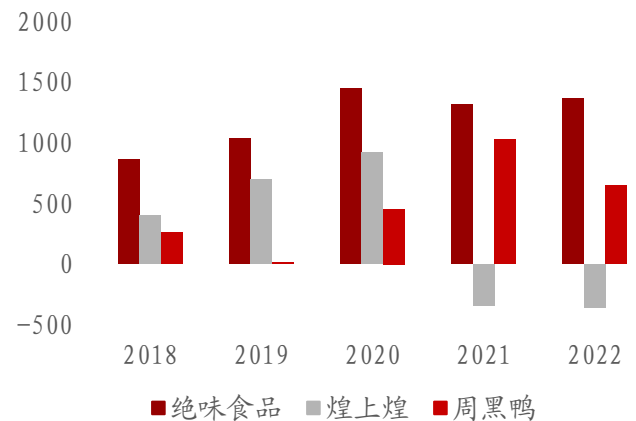
资料来源：各公司加盟小程序，万联证券研究所

图表40:绝味加盟连锁渠道管控体系



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

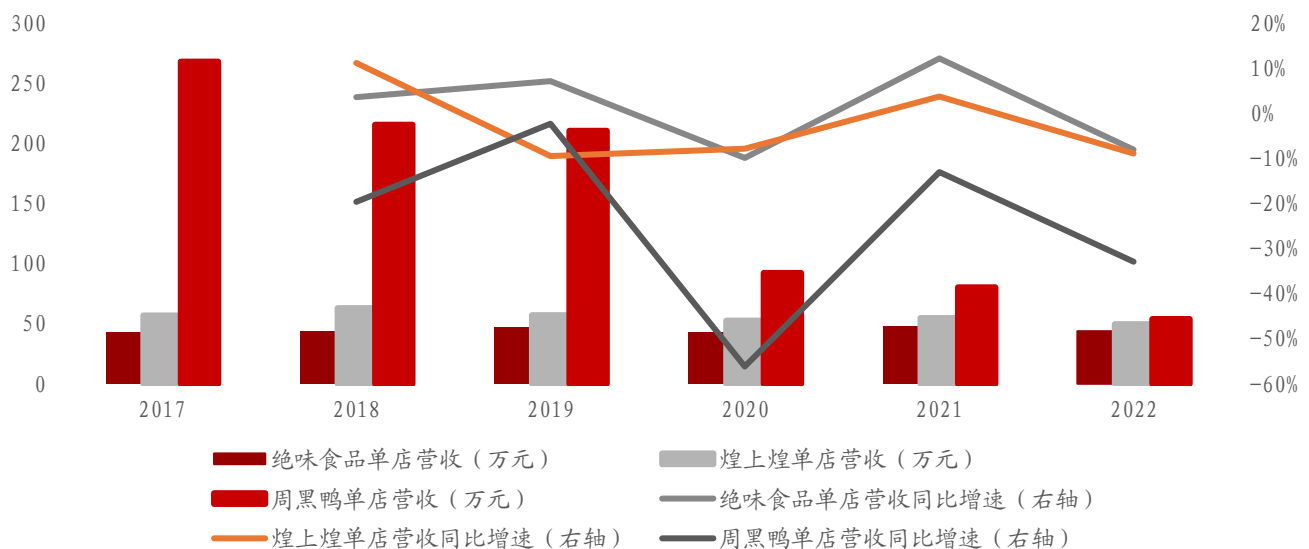
图表41:卤制品企业近年来净开店数



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

相较于周黑鸭和煌上煌而言，绝味单店营收规模较小，但成长性更强。2017-2022年单店收入从42.53万元提升至43.93万元，年复合增速为0.65%，显著优于煌上煌和周黑鸭-2.58%和-27.45%的收入增速，疫情期间受到的影响明显小于煌上煌和周黑鸭，考虑是单店自身的成长性冲减了疫情反复扰动的负面影响。在疫情影响逐步消除后，单店营收有望迅速恢复并释放更强劲的成长动力。

图表42:绝味食品单店模型与同行企业对比

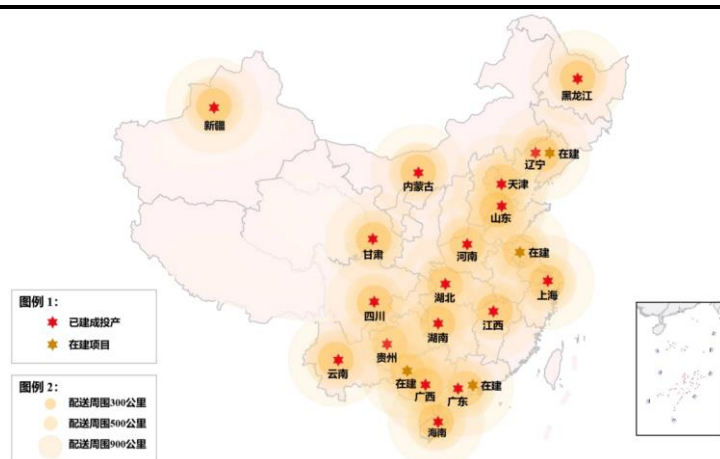


资料来源：各公司公告，万联证券研究所

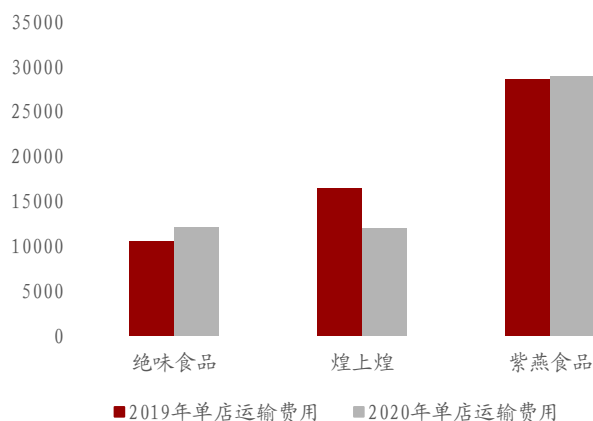
3.2.2生产网络遍布全国，成本运营优势显著

生产网络覆盖全国，当日配送保证最佳口感。根据销售网络建设的需要，以300-500公里为半径布局供应链，公司已在全国范围内建立了以22个生产基地（含4家在建）为中心的供应链网络，每个生产基地均能够很好的辐射到各区域市场，构建了一个“紧靠销售网点、快捷生产供应、最大程度保鲜”的全方位供应链体系，实现“当日订单，当日生产，当日配送，24小时开始售卖”，保证了产品“鲜、香、麻、辣”的最佳口感。此外，生产工厂的全国性布局也使得公司的运输成本具备较强的竞争力，公司2020年单店运输费用为12156元/店，低于紫燕食品28932元/店，与煌上煌12024元/店基本持平。

图表43:绝味食品全国生产网络



图表44:绝味食品单店运输费用与同行业公司对比（元/店）

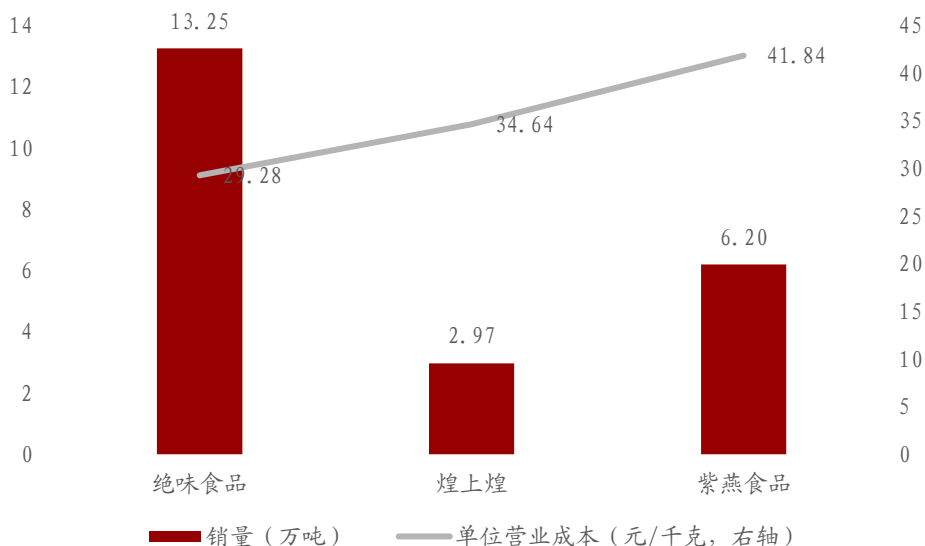


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

规模领先提升供应链话语权，上游采购成本优势突出。凭借历年的业务积累，公司已经建立起规模领先的卤味加工产业群，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建了覆盖全国的供应链网络，已经初步在材料采购成本、生产配送效率等方面形成竞争优势。公司与行业细分品类的头部供应商之间形成了稳定长期的业务伙伴关系，借助公司多年构建和优化的信息系统和业务分析工具，能够较为准确的预估材料市场变化趋势，平抑上游价格波动影响，做到科学储备、规模生产、精确配货，进一步优化公司的成本结构，有效平抑上游价格波动影响，持续提升公司业务的抗风险能力。对比同行企业，绝味食品2022年卤制品销量为13.25万吨，单位成本仅为29.28元/千克，大幅低于煌上煌和紫燕食品，公司成本优势显著。

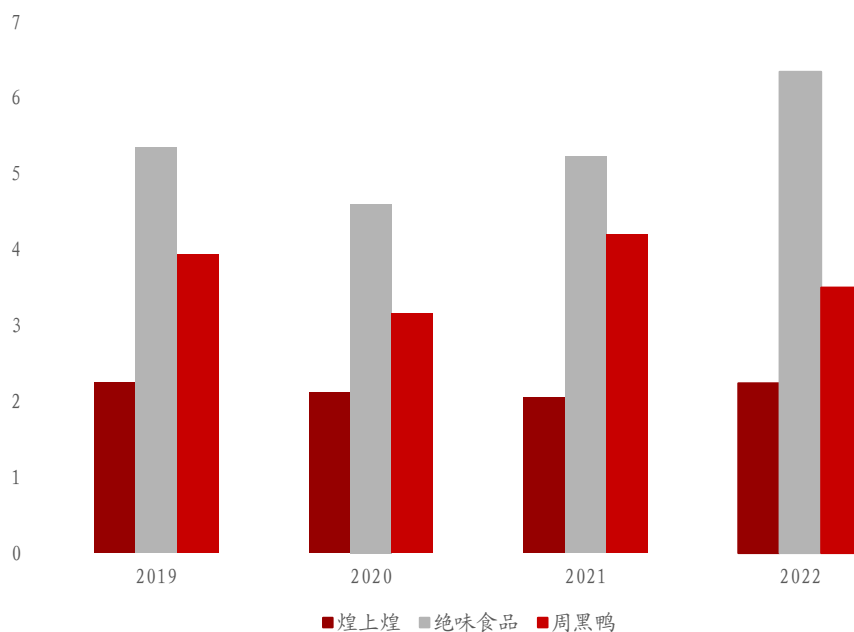
图表45:2022 年卤制品企业销量及单位成本对比



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

数字化管理提升经营效率, 运营能力行业领先。公司采取每日以销定产的经营模式, 每日指定时间前各加盟门店、直营门店向公司发送次日产品订单, 公司SAP-ERP系统收到订单后进行汇总, 经审核后, 各生产基地按接到的生产任务单安排生产, 完善的产销模式使得公司存货周转率高于同行竞争对手, 公司营运能力突出。

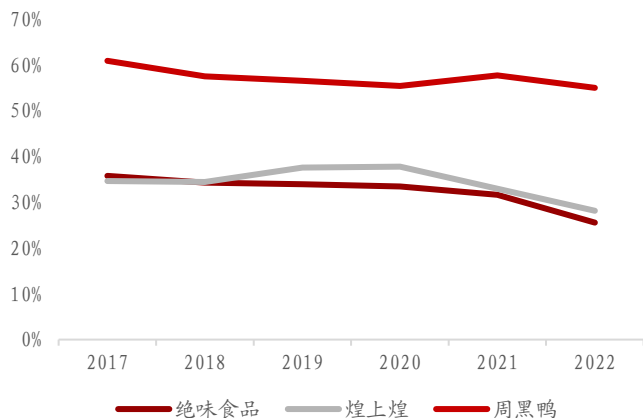
图表46:绝味食品存货周转率与同行业企业对比



资料来源: iFind, 万联证券研究所

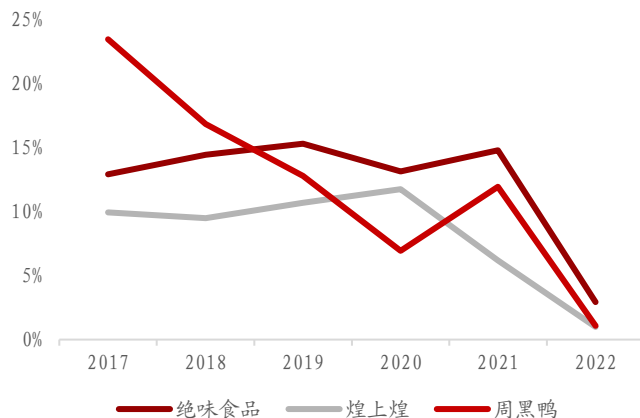
规模效应和高效运营带来出色盈利能力。从毛利角度分析, 周黑鸭品牌定位中高端, 客单价较高, 毛利率排名行业首位, 煌上煌和绝味食品紧随其后, 2022年三家企业毛利率分别为55.03%、28.16%和25.57%。从净利率看, 绝味食品借助规模优势和高效的经营效率, 盈利能力具有显著优势, 2022年净利率为2.93%远超煌上煌0.99%和周黑鸭1.08%。

图表47:绝味食品与同行企业毛利率对比



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

图表48:绝味食品与同行企业净利率对比



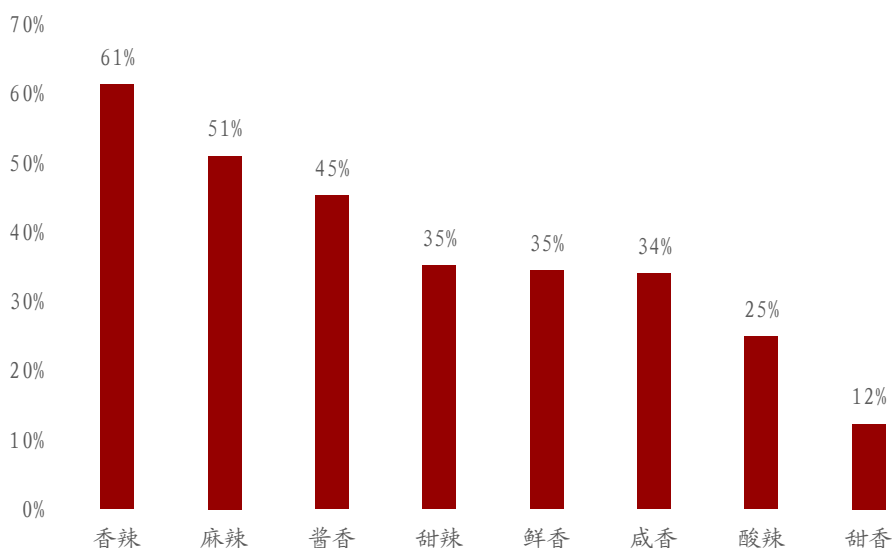
资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

3.3 区域布局持续扩张, 拓店空间充足

2022年新冠疫情冲击国内消费市场, 公司逆势扩张开店。截至2022年末, 公司在中國大陸地区门店总数为15076家 (不含港澳台及海外市场), 2022年实现净增长1362家。未来公司将以提升门店运营能力作为重点工作, 以消费者为导向, 以市场为核心, 因地制宜的制定市场经营策略, 通过加盟商委员会各层级组织的自驱力驱动, 品牌营销和门店强基运营双管齐下, 为门店终端赋能, 提升门店营收。

渗透率持续提升, 绝味仍有较大开店空间。中国的卤味文化源远流长, 在各地饮食文化不断发展与碰撞中, 卤制食品从口味上已发展出川卤、粤卤等多种卤制风味。据艾媒咨询调研数据显示, 中国卤制品消费者最喜欢的是香辣口味(61.3%), 其次是麻辣口味(51.0%), 口味的偏好与地区饮食习惯密切相关。结合地方统计局披露的各省份人口数和所在省份的绝味门店数, 计算出当地的开店密度, 以地区最大开店密度测算绝味食品的开店空间。

图表49:2021 年中国卤制品消费者主要偏好口味调查



资料来源: 艾媒咨询, 万联证券研究所

估算公司仍有近8000家门店的开店空间。利用窄门餐眼2023年3月公布的门店数据, 依据“地区人口数*所属地区开店最大密度”计算当地理论最大门店数, 我们发现国内

(含新加坡)绝味的开店上限约为22839家,仍有近8000家门店的开店空间。其中,华东地区和华北地区拓店空间较大,一线地区和西南地区同样具备充足的拓店空间。

图表50:绝味食品开店空间测算

区域	指标名称	2021年人口数 (万人)	门店数	开店密度(店/ 万人)	开店最大密度 (店/万人)	最大门店数
一线	上海	26365	471	0.018		483
	北京	23185	425	0.018	0.018	425
	广东	134340	1294	0.010		2463
华东	山东	107712	765	0.007		1560
	江苏	90085	900	0.010		1305
	浙江	69273	827	0.012	0.014	1003
	安徽	64744	440	0.007		938
	福建	44352	271	0.006		642
	江西	47847	693	0.014		693
华中	河南	104679	651	0.006		1219
	湖南	70141	817	0.012	0.012	817
	湖北	61748	450	0.007		719
东北	黑龙江	33098	128	0.004		333
	吉林	25158	61	0.002	0.010	253
	辽宁	44797	451	0.010		451
华北	河北	78885	342	0.004		1752
	内蒙古	25418	197	0.008	0.022	565
	山西	36863	408	0.011		819
	天津	14541	323	0.022		323
华南	广西	53347	569	0.011	0.016	830
	海南	10800	168	0.016		168
西南	云南	49677	384	0.008		745
	贵州	40798	401	0.010		612
	重庆	34019	510	0.015	0.015	510
	西藏	3873	25	0.006		58
	四川	88670	586	0.007		1329
西北	陕西	41876	688	0.016		688
	甘肃	26368	203	0.008		433
	宁夏	7678	35	0.005	0.016	126
	新疆	27427	47	0.002		451
	青海	6289	43	0.007		103
海外	中国香港	740		-		22
	中国澳门	66	2	0.030	0.030	2
	新加坡	545		-		17
总计	全国	1494053	13575			22839

资料来源:窄门餐眼, iFind, 万联证券研究所

注:数据截至2023年3月13日

4 高潜赛道全面布局，构建美食生态产业

4.1 聚焦卤味核心赛道，外延投资打开新增长曲线

围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮布局，构建美食生态。公司秉承“深耕鸭脖主业，构建美食生态”的战略，将供应链网络、渠道资源、组织建设等核心能力对生态企业开放，通过“产业投资+增值服务”赋能生态伙伴，通过“六共”协同（共享采购、共享仓储、共享产能、共享物流配送、共享销售体系、共享智力资源），致力成为“特色食品 and 轻餐饮的加速器”，实现绝味生态的共生、共创、共赢。公司通过全资子公司“网聚资本”，重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮等与公司核心战略密切相关的产业赛道进行投资，探索布局新的增长曲线，最终实现“构建美食生态”目标。

图表51:网聚资本增值服务版块



资料来源：公司公告，万联证券研究所

在泛卤味行业中，公司已投资廖记食品、精武鸭脖、满贯食品、盛香亭、颜家辣酱鸡、舞爪、卤江南食品等泛卤味企业。

图表52:网聚资本投资的主要卤味企业

被投资企业	品牌	成立时间	股权占比	业务介绍
长沙颜家食品销售有限公司	颜家辣酱鸭	2013年4月2日	21.11%	颜家辣酱鸭始于一九九四年，品牌至今一直秉承着古老烤卤工艺“三烘三卤”丝丝入味，恪守产品品质深受顾客的认可。在原材料的选取也有着自己的坚持，甄选每一只都是一年以上3斤左右的土母麻鸭，绝不采用填食激素超标鸭肉产品，配料采用36种全天然香料、卤料为原料熬制卤底，不添加任何香精、色素。种种的坚持成就了颜家的发展，截止2020年颜家辣酱鸭突破150家门店，成为湖南本土烤卤商家头部品牌。
武汉零点绿色食品股份有限公司	精武鸭脖	2004年11月29日	38.38%	武汉零点绿色食品股份有限公司是中国卤味鸭脖小吃的鼻祖品牌。诞生于1991年，因其起源于武汉重镇汉口商贸区精武路而得名。拥有“精武”、“KINGWUU”、“KINGWUU精武”等旗下品牌，零点绿色食品股份也经过16年的创新经营，已经发展成为一家集卤味全渠道销售

的休闲卤味小吃零食企业，其以精武鸭脖为主的一系列休闲卤味零食深受国内外年轻消费者的喜爱。

江苏卤江南食品有限
公司

卤江南食品

2017年5月15日

15.20%

卤江南前身“阿兵鸭品”，自2010年6月开始进入无锡、苏州、常州市场，以统一门店形象，统一产品，统一冷链配送的方式呈现在广大消费者面前。成立至今，不断深耕无锡及周边市场，多次受到无锡本地媒体的宣传报道，在苏锡常区域的卤味连锁行业中累积了一定的影响力和知名度，产品深受广大消费者的喜爱和认可。公司秉承“真材实料、匠心智造”的产品理念，“务实专注、同创共赢、勇于创新、乐于奉献”的企业价值观，以“打造餐桌首选卤味品牌”为愿景，在全体卤江南人的共同努力下，公司销售收入屡创新高，加盟店数已超1100家，门店遍布苏锡常、上海以及浙江部分地区，“卤江南”已经成为长三角颇具影响力和美誉度的卤菜连锁品牌。2020年伴随着泰兴工厂的投产，卤江南布局逐步辐射苏中、苏北、南京地区，现代、智能化工厂的高效运营，必将为卤江南的快速发展提供坚实的保障，为卤江南未来更好、更快的发展提供强大助力。

江苏满贯食品有限
公司

满贯食品

2019年1月30日

43.75%

阿满百香鸡，秉承25年熟食制作工艺，由上市公司绝味鸭脖和阿满食品共同投资打造，是一家集熟食研发、销售、美食文化传播于一体的综合性食品企业，总部位于南京。依托两大母公司丰富的产品线和强大的供应链优势，凭借精选的原料、特色的配方、严谨的工艺，研发出以夫妻肺片、百香鸡、藤椒鸡、招财猪手为主的上百种特色菜肴。深受广大消费者的喜爱！

福州舞爪食品有限
公司

舞爪

2018年3月20日

8.23%

2017年，舞爪成立，专注打造年轻人的卤味，立志成为“中国鸡爪品类冠军”。以独特的Q弹，甜鲜麻辣的口味立足卤味市场，全程使用经国家SC认证的中央工厂标准化生产，实现全国全程冷链系统配送，产品采用氮气锁鲜包装，保证产品安全卫生的同时也最大程度地锁住产品的新鲜口感。2021年，舞爪正逐渐成为鸡爪品类冠军及世界卤味年轻派代表。舞爪坚持“用美食传递快乐，用平台分享财富”的理念，连锁门店已超过三百家，一年销售超五千万根鸡爪，核心团队均来自千店连锁成员与上市企业高管，未来五年，舞爪全国连锁门店数量将超一万家。

长沙市拿云餐饮管理有限公
司

盛香亭

2014年4月28日

10.00%

盛香亭是聚焦热卤的创意轻餐品牌，公司不拘于传统的卤制食材、一锅一卤、现拌现吃的特色融合，打造出新食材、新工艺、新吃法的原创品牌，现已发展成集产品开发、技术培训、供应链管理、品牌运营为一体的复合型餐饮生态。2021年，获得腾讯、绝味等品牌注资，目前门店覆盖13座城市，门店超400家。

四川廖记投资有限
公司

廖记食品

2012年7月26日

11.74%

廖记食品连锁股份有限公司总部坐落于天府之国-成都，旗下拥有中国知名熟食连锁品牌-“廖记棒棒鸡”。由于选材地道，烹饪考究，口感麻、辣、鲜、香，“廖记棒棒鸡”深得顾客喜爱，成立不到短短一年时间，就声名大噪，产品供不应求。廖记棒棒鸡现在全国拥有门店900多家，员工3000多人，已成为西南地区众人皆知的企业。

资料来源：公司公告，天眼查，万联证券研究所

除了积极参与泛卤味品牌投资，绝味食品还布局了多个供应链（如内蒙古塞飞亚、鲜配物流、餐北斗、快行线、千味央厨等）、调味品（如美鑫食品、么麻子等）和轻餐饮品牌（如蛙来哒、和府捞面、书亦烧仙草、幸福西饼等），逐步推进美食生态圈构

建，目前千味央厨已成功IPO、么麻子拟深交所主板IPO，均体现出公司投资实力。

图表53:网聚资本投资的主要非卤味企业

类型	成立时间	企业	企业信息
供应链企业	2001年12月	内蒙古塞飞亚	塞飞亚是一家肉鸭养殖及加工企业，主要从事育种、曾祖代种鸭繁育、祖代种鸭繁育、父母代种鸭扩繁、鸭苗销售，商品鸭养殖，商品鸭屠宰加工、销售以及熟食加工、销售和饲料加工等业务，致力于冻鲜鸭产品、鸭产品熟食、新型草原鸭种苗推广销售。
	2012年7月	阿南物流	江西阿南物流是一家冷链物流服务提供商，专注于为生鲜、熟食、牛奶、蛋糕、中央厨房冷藏、冷冻产品等连锁品牌企业提供城市门店一站式仓储、冷链配送服务，承接全国冷链整车、干线物流运输、配送业务。
	2020年2月	鲜配物流	鲜配物流是一家冷链仓储配送和物流企业，公司可以承接全国范围内运输业务，为餐饮连锁、零售企业、生鲜食品生产企业提供城市冷链配送保障。
	2017年3月	餐北斗	餐北斗物流是一家专注于中国餐饮经营、食品加工与经销领域的物流运营商。以高效的物流信息系统和精益物流解决方案为工具，以订单驱动冷链物流仓储的运营和冷链运输资源整合，形成低成本、可控的、安全的、高效的餐饮食材物流运营网络，为广大餐饮和食材客户提供全国网络型冷链仓储与运输的总包服务。
	2016年11月	鲜生活冷链物流	鲜生活冷链成立于2016年，是新希望集团旗下发展最快的业务形态之一，依托于集团强大的资源整合能力和品牌打造实力，鲜生活目前在全国建立了70家分子机构，配送网点超30万个，覆盖人群超5亿人，是行业最大的冷链供应链企业之一。
	2014年8月	快行线	快行线是一个第三方冷链物流解决方案提供商及运营商，主要业务板块有：冷链城市配送、冷链零担业务、冷链宅配。通过采用信息管理系统有机结合的方式，实现了运单状态、货品温度、库存批次、库存数量的全程可视化。
调味品企业	2012年4月	千味央厨	千味央厨是一家餐饮供应链解决方案提供商，是肯德基、必胜客、德克士、真功夫、永和豆浆等知名餐饮企业和锦江之星酒店、富士康集团战略合作伙伴。
	2017年9月	美鑫食品	美鑫食品是一家复合调味品研发商，专注于中式汤底、酱料、鱼料、团餐料、粉料等复合调味品生产定制研发。
	2006年6月	雪麦龙	郑州雪麦龙食品香料有限公司是一家以食品香料研发为主营业务的有限公司，是河南省农业产业化省重点龙头企业
	2000年3月	仟壹生物	广州市仟壹生物技术有限公司是一家总部设在广州的中外技术合作企业。公司通过引进美国*新的生物技术、食品香精配方和生产工艺，结合中国市场的特点，研制生产适合中国市场需求的食用香精。
其他餐饮	2008年3月	么麻子	么麻子是一家调味品及生态食品生产商，依托中国经济的快速发展和庞大的餐饮市场需求，么麻子抓住机遇，主营业从农产品加工扩展到品牌食品生产。
	2000年3月	吉祥馄饨	吉祥馄饨是一个馄饨连锁品牌，产品包括各类大馄饨、小馄饨、燕皮馄饨、云吞面、馄饨面、凉菜饮料小吃等，店面采用统一的店面设计及产品配方，为消费者提供健康的饮食服务。
	2012年6月	很久以前	北京很久以前餐饮管理有限公司，是一家主营烧烤的大型直营连锁企业，在北京、上海、郑州、杭州、苏州、无锡等地开有90余家店面。
	2000年3月	丰茂烤串	丰茂串店是一个无烟烧烤连锁餐饮品牌，采用来自内蒙古苏尼特的羊肉手工现切串制烤串，炭炉现烤，配以人工炒制的朝鲜族调料，用户可使用智能烤制机器提前设置烤制时间，到点烤串自动上升后即可食用，已开设38家直营门店。
	2017年7月	味可拓	味可拓是一家餐饮连锁管理企业，从新餐饮整体业务出发，业务涵盖品牌孵化推广、运营、营销、管理、咨询、加盟、物流等领域，致力于打造从创业到运营、从招商到顾客、从食材到餐桌的全产业链服务平台。
	2016年8月	姚酸菜鱼	主打女性消费市场的酸菜鱼品类餐饮，以Tiffany的轻奢风格作为标签。

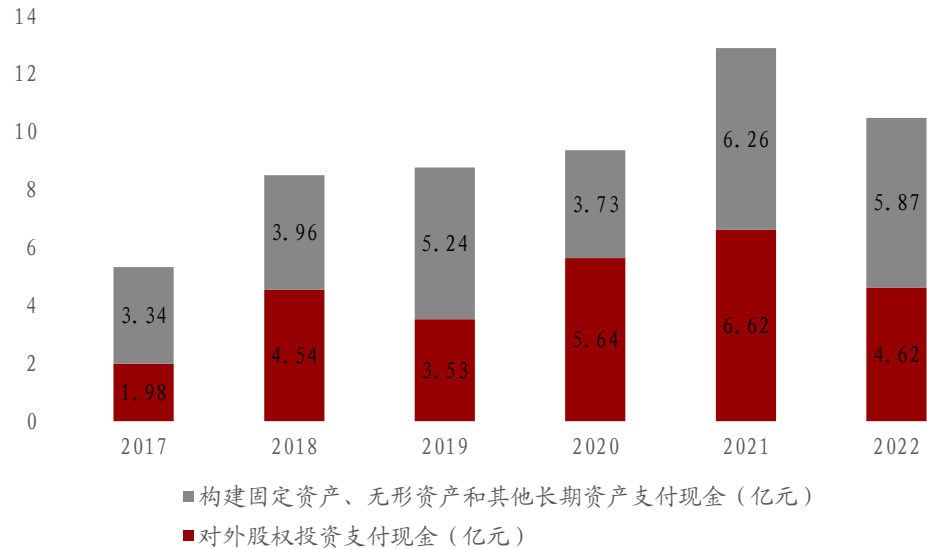
2011年8月	蛙来哒	蛙来哒是一家牛蛙主题餐厅，具备现代科学管理理念及制度的连锁餐饮公司。”覆盖全国 90 多个城市，拥有 300 多家门店，涵盖北上广深一线城市，也包括了三四线下沉市场。
1999年9月	派乐汉堡	派乐汉堡成立于 1999 年，是中国西式快餐历史最悠久的品牌之一。全国门店 3000 家，总部位于湖北武汉。
2007年8月	书亦烧仙草	书亦烧仙草是一个饮品连锁品牌，主要为用户提供咖啡、奶茶、茶饮、甜品、冰淇淋等系列饮品。
2010年4月	幸福西饼	幸福西饼最初是线下烘焙连锁品牌，2013 年转型做互联网蛋糕。通过线上下单，线下中央工厂和分布式工厂配合并自建配送团队送货上门的形式，服务用户，该模式能保证蛋糕新鲜现做，及时配送。
2012年2月	开心丽果	开心丽果是一个鲜榨果蔬汁品牌，主要经营无酒精、无添加的果汁饮料产品，拥有自主开发的全国门店实时联网线上线下互通订单管理系统，通过自建原生态果园基地，有效保障水果供应链的质量和稳定性，每半个月或者一个月推出一款新品。
2018年8月	恩喜村	恩喜村是一个冷冻烘焙品牌，是国内领先的冷冻烘焙规模化及自动化生产企业，主要为会员制商店、零售、连锁餐饮等优质渠道提供冷冻烘焙产品，主要产品包括瑞士卷、千层蛋糕、慕斯蛋糕、泡芙、曲奇、冰皮月饼等。
2012年8月	和府捞面	和府捞面成立于 2012 年，是一家中式面食直营连锁餐饮品牌，和府捞面坚持打造“养身·养心”的中式文化慢餐饮理念，开创了“书房里捞面”的创新模式。
2014年4月	淳百味	淳百味是一家专注于沙县小吃的餐饮企业，公司业务集餐饮连锁运营、标准化食材研发生产、市场营销、品牌建设为一体，隶属于福建淳百味餐饮发展有限公司。

资料来源：IT桔子，爱企查，公司公告，各公司官网，万联证券研究所

4.2 疫后投资标的经营环境好转，投资回报有望提升

公司自2017年上市以来，投资活动现金流量净流出额持续增加，主要包括资产采购和股权投资。主要分为两部分，一部分是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金，用于投入工厂建设，以满足公司不断发展的业务需要，2017-2022年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金从3.34亿元提升至5.87亿元，年复合增速为11.90%；另一部分是对外股权投资，主要用于构建“美食生态圈”，2017-2022年对外股权投资支付现金从1.98亿元提升至4.62亿元，年复合增速为18.44%，标的企业主要经营卤制品、轻餐饮、冷链物流、调味品、人才培养与软件开发等。公司从早年大力推动自身发展，逐步转型兼顾主业发展与对外投资，最终实现连接上下游企业，打造范围更广的发展圈以促进自身规模扩大与持续发展。

图表54:绝味食品投资活动现金流量净流出情况



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表55:2020-2022 年绝味食品新增股权投资项目

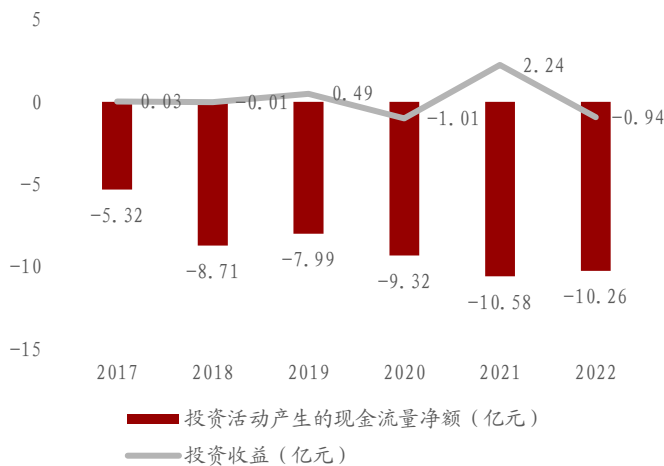
年份	标的企业	新增投资金额 (万元)	持股比例 (%)	主营业务	当年年末账面 价值 (万元)	当年确认投资 收益 (万元)
2020 年	金箍棒基金	38500.00	58.37	卤制品	38500.66	0.66
	肆壹伍基金	14850.00	65.37	卤制品、调味品	29310.76	-487.08
	绝了小龙虾	1975.00	79.00	轻餐饮	1978.15	3.15
	零点食品	902.25	38.38	卤制品	-	-
	鲜配物流	133.30	10.00	冷链物流	149.74	83.07
	合计	56360.55			69939	-400
2021 年	肆壹伍基金	32200.00	58.55	卤制品、调味品、轻餐饮等	31763.74	-436.26
	绝了二期基金	14000.00	49.50	轻餐饮	14045.52	45.52
	卤江南	9500.00	10.00	卤制品	10102.15	102.15
	金箍棒基金	5616.00	66.08	卤制品	43920.71	-195.95
	满贯食品	3970.00	41.67	卤制品	3554.92	-940.31
	美鑫食品	960.00	10.64	调味品	944.88	-15.12
	合计	66246.00			104331.92	-1439.97
	廖记食品	14500.00	11.74	卤制品	14500.00	-
2022 年	长沙拿云餐饮	12500.00	10.00	卤制品	12089.34	-410.66
	肆壹伍基金	8000.00	49.88	卤制品、调味品、轻餐饮等	38544.61	-1219.13
	卤江南	5200.00	15.20	卤制品	14618.93	-683.22
	满贯食品	2550.00	43.06	卤制品	5178.18	-926.75
	嘉和瑞祥	1120.63	80.00	人才培养、院士工作站	1120.63	-
	高信投资	800.00	11.76	卤制品	800.00	-
	绝了二期基金	500.00	49.50	轻餐饮	14628.21	82.69

白洞信息	500.00	10.00	软件开发及信息 技术服务	500.00	-
鲜生活冷链物流	485.21	0.10	冷链物流	485.21	-
合计	46155.84			102465.11	-3157.07

资料来源：公司公告，万联证券研究所

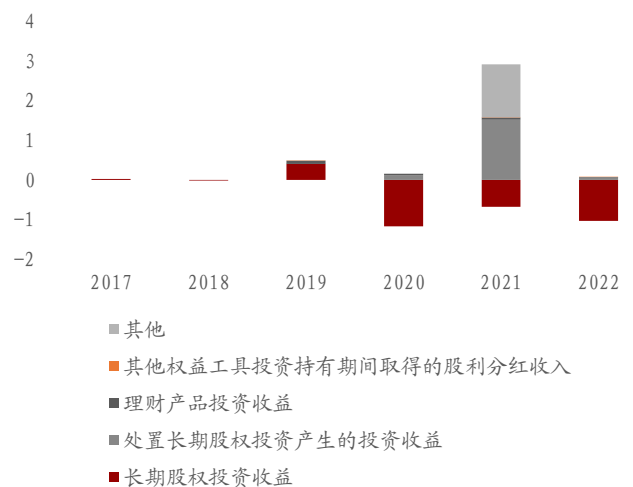
疫情期间，整体经营环境的影响使得投资项目出现亏损。直至2019年，公司的重点投资项目发展较好，部分项目呈现了初步的投资收益。2020年公司投资收益由正转负，出现亏损，2020-2022年投资收益分别为-1.01/2.24/-0.94亿元，其中，长期股权投资收益分别为-1.16/-0.68/-1.03亿元，处置长期股权投资产生的投资收益分别为-0.12/1.52/0.06亿元。2021年公司转让部分和府捞面股权获得1.52亿元投资收益，同时2021年千味央厨上市后，公司对其投资的资产从长期股权投资转变为其他权益工具投资，由此带来1.33亿元其他投资收益，二者使得公司2021年投资收益为正，而和府捞面、内蒙古塞飞亚、么麻子、满贯食品等主要投资项目受疫情等因素影响出现较大的经营亏损导致2020年与2022年投资收益均维持亏损。在相关行业受宏观环境冲击的背景下，公司本着价值发现、长期主义的理念，选取估值水平较好的企业持续推进股权投资，2020-2022年长期股权投资分别为15.58/21.20/24.46亿元，2020-2022年其他权益工具投资分别为0.06/1.97/2.30亿元。

图表56:公司投资活动产生的现金流量净额与投资收益



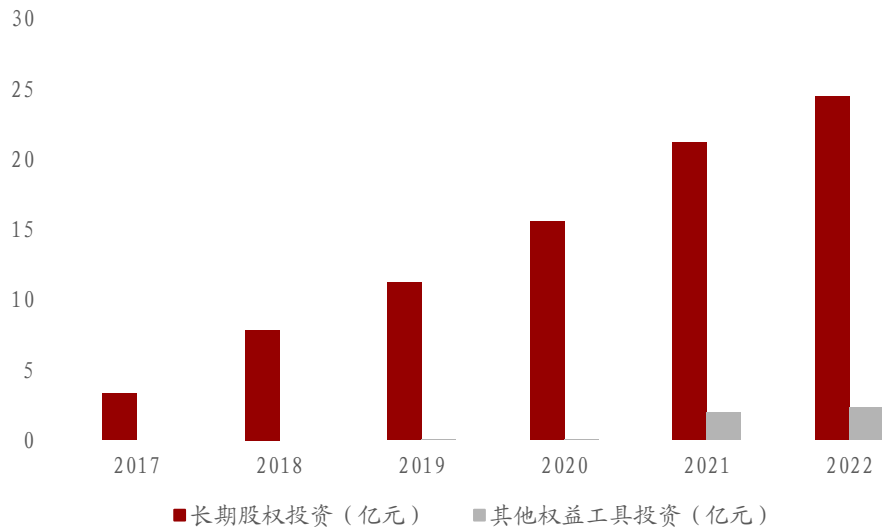
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表57:公司投资收益情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表58:公司长期股权投资与其他权益工具投资情况



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

投资风险可控, 疫后经营环境好转有望带来投资回报提升。截止2022年12月31日, 公司主要对外投资标的账面价值合计26.77亿元, 包括: 不存在投资回收风险的投资项目共22项, 合计账面价值为26.00亿元; 存在投资回收风险的投资项目共6项, 合计账面价值为0.77亿元。基于公司持有的2022年末标的企业账面净资产份额与账面价值对比, 存在投资回收风险的金额合计0.30亿元, 金额较小, 风险可控。由于标的企业及基金对外投资项目运营情况均良好, 考虑投资标的未来盈利及增值能力, 可视为长期股权投资不存在减值。在疫情结束后消费逐步复苏的阶段, 标的企业经营环境迎来改善, 盈利情况有望出现好转, “美食生态圈”良好运转将为公司带来持续回报与投资收益。

图表59:公司存在投资回收风险的投资项目

标的企业	主营业务	期末余额 (万元)	投资成本 (万元)	2022 年末货币资 金余额 (万元)	2022 年归母净 利润 (万元)	存在投资回收风险 的金额 (万元)
番茄叁号基金	轻餐饮	4377.19	4950.00	5.47	-120.99	195.00
淳百味	轻餐饮	918.91	1000.00	190.62	308.44	858.00
幸福西饼	轻餐饮	662.94	1500.00	4033.34	54.71	662.00
快行线	冷链物流	945.73	1000.00	237.61	60.78	787.00
鲜配物流	冷链物流	266.74	66.67	1655.66	1694.99	23.00
餐北斗	物流	501.07	300.00	1038.36	-547.55	458.00
合计		7672.58	8816.67	7161.06	1450.38	2983.00

注: “存在投资回收风险的金额”按照公司享有标的企业的净资产账面价值与长期股权投资账面价值差额计算

资料来源:公司公告, 万联证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们预计2023-2025年公司卤制食品销售营收为67.09/76.45/88.59亿元, 增速为

18.75%/13.96%/15.88%；加盟商管理营收为0.91/0.99/1.08亿元，增速为22.27%/9.05%/8.30%；其他业务收入为10.19/14.07/19.71亿元，增速为40.00%/38.00%/40.10%。对主营业务收入的具体拆解如下：

➤ 卤制食品销售

公司为国内休闲卤味龙头企业，卤制品销售贡献主要营业收入，当前卤制品销售增长主要源于门店扩张，特别是在华东、华北、西南地区仍有较大拓店空间，我们预计公司2023-2025年新增门店数为1500/1500/1500家。2022年底伴随防疫政策优化，线下消费场景复苏，公司单店营收有望回暖，预计2023-2025年单店收入为40/42/45万元，销售毛利率也将随上游原材料价格下跌而回升，预计2023-2025年该业务毛利率为26.5%/31.00%/33.50%。

➤ 加盟商管理

加盟商管理收入与公司门店数高度相关，我们预计2023-2025年，公司加盟商管理营收为0.91/0.99/1.08亿元，疫情影响减弱后公司对加盟商的支持政策或将降低，毛利水平有望提升，预计2023-2025年毛利率分别为96.50%/96.50%/96.50%。

➤ 费用端

由于公司营收规模持续增长，加盟模式持续优化，预计管理费用率将呈现下行趋势，2023-2025年管理费用率分别为6.50%/6.30%/6.35%，同时，公司对加盟商的支持政策逐步收回，销售费用将有望回落至疫情前水平，预计销售费用率分别为7.00%/7.50%/8.08%。

综上，我们预测公司2023-2025年实现营业收入为78.19/91.51/109.38亿元，同比增长18.07%/17.03%/19.52%，归母净利润为6.07/9.10/11.31亿元，同比增长160.96%/49.92%/24.31%。

图表60:绝味食品盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	6622.84	7819.38	9151.28	10937.58
yoy	1.13%	18.07%	17.03%	19.52%
毛利率	25.57%	24.25%	27.72%	29.26%
分产品：				
卤制食品销售（百万元）	5649.86	6708.95	7645.28	8859.29
yoy	-1.62%	18.75%	13.96%	15.88%
开店数量	15076	16576	18076	19576
净开店数量	1362	1500	1500	1500
yoy	9.93%	9.95%	9.05%	8.30%
单店收入（万元）	37.48	40.47	42.30	45.26
yoy	-10.51%	8.00%	4.50%	7.00%
毛利率	27.81%	26.50%	31.00%	33.50%
加盟商管理（百万元）	74.57	91.17	99.42	107.67
yoy	10.58%	22.27%	9.05%	8.30%
单店收入（万元）	0.49	0.55	0.55	0.55
毛利率	96.34%	96.50%	96.50%	96.50%
其他（百万元）	728.04	1019.26	1406.58	1970.62
yoy	34.49%	40.00%	38.00%	40.10%
毛利率	1.31%	3.00%	5.00%	6.50%

费用端:

销售费用率	9.75%	7.00%	7.50%	8.08%
管理费用率	7.77%	6.50%	6.30%	6.35%
研发费用率	0.57%	0.45%	0.53%	0.52%
财务费用率	0.30%	5.67%	6.73%	-2.27%

资料来源:公司公告, 万联证券研究所

图表G1:绝味食品盈利预测结果

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位:百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	6622.84	7819.38	9151.28	10937.58
增长率(%)	1.13	18.07	17.03	19.52
归母净利润	232.54	606.82	909.77	1130.94
增长率(%)	-76.29	160.96	49.92	24.31
EPS(元/股)	0.37	0.96	1.44	1.79
市盈率(P/E)	95.50	36.60	24.41	19.64
市净率(P/B)	3.22	2.60	2.35	2.10

资料来源:携宁科技云估值、万联证券研究所整理及预测

5.2 投资建议

公司是国内休闲卤味行业领导者,深耕鸭脖主业,打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌,产融结合用特色美食丰富美好生活。卤制品业务,公司门店渗透率仍有提升空间,伴随公司拓店步伐持续推进,原材料价格下降,公司主业有望实现量利齐升。其他业务,网聚资本通过“产业投资+增值服务”方式,持续对主业协同企业进行投资,助力公司打开第二、第三增长曲线,疫后经营环境好转有望带来投资回报提升。我们预计,公司2023-2025年EPS分别为0.96/1.44/1.79元/股,对应2023年9月15日股价的PE分别为36.60/24.41/19.64倍,首次覆盖给予“增持”评级。

图表G2:可比公司估值表

		股价		EPS				PE			
		2023/9/15	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
603057.SH	紫燕食品	22.78	0.54	0.91	1.15	1.39	42.31	24.98	19.79	16.34	
002695.SZ	煌上煌	11.26	0.06	0.29	0.44	0.58	187.19	38.30	25.59	19.48	
1458.HK	周黑鸭	2.84	0.01	0.09	0.16	0.21	267.69	31.91	17.54	13.59	
	平均						146.92	30.59	20.70	16.39	
603517.SH	绝味食品	35.18	0.37	0.96	1.44	1.79	95.50	36.60	24.41	19.64	

资料来源: iFind、万联证券研究所整理及预测

注:可比公司EPS采用同花顺一致预测, PE为2023年9月15日收盘价除以一致预测的EPS所得出, 行业平均采用总市值加权计算

6 风险提示

行业竞争加剧风险、原材料降价不及预期风险、食品安全风险、投资失败风险。

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6623	7819	9151	10938
同比增速 (%)	1.13	18.07	17.03	19.52
营业成本	4929	5923	6615	7738
毛利	1693	1896	2536	3200
营业收入 (%)	25.57	24.25	27.72	29.26
税金及附加	47	59	68	81
营业收入 (%)	0.71	0.75	0.75	0.74
销售费用	646	547	686	884
营业收入 (%)	9.75	7.00	7.50	8.08
管理费用	515	508	577	695
营业收入 (%)	7.77	6.50	6.30	6.35
研发费用	38	35	49	57
营业收入 (%)	0.57	0.45	0.53	0.52
财务费用	20	4	6	-3
营业收入 (%)	0.30	0.06	0.07	-0.02
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	18	20	22	28
投资收益	-94	78	87	98
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	346	840	1258	1612
营业收入 (%)	5.23	10.74	13.75	14.74
营业外收支	21	13	30	35
利润总额	367	853	1288	1647
营业收入 (%)	5.55	10.91	14.08	15.06
所得税费用	173	289	458	640
净利润	194	564	830	1007
营业收入 (%)	2.93	7.22	9.07	9.20
归属于母公司的净利润	233	607	910	1131
同比增速 (%)	-76.29	160.96	49.92	24.31
少数股东损益	-39	-43	-80	-124
EPS（元/股）	0.37	0.96	1.44	1.79

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.37	0.96	1.44	1.79
BVPS	10.94	13.54	14.99	16.78
PE	95.50	36.60	24.41	19.64
PEG	-1.25	0.23	0.49	0.81
PB	3.22	2.60	2.35	2.10
EV/EBITDA	42.00	19.02	12.57	10.51
ROE	3.37%	7.10%	9.62%	10.68%
ROIC	3.22%	5.47%	7.43%	8.15%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1863	2110	3345	2970
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	116	90	204	158
存货	702	1535	837	1875
预付款项	116	150	153	186
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	95	96	131	119
流动资产合计	2892	3982	4670	5308
长期股权投资	2446	2888	3331	3735
固定资产	1882	2190	2463	2643
在建工程	489	374	315	297
无形资产	321	363	413	467
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3	3	3	3
其他非流动资产	816	868	802	759
资产总计	8849	10667	11996	13211
短期借款	360	523	685	846
应付票据及应付账款	705	584	869	876
预收账款	0	0	0	0
合同负债	160	217	230	268
应付职工薪酬	80	103	114	131
应交税费	106	105	115	153
其他流动负债	646	965	1196	1345
流动负债合计	1697	1974	2524	2773
长期借款	50	50	50	50
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	41	41	41	41
其他非流动负债	179	119	69	29
负债合计	1967	2184	2684	2893
归属于母公司的所有者权益	6906	8549	9459	10590
少数股东权益	-24	-67	-147	-271
股东权益	6882	8482	9312	10319
负债及股东权益	8849	10667	11996	13211

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	1206	102	2071	400
投资	-443	-420	-457	-407
资本性支出	-584	-557	-579	-583
其他	1	8	117	128
投资活动现金流净额	-1026	-968	-919	-862
债权融资	-563	-60	-50	-40
股权融资	1193	1150	0	0
银行贷款增加（减少）	770	162	162	161
筹资成本	-368	-139	-29	-34
其他	-418	0	0	0
筹资活动现金流净额	614	1114	83	86
现金净流量	799	247	1235	-375

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场