

2024年07月17日

买入（首次覆盖）

绝味食品（603517）：深耕鸭脖主业，单店提振进行时

——公司深度报告

证券分析师

姚星辰 S0630523010001

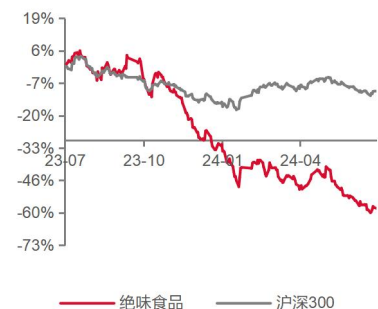
yxc@longone.com.cn

联系人

陈涛

cht@longone.com.cn

数据日期	2024/07/16
收盘价	14.82
总股本(万股)	61,993
流通A股/B股(万股)	61,993/0
资产负债率(%)	26.98%
市净率(倍)	1.33
净资产收益率(加权)	2.40
12个月内最高/最低价	39.70/14.00



投资要点:

- **深耕鸭脖主业，布局美食生态。**绝味食品是休闲卤制品行业的龙头企业，早期即确定加盟为主的发展模式，多年来形成了成熟的加盟体系，门店数量在全国领先，形成规模效应优势。目前绝味食品继续保持拓店速度，积极布局下沉市场，在渠道端持续发力，同时打造美食生态第二增长点，布局餐桌卤味，为长期发展赋能。
- **业绩有望释放弹性，门店持续扩张。**2023年公司营业收入为72.61亿元，同比增长9.64%，2023年归母净利润为3.44亿元，同比增长46.63%。长期来看上游原材料价格回落，公司持续拓店，同时公司积极进行库存和费用管理，营收净利兼具长期向好趋势。2023年公司门店总数为15950家（不含港澳台及海外市场），全年净增长874家，2023年公司单店营收同比增长1.22%，公司稳健拓店的同时积极保障同店恢复，同时上游鸭苗投放积极，原材料价格有望保持低位运行，公司业绩有望实现稳健提升。
- **卤制品行业规模不断扩大，行业集中度低，头部企业空间较大。**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。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年休闲卤味中行业龙头绝味食品市占率为5.39%。目前头部企业逆势扩店，头部公司有望进一步提升市占率。
- **公司产品矩阵丰富，推进品牌年轻化。**公司深耕核心产品，针对不同消费群体的消费需求推出各种风味产品；推出简装、精装、礼品等多种包装产品。同时，推出地域性特色产品，满足消费者的差异化需求。公司明确定位“Z世代”为主要目标客户，积极打造满足年轻消费群体消费需求的产品以及迎合年轻人消费方式。公司与腾讯达成战略合作，绝味鸭脖推出与元梦之星联动，在游戏内容中仍可以与消费者互动。公司不断通过联名赋能品牌宣传，吸引更多年轻消费人群。
- **下沉市场前景广阔，管理体系赋能加盟商。**绝味食品目前门店的城市分布有约60%的门店位于一二线城市，门店密度相对饱和，三四线城市占比较低，提升的空间大。公司加盟费用较低，回本周期约为14个月。公司形成了开店前的评估和专业指导培训、开店后对新店的营销支持以及门店的统一管理体系，培养更适合绝味食品发展的加盟商，提高加盟商的开店成功率。
- **公司生产基地辐射全国，引进数字化管理。**目前，公司拥有22个生产基地（含3家在建），每个生产基地覆盖半径300-500公里。在供应链上，绝味食品部署SAP-ERP信息化管理系统，助力万店模式下的数字化管理，并在供应链端以SAP为核心点，部署实施了包括采购、订单、仓储、汽配、生产、物流业务系统等多个系统。零售端则涵盖了CRM会员、门店、终端管理系统等，实现对数千家门店的规范化管理。
- **投资建议：**我们考虑到公司目前品牌影响力大，知名度较高，同时公司在门店数量以及产能方面具有相对优势，我们预计绝味食品2024-2026年EPS分别1.23元、1.42元及1.60元，对应当前股价PE分别为12X、10X及9X。行业平均值2024-2026年PE分别为20X、16X及14X。首次覆盖给予“买入”评级。

- 风险提示：食品安全的风险，单店营收提升不及预期的风险，原材料价格大幅上涨的风险，门店扩张不及预期的风险。

盈利预测与估值简表

	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入(百万元)	7,261.33	7,904.12	8,513.52	9,097.35
同比增速(%)	9.64%	8.85%	7.71%	6.86%
归母净利润(百万元)	344.31	765.12	877.83	993.93
同比增速(%)	46.63%	122.22%	14.73%	13.23%
毛利率(%)	24.77%	28.47%	28.76%	29.09%
每股盈利(元)	0.56	1.23	1.42	1.60
ROE(%)	5.0%	11.1%	11.9%	12.5%
PE(倍)	47.96	12.01	10.47	9.24

资料来源：携宁，东海证券研究所

注：截止时间2024年07月16日

正文目录

1. 简介：卤制品龙头，门店稳步拓展	6
1.1. 股权结构：股权集中且稳定，股权激励调动员工积极性	6
1.2. 历史：加盟模式赋能门店扩张，美食生态打造新增长点	7
1.3. 公司业绩：门店数量持续扩张，单店营收有望修复	9
2. 行业：集中度提升，连锁化趋势	11
2.1. 卤制品行业：增速放缓，形式多样化	11
2.2. 连锁模式：卤制品连锁发展仍为趋势	14
2.3. 行业格局：格局分散，头部企业仍有较大空间	17
3. 公司：深耕鸭脖主业，构建美食生态	20
3.1. 产品：联名各大 IP，吸引年轻人群	20
3.2. 渠道：门店数量稳步增长，积极布局下沉市场	22
3.3. 生产：生产经营模式高效，供应链管理信息化	26
4. 盈利预测与投资建议	29
4.1. 盈利预测	29
4.2. 可比公司估值	30
5. 风险提示	31

图表目录

图 1 2023 年公司股权结构图	6
图 2 公司发展历程	8
图 3 公司营业收入（亿元）	9
图 4 公司归母净利润（亿元）	9
图 5 公司门店数量	9
图 6 单店（老店）对比情况(以 2019 年为 100%)	9
图 7 2023 年公司营收按产品分类	10
图 8 2023 年鲜货类产品营收细分	10
图 9 公司营收按销售地区分类(亿元)	10
图 10 2023 年公司营收按地区分类	10
图 11 公司毛利率	11
图 12 2023 年公司毛利结构	11
图 13 公司期间费用率	11
图 14 公司各项费用率	11
图 15 中国卤制品行业市场规模（亿元）	13
图 16 休闲卤制品行业市场规模（亿元）	13
图 17 佐餐卤制品行业市场规模（亿元）	13
图 18 佐餐和休闲卤制品占比	13
图 19 消费者对卤味食品偏好大	13
图 20 卤制品消费频次	13
图 21 各卤制品公司线上渠道占比提升	14
图 22 中国连锁餐饮企业营业收入	15
图 23 中国餐饮连锁化率	15
图 24 连锁化率和其他国家对比	16
图 25 不同城市线餐饮连锁化率	16
图 26 2019-2021 典型餐饮品类连锁化率走势	16
图 27 连锁餐饮趋势明确	17
图 28 2011-2020 年中国卤制品相关企业注册量（家）	18
图 29 2020 年休闲卤制品行业市占率	18
图 30 2020 年佐餐卤制品行业市占率	18
图 31 各公司营收（亿元）	19
图 32 各公司归母净利润（亿元）	19
图 33 头部企业门店数量变化情况（家）	19
图 34 各公司销售费用率	20
图 35 各公司管理费用率	20
图 36 各公司毛利率	20
图 37 各公司净利率	20
图 38 绝味食品产品矩阵	21
图 39 绝味食品美团联名拼拼小卤盒	21
图 40 绝味食品元气森林联名气泡水	21
图 41 绝味食品甄嬛传联名红宝石虾球套餐	22
图 42 绝味食品与腾讯元梦之星联名	22
图 43 不同店龄门店的收入贡献构成	23
图 44 不同店龄门店的数量构成	23
图 45 不同店龄的单店营收比较（以 2 年以下门店为基准）	23
图 46 不同渠道门店的收入贡献构成	23

图 47 不同渠道门店的数量构成	23
图 48 绝味食品门店筛选和管理流程	25
图 49 绝味食品管理学院人才梯队培养模式	25
图 50 绝味食品门店的城市分布	25
图 51 绝味食品线上渠道销售占比	26
图 52 绝味食品抖音主页和直播间	26
图 53 毛鸭价格走势（元/公斤）	26
图 54 鸭苗价格走势（元/羽）	26
图 55 玉米价格走势（元/公斤）	27
图 56 豆粕价格走势（元/公斤）	27
图 57 鸭副产品价格变动（元/千克）	27
图 58 绝味食品与周黑鸭在益客食品采购鸭产品的单价（元/公斤）	27
图 59 绝配供应链	28
图 60 绝味食品生产基地的全国布局	29
表 1 2022 年股权激励计划行权安排	7
表 2 2022 年股权激励计划行权安排	7
表 3 2022 年股权激励计划行权安排	7
表 4 卤味食品分类	12
表 5 线上头部卤味小吃品牌线上销售额排名	14
表 6 餐饮连锁品牌	15
表 7 卤制品主要品牌	17
表 8 布局餐桌卤味	22
表 9 加盟投资预算	24
表 10 各品牌加盟费与保证金费用	24
表 11 星火燎原政策支持	25
表 12 公司收入拆分（百万元）	29
表 13 可比公司一览	30
附录：三大报表预测值	32

1.简介：卤制品龙头，门店稳步拓展

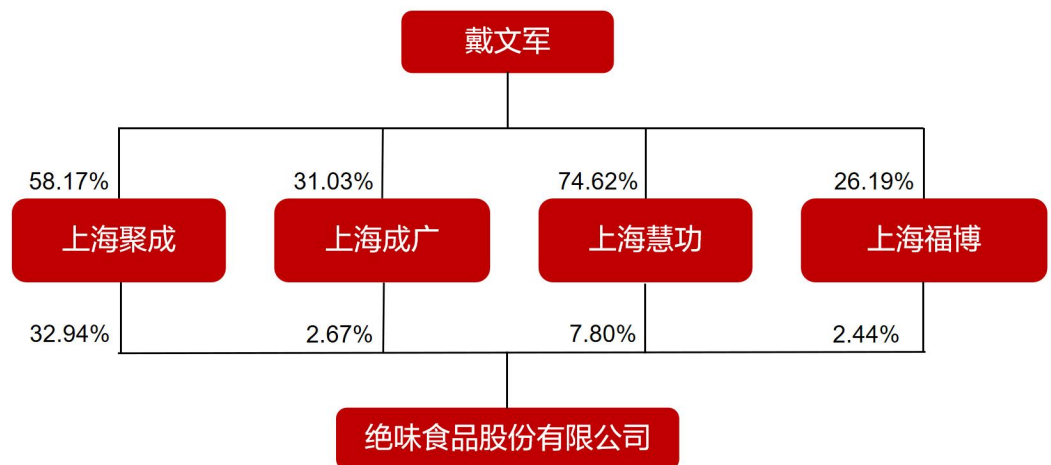
深耕鸭脖主业，布局美食生态。绝味食品是休闲卤制品行业的龙头企业，早期即确定加盟为主的发展模式，多年来形成了成熟的加盟体系，门店数量在全国领先，形成规模效应优势。目前绝味食品继续保持拓店速度，积极布局下沉市场，在渠道端持续发力，同时打造美食生态第二增长点，布局餐桌卤味，为长期发展赋能。

1.1.股权结构：股权集中且稳定，股权激励调动员工积极性

股权较为集中，股权结构稳定。公司董事长、创始人戴文军为绝味食品实际控制人。截至2024年一季度报告，戴文军先生通过上海聚成、上海慧功、上海成广、上海福博四个持股平台间接持有公司股权，是公司实际控制人。

持股平台多方绑定，调动公司整体积极性。截至2023年，作为绝味食品管理人员、员工、供应商与加盟商的持股平台，上海聚成、上海慧功、上海成广、上海福博分别持有公司32.94%、7.80%、2.67%、2.44%股权，有利于公司各环节积极性的提升。

图1 2023年公司股权结构图



资料来源：公司公告，东海证券研究所（截至2023年12月31日）

股权激励计划充分调动员工积极性，彰显公司发展信心。2022年11月22日，公司股权激励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2名公司高管以及176名核心员工。相较于2021年的股权激励计划，激励对象更多，覆盖范围更大。此次股权激励计划的业绩考核目标以2021年营业收入为基数，要求2023-2025年营业收入相较于2021年收入的增速分别不低于19%/39%/67%，彰显公司发展信心。此次激励计划行权期时间跨越54个月，能在一定程度上反映公司的长期规划与发展信心，同时有利于提升员工积极性，保持公司核心团队的稳定性与长期发展。

表 1 2022 年股权激励计划行权安排

姓名	职务	获授数量 (万份)	占授予总量的比例	占公司总股本的比例
王志华	财务总监	20.00	2.19%	0.03%
高远	董事长秘书	18.20	1.99%	0.03%
公司 (含子公司) 其他核心人员 (共计 176 人)		809.60	88.63%	1.33%
预留		65.70	7.19%	0.11%
合计		913.50	100.00%	1.50%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 2 2022 年股权激励计划行权安排

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，东海证券研究所

表 3 2022 年股权激励计划行权安排

行权安排	行权时间	行权比例
第一个行权期	自首次授予登记完成之日起 18 个月后的首个交易起 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	40%
第二个行权期	自首次授予登记完成之日起 30 个月后的首个交易起 至首次授予登记完成之日起 42 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自首次授予登记完成之日起 42 个月后的首个交易起 至首次授予登记完成之日起 54 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

管理层市场拓展与财务管理经验丰富。多名高管具有丰富的市场部门工作经验，对绝味食品开拓市场有重要意义。董事长戴文军拥有丰富的销售与管理经验，曾任职于株洲千金药业股份有限公司市场部经理，医药企业销售出身的戴文军营销经验丰富，是绝味食品能以加盟模式进行快速扩张的一大原因。其余多名高管中，蒋兴洲曾任立白等多家快销品牌销售经理，陈更曾任大型药企营销总监，张高飞曾任多家企业招商部经理。管理团队在市场或财务方面的丰富经验为公司的美食生态投资布局打下战略基础。

1.2.历史：加盟模式赋能门店扩张，美食生态打造新增长点

绝味食品创始于 2005 年，深耕休闲卤制品行业，产品涵盖了禽类制品、畜类制品、蔬菜制品、水产品等多品种，其中鸭脖、鸭架等鸭副产品为公司经典招牌。2017 年，在上交所上市，现如今已经发展成为休闲卤制品行业的标杆。

回顾绝味食品的发展历程，主要分为四个发展阶段：

(1) 第一阶段 2005-2007 年：起步发展阶段，确立发展基调

公司创立后确立 1.0 门店，确立加盟为主的发展模式以及相应的连锁管理模式，确立了公司的发展基调。**门店：**2005 年，绝味鸭脖第一家门店在长沙南门口开业；2006 年，确立

第一代标准化门店，逐步拓展广东、江西等省外市场，2008 年门店数量达到 1000 家；**管理**：2007 年，公司确立了“以直营连锁为主导，加盟连锁为主体”的商业运营模式，决定采用加盟模式进行扩张，也确立了“9 个统一”的连锁管理模式。

(2) 第二阶段 2008-2014 年：跑马圈地战略，快速扩张门店量

公司确立“跑马圈地，饱和开店”战略并升级迭代至 3.0 门店，门店数量迅速增长，加速圈占市场份额，管理以及供应链层面的发展赋能门店质量的提升，2011 年获得 7000 万资本增资，加速门店数量扩张。**门店**：2008 年，公司确立了“跑马圈地，饱和开店”的经营战略，门店数量在全国范围内增长迅速，同年，上线全程冷链系统，并升级了基于全程冷链的第二代标准化门店，门店数量与门店质量都实现了跨越式的提升；2010 年确立绝味食品第三代标准化门店形象，2013 年门店数量达到 5000 家；**管理**：2009 年，设立绝味管理学院，支持加盟商一体化建设和加盟人才培养；2010 年，全面导入 SAP-ERP 系统，绝味食品开启信息化管理时代；**供应链**：2013 年，绝味食品投资上游产业链，横向整合产品，纵向整合产业，打造产供销一体化的全产业链。

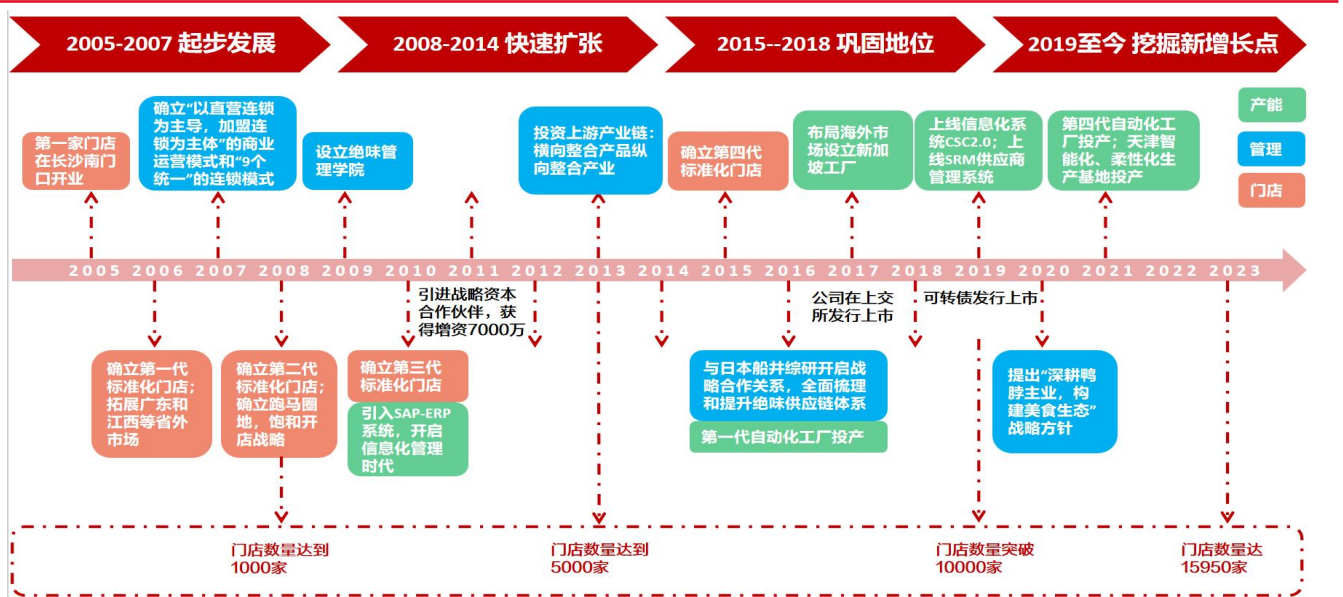
(3) 第三阶段 2015-2018 年：巩固龙头地位，布局海外市场

公司坚持“跑马圈地”战略并升级至 4.0 门店，加盟商数量与质量均显著提升，确立并巩固其市场龙头地位。在此基础上公司开始从国内走向国外，积极布局海外工厂并设立海外门店，取得了阶段性的成果。2017 年公司在上交所成功上市。**门店**：在 2015 年，公司升级迭代推出第四代门店；**供应链**：2016 年与日本船井综研开启战略合作关系，全面梳理和提升绝味食品供应链体系；**产能**：2016 年第一代自动化工厂投产，2017 年，开启海外市场布局进程，在新加坡设立工厂。

(3) 第四阶段 2019 年至今：深耕鸭脖主业，构建美食生态

公司深耕鸭脖主业，加速拓店，2019 年门店量突破一万家，并提出“构建美食生态”战略，打造新增长点。**管理**：2019 年，SRM 供应商管理系统成功上线，支持万店标准化运营的信息化系统 CSC2.0 上线运营；**门店**：2019 年绝味食品的门店突破了 10000 家；2023 年绝味食品门店达 15950 家；**对外融资**：2019 年可转换债券在上交所发行上市；**产能**：2021 年，第四代自动化工厂投产，天津智能化、柔性化生产基地投产；**供应链**：2020 年，提出“深耕鸭脖主业，构建美食生态”作为战略方针提出，在发展主业的同时发展第二增长曲线。

图 2 公司发展历程



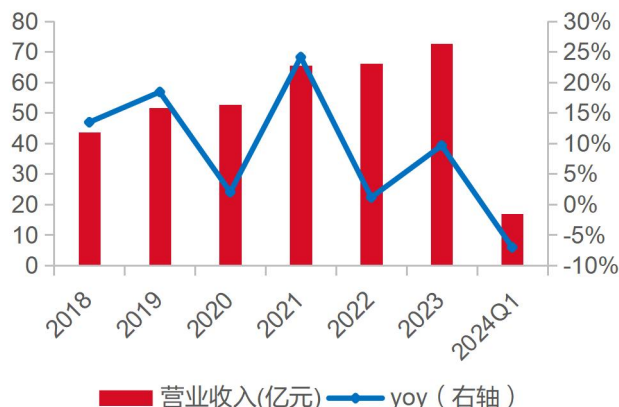
资料来源：公司公告，公司官网，东海证券研究所

1.3.公司业绩：门店数量持续扩张，单店营收有望修复

营收持续稳定增长，净利有望释放弹性。2023 年公司营业收入为 72.61 亿元，同比增长 9.64%，2020 年营业收入为 52.76 亿元，2020-2023 年营业收入 CAGR 达 11.23%。公司 2023 年归母净利润为 3.44 亿元，同比增长 46.63%。短期来看 2024 年第一季度营收 16.95 亿元，同比下降 7.04%；归母净利润达 1.65 亿元，同比增长 20.02%。2024 年第一季度营收有所下降，净利保持增势，主要得益于公司成本端的优化，精益生产，降本增效。长期来看上游原材料价格回落，公司持续拓店，同时公司积极进行库存和费用管理，营收净利兼具长期向好趋势。

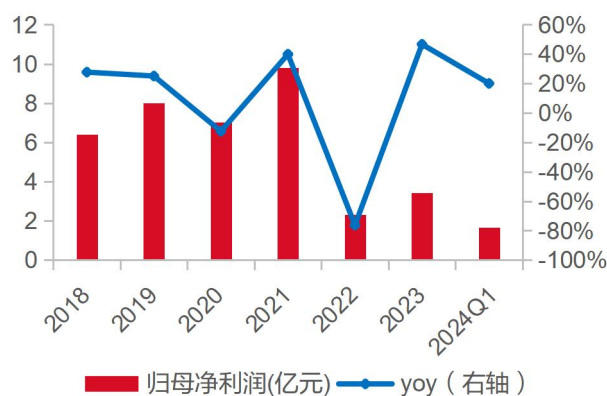
门店数量持续扩张，单店营收有望修复。2023 年公司门店总数为 15950 家（不含港澳台及海外市场），全年净增长 874 家，同比增长 5.80%。2020-2023 年全国门店总数 CAGR 为 8.76%，2018-2023 年每年门店净增量在 800-1000 家，门店持续扩张。公司未来将继续保持增长趋势，提高市占率。2017-2019 年单店营收稳步提升，由 2017 年的 41.01 万元提升至 2019 年的 44.94 万元，2017-2019 年单店营收复合增长率为 4.68%。2020 年开始，受疫情影响以及消费场景受损、消费疲软，单店营收持续走低，2022 年单店（老店）达到 2019 年 92.54% 水平。随着线下消费场景复苏，2023 年公司单店营收同比增长 1.22%（（公司鲜货类营收+包装产品营收）/公司门店数量），后续公司稳健拓店的同时积极保障同店恢复，公司业绩有望实现稳健提升。

图 3 公司营业收入（亿元）



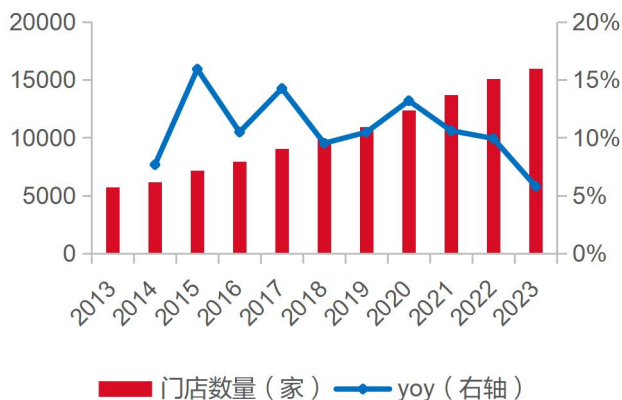
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 4 公司归母净利润（亿元）



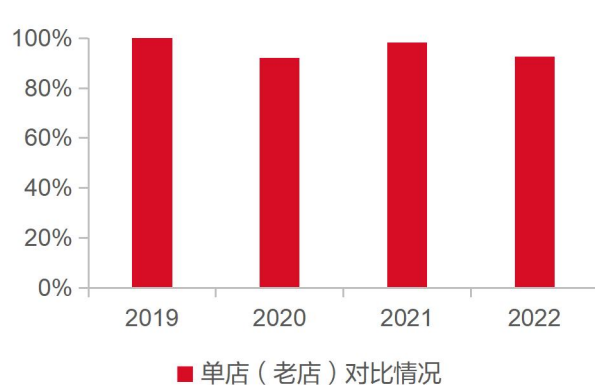
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 5 公司门店数量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

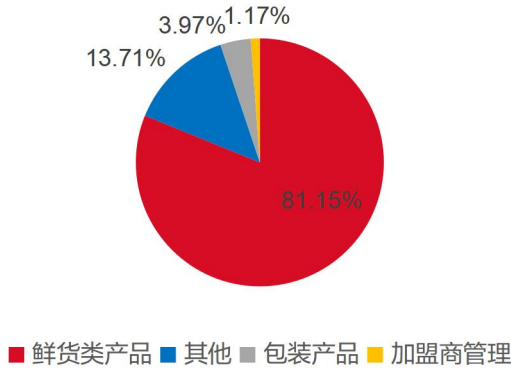
图 6 单店（老店）对比情况(以 2019 年为 100%)



资料来源：公司公告，东海证券研究所

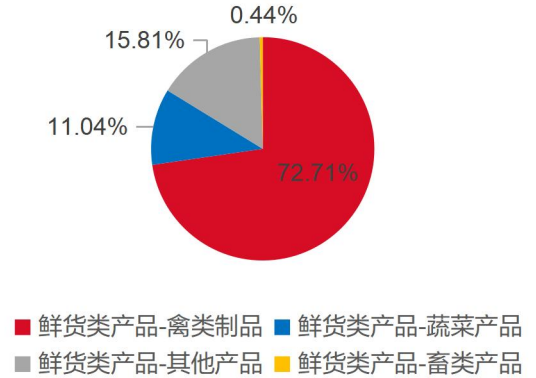
鲜货类产品是公司主要营收产品，其中禽类制品占比最高。2023 年鲜货类产品占总营收的 81.15%，其他产品占比 13.71%，包装产品占比 3.97%。在鲜货类产品中进一步拆分，2023 年禽类制品/其他产品/蔬菜产品/畜类产品在鲜货产品营收中分别占比 72.71%/15.81%/11.04%/0.44%，禽类制品为主要营收来源。境内营收稳步增长，海外市场成长性强。境内门店覆盖全国 31 个省级行政区，以华中、华东、华南为主要市场。2020 年境内营收 50.47 亿元，2023 年境内营收 69.78 亿元，2020-2023 年 CAGR 为 11.40%，境内营收稳健增长。门店主要分布于华东、华中、华南地区。境外营收快速增长，自 2017 年开始布局新加坡等海外市场后，境外营收由 2020 年的 0.92 亿元提升至 1.30 亿元，2020-2023 年境外营收 CAGR 高达 12.12%，海外门店营收不断增加，凸显出强劲的成长性。

图 7 2023 年公司营收按产品分类



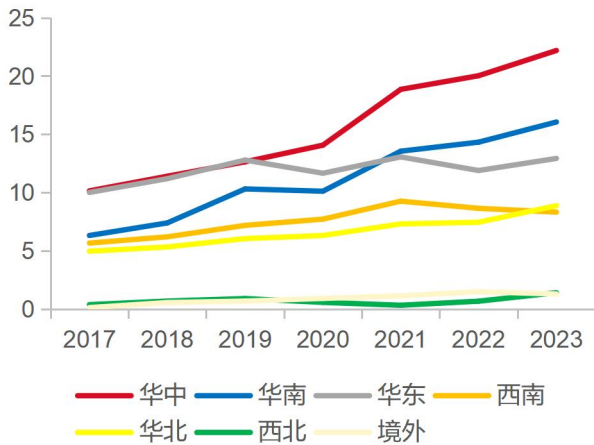
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 8 2023 年鲜货类产品营收细分



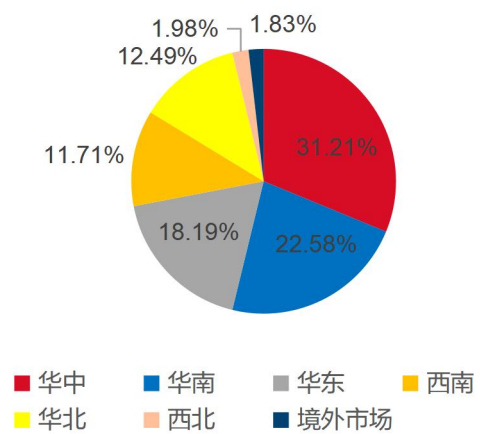
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 9 公司营收按销售地区分类(亿元)



资料来源：iFinD，东海证券研究所

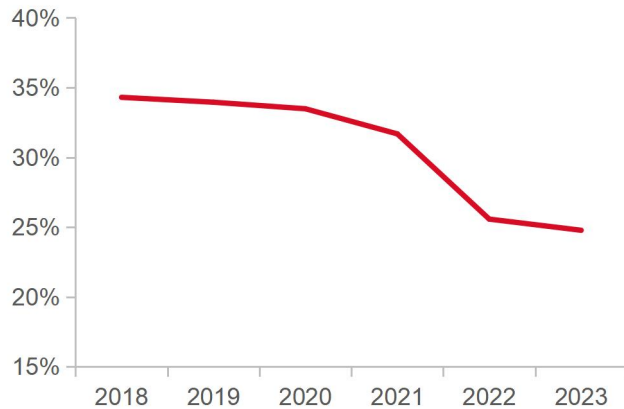
图 10 2023 年公司营收按地区分类



资料来源：iFinD，东海证券研究所

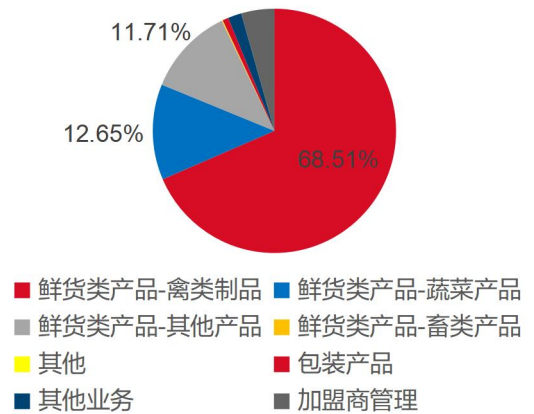
毛利率短期受上游影响有所下降，目前供给端恢复稳定，毛利率未来有望提升。2023 年毛利率为 24.77%（同比-0.80pct），2022 年毛利率为 25.57%（同比-6.11pct），2022 年和 2023 年公司毛利率下滑的原因主要在于供给端产能释放不足，鸭副产品价格普遍上涨。展望 2024 年，随着原材料供给端修复，公司结构优化等举措，公司毛利率有望提升。

图 11 公司毛利率



资料来源：iFinD，东海证券研究所

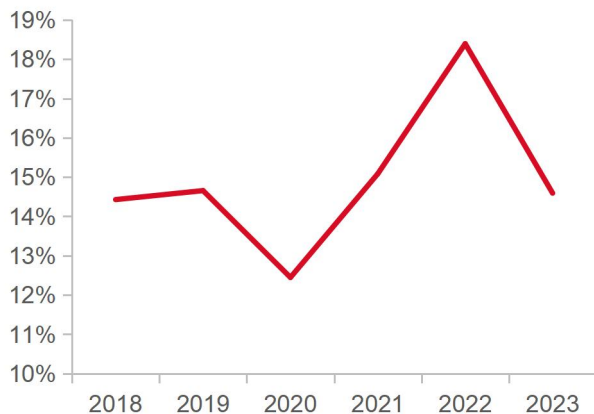
图 12 2023 年公司毛利结构



资料来源：iFinD，东海证券研究所

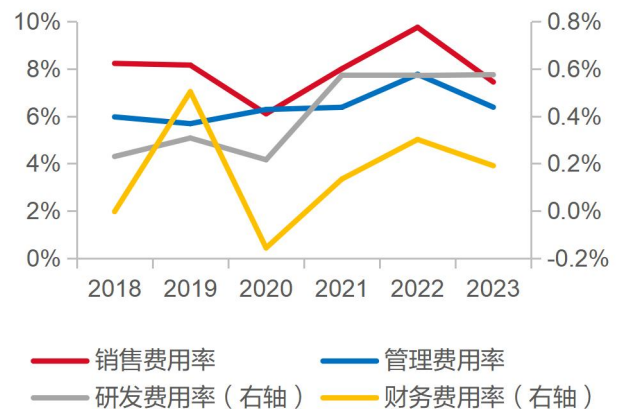
2023 年来公司管理效率提升，加盟商补贴收缩，控费初显成效。公司 2023 年销售费用率为 7.44%（同比-2.31pct），近年来销售费用率整体保持稳定。2021-2022 年销售费用率呈上升的主要原因在于公司加大了对市场的支持力度。2018-2022 年管理费用率上升，主要是受到人力成本增加的影响，2023 年开始管理效率有所提升。研发费用率和财务费用率近年来基本稳定且保持在较低的比率。

图 13 公司期间费用率



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 14 公司各项费用率



资料来源：iFinD，东海证券研究所

2.行业：集中度提升，连锁化趋势

2.1.卤制品行业：增速放缓，形式多样化

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 4 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。

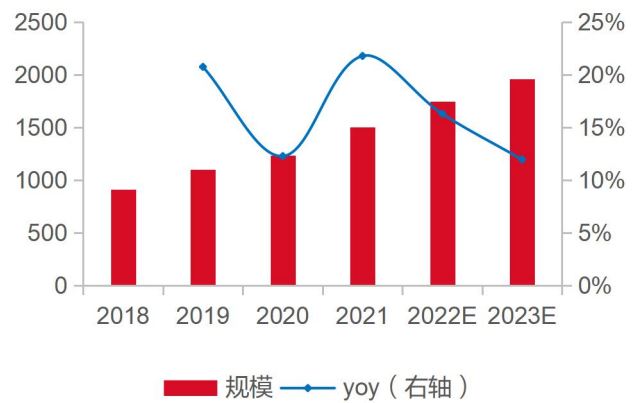
从消费场景来看，休闲卤市占率不断提升。伴随着经济发展、居民消费能力的提升，由于佐餐卤受到消费场景的制约，而休闲卤面向多元化的消费场景、产品更加丰富、更加契合年轻消费群体的消费需求，休闲卤的市场规模迅速扩张。2018 年休闲卤市场规模为 911 亿元，在卤制品行业中占比 39.1%，2018-2021 年休闲卤制品行业市场规模 CAGR 达 18.2%。根据艾媒咨询测算，休闲卤制品行业市场规模在 2023 年预计将达到 1958 亿元，市场占比将提升至 48.33%。

图 15 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 16 休闲卤制品行业市场规模（亿元）



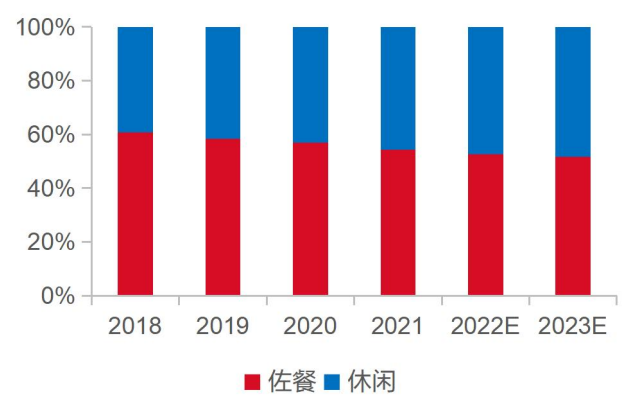
资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图 17 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

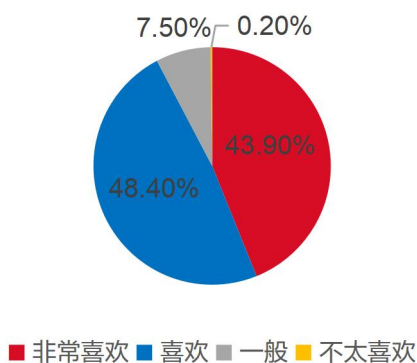
图 18 佐餐和休闲卤制品占比



资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

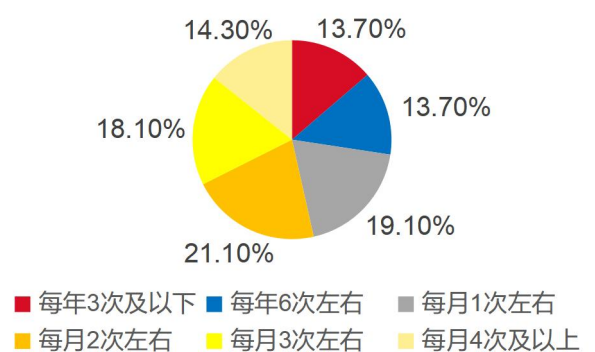
卤味食品消费者较多且消费频率较高，为卤制品企业积极扩张门店提供了基础。根据艾媒咨询调研数据显示，有 96.6%的消费者购买过卤制品，其中 43.9%的消费者表示非常喜欢，48.4%的消费者表示喜欢。在卤制品消费者中，有 14.3%的消费者消费频率在每月四次以上，每月消费两次及以上的消费者超过半数，整体消费频率较高。卤制品凭借其美味、“易上瘾”的特点收获大量消费者的喜爱，庞大的消费群体以及较高的复购率为卤制品企业积极扩张门店提供了基础。

图 19 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

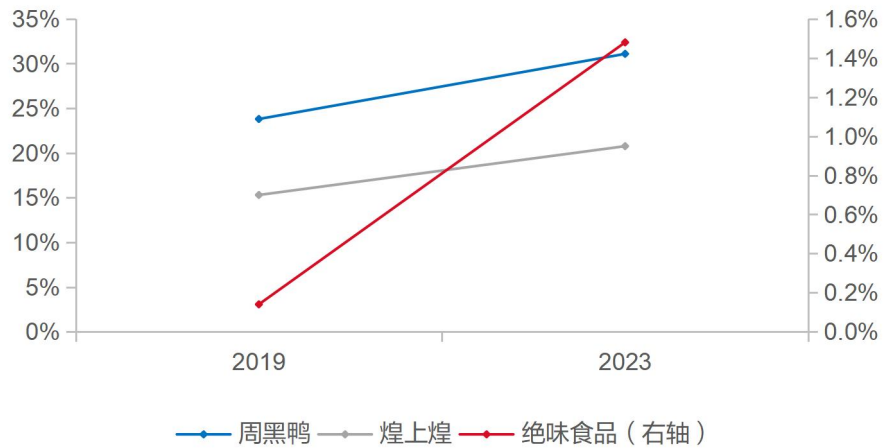
图 20 卤制品消费频次



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2023年1.48%、31.09%、20.76%。2023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 21 各卤制品公司线上渠道占比提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

表 5 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

2.2. 连锁模式：卤制品连锁发展仍为趋势

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 6 餐饮连锁品牌

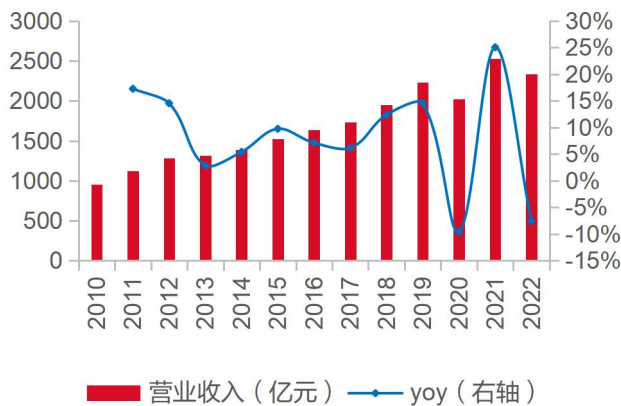
	绝味鸭脖	紫燕百味鸡	巴比馒头	蜜雪冰城
成立时间	2008	2003	2003	1997
分类	休闲卤味	佐餐卤味	包点	茶饮
门店人数	1-2 人	1-2 人	2-3 人	2-4 人
工作方式	打包、收银	菜品处理、打包、收银	包点制作、打包、收银	饮料制作、打包、收银
门店面积 (m ²)	15-20	20-30	15-20	20
客单价 (元)	约 27	约 31	约 8	约 8
日均营业额 (元)	1800-2200	2000-2500	3000	3500
门店数量 (家)	15000+	6000+	5000+	30000+
回本周期 (月)	12-18	12-18	6-12	12 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 2024 年 6 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。

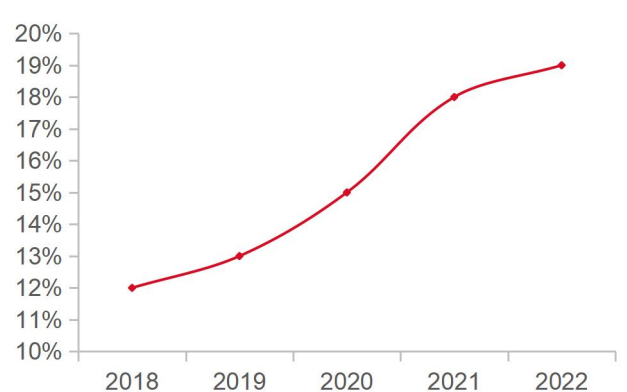
中国餐饮连锁化率和行业集中度存在较大的提升空间。中国餐饮连锁化率由 2018 年的 12% 增长至 2022 年的 19%，增长趋势明显。但是与餐饮化率在 2021 年已经分别达到 54% 和 49% 的美国和日本相比，仍存在较大的发展空间。同时，我国餐饮行业集中度也存在较大的发展空间，2021 年美国和日本餐饮行业 CR5 分别为 15% 和 14%，中国为 2%，提升空间较大。**从不同城市线来看中国餐饮连锁化率走势**，根据美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，中国餐饮连锁化率水平在不同城市线呈现出阶梯式状态，一线城市、新一线城市、二线城市、三线城市、四线城市、五线城市逐级传导的状态，高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。**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 22 中国连锁餐饮企业营业收入



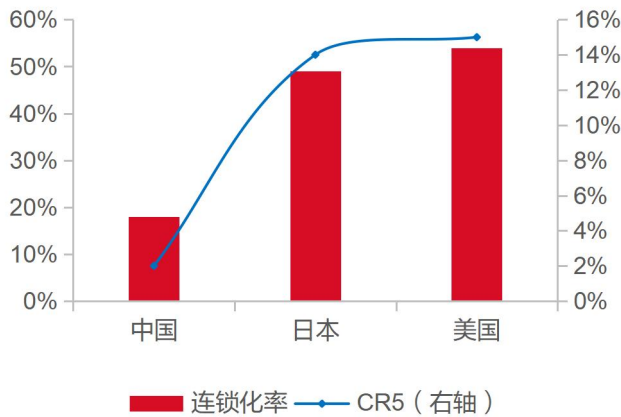
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 23 中国餐饮连锁化率



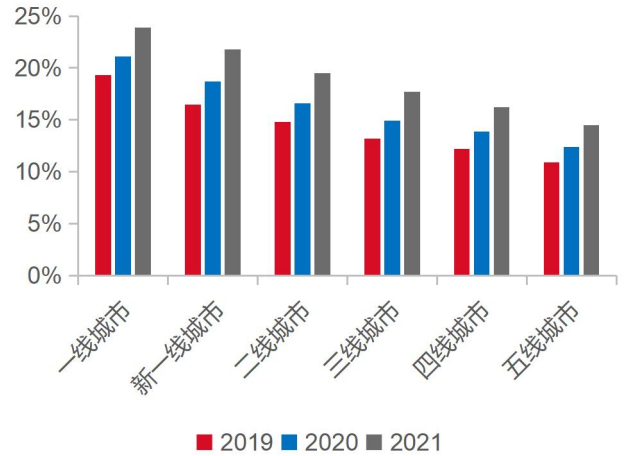
资料来源：美团，东海证券研究所

图 24 连锁化率和其他国家对比



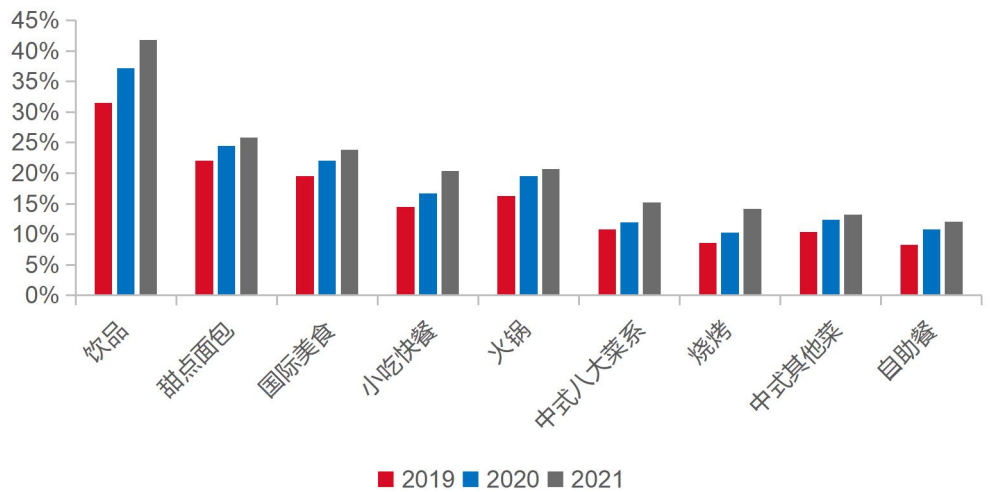
资料来源：中国连锁经营协会，东海证券研究所

图 25 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

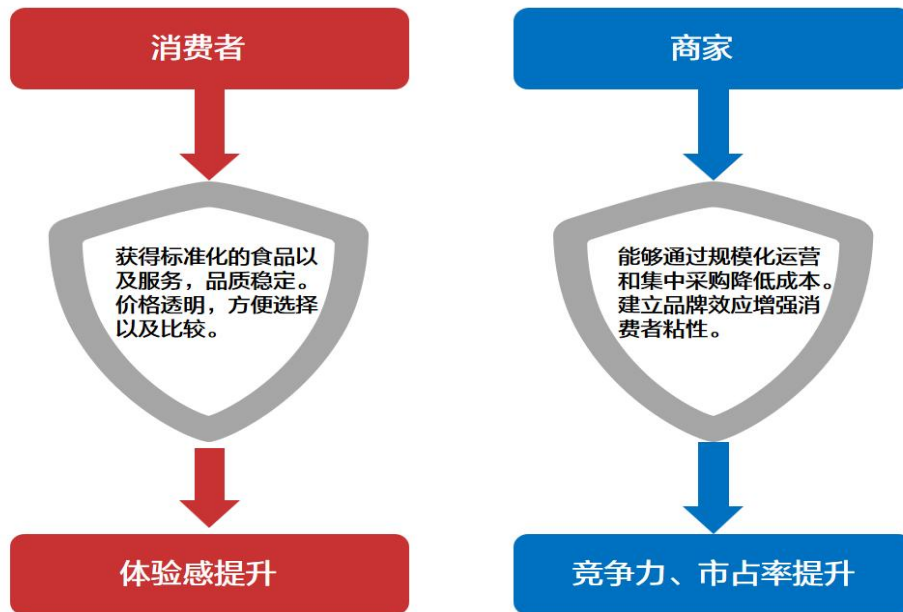
图 26 2019-2021 典型餐饮品类连锁化率走势



资料来源：美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，东海证券研究所

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 27 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

2.3.行业格局：格局分散，头部企业仍有较大空间

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。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%。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 7 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	15000+
	周黑鸭	2006	湖北、广东、河南	3800+
	煌上煌	1993	江西、广东、福建	4500+
	久久丫	2002	江苏、浙江、上海	2000+
	辣小鸭	2008	吉林、辽宁、黑龙江	1800+
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	6200+
	留夫鸭	2005	浙江、上海、江苏	1000+
	窑鸡王	2013	广东、湖南、北京	1800+
	廖记棒棒鸡	1993	四川、湖北、重庆、广东	600+
	卤江南	2017	江苏、上海	1000+

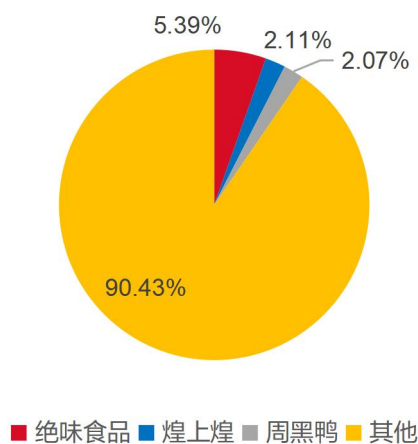
资料来源：各公司官网，窄门餐眼，东海证券研究所（截至 2024 年 6 月 30 日）

图 28 2011-2020 年中国卤制品相关企业注册量（家）



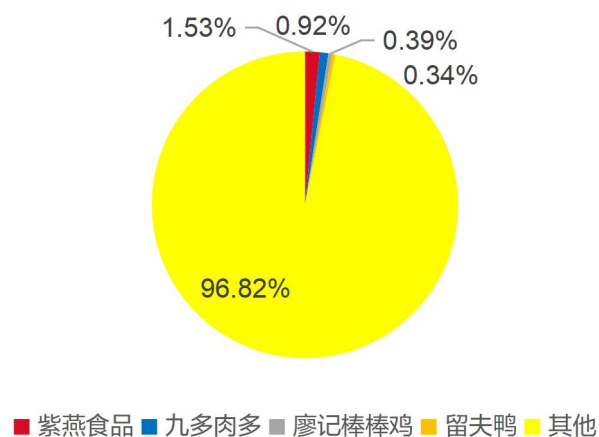
资料来源：艾媒咨询，东海证券研究所

图 29 2020 年休闲卤制品行业市占率



资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

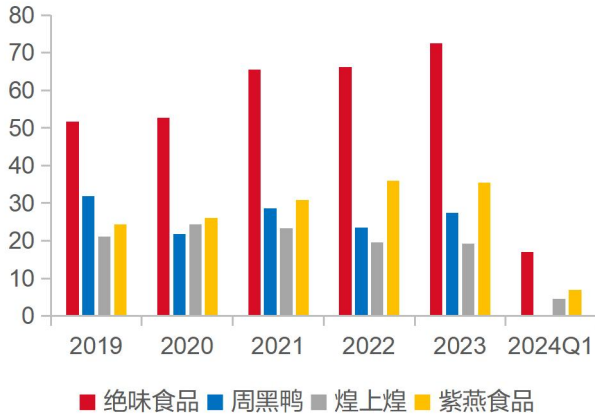
图 30 2020 年佐餐卤制品行业市占率



资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

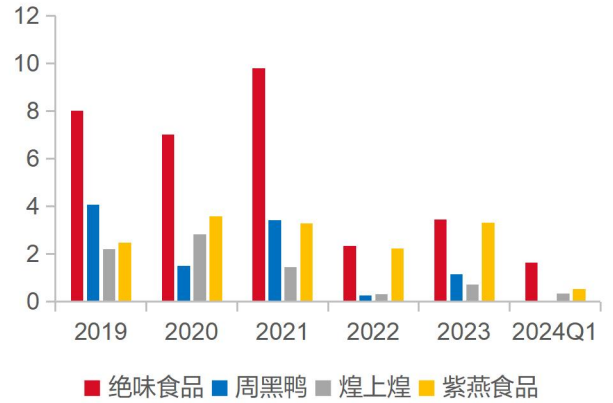
各卤制品企业盈利能力显著改善。2023 年绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品营收分别为 72.61 亿元、27.44 亿元、19.21 亿元、35.50 亿元，同比增速分别是+9.64%、+17.08%、-1.70%、-1.46%，2023 年受经济恢复不及预期影响营收略降。2023 年绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品归母净利润分别为 3.44 亿元、1.16 亿元、0.71 亿元、3.32 亿元，同比增速分别为+46.63%、+357.13%、+129.01%、+49.46%。总体看，2019-2022 年各卤制品公司净利波动主要原因在于受疫情影响线下消费场景受损以及原材料价格的上涨。2023 年开始原材料价格高位回落，各公司净利润增长趋势明显，净利润逐渐恢复。我们认为 2024 年随着开店下沉以及各公司将重心偏向单店提振背景下，各卤制品公司拓店节奏以及单店营收有望持续提升，业绩有望进一步改善。

图 31 各公司营收（亿元）



资料来源：iFinD，东海证券研究所

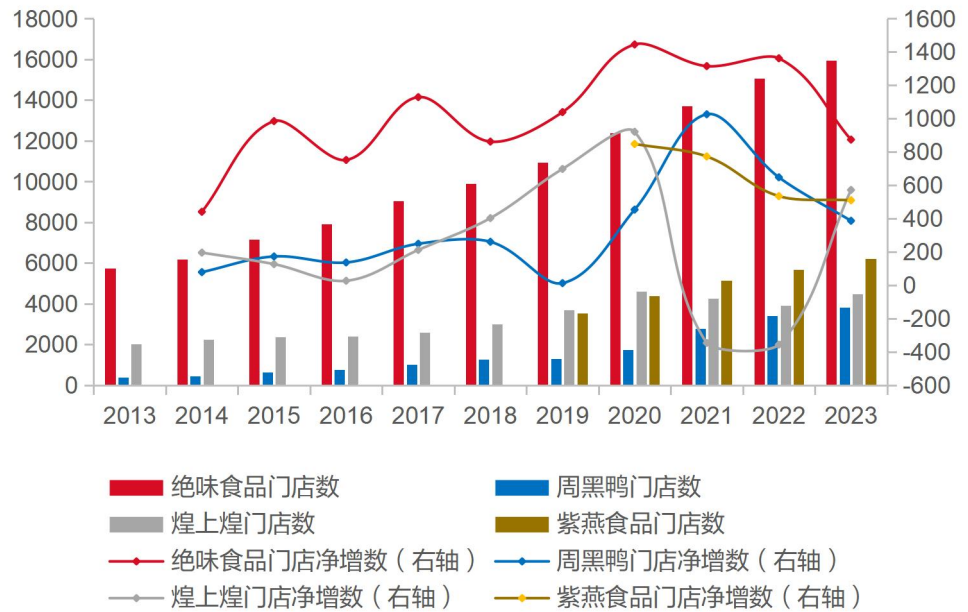
图 32 各公司归母净利润（亿元）



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，2023 年已突破 15950 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，2023 年门店数量达到 3816 家，其中特许经营门店为 2096 家。煌上煌自 2020 年起展店速度下滑，2023 年门店数量为 4497 家，逆转开店数量下滑趋势。紫燕食品 2023 年门店数量为 6205 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。

图 33 头部企业门店数量变化情况（家）



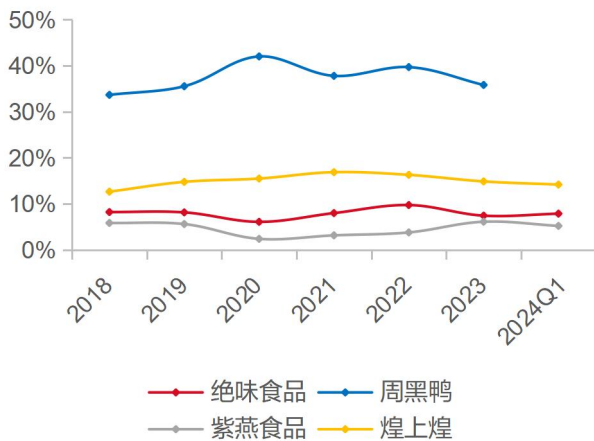
资料来源：美团《2023 中国中式餐饮白皮书》，东海证券研究所

绝味食品销售、管理费用率稳健，降本增效初见成效。绝味食品、周黑鸭、紫燕食品和煌上煌 2023 年销售费用率分别为 7.44%、35.83%、6.13%、14.88%，管理费用率分别为 6.38%、11.55%、4.81%、8.46%。周黑鸭的销售费用率和管理费用率高于其他卤制品公司，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。绝味食品销售、管

理费用率稳健，公司积极降本增效控制费用。紫燕食品 2023 年来加大销售费用投入，致力于开拓全国化市场。

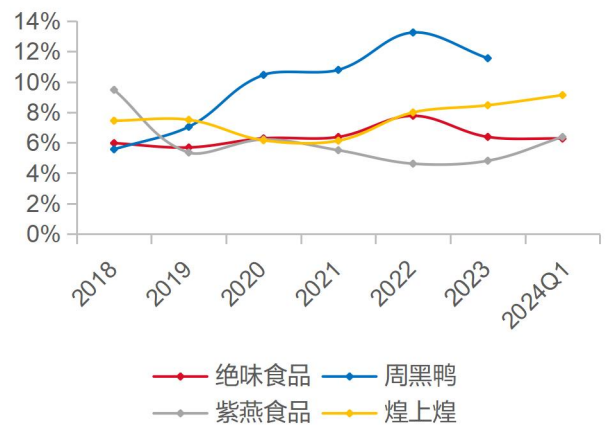
受原材料价格影响，各公司净利率均反弹。2023 年绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌的毛利率分别为 24.77%、52.42%、22.46%、29.06%。“自营+特许经营”模式下周黑鸭毛利率高于同行，紫燕食品凭借较低的管理费用率和销售费用率在净利率方面有一定优势。2022 年各公司净利率整体上都出现大幅下滑的主要原因在于原材料价格走高以及线下消费场景受损，加大了对加盟商的补贴力度。2023 年下半年来随着鸭副产品以及畜类供需错配逐步解决从而使价格高位回落，净利率均出现反弹。未来原材料价格大幅上涨可能性较低，卤制品公司盈利能力有望持续恢复。

图 34 各公司销售费用率



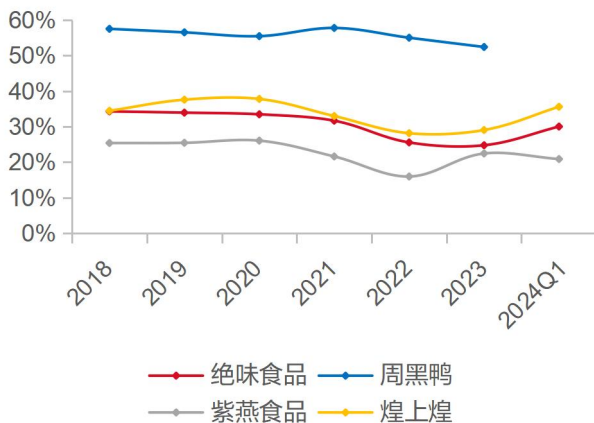
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 35 各公司管理费用率



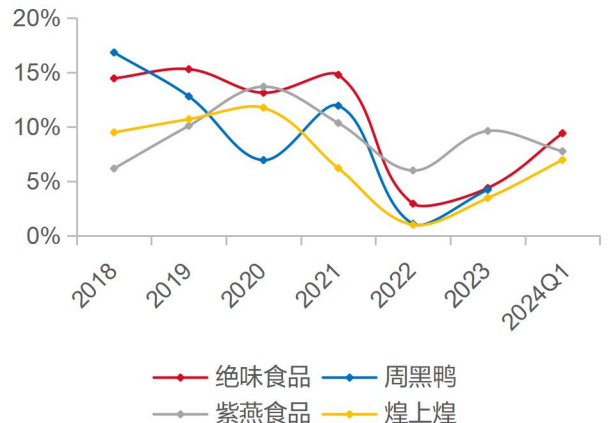
资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 36 各公司毛利率



资料来源：iFinD，东海证券研究所

图 37 各公司净利率



资料来源：iFinD，东海证券研究所

3.公司：深耕鸭脖主业，构建美食生态

3.1.产品：联名各大 IP，吸引年轻人群

绝味食品产品种类丰富，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。

绝味食品通过引流产品+利润产品+特色产品的组合获取利润。利润产品：卤制鸭副食品为公司实现营收的核心产品，公司深耕核心产品，针对不同消费群体的消费需求推出“招牌风味”“黑鸭风味”“酱鸭风味”“五香风味”“藤椒风味”，通过横向口味创新吸引更多消费者；同时推出简装、精装、礼品等多种包装产品，扩大销售范围；特色产品：推出地域性特色产品，满足消费者的差异化需求，例如针对湖北市场的黑鸭油焖虾球、针对云南市场的酸辣风味鸭爪、针对甘肃市场的黑鸭风味二节翅以及针对广东市场的藤椒鸭脆肠鸡翅尖等。引流产品：通过打造与美团外卖联名的“拼拼小卤盒”系列套餐等进行引流。

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

明确品牌定位，推进品牌年轻化。公司明确定位“Z世代”为主要目标客户，积极打造满足年轻消费群体消费需求的产品以及迎合年轻人消费方式。公司与美团联名推出拼拼小卤盒，通过外卖渠道曝光产品，迎合年轻消费者消费方式。产品上与元气森林联名推出的与气泡水结合的推荐吃法、开办绝味无限乐园打造绝味食品品牌建设、与甄嬛传联名推出「甄嬛联名绝味红宝石虾球套餐」等。同时公司与腾讯达成战略合作，绝味鸭脖推出与元梦之星联动，在游戏内容中仍可以与消费者互动。公司不断通过联名赋能品牌宣传，吸引更多年轻消费人群。

图 39 绝味食品美团联名拼拼小卤盒



资料来源：绝味鸭脖微信公众号，东海证券研究所

图 40 绝味食品元气森林联名气泡水



资料来源：元气森林官方公众号，东海证券研究所

图 41 绝味食品甄嬛传联名红宝石虾球套餐



资料来源：绝味鸭脖官方微博，东海证券研究所

图 42 绝味食品与腾讯元梦之星联名



资料来源：绝味鸭脖微信公众号，东海证券研究所

布局餐桌卤味，发展第二增长曲线。为发展餐桌卤味，绝味食品直接参股卤江南，控股廖记棒棒鸡，与吉林阿满食品共同投资设立阿满百香鸡。作为休闲卤味行业龙头，绝味食品在供应链、战略管理等方面具有优势与发展经验，目前绝味食品通过“六共协同”（共享采购、共享仓储、共享产能、共同配送、共享销售体系、共享智力资源）搭建合作生态，带动被投资项目价值增长，实现共生、共创、共赢。2023 年公司长期股权投资达 25.27 亿元，相较于 2018 年的 7.85 亿元，增幅达到 221.91%。

表 8 布局餐桌卤味

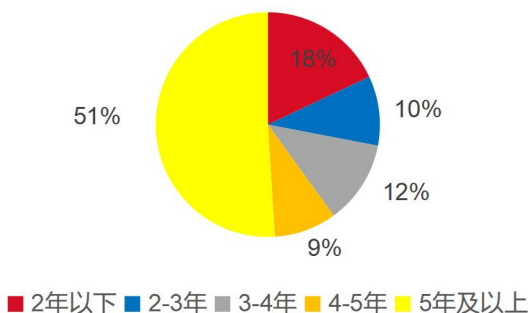
公司	客单价	门店数量
卤江南	32.17 元	约 1000 家
廖记棒棒鸡	36.03 元	600+
盛香亭	27.99 元	300+
阿满百香鸡	28.52 元	约 100 家

资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（截至 2024 年 6 月 30 日）

3.2.渠道：门店数量稳步增长，积极布局下沉市场

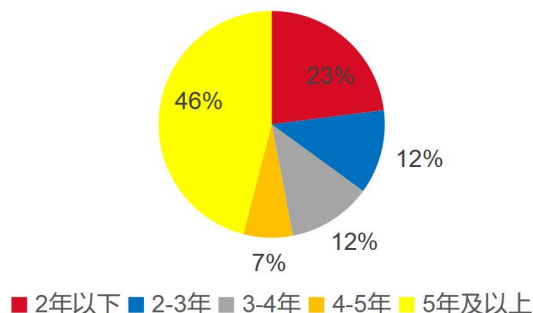
老店营收能力较强，沿街体仍为开店主流。2023 年绝味食品门店数量达到 15950 家，从收入贡献、数量构成上看，3 年以上老店占比为 65%，收入贡献占比为 73%，老店营收能力较新店强劲，其中 4-5 年店龄的门店营收表现最佳（以开店 2 年以下门店营收为基准，开店 4-5 年为 164%）；从渠道构成看，沿街体+社区体门店仍为开店主流，占比约为 73%。未来随着布局下沉市场，预计沿街体+社区体门店占比仍会提升。

图 43 不同店龄门店的收入贡献构成



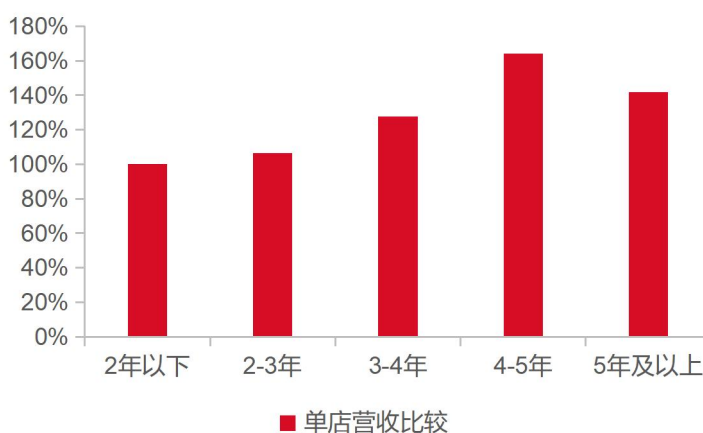
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 44 不同店龄门店的数量构成



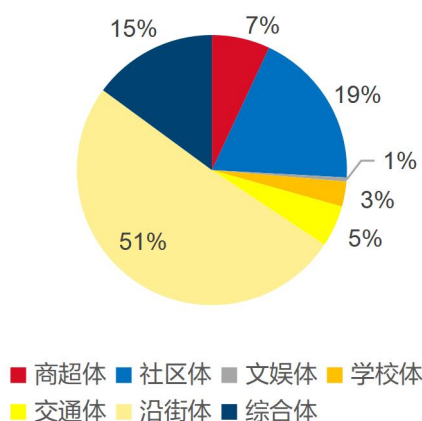
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 45 不同店龄的单店营收比较（以 2 年以下门店为基准）



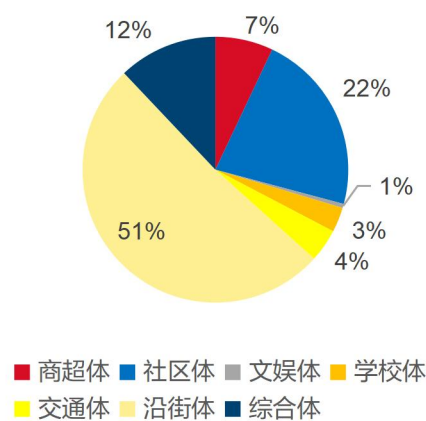
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 46 不同渠道门店的收入贡献构成



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 47 不同渠道门店的数量构成



资料来源：公司公告，东海证券研究所

单店投入成本较低，让利加盟商，对加盟商具有吸引力。绝味食品早期开放加盟，单店模型成熟易复制。在加盟方面，绝味食品的前期投入包括加盟费、保证金等低于周黑鸭、煌上煌、紫燕食品；加盟所需店面面积要求较低、人力成本低，投资回收期较短，具有吸引加盟商的优势。在疫情期间，绝味食品加大对加盟商的补贴，增强了加盟商的发展信心。

表 9 加盟投资预算

店型	小标店	普标店	红标店
店型特点	坪效要求高，空间面积有限	交通体、沿街体、商超体等常规渠道	品牌形象旗舰店
营业面积	10-15 平方米	15-30 平方米	30-40 平方米
营业人数	2 人	2 人	2-3 人
项目预计投资额	6-8 万左右	8-15 万左右	15-25 万左右
月营业收入	5 万左右	8 万左右	12 万左右
月店面租金	0.35 万	0.6 万	1 万
月人员工资	0.58 万	0.7 万	1 万
月综合水电	0.08 万	0.11 万	0.15 万
月其他杂费	0.08 万	0.15 万	0.2 万
月利润	0.35 万	0.6 万	0.89 万
年利润	4.2 万左右	7.2 万左右	10.68 万左右
投资回收期		14 个月左右	

资料来源：绝味招商加盟中心，东海证券研究所

表 10 各品牌加盟费与保证金费用

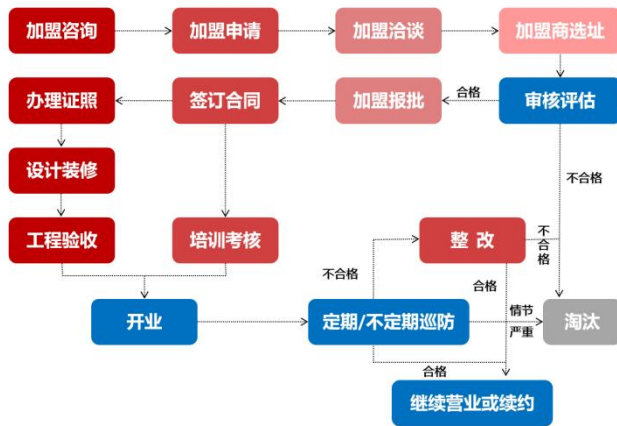
	绝味鸭脖	周黑鸭	煌上煌	紫燕百味鸡
加盟费（元）	24000	50000	30000	36000
保证金（元）	5000	50000	10000	10000

资料来源：开店邦，各品牌官方公众号，东海证券研究所

公司严格把关加盟商准入环节，形成标准化的筛选模式。绝味食品形成一套标准化的筛选模式，包括开店前的评估和专业指导培训、开店后对新店的营销支持以及门店的统一管理体系，培养更适合绝味食品发展的加盟商，提高加盟商的开店成功率。为保障加盟商质量，基于原有加盟商经验较丰富，风险相对低，绝味食品鼓励原有加盟商多开店。在每年新开门店中，新加盟商的开店数量仅占绝味食品每年新开店数量的 5%-8% 左右，而原有加盟商每年的新开店数占每年新开门店的 80% 以上。

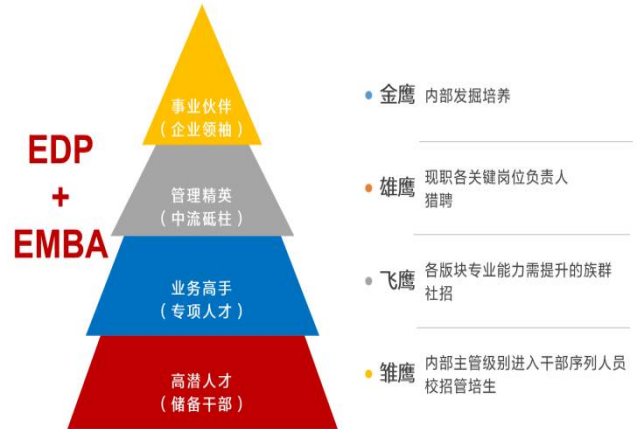
“一司、一教、一会”的加盟商建设模式，支撑绝味食品加盟健康发展。“一司”是加盟制度体系。绝味食品对于加盟商进行可量化的级别测评，根据加盟商的级别给予不同的资源支持。“一教”是绝味食品于 2009 年成立的绝味管理学院，学院建立 4+2 级的人才梯队培养模式，系统解决加盟商的管理组织能力问题，与香港理工大学联合办学，开设加盟商 EMBA 研修班，提升加盟商的商业格局，同时提高加盟商的凝聚力与向心力。“一会”是绝味食品加盟商管理委员会，加委会是由绝味食品加盟商代表组成的自治管理机构，面向全体绝味食品加盟商服务。旨在通过加强公司与加盟商、加盟商与加盟商间的联系沟通，充分发挥资源优势，建立有效的厂商互动平台，推行绝味食品共同价值观和加盟商一体化建设。

图 48 绝味食品门店筛选和管理流程



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

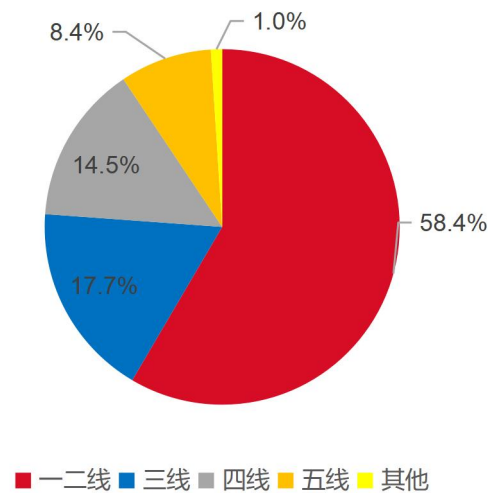
图 49 绝味食品管理学院人才梯队培养模式



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

卤味行业下沉市场前景广阔，有望迎来布局。绝味食品目前门店的城市分布有约 60% 的门店位于一二线城市，门店密度相对饱和，三四线城市占比较低，提升的空间大。三四线城市居民消费力日益提升，且租金成本低，具有成本端的优势。未来，我们认为在绝味食品巩固单店营收战略背景下，仍有望不断拓展下沉市场，提升公司的门店数量以及质量。

图 50 绝味食品门店的城市分布



资料来源：窄门餐眼，东海证券研究所（截至 2024 年 6 月 30 日）

表 11 星火燎原政策支持

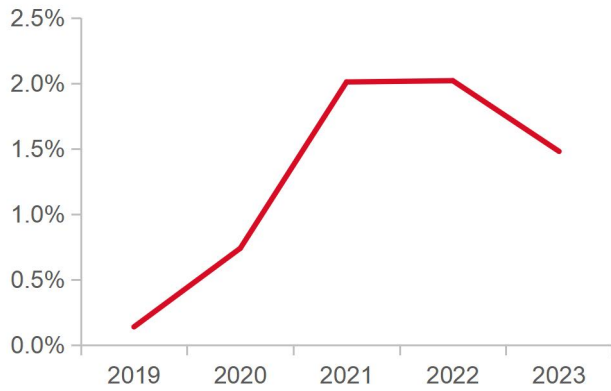
政策定向支持	政策减免后成本测算
门头店招、冷藏展示柜免费送	门店店招、冷藏展示柜 0 元
装修费补贴 50%	装修费 10000 元
加盟费补贴 50%	加盟费 6000 元
公司提供低息贷款	运营资金 50000 元
	保证金 5000 元

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司线上业务蓬勃发展。随着消费方式的迭代升级，公司开拓抖音等直播平台的销售渠道。由于线下场景受损，线上渠道收入占比从 2020 年开始增长，2022 年达到 2.02%。线下场景恢复后，2023 年线上渠道销售占比达 1.48%，相较于 2019 年线上占比提升 1.34pct。

绝味食品官方抖音粉丝数达到 40w+ 人次，直播数据屡破行业第一，例如根据抖音官方数据，绝味食品在 2023 年 9 月的双节同庆直播活动，创造了中式快餐行业月度官方直播 Top1，创卤味行业单场直播交易记录第一。

图 51 绝味食品线上渠道销售占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图 52 绝味食品抖音主页和直播间

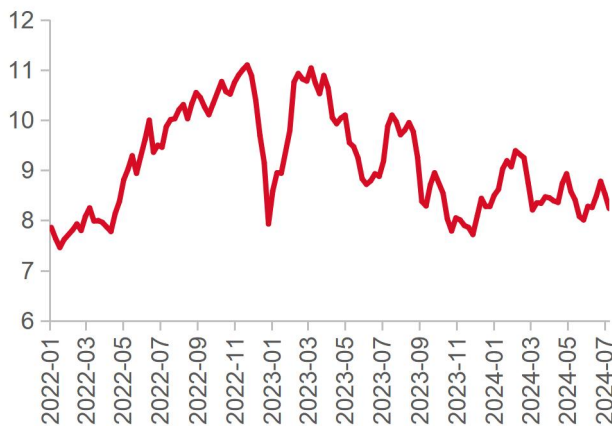


资料来源：绝味食品官方抖音，东海证券研究所

3.3.生产：生产经营模式高效，供应链管理信息化

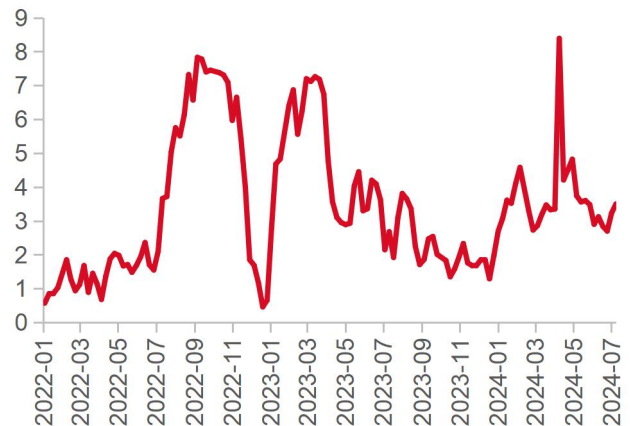
绝味食品采取“一个市场、一个生产基地、一条配送链”的生产经营模式，采购、生产、销售、配送端具有良好的供应链管理能力和能力。2022 年以来鸭副产品价格不断上涨，公司业绩短期受损。鸭副产品价格自 2023 年下半年开始回落，并逐步企稳。2023 年下半年玉米和豆粕等饲料价格回落，毛鸭以及鸭苗价格也逐步走低，我们认为未来原材料价格仍会在低位稳定，价格大幅上涨的可能性较低。公司通过规模效应以及良好的供应链管理能力和能力，原材料价格有望长期保持稳定。根据绝味食品与周黑鸭的原料供应商的招股说明书，2019 年周黑鸭和绝味食品均会从益客食品采购鸭产品，绝味食品采购价为每千克 13.67 元，周黑鸭采购价为每千克 16.53 元。除此之外，绝味食品投资肉鸭养殖及加工的赛飞亚，保证上游原材料的供应，维持采购体系的稳定。目前上游养殖户鸭苗投放积极，预计原材料价格仍会保持稳定。

图 53 毛鸭价格走势（元/公斤）



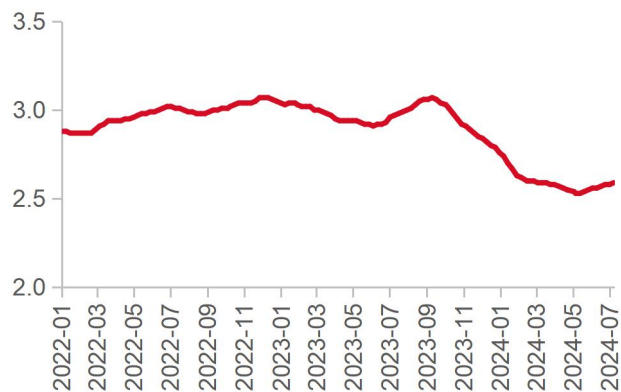
资料来源：iFinD，东海证券研究所（数据截止到 2024 年 7 月 17 日）

图 54 鸭苗价格走势（元/羽）



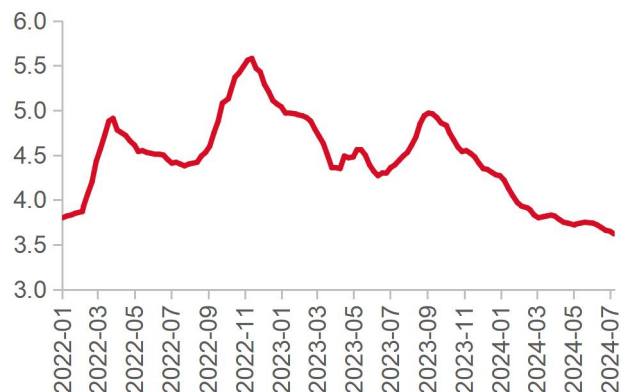
资料来源：iFinD，东海证券研究所（数据截止到 2024 年 7 月 17 日）

图 55 玉米价格走势（元/公斤）



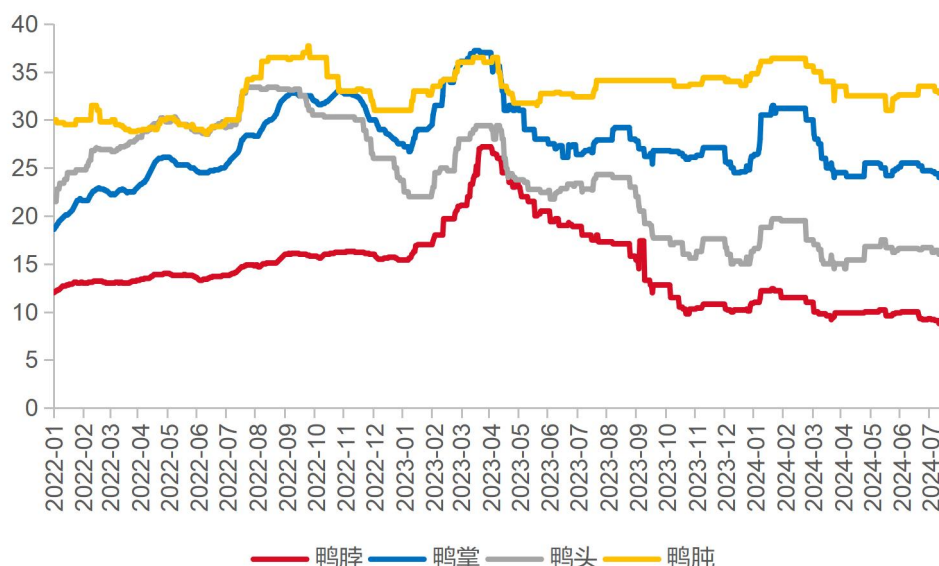
资料来源：iFinD，东海证券研究所（数据截止到 2024 年 7 月 17 日）

图 56 豆粕价格走势（元/公斤）



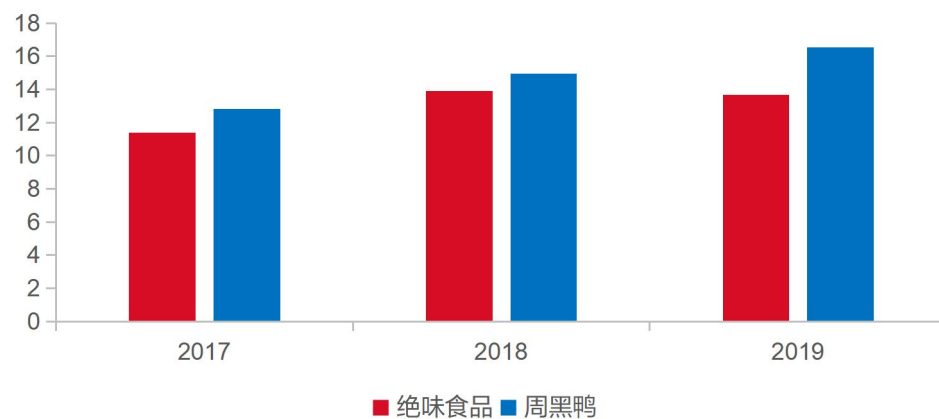
资料来源：iFinD，东海证券研究所（数据截止到 2024 年 7 月 17 日）

图 57 鸭副产品价格变动（元/千克）



资料来源：钢联数据，东海证券研究所（数据截止到 2024 年 7 月 17 日）

图 58 绝味食品与周黑鸭在益客食品采购鸭产品的单价（元/公斤）



资料来源：益客食品招股说明书，东海证券研究所

公司引入冷链设备与信息化管理体系，保障供应链安全与管理效率。2008年绝味食品携手国际冷链巨头英格索兰，全面导入全程冷链系统，以保证供应链全程的食品质量。绝味食品建设绝配供应链系统，以生产基地为中心，以300-500千米为冷链配送半径布局供应链网络，绝味食品得以实现“当日订单，当日生产，当日配送，24小时内开始售卖”的高效率系统。绝配作为绝味食品的全资子公司，不仅替代第三方物流实现降本增效，同时也对外开放，共同赋能美食生态圈内被投资企业。绝味食品部署SAP-ERP信息化管理系统，助力万店模式下的数字化管理，并在供应链端以SAP为核心点，部署实施了包括采购、订单、仓储、检配、生产、物流业务系统等多个系统。零售端则涵盖了CRM会员、门店、终端管理系统等，实现对数千家门店的规范化管理。

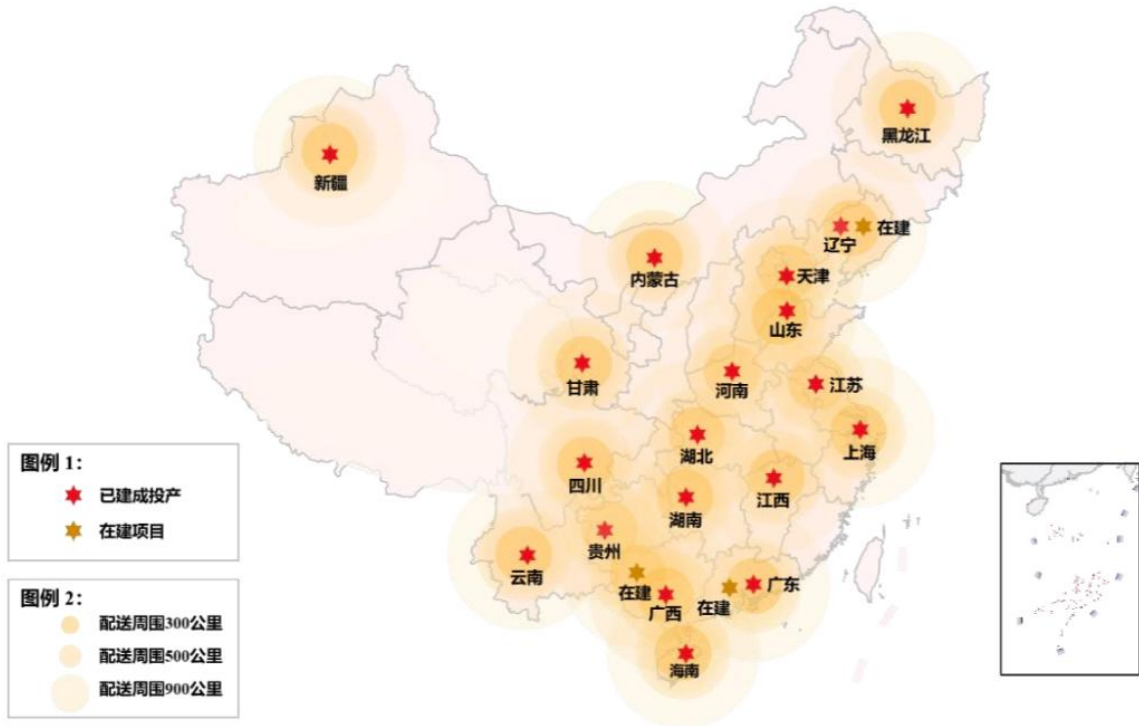
生产基地覆盖全国，线下门店与营销策略赋能销售。绝味食品当前拥有22个生产基地（含3家在建），每个生产基地覆盖半径300-500公里。绝味食品生产体系经历多次迭代升级，生产基地逐步实现部分设备自动化智能化，生产效率与生产质量逐步提升。

图 59 绝配供应链



资料来源：绝配官方微信公众号，东海证券研究所

图 60 绝味食品生产基地的全国布局



资料来源：公司公告，东海证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

当前公司主要营收来源于卤制食品营收板块。经过综合分析研究，我们分别对各业务板块做出如下盈利预测：

卤制食品营收板块：卤制食品仍为公司未来发展重心，公司将积极深耕鸭脖主业，同时构建美食生态，发展第二成长曲线。公司目前将重心放在提升单店营收方面，门店数量预计仍会保持平稳增长。因此我们预计卤制食品业务收入为 65.88 亿元、71.05 亿元、76.12 亿元，同比增长 8.89%、7.84%、7.14%。综合预计 2024-2026 年公司总收入为 79.04 亿元、85.14 亿元、90.97 亿元，同比增长 8.85%、7.71%、6.86%。

我们预测公司 2024-2026 年归属于母公司净利润分别为 7.65 亿元、8.78 亿元及 9.94 亿元，对应 EPS 分别为 1.23 元、1.42 元及 1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 12X、10X 以及 9X。

表 12 公司收入拆分（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
卤制食品						
收入	5743.06	5649.86	6050.44	6588.34	7104.76	7612.30
yoy	17.27%	-1.62%	7.09%	8.89%	7.84%	7.14%
毛利率	33.77%	27.81%	27.86%	32.00%	32.30%	32.60%
加盟商管理						
收入	67.43	74.57	83.05	90.52	97.77	104.61
yoy	-1.46%	10.59%	11.37%	9.00%	8.00%	7.00%

毛利率	95.98%	96.34%	95.35%	96.00%	96.00%	96.00%
其他						
收入	541.35	728.04	974.28	1071.71	1157.44	1226.89
yoy	212.27%	34.49%	33.82%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	5.97%	1.31%	0.12%	2.00%	2.00%	2.00%
其他业务						
收入	196.79	170.37	153.55	153.55	153.55	153.55
yoy	43.46%	-13.43%	-9.87%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	19.29%	24.00%	21.05%	22.00%	24.00%	26.00%
总计						
收入	6548.62	6622.84	7261.33	7904.12	8513.52	9097.35
yoy	24.12%	1.13%	9.64%	8.85%	7.71%	6.86%
毛利率	31.68%	25.57%	24.77%	28.47%	28.76%	29.09%

资料来源：携宁，东海证券研究所

4.2.可比公司估值

我们选取 3 家企业与公司进行比较分析，其中周黑鸭和煌上煌主营业务为休闲卤味，紫燕食品主营业务为佐餐卤味。我们预计绝味食品 2024-2026 年 EPS 分别 1.23 元、1.42 元及 1.60 元，PE 分别为 12X、10X 及 9X。根据 iFinD 一致预期，行业平均值 2024-2026 年 PE 分别为 20/16/14X。我们考虑到公司目前品牌影响力大，知名度较高，同时公司在门店数量以及产能方面具有相对优势，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13 可比公司一览

可比公司	证券代码	总市值 (亿元)	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
周黑鸭	1458.HK	39.57	1.70	0.08	0.11	0.13	19.06	14.93	12.36
煌上煌	002695.SZ	35.20	6.32	0.24	0.31	0.36	26.75	20.38	17.72
紫燕食品	603057.SH	57.83	13.96	0.94	1.09	1.23	14.83	12.90	11.37
平均值							20.21	16.07	13.82
绝味食品	603517.SH	91.87	14.82	1.23	1.42	1.60	12.01	10.47	9.24

资料来源：iFinD，东海证券研究所（截止至 2024 年 07 月 16 日收盘），除“绝味食品”外均为 iFinD 一致预期

5.风险提示

1.食品安全的风险：若公司产品发生食品安全风险，将会对公司品牌造成不利影响，甚至面临处罚压力，从而影响公司的发展。

2.单店营收提升不及预期的风险：公司目前将策略重心移至提升单店营收方面，若公司单店营收提升不及预期，有可能会对公司股价造成不利影响。

3.原材料价格大幅上涨的风险：公司原材料成本占主营业务成本比例较高。公司原材料中鸭副产品价格存在一定波动性，若公司不能控制采购价格或向下游传导，公司毛利率将会下降并面临存货跌价风险，将会对公司的盈利能力产生影响。

4.门店扩张不及预期的风险：公司向加盟商提供鲜货业务占公司营收较大比重，若公司加盟商扩张不及预期，有可能会对公司业绩造成不利影响。

附录：三大报表预测值

利润表					资产负债表				
单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,261	7,904	8,514	9,097	货币资金	1,087	1,296	1,747	2,308
%同比增速	10%	9%	8%	7%	交易性金融资产	230	230	230	230
营业成本	5,463	5,654	6,065	6,451	应收账款及应收票据	179	176	189	202
毛利	1,798	2,250	2,449	2,647	存货	1,137	1,099	1,179	1,254
%营业收入	25%	28%	29%	29%	预付账款	101	113	121	129
税金及附加	50	55	60	64	其他流动资产	117	132	148	164
%营业收入	1%	1%	1%	1%	流动资产合计	2,851	3,046	3,615	4,287
销售费用	541	585	604	619	长期股权投资	2,527	2,577	2,627	2,677
%营业收入	7%	7%	7%	7%	投资性房地产	12	12	12	12
管理费用	463	498	519	537	固定资产合计	2,286	2,409	2,489	2,530
%营业收入	6%	6%	6%	6%	无形资产	332	352	372	392
研发费用	42	43	47	50	商誉	8	8	8	8
%营业收入	1%	1%	1%	1%	递延所得税资产	71	71	71	71
财务费用	14	24	23	19	其他非流动资产	1,227	1,023	873	745
%营业收入	0%	0%	0%	0%	资产总计	9,313	9,498	10,067	10,721
资产减值损失	-54	0	0	0	短期借款	783	833	883	933
信用减值损失	-6	0	0	0	应付票据及应付账款	713	738	804	849
其他收益	14	16	17	18	预收账款	0	0	0	0
投资收益	-116	-40	-9	27	应付职工薪酬	84	91	96	102
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	72	93	101	105
公允价值变动收益	0	0	0	0	其他流动负债	497	609	611	641
资产处置收益	14	0	0	0	流动负债合计	2,150	2,364	2,496	2,631
营业利润	541	1,021	1,204	1,404	长期借款	0	0	0	0
%营业收入	7%	13%	14%	15%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	-1	20	25	30	递延所得税负债	96	91	91	91
利润总额	541	1,041	1,229	1,434	其他非流动负债	215	199	179	159
%营业收入	7%	13%	14%	16%	负债合计	2,461	2,654	2,766	2,881
所得税费用	223	312	369	430	归属于母公司的所有者权益	6,887	6,916	7,391	7,920
净利润	317	729	861	1,004	少数股东权益	-36	-72	-89	-79
%营业收入	4%	9%	10%	11%	股东权益	6,851	6,844	7,302	7,841
归属于母公司的净利润	344	765	878	994	负债及股东权益	9,313	9,498	10,067	10,721
%同比增速	47%	122%	15%	13%	现金流量表				
少数股东损益	-27	-36	-17	10	单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS (元/股)	0.56	1.23	1.42	1.60	经营活动现金流净额	420	1,161	1,108	1,244
基本指标					投资	-418	-30	-35	-40
	2023A	2024E	2025E	2026E	资本性支出	-629	-220	-215	-210
EPS	0.56	1.23	1.42	1.60	其他	-15	0	1	37
BVPS	10.91	11.16	11.92	12.78	投资活动现金流净额	-1,062	-250	-249	-213
PE	47.96	12.01	10.47	9.24	债权融资	423	65	30	30
PEG	1.03	0.10	0.71	0.70	股权融资	0	-384	0	0
PB	2.46	1.33	1.24	1.16	支付股利及利息	-125	-376	-438	-501
EV/EBITDA	15.37	6.96	5.71	4.67	其他	-433	-9	0	0
ROE	5%	11%	12%	13%	筹资活动现金流净额	-136	-704	-408	-471
ROIC	5%	9%	10%	11%	现金净流量	-777	209	451	560

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止日期为2024年07月16日收盘）

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: 200125

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