

2024年02月02日

超配

证券分析师

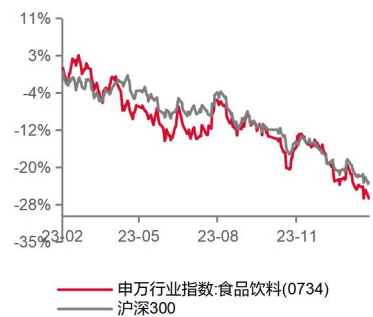
姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人

陈涛

cht@longone.com.cn



相关研究

1. 春节旺季来临，需求持续改善——食品饮料行业周报（2024.1.22-2024.1.28）
2. 零食企业业绩亮眼，白酒动销有序推进——食品饮料行业周报（2024.1.15-2024.1.21）
3. 春节备货旺季来临，关注绩优企业——食品饮料行业周报（2024.1.8-2024.1.14）

严冬将过，卤制品公司拓店进行时

——大众品系列研究（一）

投资要点：

- **卤制品行业规模不断扩大，连锁化仍是未来趋势。**①卤制品行业稳健增长，随着我国经济的发展以及居民消费能力的提升，方便快捷、美味可口、产品多样化的卤制品越来越受到消费者的青睐，卤制品行业市场规模不断扩大。根据艾媒咨询，2018年中国卤制品市场规模为2330亿元，预计2023年市场规模将达到4051亿元，2018年-2023年增速维持在9%-15%，保持平稳增长。我们认为随着居民收入水平提升以及卤制品多样化趋势进行，市场规模仍有进一步提升空间。②卤制品连锁化加剧，我国餐饮连锁化率2018年为12%，2022年已提升至22%。卤制品连锁门店具有雇佣人数少、工序简单的特点，尤其是休闲卤味门店只需要负责简单的称重以及收银工作，对员工的要求较为宽松。消费者对于品质与标准化的要求持续提高，在物流仓储、冷链技术等加持之下，我们认为未来卤制品连锁化趋势会不断加剧。
- **卤制品行业集中度低，头部公司有望进一步提升市占率。**卤制品行业中企业数量多，但实现规模化的头部企业数量较少，行业集中度较低。2020年中国卤制品行业市场集中度CR3为3.66%，其中休闲卤味市场集中度略高于佐餐卤味，休闲卤味CR3为9.57%，其中行业龙头绝味食品市占率为5.39%；佐餐卤味CR3为2.84%，其中紫燕食品在佐餐卤味行业中市占率为1.53%。2020年后线下消费场景受损，再加上近年来鸭副成本走高，原材料价格的波动影响到卤味食品公司的业绩，头部企业逆势扩店，市场份额向头部集中，头部公司有望进一步提升市占率
- **各卤制品公司加速拓店，产品推新节奏加快，从门店数量和新品推广上抢占先机。**①各公司门店持续扩张，绝味食品门店数量最多，主要原因是成立初期以加盟为主迅速扩张。紫燕食品通过经销商二级体系推动门店扩张，门店数量逐渐增加。周黑鸭自从2019年底开放加盟，发展“直营+特许经营”双轮驱动模式后门店数量显著扩张。卤制品公司门店扩张仍将持续，对新一线城市以及下沉城市的竞争将会是未来卤制品公司着力的重点，主要原因在于卤制品门店的模式标准化易复制，部分地区尤其是下沉市场门店仍有空间。并且各个卤制品企业的优势区域有所不同，在总体门店密度较疏的地区有望更好地发挥品牌间的协同作用，从而扩大市场份额。②产品不断推陈出新迎合新潮流，各卤制品企业为迎合年轻人不断推出新品和迭代产品包装，通过丰富口味来满足不同消费者喜好。在公司大单品/明星产品放量的同时，通过推陈出新来吸引更多消费群体。目前绝味食品已经拥有200+品种和规格，紫燕食品在产品多元化方面，整禽和麻辣休闲产品不断推进新品迭代；包装产品不断丰富多元化。周黑鸭在新增口味的同时打造了香辣虾球、虎皮凤爪等年轻人喜爱的爆款产品。
- **投资建议：**随着目前线下场景恢复、各公司加速扩店以及原材料价格高位回落，2023年开始各公司净利润增长趋势明显，营收逐渐恢复。我们认为随着经济恢复以及促消费政策的传导，各卤制品公司拓店节奏仍会保持增长，业绩有望进一步改善，我们建议关注**绝味食品、紫燕食品和周黑鸭**。
- **风险提示：**食品安全风险，经济恢复不及预期风险，原材料价格波动风险。

正文目录

1. 行业规模持续扩大，连锁化趋势加剧	4
1.1. 市场规模稳健增长，形式呈现多样化	4
1.2. 连锁仍是未来卤制品行业发展趋势	7
2. 行业格局较为分散，头部企业空间广阔	9
3. 各公司盈利能力改善，门店持续扩张	11
4. 投资建议	20
5. 风险提示	20

图表目录


图 1 中国卤制品行业市场规模（亿元）	5
图 2 休闲卤制品行业市场规模（亿元）	5
图 3 佐餐卤制品行业市场规模（亿元）	5
图 4 佐餐和休闲卤制品占比	5
图 5 消费者对卤味食品偏好大	6
图 6 卤制品消费频次	6
图 7 2019-2021 典型餐饮品类连锁化率走势	6
图 8 中国连锁餐饮企业营业收入	8
图 9 中国餐饮连锁化率	8
图 10 连锁化率和其他国家对比	8
图 11 不同城市线餐饮连锁化率	8
图 12 2019-2021 典型餐饮品类连锁化率走势	8
图 13 连锁餐饮趋势明确	9
图 14 2011-2020 年中国卤制品相关企业注册量（家）	10
图 15 2020 年休闲卤制品行业市占率	10
图 16 2020 年佐餐卤制品行业市占率	10
图 17 各公司营收（亿元）	11
图 18 各公司归母净利润（亿元）	11
图 19 头部企业门店数量变化情况（家）	12
图 20 绝味鸭脖门店分布	12
图 21 紫燕百味鸡门店分布	12
图 22 周黑鸭门店分布	13
图 23 煌上煌门店分布	13
图 24 绝味鸭脖城市分布	13
图 25 紫燕百味鸡城市分布	13
图 26 周黑鸭城市分布	14
图 27 煌上煌城市分布	14
图 28 各公司销售费用率	14
图 29 各公司管理费用率	14
图 30 各公司毛利率	15
图 31 各公司净利率	15
图 32 2023 年 Q1-Q3 绝味食品鲜货类营收构成	15
图 33 2023 年 Q1-Q3 紫燕食品鲜货类营收构成	15
图 34 毛鸭主产区平均价变动（元/公斤）	16
图 35 鸭副产品价格变动（元/公斤）	16
图 36 全国牛肉平均批发价变动（元/公斤）	16
图 37 全国猪肉平均批发价变动（元/公斤）	17
图 38 绝味食品产品矩阵	18
图 39 紫燕食品产品矩阵	19
图 40 周黑鸭产品矩阵	19
表 1 卤味食品分类	4
表 2 线上头部卤味小吃品牌线上销售额排名	6
表 3 餐饮连锁品牌	7
表 4 卤制品主要品牌	10
表 5 绝味食品投资品牌	17
表 6 紫燕食品投资品牌	18

1.行业规模持续扩大，连锁化趋势加剧

1.1.市场规模稳健增长，形式呈现多样化

卤制品行业近年来呈现出细分化趋势，凭借其特色吸引更多消费者群体。《中国餐饮发展报告 2022》显示，根据产品保存温度、制作工艺和售卖方式的不同，卤味产品可被划分为短保冷卤、新式热卤和长保常温卤味三种不同的产品形态。目前主流的卤制品市场为短保冷卤，短保冷卤分为休闲卤制品以及佐餐卤制品，其代表的门店分别为绝味鸭脖以及紫燕百味鸡等。随着卤制品行业不断发展，新兴品牌以及分类逐步流行，呈现细分化趋势。具有代表性的品牌有热卤时光以及王小卤等，热卤具有色香味全的特点，长保常温卤味具有保质期长，产品多样并适用于各种场景的特点，两种卤味凭借其特色都吸引了大批消费者。

表 1 卤味食品分类

分类	代表门店	人均消费	特点	代表产品	图例
短保冷卤	休闲：绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌、久久丫、辣小鸭	25-35 元	方便即食，休闲场景	麻辣鸭脖、鸭翅、鸭掌、鱿鱼	
	佐餐：紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡、卤江南、留夫鸭	30-40 元	种类多样，佐餐场景	夫妻肺片、百味鸡、素拌菜、腐竹、酱牛肉	
新式热卤	盛香亭热卤、研卤堂、热卤时光	25-30 元	色香味全，堂食正餐	猪头肉、烧鸡、猪手、卤肉馍、卤串串	
长保常温卤味	王小卤、卤味觉醒、小鲜卤	40+元	保质期长，多种场景	鸡胸肉肉干、风干鸭脖、卤味凤爪	

资料来源：红餐，窄门餐眼，东海证券研究所

卤制品市场规模不断提升且增速较为平稳。随着我国经济的发展以及居民消费能力的提升，方便快捷、美味可口、产品多样化的卤制品越来越受到消费者的青睐，卤制品行业市场规模不断扩大。根据艾媒咨询，2018 年中国卤制品市场规模为 2330 亿元，预计 2023 年市场规模将达到 4051 亿元，2018 年-2023 年增速维持在 9%-15%，保持平稳增长。我们认为随着居民收入水平提升以及卤制品多样化趋势进行，市场规模仍有进一步提升空间。

从消费场景来看，休闲卤市占率不断提升。伴随着经济发展、居民消费能力的提升，由于佐餐卤受到消费场景的制约，而休闲卤面向多元化的消费场景、产品更加丰富、更加契合年轻消费群体的消费需求，休闲卤的市场规模迅速扩张。2018 年休闲卤市场规模为 911 亿

元，在卤制品行业中占比 39.1%，2018-2021 年休闲卤制品行业市场规模 CAGR 达 18.2%。根据艾媒咨询测算，休闲卤制品行业市场规模在 2023 年预计将达到 1958 亿元，市场占比将提升至 48.33%。

图 1 中国卤制品行业市场规模（亿元）

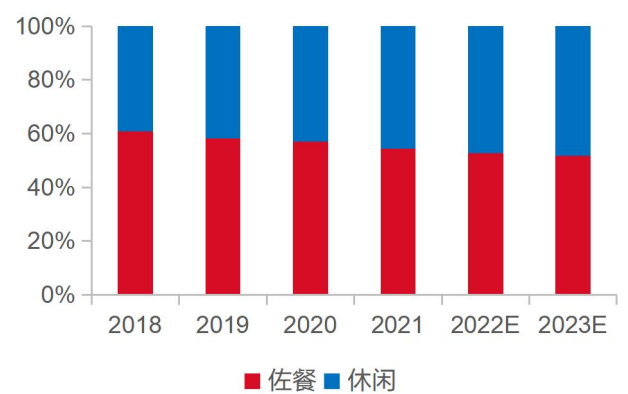

资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图 2 休闲卤制品行业市场规模（亿元）


资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图 3 佐餐卤制品行业市场规模（亿元）

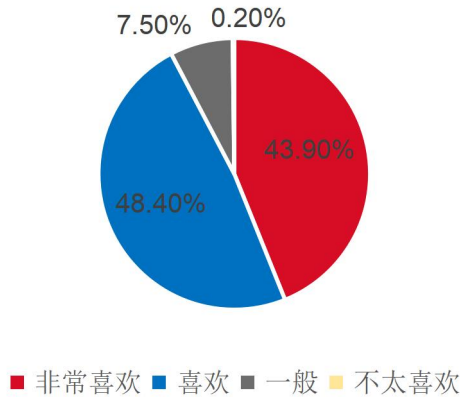

资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图 4 佐餐和休闲卤制品占比


资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

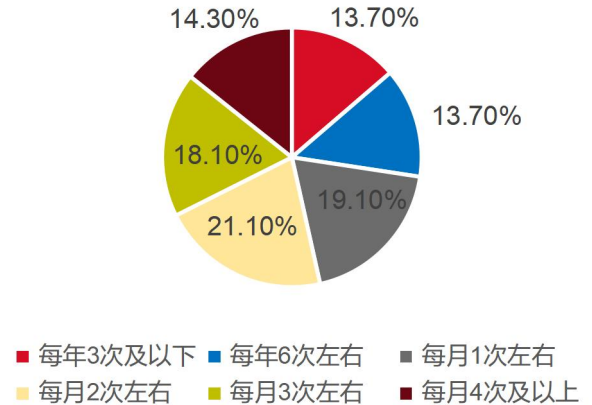
卤味食品消费者较多且消费频率较高，为卤制品企业积极扩张门店提供了基础。根据艾媒咨询调研数据显示，有 96.6% 的消费者购买过卤制品，其中 43.9% 的消费者表示非常喜欢，48.4% 的消费者表示喜欢。在卤制品消费者中，有 14.3% 的消费者消费频率在每月四次以上，每月消费两次及以上的消费者超过半数，整体消费频率较高。卤制品凭借其美味、“易上瘾”的特点收获大量消费者的喜爱，庞大的消费群体以及较高的复购率为卤制品企业积极扩张门店提供了基础。

图 5 消费者对卤味食品偏好大



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

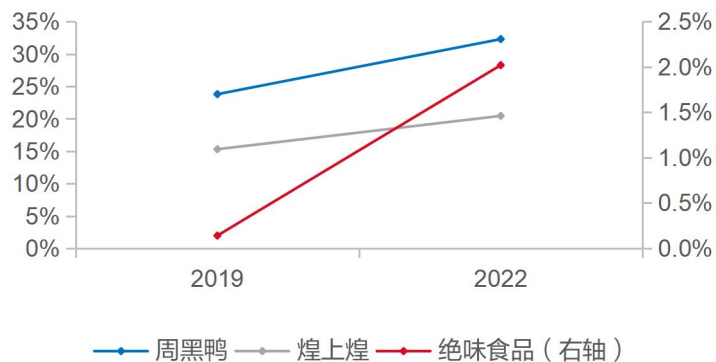
图 6 卤制品消费频次



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

卤味品牌线上展现出良好的发展势头，头部品牌线上发展迅速。卤制品公司在线下积极拓店的同时，不断发展线上市场，力争线上线下共同推进，最大化触达潜在消费群体。绝味食品、周黑鸭以及煌上煌线上占比从2019年0.14%、23.80%、15.30%提升至2022年2.02%、32.30%、20.45%。2022年各个头部品牌逐步布局电商以及新媒体平台，目前线上卤味小吃的发展大部分来自于绝味鸭脖、煌上煌、留夫鸭、周黑鸭、紫燕百味鸡等头部品牌的带动。

图 7 2019-2021 典型餐饮品类连锁化率走势



资料来源：美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，东海证券研究所

表 2 线上头部卤味小吃品牌线上销售额排名

排名	2019	2020	2021
1	紫燕百味鸡	绝味鸭脖	绝味鸭脖
2	绝味鸭脖	紫燕百味鸡	紫燕百味鸡
3	琴岛骨里香	廖记棒棒鸡	煌上煌
4	九多肉多	琴岛骨里香	周黑鸭
5	京八珍	久久丫	留夫鸭
6	一手店	盛香亭新式热卤	廖记棒棒鸡
7	廖记棒棒鸡	煌上煌	久久丫
8	钟记油烫鸭	一手店	盛香亭新式热卤
9	天府棒棒鸡	九多肉多	九多肉多
10	秋林食品	京八珍	京八珍

资料来源：美团，东海证券研究所

1.2. 连锁仍是未来卤制品行业发展趋势

连锁经营仍是目前卤制品行业的主流发展趋势。中国卤制品行业发展有较长的历史，从起步阶段的传统小作坊模式逐步发展为以连锁经营为主的发展模式。消费者对于品质与标准化的要求持续提高，在物流仓储、冷链技术等加持之下，卤制品行业向连锁化方向发展。卤制品连锁门店具有雇佣人数少、工序简单的特点，尤其是休闲卤味门店只需要负责简单的称重以及收银工作，对员工的要求较为宽松。连锁卤制品门店的客单价相对较高，回本周期和其他品类连锁店差异较小。

表 3 餐饮连锁品牌

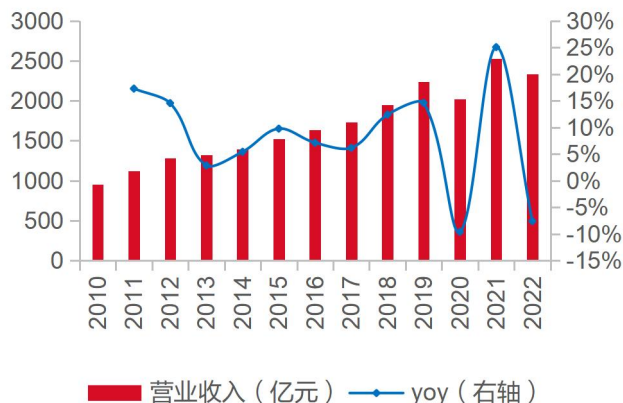
	绝味鸭脖	紫燕百味鸡	巴比馒头	蜜雪冰城
成立时间	2008	2003	2003	1997
分类	休闲卤味	佐餐卤味	包点	茶饮
门店人数	1-2 人	1-2 人	2-3 人	2-4 人
工作方式	打包、收银	菜品处理、打包、收银	包点制作、打包、收银	饮料制作、打包、收银
门店面积 (m ²)	15-20	20-30	15-20	20
客单价 (元)	29.19	30.48	6.16	7.36
日均营业额 (元)	1800-2200	2000-2500	3000	3500
门店数量 (家)	16000+	6000+	5000+	33000+
回本周期 (月)	12-18	12-18	6-12	12 左右

资料来源：公司官网，窄门餐眼，实地调研，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

餐饮连锁行业规模稳步增长。国家统计局数据显示，中国连锁餐饮企业营业收入由 2010 年的 995.42 亿元增长到 2022 年的 2332.81 亿元，2010-2022 年连锁餐饮企业营业收入 CAGR 达 7.72%，整体呈稳步增长的趋势。2020 年和 2022 年受疫情影响，连锁餐饮企业营业收入同比下降，但随着 2023 年来疫情影响减弱，线下消费场景复苏，连锁企业营收规模有望超越疫情前水平。

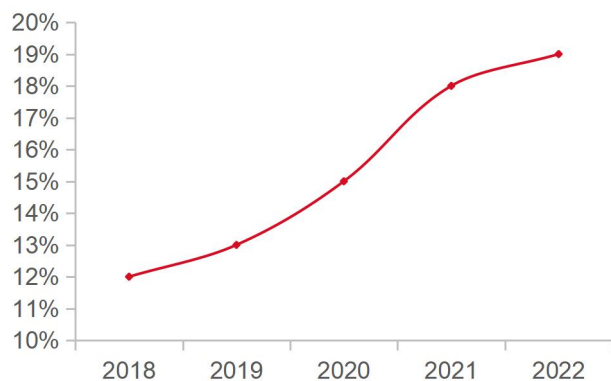
中国餐饮连锁化率和行业集中度存在较大的提升空间。中国餐饮连锁化率由 2018 年的 12% 增长至 2022 年的 19%，增长趋势明显。但是与餐饮化率在 2021 年已经分别达到 54% 和 49% 的美国和日本相比，仍存在较大的发展空间。同时，我国餐饮行业集中度也存在较大的发展空间，2021 年美国和日本餐饮行业 CR5 分别为 15% 和 14%，中国为 2%，提升空间较大。①**从不同城市线来看中国餐饮连锁化率走势**，根据美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，中国餐饮连锁化率水平在不同城市线呈现出阶梯式状态，一线城市、新一线城市、二线城市、三线城市、四线城市、五线城市逐级传导的状态，高线城市连锁化率明显高于低线城市。近三年来，不同城市线连锁化率均呈现出稳定上升趋势，高线城市连锁化率更高，但是从同比增速来看，三四线城市正在展现下沉市场的发展劲头。②**从典型餐饮品类来看餐饮连锁化率走势**，2021 年中国餐饮连锁化率最高的三个典型品类依次是饮品、甜点面包、国际美食，其中饮品连锁化率最高，2021 年达到了 41.8%。相对来说，原材料便于统一配送且食品制作难度较低的品类连锁化扩张速度较快，卤制品具备食品由工厂统一制作配送且门店内操作流程简便的特点，因此卤制品公司具备快速扩张门店的可能。

图 8 中国连锁餐饮企业营业收入



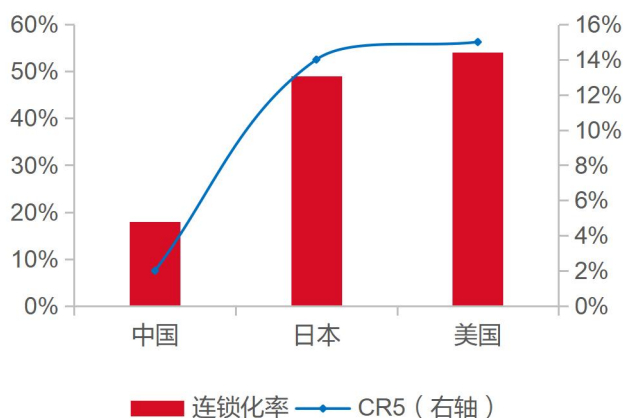
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 9 中国餐饮连锁化率



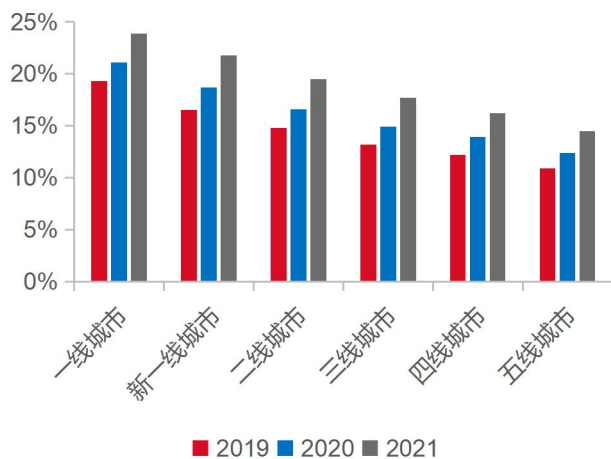
资料来源：美团，东海证券研究所

图 10 连锁化率和其他国家对比



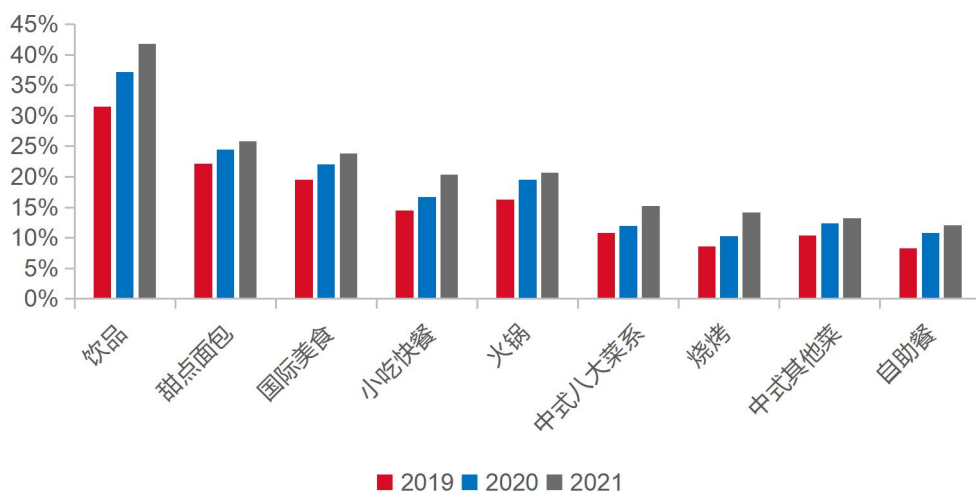
资料来源：中国连锁经营协会，东海证券研究所

图 11 不同城市线餐饮连锁化率



资料来源：美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，东海证券研究所

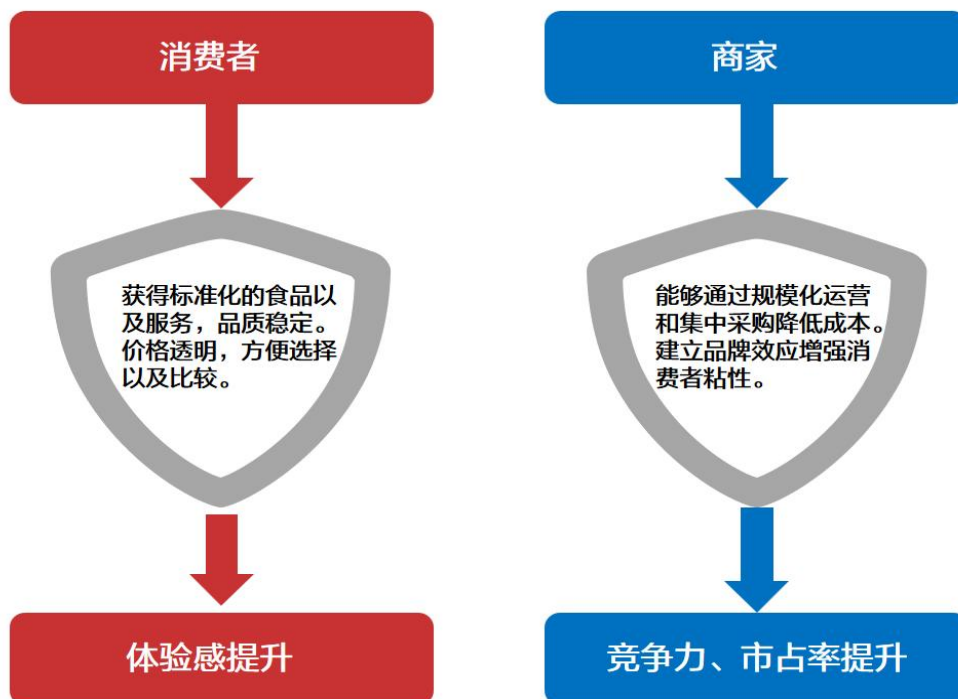
图 12 2019-2021 典型餐食品类连锁化率走势



资料来源：美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，东海证券研究所

餐饮连锁化趋势明确，消费者和商家都是餐饮连锁化的受益者。从消费者角度来看，餐饮连锁化有助于消费者获得标准化、品质稳定的食品以及服务，同时价格透明也利于消费者比较与选择，能够大大提升消费体验感。从商家角度来看，餐饮连锁化能够利于商家通过规模化运营和集中采购降低成本，建立品牌效应，增强消费者粘性，从而提升竞争力与市占率。

图 13 连锁餐饮趋势明确



资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

2.行业格局较为分散，头部企业空间广阔

卤制品行业目前行业集中度低，头部企业有望进一步提升市占率。①数量上：艾媒咨询数据显示，截至 2020 年我国卤制品相关企业总注册量已经超过 12 万家，2011-2020 年中国卤制品相关企业注册量整体呈上升趋势，2015-2020 年 CAGR 达到了 26.39%。②集中度上：卤制品行业中企业数量多，但实现规模化的头部企业数量较少，行业集中度较低。2020 年中国卤制品行业市场集中度 CR3 为 3.66%，其中休闲卤味市场集中度略高于佐餐卤味，休闲卤味 CR3 为 9.57%，其中行业龙头绝味食品市占率为 5.39%；佐餐卤味 CR3 为 2.84%，其中紫燕食品在佐餐卤味行业中市占率为 1.53%。2020 年后线下消费场景受损，再加上近年来鸭副成本走高，原材料价格的波动影响到卤味食品公司的业绩，头部企业逆势扩店，行业集中度有望提升。

表 4 卤制品主要品牌

分类	品牌	成立时间	主要地区	门店数量 (家)
休闲卤味	绝味鸭脖	2008	广东、浙江、江苏、湖南	16000+
	周黑鸭	2006	湖北、广东、河南	3700+
	煌上煌	1993	江西、广东、福建	4000+
	久久丫	2002	江苏、浙江、上海	2600+
	辣小鸭	2008	吉林、辽宁、黑龙江	1400+
佐餐卤味	精武鸭脖	1991	浙江、江苏、山东	1500+
	紫燕百味鸡	1989	江苏、上海、安徽	6500+
	留夫鸭	2005	浙江、上海、江苏	1000+
	窑鸡王	2013	广东、湖南、北京	1500+
	廖记棒棒鸡	1993	四川、湖北、重庆、广东	900+
	卤江南	2017	江苏、上海	1500+

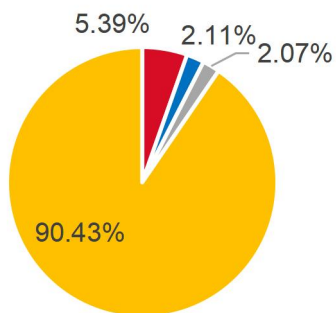
资料来源：各公司官网，窄门餐眼，东海证券研究所（截至 2023 年 12 月 31 日）

图 14 2011-2020 年中国卤制品相关企业注册量 (家)



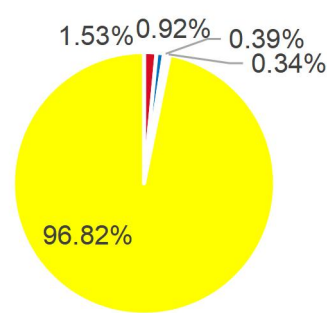
资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图 15 2020 年休闲卤制品行业市占率



■ 绝味食品 ■ 煌上煌 ■ 周黑鸭 ■ 其他

图 16 2020 年佐餐卤制品行业市占率



■ 紫燕食品 ■ 九多肉多 ■ 廖记棒棒鸡 ■ 留夫鸭 ■ 其他

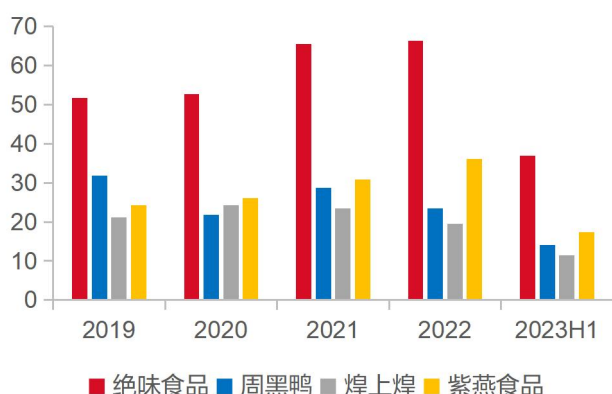
资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

3.各公司盈利能力改善，门店持续扩张

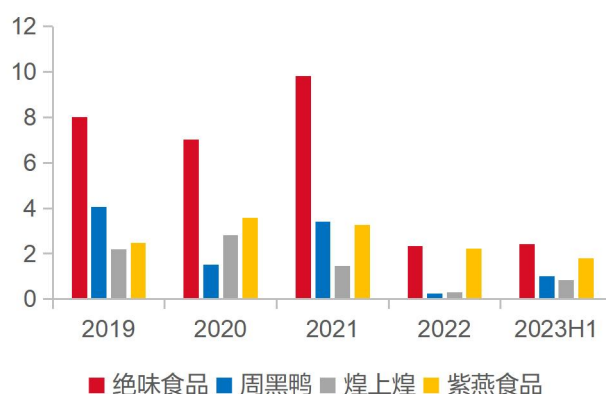
各卤制品企业盈利能力显著改善。2023H1 绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品营收分别为 37.00 亿元、14.15 亿元、11.47 亿元、17.43 亿元，同比增速分别是 10.91%、19.79%、-2.98%、6.48%，绝味食品、周黑鸭与紫燕食品 2023 年营收均呈增长趋势。2023H1 绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品归母净利润分别为 2.42 亿元、1.02 亿元、0.83 亿元、1.80 亿元，同比增速分别为 145.55%、453.64%、3.32%、55.11%。总体看，2019-2022 年各卤制品公司净利波动主要原因在于受疫情影响线下消费场景受损以及原材料价格的上涨。随着目前线下场景恢复、各公司加速扩店以及原材料价格高位回落，2023 年开始各公司净利润增长趋势明显，营收逐渐恢复。我们认为 2024 年随着经济恢复以及促消费政策的传导，各卤制品公司拓店节奏仍会保持增长，业绩有望进一步改善。

图 17 各公司营收（亿元）



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 18 各公司归母净利润（亿元）

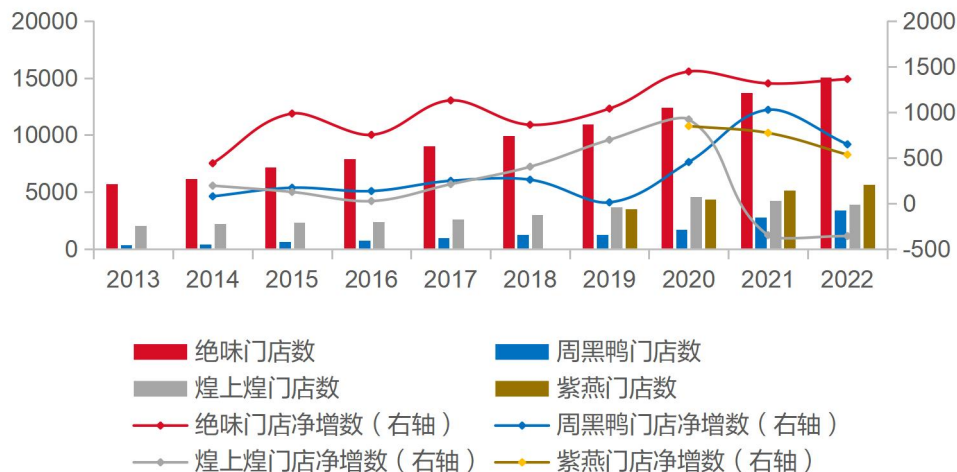


资料来源：iFinD，东海证券研究所

绝味食品早期开放加盟，积累门店数量优势。在渠道端各公司发展模式各有侧重，绝味食品、煌上煌以及紫燕食品以加盟商加盟为主要模式，周黑鸭在发展前期坚持直营模式，2019 年底开放加盟，发展“直营+特许经营”双轮驱动模式。绝味食品坚定“跑马圈地”战略持续拓店，门店数量与展店速度在同业都处于领先地位，2022 年已突破 15000 家。周黑鸭自 2019 年底开始发展特许经营后，展店速度明显加快，2022 年门店数量达到 3429 家，其中特许经营门店为 1983 家。煌上煌自 2020 年起展店速度下滑，2021 年与 2022 年连续两年门店数量出现负增长，2022 年门店数量为 3925 家，其原因主要是疫情影响及市场环境变化。紫燕食品 2022 年门店数量为 5695 家，近几年拓店速度较为稳定，公司占据华东“大本营”逐渐向全国布局。

绝味食品和紫燕食品门店分布均匀且数量领先，新一线以及下沉城市将成为卤制品公司发展着力点。绝味食品门店数量最多，主要原因是成立初期以加盟为主迅速扩张。紫燕食品通过经销商二级体系推动门店扩张，门店数量逐渐增加。周黑鸭自从 2019 年底开放加盟，发展“直营+特许经营”双轮驱动模式后门店数量显著扩张，目前门店多集中于湖北、华南等地，煌上煌门店主要集中在江西、华南等地。目前，四家龙头企业在新一线城市以及下沉城市的门店分布占比较多，其中绝味食品、紫燕食品、周黑鸭门店在新一线城市占比分别为 28.12%、36.11%和 35.96%；煌上煌门店在二线城市占比高达 38.38%。卤制品公司门店扩张仍将持续，对新一线城市以及下沉城市的竞争将会是未来卤制品公司着力的重点，主要原因在于卤制品门店的模式标准化易复制，部分地区尤其是下沉市场门店仍有空间。并且各个卤制品企业的优势区域有所不同，在总体门店密度较疏的地区有望更好地发挥品牌间的协同作用，打开更大市场空间、扩大市场份额。

图 19 头部企业门店数量变化情况（家）



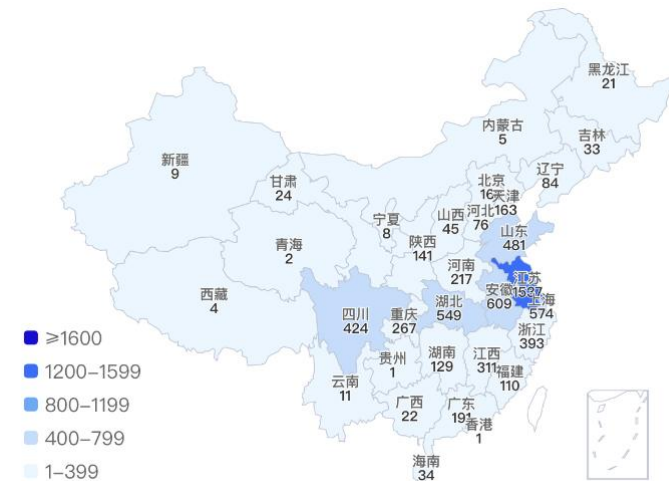
资料来源：美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，东海证券研究所

图 20 绝味鸭脖门店分布



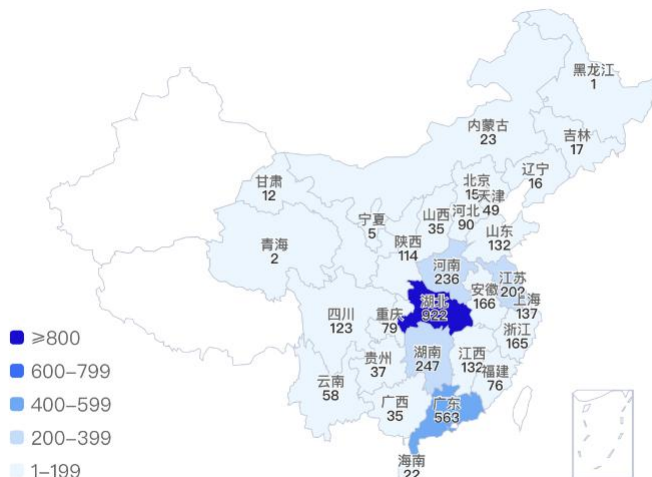
资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

图 21 紫燕百味鸡门店分布



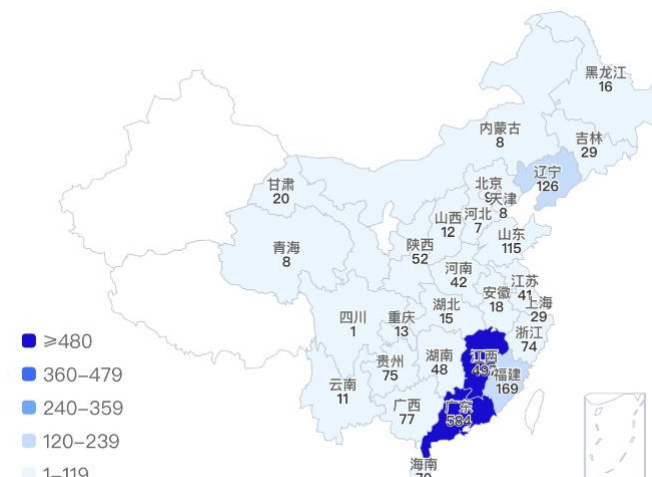
资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

图 22 周黑鸭门店分布



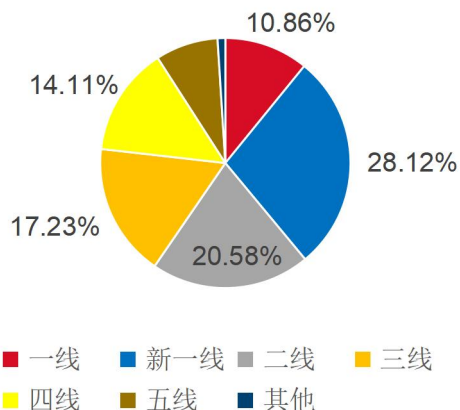
资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

图 23 煌上煌门店分布



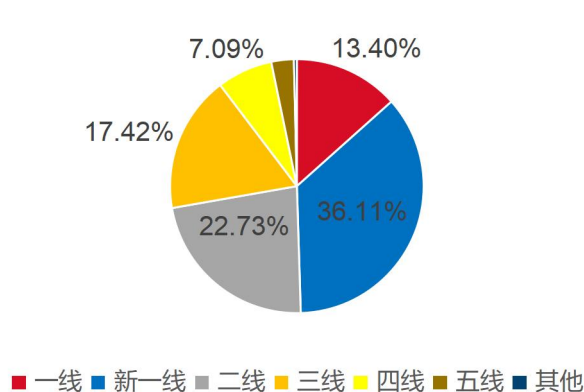
资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

图 24 绝味鸭脖城市分布



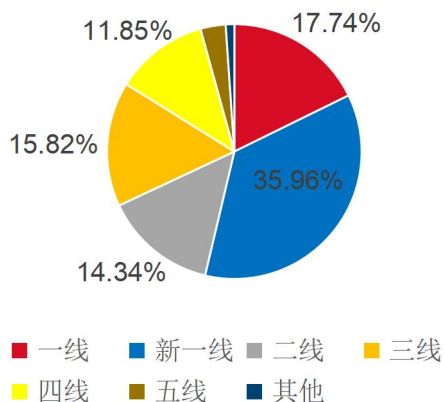
资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

图 25 紫燕百味鸡城市分布



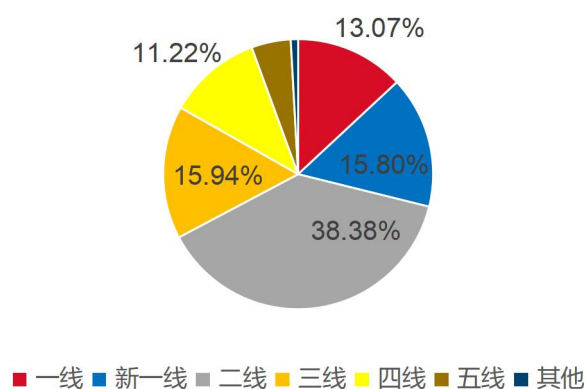
资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

图 26 周黑鸭城市分布



资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

图 27 煌上煌城市分布

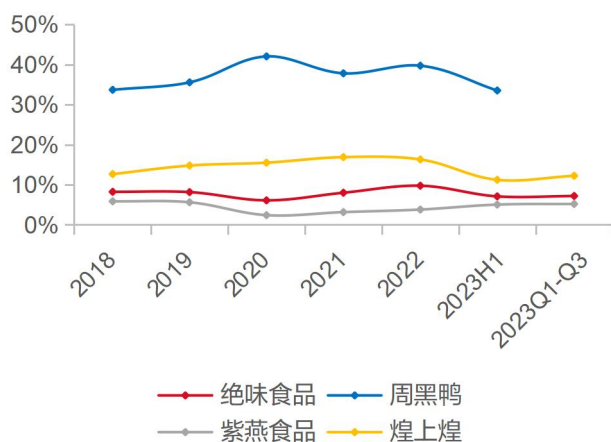


资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

周黑鸭直营门店占比较多，销售、管理费用率较高。绝味食品、周黑鸭、紫燕食品和煌上煌 2023H1 销售费用率分别为 7.09%、33.51%、5.04%、11.22%，管理费用率分别为 6.55%、11.32%、4.67%、6.46%。周黑鸭的销售费用率和管理费用率高于其他卤制品公司，紫燕食品的销售费用率和管理费用率处于较低水平。主要原因是周黑鸭直营门店占比较多，其他卤制品公司以加盟门店为主，周黑鸭门店销售人员和运营人员大幅多于其他卤制品公司，同时周黑鸭地域扩张导致运输开支增加。我们认为随着周黑鸭“自营+特许经营”模式的不断完善，公司各费用率有望趋于稳定。

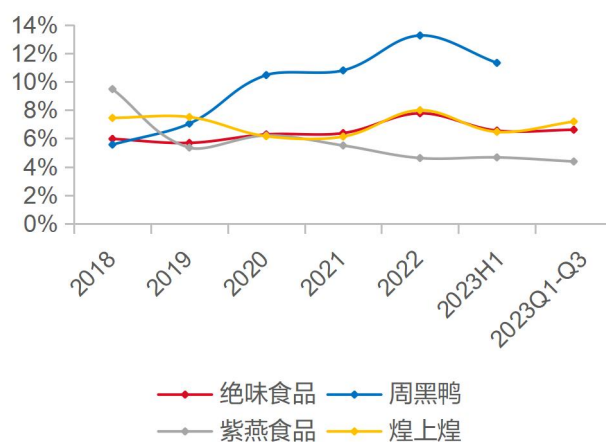
毛利率、净利率受原材料价格波动，短期受损。2023H1 绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌的毛利率分别为 23.31%、52.50%、21.13%、27.72%。2023H1 绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌的净利率分别为 6.20%、7.19%、10.17%、7.07%。“自营+特许经营”模式下周黑鸭毛利率高于同行，紫燕食品凭借较低的管理费用率和销售费用率在净利率方面有一定优势。同时，2022 年，各公司净利率整体上都出现大幅下滑的主要原因在于原材料价格走高以及线下消费场景受损。随着鸭副产品供需错配逐步解决从而使价格高位回落，后续原材料价格大幅上涨可能性较低，未来卤制品公司盈利能力有望恢复。

图 28 各公司销售费用率



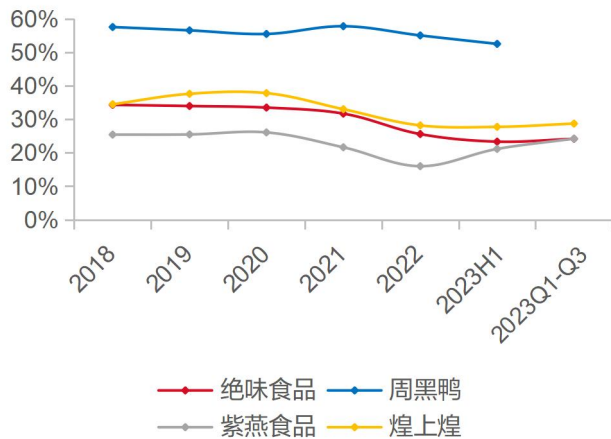
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 29 各公司管理费用率



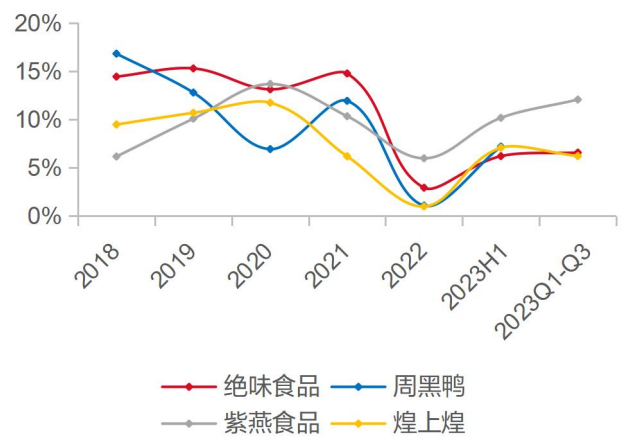
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 30 各公司毛利率



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

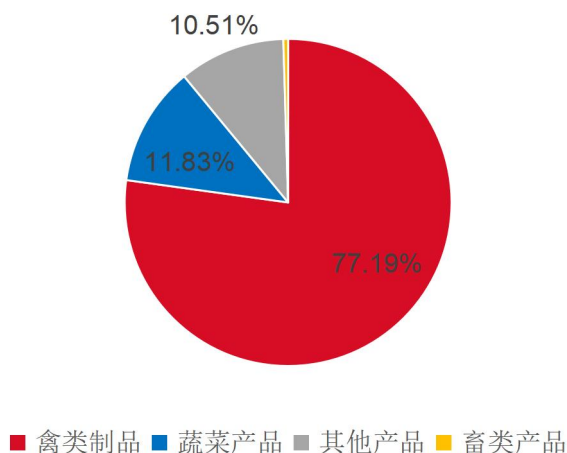
图 31 各公司净利率



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

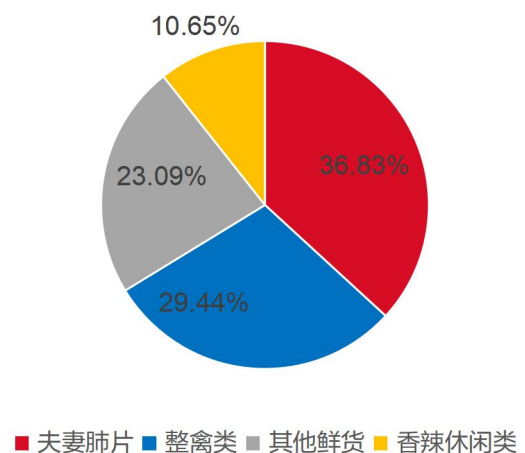
绝味食品原材料更依赖禽类, 紫燕食品原材料相对分散。2023 年 Q1-Q3 绝味食品鲜货产品中禽类制品占比 77.19%, 紫燕食品鲜货产品中夫妻肺片占比 36.83%, 整禽类占比 29.44%, 整禽类营收来源主要是招牌产品紫燕百味鸡。休闲卤制品(绝味食品为例)的产品主要为禽类鲜货制品, 其原材料成本受鸭副产品波动显著, 而佐餐卤制品(紫燕食品为例)的产品种类相对更加丰富, 原材料涵盖鸡肉、鸭肉、猪肉以及牛肉等, 总体来看卤制品企业原材料价格主要依赖于禽类以及畜类的价格。

图 32 2023 年 Q1-Q3 绝味食品鲜货类营收构成



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

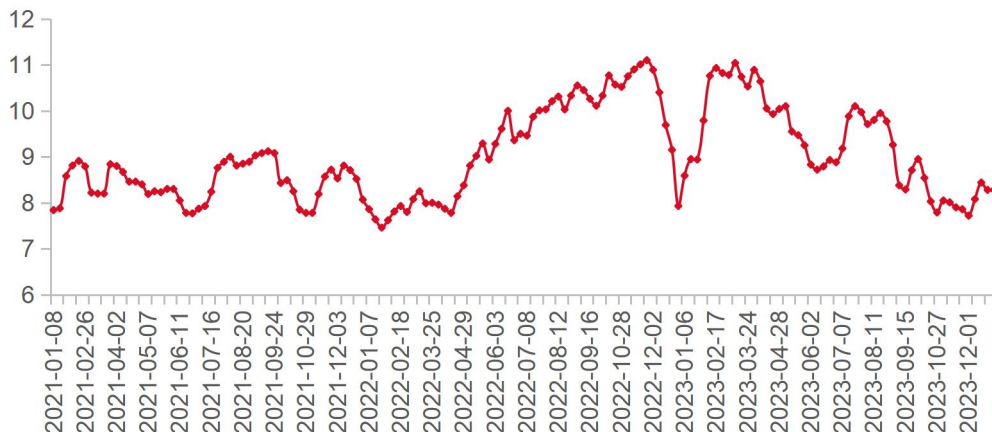
图 33 2023 年 Q1-Q3 紫燕食品鲜货类营收构成



资料来源: iFinD, 东海证券研究所

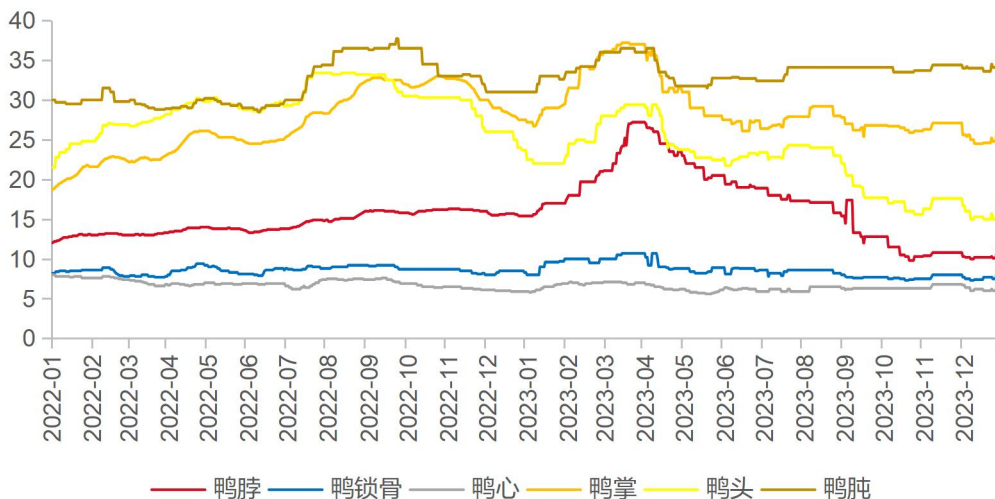
原材料价格呈下降趋势有望提高盈利能力。2022 年和 2023 年第一季度毛鸭以及鸭副产品等价格大幅上涨主要原因在于上游养殖屠宰意愿偏弱叠加餐饮端对鸭肉需求疲软。原材料价格大幅上涨对卤制品公司盈利能力影响较大, 导致净利受损。2023 年初毛鸭以及牛肉价格仍处于高位, 但一季度后都呈现出下降趋势, 猪肉价格 2023 年以来呈低位震荡。畜类、禽类价格自 2023 年下半年保持低位运行, 展望 2024 年由于需求较为稳定且供给较为充足的背景下, 原材料价格大幅上涨的可能性较低, 各卤制品公司盈利能力有望持续改善。

图 34 毛鸭主产区平均价变动 (元/公斤)



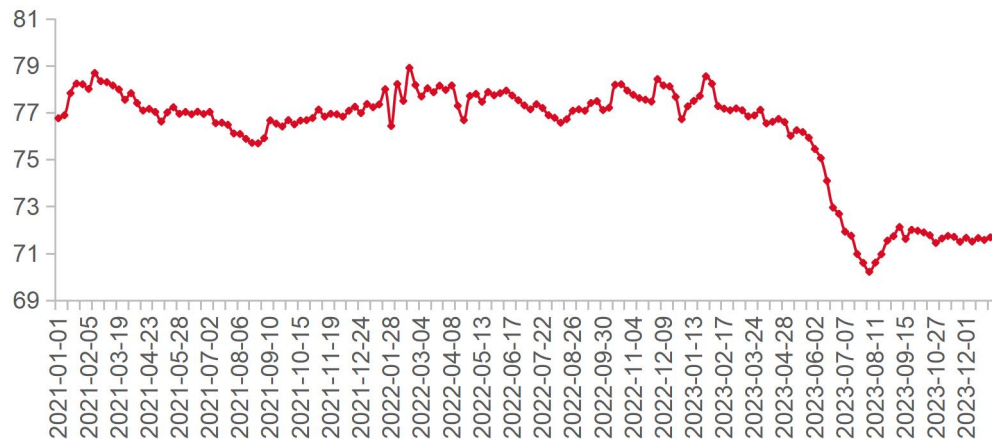
资料来源: iFinD, 东海证券研究所 (数据截止到 2023 年 12 月末)

图 35 鸭副产品价格变动 (元/公斤)



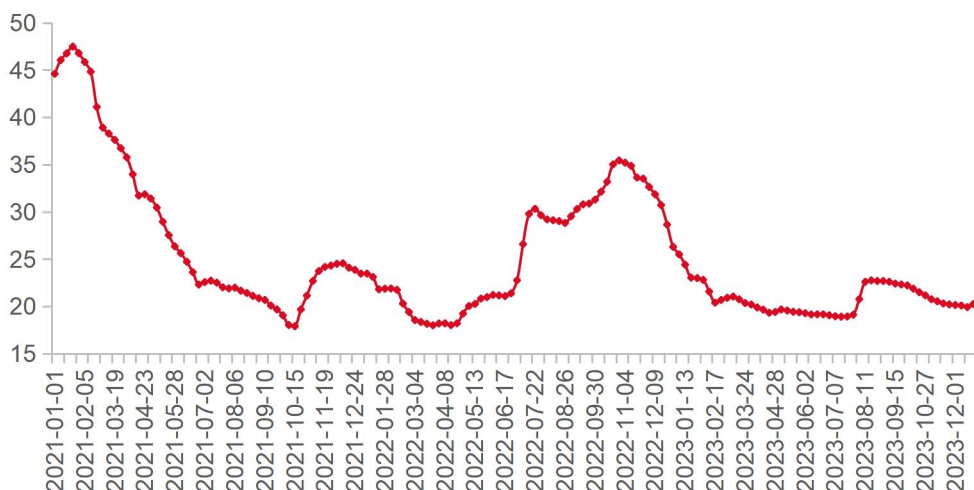
资料来源: 钢联数据, 东海证券研究所 (数据截止到 2023 年 12 月末)

图 36 全国牛肉平均批发价变动 (元/公斤)



资料来源: iFinD, 东海证券研究所 (数据截止到 2023 年 12 月末)

图 37 全国猪肉平均批发价变动（元/公斤）



资料来源：iFinD，东海证券研究所（数据截止到 2023 年 12 月末）

绝味食品和紫燕食品布局新赛道，周黑鸭和煌上煌持续深耕主业。绝味食品通过与外部专业投资机构合作，积极自主孵化、收购品牌，围绕特色调味品、轻餐饮等方向进行外延股权投资，满足消费者多元化需求。紫燕食品多投资休闲餐饮和休闲卤味品牌，包括老韩煊鸡、京脆香和砂锅状元等品牌，着力推进泛卤味的发展，提升了卤制品消费的稳定性。周黑鸭与煌上煌深耕主营业务，力求高质量发展。

表 5 绝味食品投资品牌

绝味食品投资品牌		基本介绍
休闲卤、佐餐卤	精武鸭脖	包装休闲卤味品牌
	舞爪	休闲卤味品牌
	廖记棒棒鸡	佐餐卤味品牌
	阿满百香鸡	全国性的熟食连锁品牌
轻饮食	书亦烧仙草	门店连锁仙草茶饮品牌
	和府捞面	面食餐饮品牌
	幸福西饼	烘焙连锁品牌
	阿甘头盔	风味面食连锁品牌
调味品	恩喜村	冷冻烘焙品牌
	美鑫食品	复合调料供应商
	么麻子	主营调味油和休闲肉制品
供应链	阿南物流	冷链物流
	鲜配物流	冷链物流
	餐北斗	餐饮仓储物流服务商

资料来源：公司公告，企查查，公司官网，东海证券研究所

表 6 紫燕食品投资品牌

分类	紫燕食品投资品牌	基本介绍
休闲餐饮、休闲卤味	老韩焗鸡	中式炸鸡品牌
	京脆香	新派烤鸭品牌
	冯四嬢跷脚牛肉	主营川味特色餐饮及小吃
	砂锅状元	特色风味砂锅品牌
	椒言椒语	冷锅串串料理的品牌
供应链	冯四女上供应链管理重庆有限公司	供应链公司
	四川蜀趣供应链管理有限公司	供应链公司

资料来源：公司公告，企查查，公司官网，东海证券研究所

卤制品公司产品种类丰富，迎合潮流趋势推出新品。绝味食品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”、“五香风味”、“区域性风味”等近 200 个品种和规格。作为佐餐卤味龙头企业，紫燕食品产品线丰富，大单品优势稳定。在产品多元化方面，整禽和麻辣休闲产品不断推进新品迭代；包装产品不断丰富多元化，包括花生米、坚果等业务快速扩张，大生鲜电商渠道的预包装产品销量也在稳步增长。周黑鸭的核心产品为卤鸭副产品、卤制红肉、卤制蔬菜、卤制水产类等。近年来公司致力于创新变革，在巩固明星产品同时填补产品口味，增加了五香等全新口味；还打造了香辣虾球、虎皮凤爪等年轻人喜爱的爆款产品，形成新一代大单品。

图 38 绝味食品产品矩阵



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图 39 紫燕食品产品矩阵



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图 40 周黑鸭产品矩阵



资料来源：公司官网，东海证券研究所

4.投资建议

目前各卤制品公司保持较快拓店速度。其中绝味食品已经突破16000家门店暂时领先，紫燕食品通过经销商二级体系推动门店扩张，门店数量超6500家；周黑鸭自从2019年底开放加盟，发展“直营+特许经营”双轮驱动模式后，门店数量即将突破4000家。

随着目前线下场景恢复、各公司加速扩店以及原材料价格高位回落，2023年开始各公司净利增长趋势明显，营收逐渐恢复。我们认为随着经济恢复以及促消费政策的传导，各卤制品公司拓店节奏仍会保持增长，业绩有望进一步改善，我们建议关注**绝味食品、紫燕食品以及周黑鸭**。

5.风险提示

(1) 食品安全风险：食品安全对卤制品公司以及卤制品行业影响较大，如果部分公司出现食品安全问题，可能对公司品牌以及所处行业带来不利影响。

(2) 经济恢复不及预期风险：由于流感等疾病以及国际关系紧张等影响，若国内经济恢复不及预期，有可能造成居民消费力下降从而减少需求。

(3) 原材料价格波动风险：卤制品公司主要原材料为禽类和畜类，若禽类、畜类的价格大幅上涨，卤制品公司盈利能力将会受到影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089