



食品饮料/必需消费

绝味食品 (603517)

成长空间仍大、规模优势凸显

——绝味食品深度报告

	瞿猛 (分析师)	马铮 (分析师)
	021-38676442	0755-23976601
	zimeng@gjas.com	mazheng@gjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880518080001

本报告导读:

绝味已基本实现全国范围内布局，但短期收入在低线城市门店扩张过程中的空间仍大。渠道下沉有望带来更明显的规模经济，成本费用保持下行趋势，净利率有望提升。
投资要点:

投资建议: 市场对公司管理半径有效性和同店增长可持续等问题存在疑虑。我们认为，休闲卤制品行业仍保持两位数增长，绝味仍持续享受门店扩张红利，同时单店竞争优势优于行业，从而同店收入保持上升趋势。绝味日配到货的冷链配送能力和加盟商管理能力成就公司行业龙头地位，考虑到收入端取得优于行业增长速度可期，成本费用端有望在规模经济下保持下行趋势，提高 2019-2021 年 EPS1.37、1.71、2.13 (前次 1.35、1.58、1.82 元)，提高目标价至 53 元，对应 2020 年 31XPE，增持评级。

门店扩张稳步推进，同店收入保持增长趋势。 绝味 50% 的门店集中在一二线城市，低线城市的扩张空间巨大。我们以当前省会城市门店人均保有量为标准，逐个测算本省低线城市有近 10000 家门店扩张空间。单店盈利是渠道稳定的保障，因此，门店扩张速度会与单店收入增长取得平衡，单点收入增长通过门店升级、品类提价等方式实现。

供应链管理与加盟商管理两大优势保障长期增长，规模扩张带来成本费用率的下行，品牌力得以持续积累。 公司领先的加盟一体化管理体系和全国覆盖的冷链供应系统，成为门店扩张的有力保障。规模经济在渠道扩张过程中凸显，成本费用端出现下行趋势，同时“绝味=鸭脖=休闲卤制品”的品牌力得以持续积累。在渠道下沉中，外卖向低线城市的渗透成为扩张助力。最后，以串串香为代表的新业态将与休闲卤味主业协同发展。

催化剂: 绝味门店拓展顺利；同店收入保持增长

风险因素: 食品安全；单店收入阶段性下滑；原材料价格波动风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,850	4,368	5,018	5,819	6,723
(+/-)%	18%	13%	15%	16%	16%
经营利润 (EBIT)	646	828	1,031	1,263	1,542
(+/-)%	19%	28%	25%	22%	22%
净利润 (归母)	502	641	799	998	1,239
(+/-)%	32%	28%	25%	25%	24%
每股净收益 (元)	0.86	1.10	1.37	1.71	2.13
每股股利 (元)	0.33	0.48	0.61	0.70	0.80
利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	16.8%	19.0%	20.5%	21.7%	22.9%
净资产收益率 (%)	19.5%	21.2%	20.9%	20.7%	20.4%
投入资本回报率 (%)	31.9%	24.3%	30.6%	35.8%	42.2%
EV/EBITDA	21.12	14.13	15.30	11.93	9.12
市盈率	52.49	41.11	32.97	26.39	21.26
股息率 (%)	0.7%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **53.00**

上次预测: 51.00

当前价格: 45.25

2019.10.15

交易数据

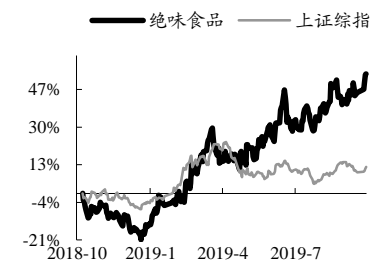
52 周内股价区间 (元)	29.98-52.66
总市值 (百万元)	26,338
总股本/流通 A 股 (百万股)	582/237
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	41%
日均成交量 (百万股)	3.82
日均成交值 (百万元)	151.24

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,273
每股净资产	5.62
市净率	8.0
净负债率	-0.53%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.26	0.32
Q2	0.28	0.38
Q3	0.30	0.36
Q4	0.26	0.31
全年	1.10	1.37

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	14%	22%	0%
相对指数	15%	20%	-17%

相关报告

- 《门店稳健扩张，规模效应带来高盈利弹性》
2019.08.28
- 《业绩符合预期，多重动力有望推动持续增长》
2019.04.16
- 《业绩符合市场预期，长期稳健增长可期》
2018.10.29
- 《盈利能力再创新高，业绩有望加速增长》
2018.08.19
- 《低线市场加速渗透，休闲卤制品龙头扬帆远航》
2018.06.24

模型更新时间: 2019.10.15

股票研究

必需消费
食品饮料

绝味食品 (603517)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **53.00**

上次预测: 51.00

当前价格: 45.25

公司网址

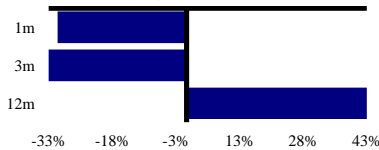
www.juewei.cn

公司简介

公司自成立以来, 专注于休闲卤制食品的开发、生产和销售。

以综合信息系统及供应链整合体系为支持, 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门店运营管理, 打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

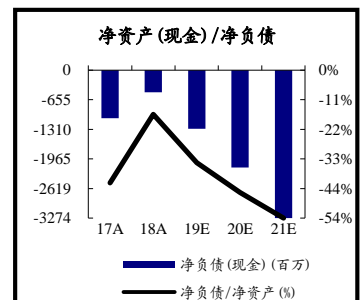
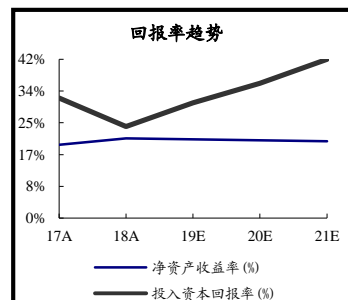
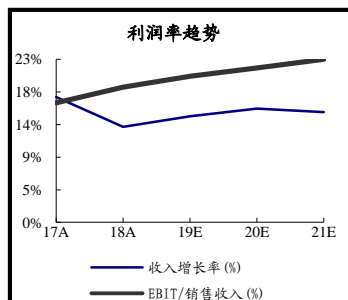
29.98-52.66

市值 (百万)

26,338

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	3,850	4,368	5,018	5,819	6,723
营业成本	2,472	2,870	3,250	3,714	4,228
税金及附加	41	40	49	55	64
销售费用	426	359	401	466	538
管理费用	258	261	276	308	336
EBIT	646	828	1,031	1,263	1,542
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	-1	0	0	0
财务费用	-2	0	-28	-59	-99
营业利润	650	831	1,059	1,322	1,641
所得税	169	217	270	338	420
少数股东损益	-4	-10	-11	-14	-17
归母净利润	502	641	799	998	1,239
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,066	703	1,508	2,377	3,503
其他流动资产	567	821	777	895	1,011
长期投资	331	785	785	785	785
固定资产合计	801	1,023	1,209	1,366	1,510
无形及其他资产	424	489	421	375	319
资产合计	3,189	3,821	4,701	5,798	7,128
流动负债	595	780	874	987	1,095
非流动负债	19	14	14	14	14
股东权益	2,575	3,027	3,814	4,797	6,019
投入资本(IC)	1,508	2,529	2,510	2,625	2,721
现金流量表					
NOPLAT	482	616	768	940	1,148
折旧与摊销	69	98	96	111	130
流动资金增量	-115	277	-137	5	8
资本支出	-331	-388	-215	-221	-219
自由现金流	106	603	512	836	1,067
经营现金流	647	485	1,034	1,104	1,359
投资现金流	-532	-871	-215	-221	-219
融资现金流	553	21	-14	-15	-15
现金流净增加额	668	-366	805	869	1,126
财务指标					
成长性					
收入增长率	17.6%	13.4%	14.9%	16.0%	15.5%
EBIT 增长率	18.6%	28.2%	24.6%	22.5%	22.1%
净利润增长率	31.9%	27.7%	24.7%	24.9%	24.1%
利润率					
毛利率	35.8%	34.3%	35.2%	36.2%	37.1%
EBIT 率	16.8%	19.0%	20.5%	21.7%	22.9%
归母净利润率	13.0%	14.7%	15.9%	17.1%	18.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	19.5%	21.2%	20.9%	20.7%	20.4%
总资产收益率(ROA)	15.7%	16.8%	17.0%	17.2%	17.4%
投入资本回报率(ROIC)	31.9%	24.3%	30.6%	35.8%	42.2%
运营能力					
存货周转天数	62	66	64	65	65
应收账款周转天数	0	0	0	0	0
总资产周转天数	244	293	310	329	351
净利润现金含量	128.9%	75.6%	129.5%	110.6%	109.7%
资本支出/收入	8.6%	8.9%	4.3%	3.8%	3.3%
偿债能力					
资产负债率	19.3%	20.8%	18.9%	17.3%	15.6%
净负债率	-41.4%	-16.3%	-34.0%	-45.0%	-54.4%
估值比率					
PE(现价)	52.49	41.11	32.97	26.39	21.26
PB	8.92	6.37	6.89	5.46	4.35
EV/EBITDA	21.12	14.13	15.30	11.93	9.12
P/S	4.82	4.25	3.70	3.19	2.76
股息率	0.7%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%



目 录

1. 投资故事.....	5
2. 公司概况：优质赛道中的龙头企业.....	6
2.1. 休闲卤制品领导品牌.....	6
2.2. 管理层为公司实控人，经营能力突出.....	8
2.3. 休闲卤制品行业增速快，集中度低.....	9
3. 赢在管理：超强的冷链日配和渠道管控能力.....	11
3.1. 品牌：绝味=鸭脖=休闲卤制品.....	11
3.2. 产品：定位大众消费，品类丰富且具灵活性.....	12
3.3. 渠道：在保证品质前提下借助加盟模式实现快速扩张.....	13
3.4. 运营：强大的冷链供应和加盟商管控能力.....	16
4. 绝味未来：持续成长、规模经济、协同扩张.....	18
4.1. 渠道下沉和同店增长带动收入提升.....	18
4.2. 规模效应带来成本、费用端下行趋势.....	22
4.3. 外卖向低线城市渗透成为发展助力.....	24
4.4. 探索新业态串串香，协同开拓小吃行业.....	25
5. 估值和投资建议.....	25
6. 风险提示.....	27
图 1: 绝味食品发展历程图.....	6
图 2: 禽类制品收入贡献八成.....	7
图 3: 鸭副制品是公司的主力军.....	7
图 4: 华中、华东、华南收入占比近 7 成.....	8
图 5: 加盟商渠道收入占比超过 90%.....	8
图 6: 费用率整体稳定下行.....	8
图 7: 毛利率、净利率趋势均稳中有升.....	8
图 8: 绝味食品股权结构.....	8
图 9: 休闲卤制品市场高速增长.....	10
图 10: 休闲卤制品行业集中度低.....	10
图 11: 绝味营收体量居三家之首.....	10
图 12: 绝味归母净利润稳步上升，后来居上.....	10
图 13: 周黑鸭毛利率居于三家之首.....	11
图 14: 周黑鸭净利率下滑严重，绝味稳步上升.....	11
图 15: 绝味管理费用率保持在行业较低水平.....	11
图 16: 绝味销售费用率最低.....	11
图 17: 绝味品牌形象深入消费者心智.....	12
图 18: 绝味地铁的创意活动助力品牌年轻化.....	12
图 19: 绝味加盟门店迅速扩张.....	14
图 20: 绝味加盟收入贡献超过 90%.....	14
图 21: 绝味加盟店扩张速度远快于周黑鸭.....	15
图 22: 绝味投资回收期约 1.5-2 年.....	15
图 23: 绝味加盟商管理的四级加委会组织.....	15
图 24: 超 3 成加盟商开店数量超过两家.....	16
图 25: 前五大加盟商收入占比逐年提升.....	16
图 26: 绝味 27 个中央工厂基本实现全国覆盖.....	17
图 27: 绝味产能利用率整体在 80% 左右.....	17

图 28: 绝味拥有先进的信息化运营系统.....	17
图 29: 绝味工厂实现自动拣配.....	17
图 30: 绝味人才孵化模式.....	17
图 31: 绝味加盟审核管理流程.....	18
图 32: 绝味预收款收入占比高于煌上煌.....	18
图 33: 绝味现有门店中一二线城市占 50%.....	19
图 34: 绝味增长来自门店扩张和单店收入增长.....	21
图 35: 高势能直营店收入稳步提升.....	22
图 36: 加盟单店收入保持 3% 的年化增长.....	22
图 37: 绝味产品单价整体呈现稳中有升趋势.....	22
图 38: 绝味直营单店收入逐步赶超周黑鸭.....	22
图 39: 鸭副产品原材料占比近 50%.....	23
图 40: 前五大供应商采购金额逐年降低.....	23
图 41: 绝味采购规模相比较较大.....	23
图 42: 绝味采购单价整体比周黑鸭低.....	23
图 43: 绝味物流费用占比逐年降低.....	24
图 44: 中央工厂数量方面绝味比周黑鸭优势明显.....	24
图 45: 美团新用户数在三线及以下城市占比显著提升.....	24
图 46: 门店多支撑绝味受益外卖渠道下沉.....	24
图 47: “椒椒有味” 门店风格一览.....	25
图 48: 椒椒有味与绝味门店相邻.....	25
表 1: 核心管理层持股并长期任职.....	9
表 2: 绝味、周黑鸭、煌上煌对比一览.....	10
表 3: 绝味产品较周黑鸭极具性价比.....	12
表 4: 绝味直营加盟模式对比.....	14
表 5: 绝味门店保守估计达 2 万家.....	19
表 6: 可比公司估值表.....	26

1. 投资故事

与众不同的看法：市场对公司管理半径有效性和同店增长可持续等问题存在疑虑。我们认为，休闲卤制品行业仍保持两位数增长，绝味仍持续享受门店扩张红利，同时单店竞争优势优于行业，从而同店收入保持上升趋势。绝味日配到货的冷链配送能力和加盟商管理能力成就公司行业龙头地位，收入端取得优于行业增长速度可期，成本费用端有望在规模经济下保持下行趋势。绝味鸭脖是国内休闲卤制品龙头，2014-2018 年收入、利润分别实现 15%、27% 左右的年化复合增长，面对稳定持续的盈利能力，市场对公司在新店扩张和同店提升的进度有一定认知，对公司供应链效率提升和加盟商管理能力也较为认可。但是，市场的疑虑在于一是管理半径有效性问题；二是同店增长持续性问题。我们认为，公司加盟商一体化的管理效率在从零到一万家门店的扩张之路已被证实。同店增速波动是企业经营中不可避免的正常现象，但与竞品相比提价空间较大，卤制品消费价格不敏感、品牌溢价、新品延伸均成为同店增长的来源。分地区看，一二线城市由于门店密度变化不大，消费群体稳定，有望通过门店升级，提价等保持单店收入的增长，而三四线及低线城市由于现有人均保有量普遍低于省会城市的一半，相当于门店扩张一倍，单店收入依旧能维持住当前水平，因此，在门店稳步扩张的情况下，低线城市有望实现单店收入的稳中有升。综合来看，单店收入整体保持上升趋势。

休闲卤制品行业仍保持两位数增长，消费升级和品类成瘾性是其保障。绝味核心产品所属行业为休闲卤制品，近年来，随着人均消费水平的提高，消费者在非必需品的“花费”占比逐年提高，受益于此，休闲卤制品行业迎来了高速增长，近五年年化增长达 15%-20%。绝味作为行业头部企业，有望充分享受行业的发展红利。绝味的产品具有“鲜香麻辣”等鲜明特点，其中麻、辣本身具备一定的成瘾性，结合国内大部分地区都具有卤制品的消费习惯，这保证了绝味产品消费的可持续性。

冷链供应优势凸显，解决渠道下沉的后顾之忧。休闲卤制品作为一种即食性产品，对产品的新鲜度要求高，需要强大的冷链供应系统做后部支撑。绝味拥有 27 个中央工厂，14 万吨产能，覆盖全国 31 个省市，日配到店的能力为门店产品供应提供了强有力的支撑。同时，绝味供应链管理效率高，信息化管理程度居于行业前列，2011 就已经全面引入 SAP-ERP 系统，实现系统报单等，2016 年和日本船井综研合作，实现工厂自动分拣，进一步优化了绝味的供应链系统。相比于竞争对手，绝味的冷链供应在基础架构以及运营管理方面具有较大的先发优势。

加盟模式可复制性强，一体化管理激发内部管理能动性。加盟模式的投入主要由加盟商负责，公司资金压力小，可复制性强。叠加合理的渠道利润（净利率达 20%），绝味终端实现快速扩张，现拥有超 10598 家门店（2019H1），同期主要竞品煌上煌和周黑鸭分别有 3300 家和 1300 家门店。公司独创加盟商一体化管理，实现了大商协助管理小商，小商相互监督的管理模式，激发了加盟商内部的管理能动性，加盟商的忠诚度高，管理模式为业内所学习。借助于信息管理系统，例如 QSC 巡店系统，公

司对终端渠道实现了有力的管控。

规模优势带来成本和费用端的下行趋势，受益于此净利率持续提升。成本端上，绝味鸭副采购额占比原材料约 50%且价格波动大，随着采购规模的扩大，公司有望获得更大的上游议价权及价格平滑能力，降低原材料端价格波动的风险。在费用端，公司采取“一个市场、一个生产基地、一条配送链”的生产经营模式，生产基地的基本布局已经完成。随着渠道不断下沉，三、四线城市门店密度逐步提高，生产和配送的边际费用将降低，供应链规模效应凸显。据此，公司的盈利能力有望逐步提升。

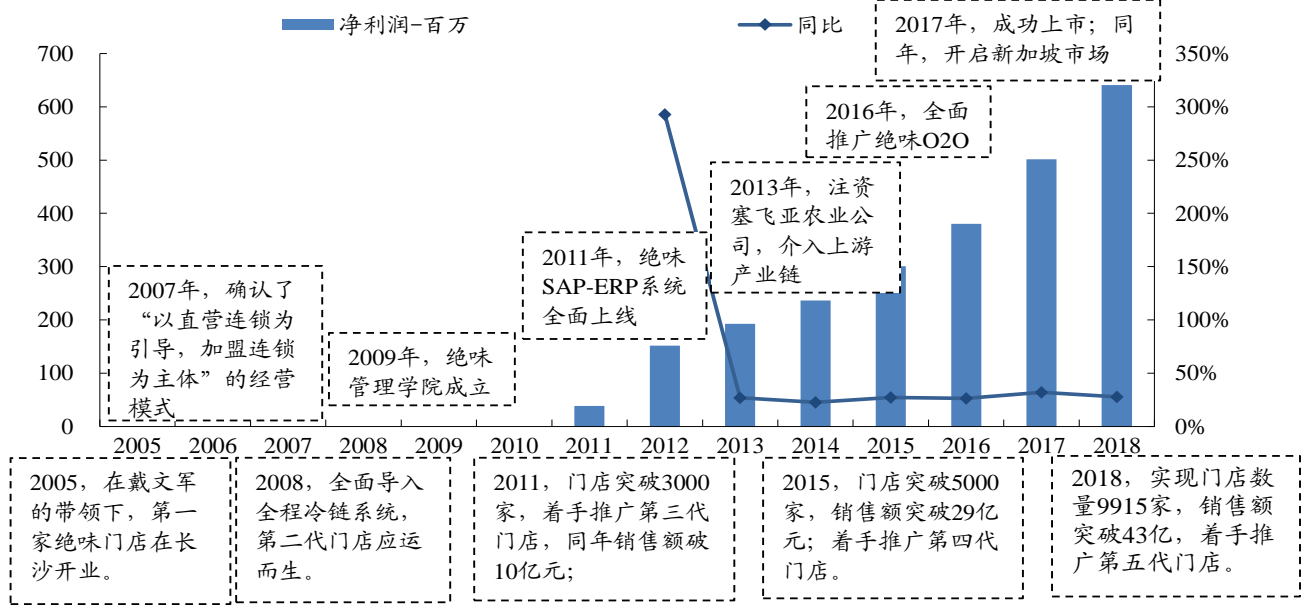
品牌优势在经营过程中得以持续积累。在人们说起鸭脖，就会想到绝味；说起绝味，就会想到鸭脖；相比于抽象的休闲卤制品定位，以具象的产品“鸭脖”作为品牌切入口更能捕获消费者的关注，同时门店又以“绝味鸭脖”为名，强化了“绝味=美味的鸭脖”这一品牌形象，再由“鸭脖”引申到休闲卤制品其他品类，完成整个品牌定位——提供美味的休闲卤制品，品牌层层递进，深入消费者心智。近年来，公司通过“欧洲杯”等一系列广告，和年轻人实现品牌互动，保持品牌形象的年轻化，品牌优势持续蓄能。

2. 公司概况：优质赛道中的龙头企业

2.1. 休闲卤制品领导品牌

绝味食品成立于 2005 年，总部位于长沙，于 2017 年 3 月成功在上交所上市。公司的主要业务为休闲卤制品的生产销售，主要产品包括卤鸭脖、卤鸭架、蔬菜等一系列卤制品。2005 年 4 月，在创始人戴文军的带领下，绝味第一家门店在湖南长沙开业，生意异常火爆，随之更多分店逐步开设。2007 年，公司确认了“以直营为引导，以加盟为主业”的指导发展战略；2009 年绝味加盟门店持续扩张，公司投资 6000 万元引入 SAP 管理系统优化管理工作，并于同年成立绝味管理学院增强人才管理体系；2011 年，绝味 SAP-ERP 系统全面上线，同年，公司销售收入突破 10 亿元；2013 年公司投资内蒙古塞飞亚科技公司（肉鸭企业），介入上游产业链；2015 年，绝味门店数量突破 5000 家，营业收入达 29 亿元，成为当之无愧的连锁休闲卤制品领导品牌。2017 年，公司开启海外战略，开发新加坡市场，并于同年成功上市；2019 年，公司门店数量超过万家，中央工厂达 27 个，海外门店超 20 家；公司坚持“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的战略，持续深耕国内和拓展海外市场。

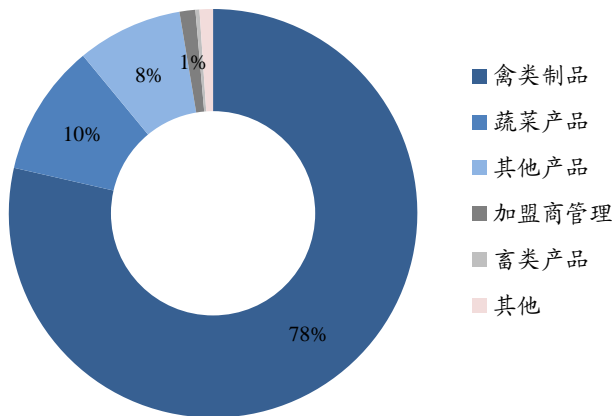
图 1：绝味食品发展历程图



数据来源：绝味食品官网，国泰君安证券研究注：2010年以前数据缺少

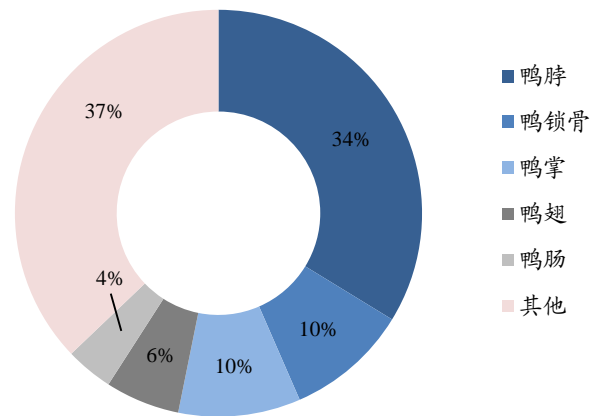
禽类制品为主，华中、华东、华南收入占比近7成。2018年，公司实现营业收入43.68亿，近5年年化增速达14%。在品类上，禽类制品收入34.06亿，同比增长10.97%，占比稳定在80%左右；蔬菜收入4.45亿元，同比增长15.75%，占比10%左右。在地区上，2018年，华中、华东收入占比超50%，华南处第三大市场，稳步增长，海外市场体量较小但增速迅猛。

图 2：禽类制品收入贡献八成



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：鸭副制品是公司的主力军

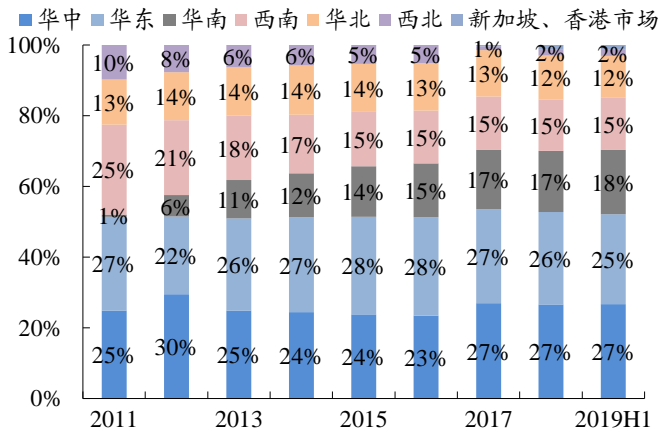


数据来源：Wind，国泰君安证券研究，注：2016年1-9月

坚持加盟为主体，营收规模快速扩张，规模效应带来净利率持续提升。2018年，加盟渠道实现收入39.55亿元，占比90.54%，同比增长12.26%，持续保持稳步增长；直营收入3.47亿元，占比7.93%，同比增长25.65%，增速较快。2018年，已实现加盟门店9798家，比上年净增加856家，平均单店收入40.36万元，同比增加2.45%，加盟渠道保持高速扩张；直营门店117家，净增6家，门店数量保持平稳，平均单店收入296.2万元，同比增加19.21%；整体渠道扩张较快，运营情况良好。2018年公司实现毛利率略降至34.3%，主要受上游原材料鸭副产品价格高涨以及外卖收入占比增加（外卖的毛利率更低）的影响，净利率同比上升1.5pct

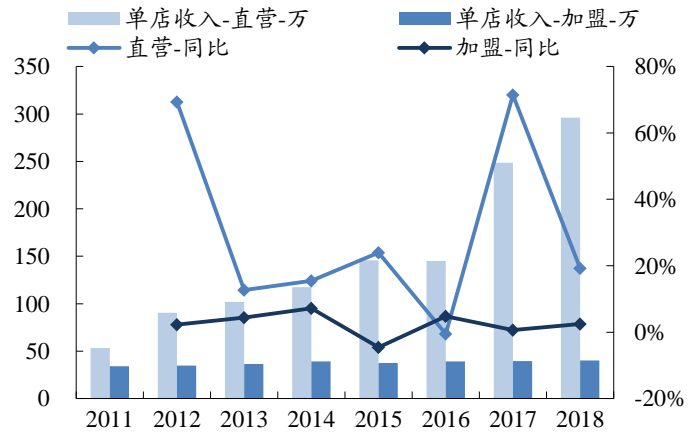
至 14.44%，持续提升主要得益于规模效应带来的费用降低。

图 4: 华中、华东、华南收入占比近 7 成



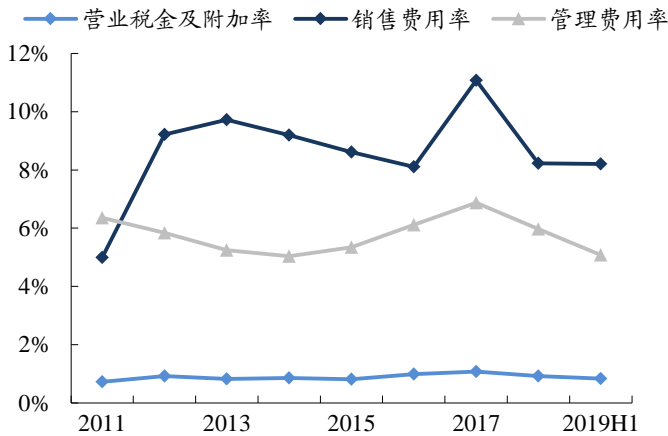
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 5: 加盟商渠道收入占比超过 90%



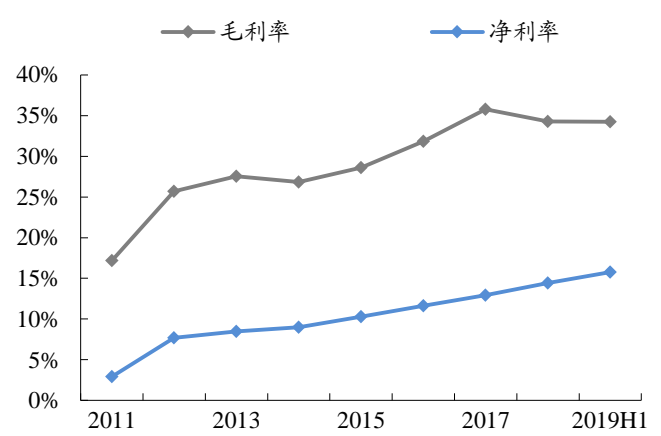
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 费用率整体稳定下行



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 2017 年费用率提升与世界杯期间大量广告投放有关

图 7: 毛利率、净利率趋势均稳中有升

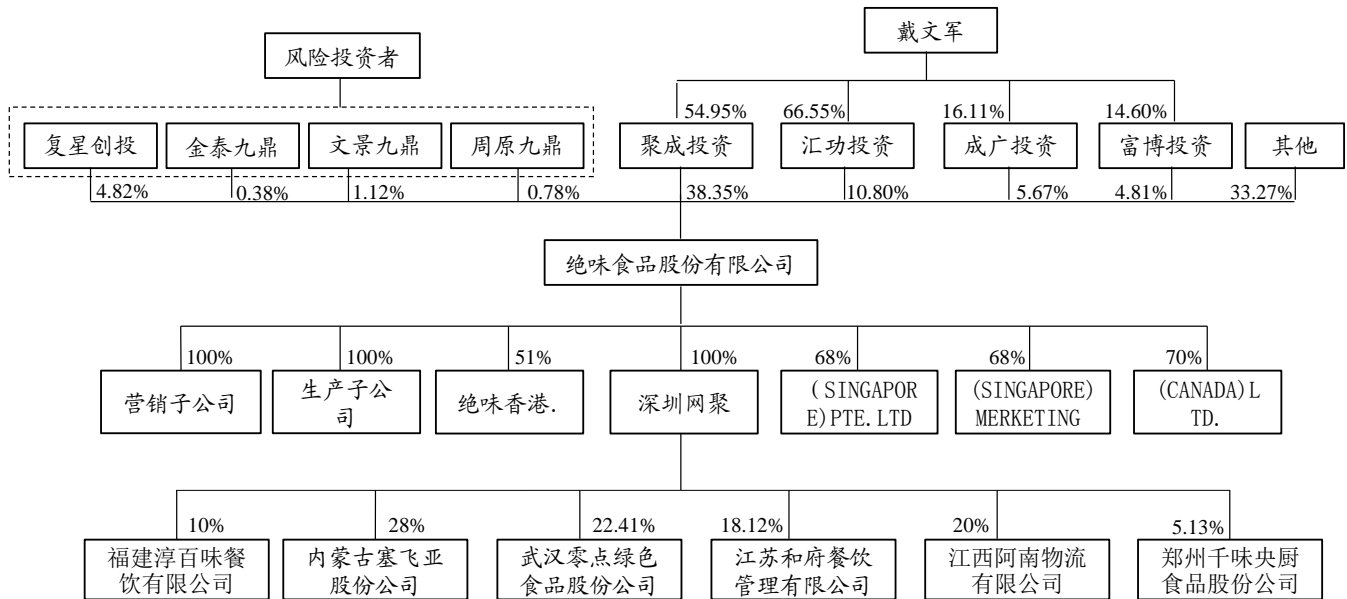


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 2017 毛利率上涨与原材料价格低位有关

2.2. 管理层为公司实控人，经营能力突出

实控人持股比例高，风投复星、九鼎逐步退出，减持压力逐步释放。公司为民营企业，实际控制人为戴文军，间接持股 33.23%。聚成投资、汇功投资、成广投资、富博投资为公司员工持股平台，用于加盟商、供应商、员工等激励持股，合计控股 59.63%，深度绑定上下游利益。风投九鼎、复星上市初期合计控股 17%，截止到 2019 年 6 月，合计持股约 7%，风投解禁压力逐步释放。

图 8: 绝味食品股权结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究，注：2019 年一季报

管理层兼具药品和食品行业复合背景，持股比例高，经营能力突出。公司创始人戴文军先生现任公司董事长、总经理，创立绝味之前为千金药业市场部经理，为人坦诚，开拓市场经验丰富。相较于食品行业，医药行业管理流程更复杂、安全要求更严格，高管医药行业的工作经验使得绝味对食品安全高度重视，同时保障了对加盟商管理的规范性。公司管理层稳定，核心成员均在公司任职近 10 年，食品行业运营经验丰富。核心管理层、加盟商均相应持股，公司管理内生原动力足。

表 1: 核心管理层持股并长期任职

姓名	职务	出生年月	持股比例	工作经历
戴文军	董事长、总经理	1968	33.23%	长江商学院 EMBA。曾任株洲千金药业市场部经理。现任绝味食品股份有限公司董事长、总经理。
刘全胜	副总经理	1974	0.21%	本科学历，高级食品安全师。2009 年至今任绝味生产管理中心总监，2012 年至今任绝味副总经理。
彭刚毅	副总经理、董事会秘书	1979	0.21%	本科学历，中级经济师。2001-2004 年任株洲千金投资中心项目经理、董秘授权代表；2004-2006 年任株洲金泰制药有限公司董事；2009 年至今任绝味投资证券中心总监；2012 年至今任绝味副总经理、董事会秘书。
彭才刚	财务总监	1971	0.46%	硕士研究生学历，会计师。2008-2009 年任绝味财务经理。2010 年至今任绝味财务管理中心总监。

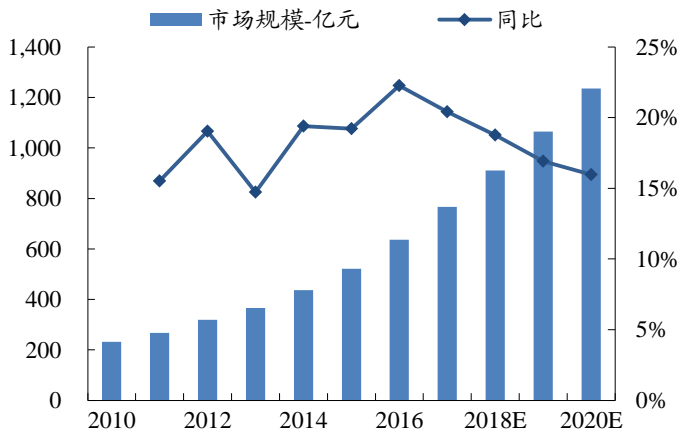
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2.3. 休闲卤制品行业增速快，集中度高

休闲卤制品行业增速近 20%，集中度高。公司所处的行业为休闲卤制品行业。随着人均消费水平的提高，消费者在休闲卤制品行业的“花费”占比持续提高，休闲卤制品行业迎来快速发展，据 Frost & Sullivan 数据显示，预计行业规模 2020 年将达到 1235 亿，行业近五年复合增速在 15%-20% 左右。我国休闲卤制品行业的集中度较低，头部企业绝味占比为 7% 左右，行业 CR4 占比不到 20%，80% 以上的企业还处于规模较小

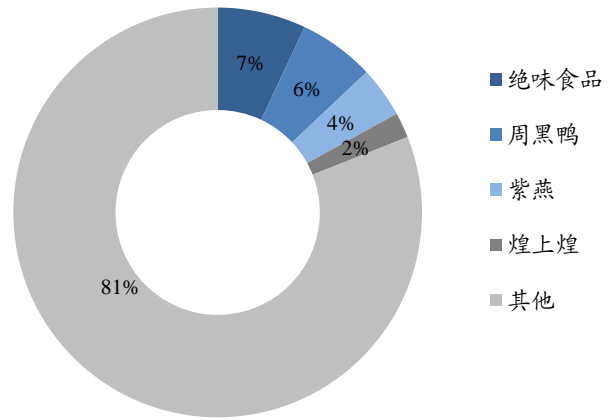
或者小作坊的形式，随着供给端卫生要求的越发严格以及需求端消费者品牌安全意识的不断提升，行业集中有望不断提升。

图 9: 休闲卤制品市场高速增长



数据来源: Frost & Sullivan 咨询, 国泰君安证券研究

图 10: 休闲卤制品行业集中度低



数据来源: Frost & Sullivan 咨询, 国泰君安证券研究

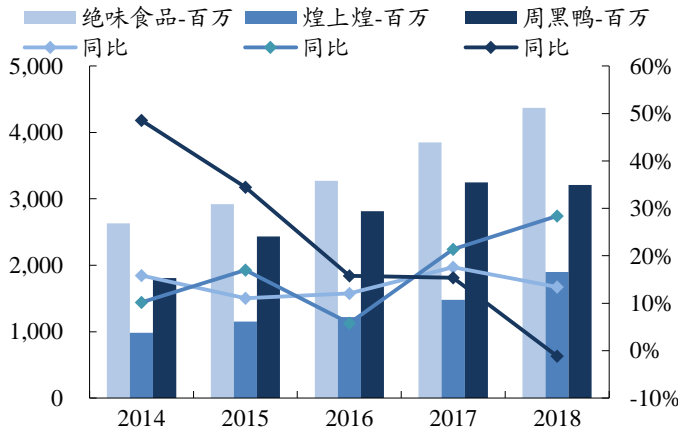
绝味、煌上煌以加盟为主，周黑鸭直营为主。在营收规模上，绝味居于榜首，整体保持快速增长。在渠道方面，绝味和煌上煌主要是以加盟为主，周黑鸭以直营为主。周黑鸭的毛利率和净利率位居第一位，但因公司治理等问题，净利率渐有下降趋势。门店数量上，绝味扩张最快，现拥有门店超 10000 家，煌上煌约有 3300 家，周黑鸭近 1300 家。产品定位上，煌上煌产品偏向于餐桌，同时向休闲卤制品转型，绝味、周黑鸭偏向于休闲零食。人群定位上，煌上煌和绝味定位于大众人群，价格大体相同，周黑鸭定位于精英人群，产品定价较高。经营地区辐射上，煌上煌在华东知名度高，周黑鸭和绝味在华中地区根基深厚。

表 2: 绝味、周黑鸭、煌上煌对比一览

公司名称	公司定位	门店情况 (2019H1)	主要销售区域
煌上煌	大众餐桌和休闲卤制品	3340 家左右 (直营+加盟)	江西、广东、福建、辽宁、安徽、河南、天津和江苏等
周黑鸭	白领消费休闲卤制品	1255 家 (直营)	北京、江西、湖北、湖南、广东、河南、上海等
绝味食品	大众消费的休闲食品	10598 家 (直营+加盟)	湖南、江西、湖北、上海、江苏等

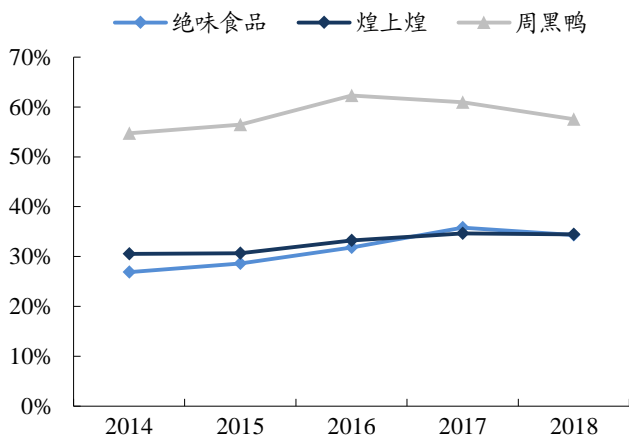
图 11: 绝味营收体量居三家之首

图 12: 绝味归母净利润稳步上升，后来居上



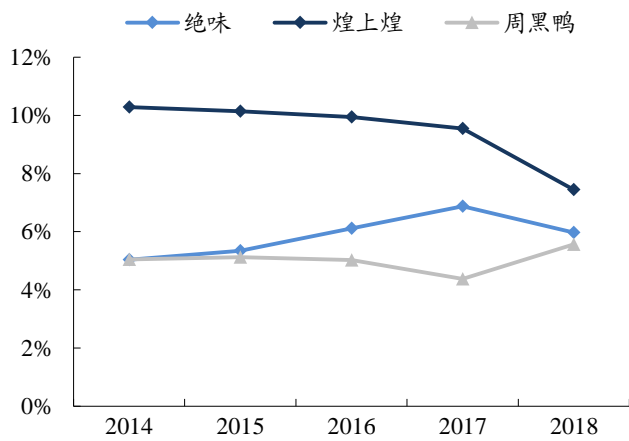
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 周黑鸭毛利率居于三家之首

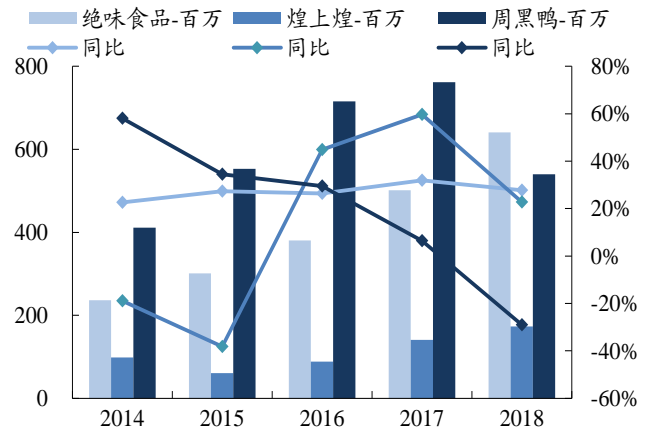


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 绝味管理费用率保持在行业较低水平

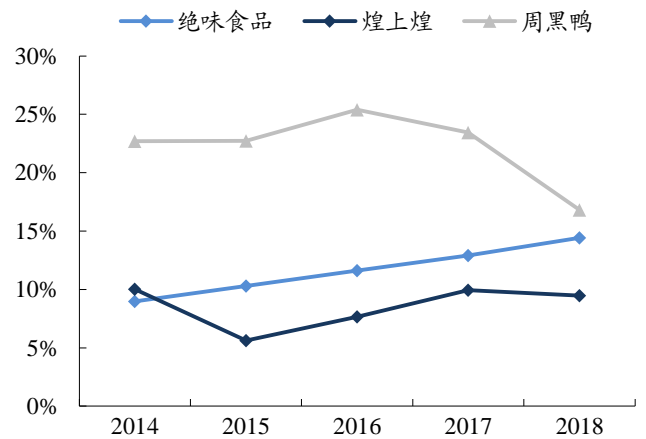


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



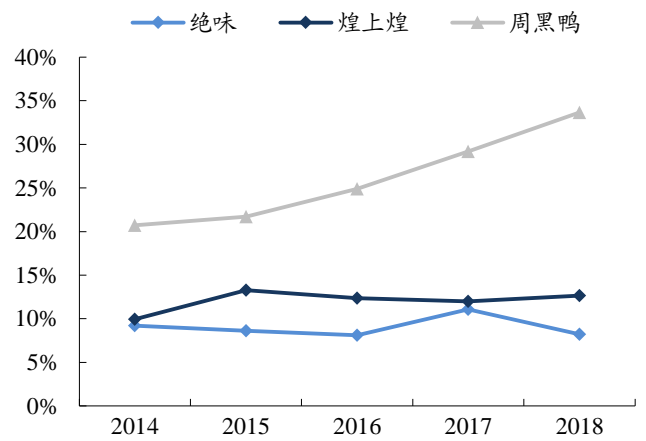
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 周黑鸭净利率下滑严重, 绝味稳步上升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 绝味销售费用率最低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 赢在管理: 超强的冷链日配和渠道管控能力

3.1. 品牌: 绝味=鸭脖=休闲卤制品

绝味等同于美味的鸭脖, 进入消费者心智早。鸭脖产业兴起于两湖地区,

绝味起源于武汉，开店于长沙，最先以鸭脖起家，依托于全国覆盖的门店数量，进入消费者心智早。现在人们说起鸭脖，就会想到绝味；说起绝味，就会想到鸭脖；相比于抽象的休闲卤制品定位，以具象的产品“鸭脖”作为品牌切入口更能捕获消费者的关注，同时门店又以“绝味鸭脖”为名，强化了“绝味=美味的鸭脖”这一品牌形象，再由“鸭脖”引申到休闲卤制品其他品类，完成整个品牌定位——提供美味的休闲卤制品，品牌层层递进，深入消费者心智。作为中国第一鸭脖连锁品牌，绝味品牌形象得到消费者高度认可，获得“中国驰名商标”、“中国特许经营连锁 120 强”等荣誉称号。近年来，绝味通过一系列创意活动与年轻一代实现互动，保持品牌形象年轻化。

图 17: 绝味品牌形象深入消费者心智



数据来源：绝味食品官网

图 18: 绝味地铁的创意活动助力品牌年轻化



数据来源：绝味食品官网

3.2. 产品：定位大众消费，品类丰富且具灵活性

产品定位于大众休闲消费，品类丰富，口味具有地区针对性。绝味的产品单价低，定位于大众消费，群众消费基数大。据调研显示，绝味门店主售散称卤味，其中招牌风味鸭脖的单价为 39.8 元/斤，是竞争对手周黑鸭门店主售的锁鲜装（64 元/斤）的 2/3 左右，性价比凸显。公司现有大约 200 多种品类，种类包括鸭副产品、猪牛产品、蔬菜制品、水产品等，依托于各地的生产基地，公司能具有针对性地推出当地特色休闲卤味产品，例如，东北地区的猪脸肉等。产品具有“麻、辣、鲜、香”的特点，主打麻辣；口味细分有“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“盐焗风味”等，可根据各地区不同的口味特点“定制化”提供不同的产品风味。我们认为，绝味灵活的产品定位相比于竞品统一的“甜辣口味”，可以更好地适应不同地区的口味偏好；在价格上，绝味定位大众消费，更加适应全国化的推广。

表 3: 绝味产品较周黑鸭极具性价比

绝味系列	品类	单价（元/500g）	图示（绝味）	周黑鸭系列	品类	单价	图示（周黑鸭）
	鸭脖	39.8		锁鲜装	卤鸭脖 250g	32	

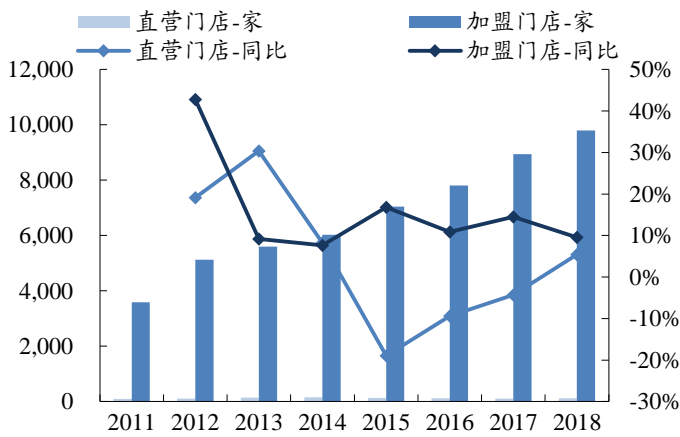
招牌黑鸭五香藤椒等系列	鸭锁骨	37.8		卤鸭锁骨 170g	28	 骨肉松软，香辣入味
	鸭掌	54.8		卤鸭掌 180g	28	 筋多皮厚，嚼劲十足
	鸭翅	39.8		卤鸭翅 180g	28	 骨少肉多，肉质紧实
	虾球	148		小龙虾 260g	55.9	
素菜	毛豆	17.8		真空鸭脖 180g	25	
	藕片	17.8		真空鸭舌 88g	48	
	鱼豆腐	19.8		真空鸭掌 160g	25	
锁鲜装	麻辣鸭脖 200g	23.8	 招牌麻辣鸭脖200g	真空鸭锁骨 115g	12	
	麻辣鸭掌 170g	25.9	 黑鸭甜辣鸭掌170g	真空香菇 128g	20	
小袋包装	鸭脖 200g	26.9	 招牌风味鸭脖			
	鸭翅 200g	26.9	 招牌风味鸭翅			

数据来源：美团外卖，天猫旗舰店，国泰君安证券研究

3.3. 渠道：在保证品质前提下借助加盟模式实现快速扩张

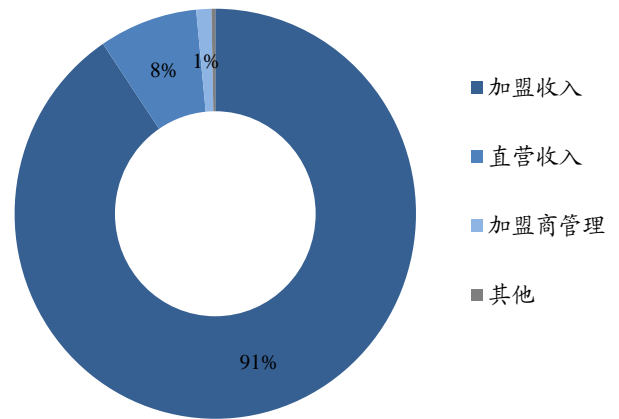
加盟门店数量过万家，渠道收入占比超 90%。休闲卤味食品本身具有即食冲动消费的特征，可获得性尤其关键，因此门店是行业核心的拓张渠道。2007 年，公司便确立了“以直营连锁为引导，以加盟连锁为主业”的发展战略，贯彻实施多年，实现了门店数量的快速扩张。2010 年，公司门店数量为 2032 家；截至 2018 年，公司已实现加盟门店 9798 家，直营门店 117 家，门店数量近万家，覆盖全国大陆 31 个省市，门店覆盖率位居行业前列。2018 年，公司 90.54% 的收入来源于加盟门店，加盟门店的扩张为公司的业绩打下了坚实的基础。

图 19: 绝味加盟门店迅速扩张



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 20: 绝味加盟收入贡献超过 90%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

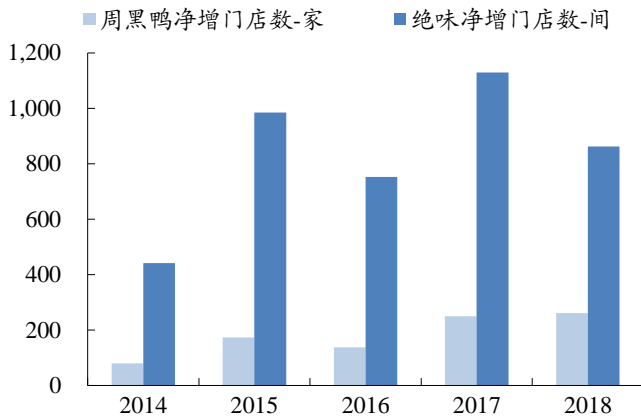
加盟模式可复制性强，渠道净利率达 20%，投资回收期较短成为渠道扩张并稳定的保障。推动公司渠道能够快速扩张是加盟模式的强复制性以及足够的渠道利润。绝味加盟模式的特性意味着新开门店不用公司直接投入装修、房租和人工成本等，公司扩张的资金压力小。据调研显示，加盟商拿货价通常为零售价的 5-6 折，毛利率达 40%，净利率约为 20%，渠道利润空间大。门店初期投入平均在 30 万左右，回收期在 1.5-2 年，投资风险相对可控。投资回报期短，叠加渠道选址范围广，由此加盟商加盟意愿强烈，渠道扩张速度快。而相对于大型城市，县级市的房租和人工成本更低，同等的拿货折扣下，县级市的利润空间也更大，渠道下沉的自身驱动力强。

表 4: 绝味直营加盟模式对比

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	

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 21: 绝味加盟店扩张速度远快于周黑鸭



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

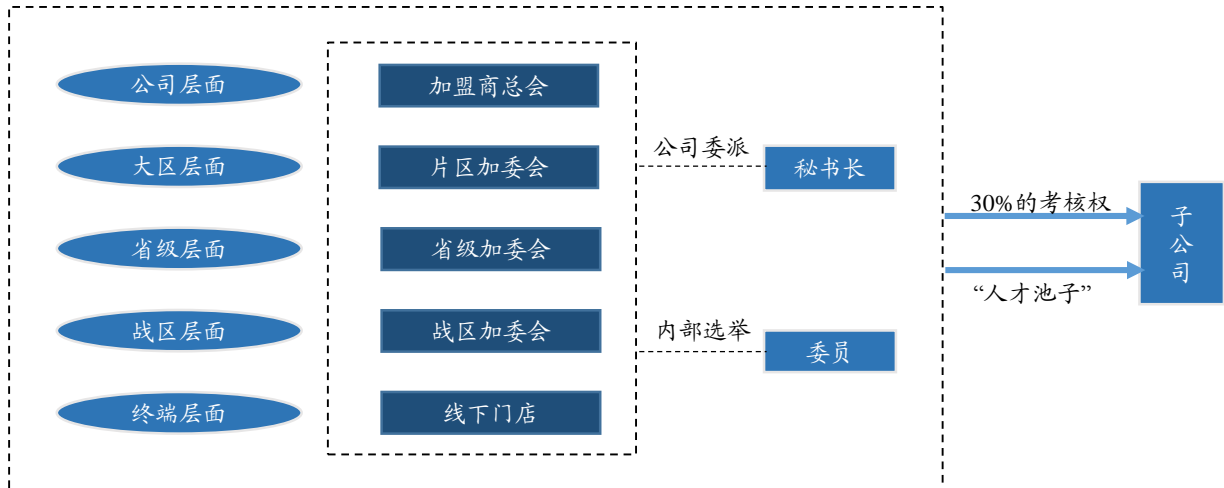
图 22: 绝味投资回收期约 1.5-2 年

公司	投资回收期	门店面积
绝味	18-24 个月	加盟: 10-15 m ² 直营: 30 m ² +
周黑鸭	6-12 个月	20 m ²

数据来源: 调研数据, 国泰君安证券研究

加盟商一体化管理, 激发内部自我管理能动性, 加盟商忠诚度高。公司于 2014 年正式推举成立了加委会, 加委会现在总共包括四级分会, 总会、片区加委会 (包括华东、华中、华北等大区)、省级加委会 (比如分省子公司) 以及战区委 (一般一个战区 50-60 个加盟店), 总会的秘书长由公司任命, 委员由加盟商内部选举。加委会促使加盟商和厂家形成利益共同体, 激发了加盟商内部自我管理的能动性。例如当一个加盟商违规了, 加委会会率先进行管理, 一定程度上缓解了加盟商和公司之间的正面冲突。同时加委会拥有分子公司 30% 的考核权, 协助了公司对子公司进行管理, 尤其是偏远地区的生产基地, 公司管理难度较大。加委会也是公司的人才池子, 委员一般是一家加盟商到多家加盟商成长起来的, 具有一定的管理能力, 任期满 (2 年一届, 不能连任超过两届) 后会考虑引进分公司做管理, 为公司储备了大量的管理储备军。公司会补贴优秀的经销商去进修 EMBA, 提高经销商的个人管理能力。我们认为, 在公司独创的加盟一体化管理下, 形成了“分子公司”适当引进“大商”, “大商”协助管理“小商”、“小商”相互监管层层递进的管理模式, 加盟商的忠诚度高, 公司有十几年前的经销商还在合作。公司现有加盟商 3000 人左右, 加盟商人均门店约为 3 家。

图 23: 绝味加盟商管理的四级加委会组织



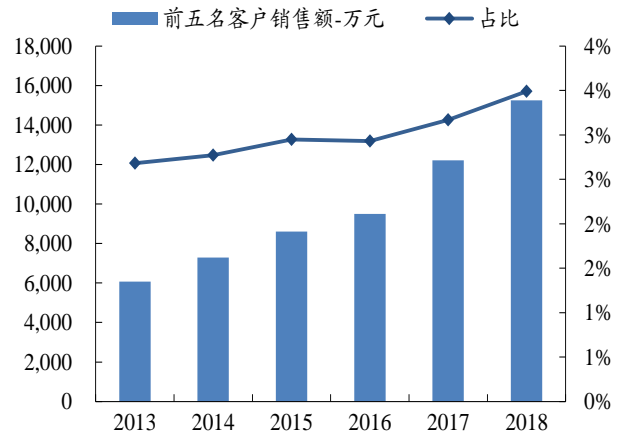
数据来源：调研纪要，国泰君安证券研究

图 24：超 3 成加盟商开店数量超过两家

门店数	加盟商数	销售金额 (万元)	收入占比
1	2575	68662	30.95%
2-5	968	69930	31.52%
6-10	137	31651	14.27%
10 以上	82	50215	22.63%

数据来源：招股书，国泰君安证券研究，注：2016 年 1-9 月

图 25：前五大加盟商收入占比逐年提升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.4. 运营：强大的冷链供应和加盟管控能力

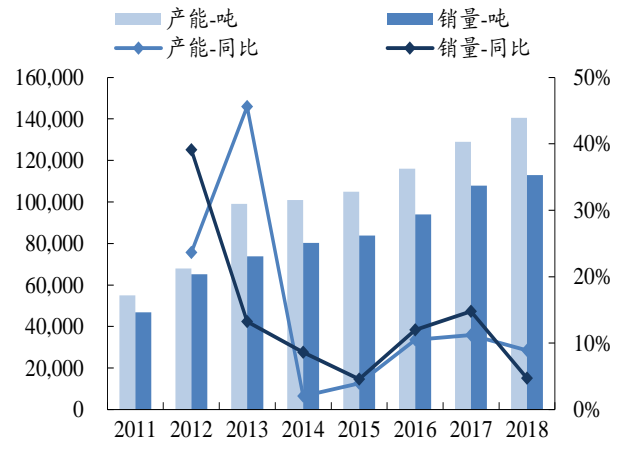
拥有 27 个中央工厂、14.05 万吨产能，支撑强大的冷链供应。即时休闲卤制品对产品的新鲜度要求高，需要强大的冷链配送系统提供后端支撑。绝味已建立 27 个中央工厂，以 300 公里为辐射半径，覆盖全国 31 个省市，基本能够实现当日订货、当日生产、当天分拣、当天配送。物流配送方面，公司与当地物流车队合作，车上的监控温控系统由公司提供，实行 GPS 全程定位、温度实时监控，基本实现 24 个小时配送到店。依托于全面覆盖的工厂和配送系统，公司构建了一个“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应冷链。在强大的冷链供应的背后是充足的产能支撑，公司在 2017 年 IPO 上市和 2019 可转债资金募集中，大部分资金投入各地工厂的建设和升级当中，促进产能持续释放，2018 年，绝味实现产能 14.05 万吨，产能利用率在 80% 左右，产销情况良好。强大的产能供应和冷链系统保障了每日门店快捷、低成本、高新鲜度的产品配送，这为绝味全面铺开全国市场提供了坚实的后盾。

图 26: 绝味 27 个中央工厂基本实现全国覆盖



数据来源: 招股说明书

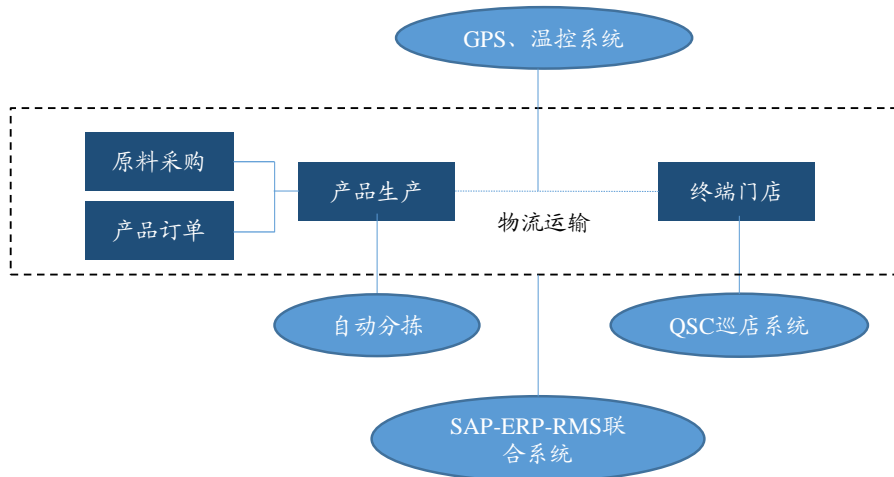
图 27: 绝味产能利用率整体在 80%左右



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

借助于信息化工具, 公司供应链管理能力强。直营和加盟模式本身不存在绝对的优劣之分, 主要在于管理层的模式运营能力。公司管理团队出身医药行业, 产品的规范管理和安全意识高。早在 2011 年, 公司就全面引入 SAP-ERP 信息化管理系统, 目前, RMS 系统已完成一期建设且部分地区已开始运行, 该 SAP-ERP-RMS 联合系统涵盖了企业财务、后勤 (原材料采购, 出库等), 产品生产、销售管理等, 信息化运营走在行业的前列。在生产把控上, 公司和日本研发了货物的分拣系统, 实现自动分拣、自动称量出厂, 降低了人为造成的食品安全问题; 物流配送上, 利用 GPS 定位, 温控点监控, 保障产品配送到门店的新鲜度。在运营人才培养上, 于 2009 年成立绝味管理学院, 每年为公司提供大量的运营管控人才, 中高级管理人员的流失率连续 5 年低于 5%。我们认为, 公司借助于一系列的信息化工具以及内源性培养的管控人才, 实现了强大的供应链管理能力。

图 28: 绝味拥有先进的信息化运营系统



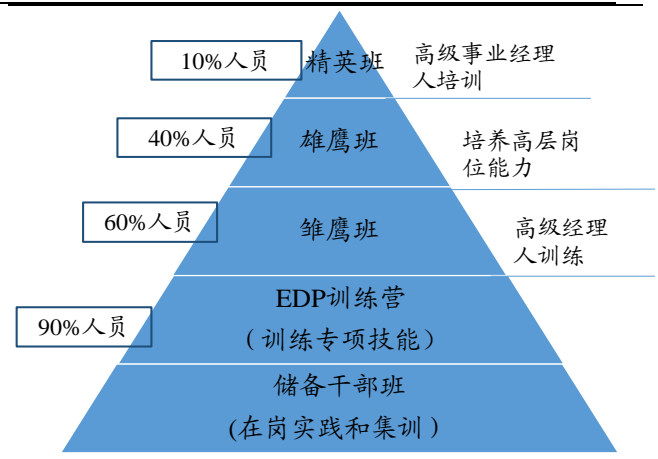
数据来源: 调研纪要, 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 29: 绝味工厂实现自动拣配

图 30: 绝味人才孵化模式



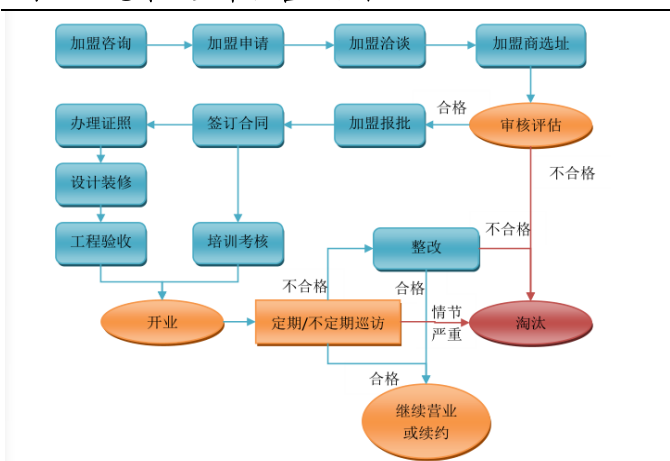
数据来源：宁视界微信公众号



数据来源：国泰君安证券研究

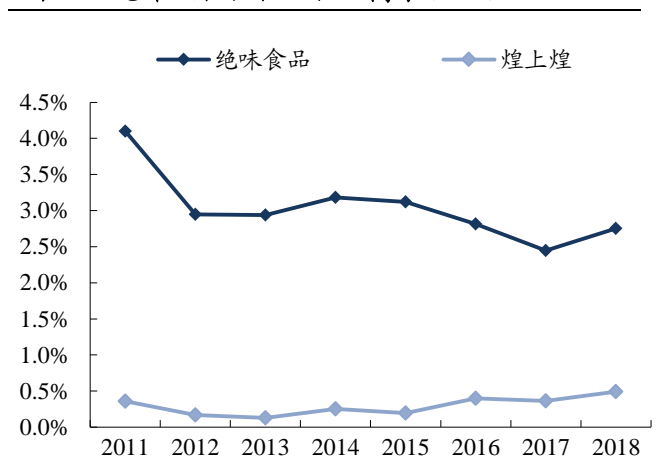
受益于丰富的加盟培训经验及加委会巡店系统，绝味加盟门店的管理效率高。在加盟审核上，公司对加盟门店的选址进行审核评估，评估合格之后才能开店。同时，会对审核通过的加盟商实行管理培训以及门店装修上的指导，公司在加盟培训方面积累了丰富的经验，利于加盟门店的存活，近年来公司的关店率仅在2%左右。在门店管控上，公司以战区委为实行单位，首创推出QSC(Quality, Service, Cleanliness)巡店系统，得到了连锁协会的大力推广，QSC主要用于不定期巡视门店，配合战区管理，将出现的问题拍照传达到系统，实现门店的监测和反馈。剩余产品的处置上，门店采用每日报单生产模式，若因天气等原因门店产品存在剩余，可通过调节第二日拿货减少有效调节，有效地避免了产品过期售卖问题。我们认为，一方面绝味拥有丰富的加盟培训经验，加盟门店的存活率高，审核管理效果好；另一方面，绝味采取加委会组织巡检的模式，由于加委会人员本身就是这个片区的加盟商，自然不希望其他门店的不规范行为损伤绝味品牌，巡检监督效率高；据此，绝味得以实现对加盟商高质量的管理，预收账款收入占比高于竞品。

图 31：绝味加盟审核管理流程



数据来源：招股说明书

图 32：绝味预收款收入占比高于煌上煌



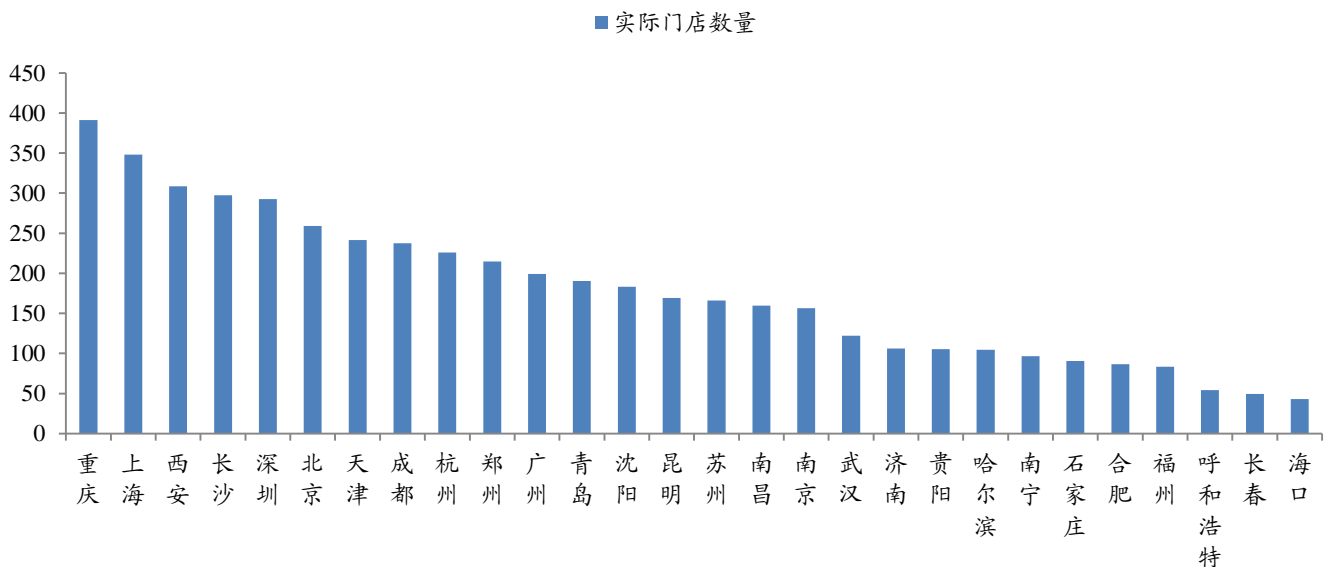
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 绝味未来：持续成长、规模经济、协同扩张

4.1. 渠道下沉和同店增长带动收入提升

门店数量预计将开设 2 万家，有望持续收割渠道下沉红利。绝味的门店数量现近万家，全国化市场基本铺开。但据调研数据显示，公司一、二线和省会城市门店占比达 50%-60%，对于人口占比更高的县级市和乡镇还有广阔的空白市场还未覆盖到，而根据绝味的产品定位以及渠道下沉的自身驱动力，绝味在低线城市还大有可为。保守假设：1) 省会城市的渗透率不再继续提升；2) 低线城市的城镇化率未来将是省会城市的 70%（据《国家人口发展规划（2016—2030 年）》中提出的城镇化率目标）；3) 低线城市的渗透率向各省会城市看齐。由于各省市的消费习惯在省内基本差异不大，因此各省会城市人均保有量是低线城市的人均保有量一个较好的参考标准，我们假设低线城市的城镇化进程是省会城市的 70%，因此低线城市的人均保有量是省会城市的 70% 左右，乘以预计人口数量，即可计算出开店数量保守估计近 20000 家。而公司门店现在仅为 1 万多家，空白市场较多；按照每年 800-1200 家/年的开店速度，门店扩张空间仍可支持公司近 10 年左右的高速发展。

图 33: 绝味现有门店中一二线城市占 50%



数据来源：大众点评，国泰君安证券研究

表 5: 绝味门店保守估计达 2 万家

省市	预计人口数量-万	实际门店数量-家	人均保有量-家/万人	理论门店数-家
北京	2171	259	0.1194	259
天津	1557	241	0.1550	241
河北	7520	319	0.0424	518 ⑥=⑦+⑧
石家庄市	973 ①	91 ③	0.0932 ⑤=①/③	91 ⑦=③
河北低线城市	6546 ②	228 ④	0.0349 ⑥=②/④	427 ⑧=②*⑤*70%
山西	3702	244	0.0659	620
太原市: 常住人口	438	100	0.2275	100
山西低线城市	3264	144	0.0442	520
内蒙古	2529	198	0.0785	324
呼和浩特市	311	54	0.1742	54
内蒙古低线城市	2217	144	0.0650	270

辽宁	4197	469	0.1118	785
沈阳市	737	183	0.2486	183
辽宁低线城市	3460	286	0.0826	602
吉林	2717	124	0.0456	140
长春市	749	49	0.0660	49
吉林低线城市	1968	75	0.0379	91
黑龙江	3789	225	0.0594	321
哈尔滨市	955	104	0.1094	104
黑龙江低线城市	2834	121	0.0426	217
上海	2418	348	0.1440	348
江苏	8029	698	0.0870	1101
南京市	834	156	0.1876	156
江苏低线城市	7196	542	0.0753	945
浙江	4958	652	0.1315	1234
杭州市	754	226	0.2998	226
浙江低线城市	4204	426	0.1014	1008
安徽	6255	348	0.0557	503
合肥市	797	87	0.1088	87
安徽低线城市	5458	262	0.0479	416
福建	3911	278	0.0710	323
福州市	766	83	0.1089	83
福建低线城市	3145	194	0.0618	240
江西	4622	484	0.1048	993
南昌市	546	160	0.2921	160
江西低线城市	4076	325	0.0797	833
山东	10006	699	0.0699	1047
济南市	732	106	0.1449	106
山东低线城市	9274	593	0.0639	941
河南	9559	640	0.0669	1518
郑州市	988	215	0.2173	215
河南低线城市	8571	425	0.0496	1303
湖北	5902	286	0.0484	500
武汉市	1089	122	0.1123	122
湖北低线城市	4813	164	0.0340	378
湖南	6860	573	0.0835	1892
长沙市	792	297	0.3754	297
湖南低线城市	6068	275	0.0454	1595
广东	11169	925	0.0828	1874
广州市	1450	199	0.1374	199
深圳市	1253	292	0.2334	292
广东低线城市	8466	433	0.0512	1383
广西	4885	323	0.0662	489
南宁市	715	96	0.1347	96
广西低线城市	4170	227	0.0544	393
海南	926	122	0.1312	135
海口市	227	43	0.1889	43
海南低线城市	699	79	0.1125	92

重庆	3075	391	0.1272	391
四川	8302	414	0.0499	930
成都市	1604	237	0.1479	237
四川低线城市	6698	177	0.0264	693
贵州	3580	206	0.0575	581
贵阳市	480	105	0.2193	105
贵州低线城市	3100	100	0.0324	476
云南	4801	284	0.0592	889
昆明市	678	169	0.2496	169
云南低线城市	4122	115	0.0279	720
陕西	3835	518	0.1352	954
西安市	962	309	0.3209	309
陕西低线城市	2873	210	0.0730	645
甘肃	2626	168	0.0639	347
兰州市	373	66	0.1781	66
甘肃低线城市	2253	101	0.0449	281
青海	598	25	0.0420	42
西宁市	206	18	0.0867	18
青海低线城市	392	7	0.0186	24
宁夏	682	44	0.0642	57
银川市	223	23	0.1056	23
宁夏低线城市	459	20	0.0441	34
新疆	2445	78	0.0318	175
乌鲁木齐市	223	22	0.0982	22
新疆低线城市	2222	56	0.0252	153
西藏自治区	337	15	0.0457	41
拉萨市	54	9	0.1639	9
西藏低线城市	283	6	0.0229	32
总计	137960	10600		19573

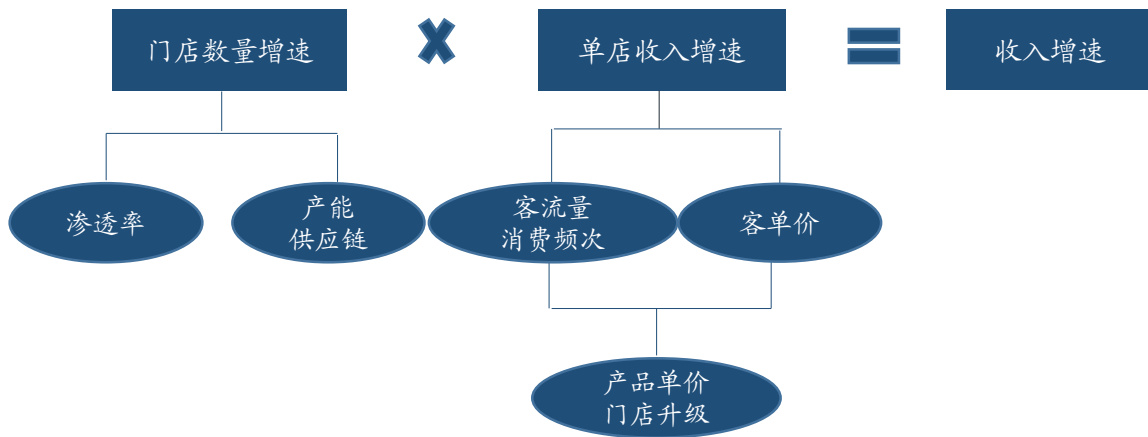
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注 1: 实际门店数量数据来源大众点评;

注 2: 假设低线城市门店数=预计人口数量*省会城市门店人均保有量*城镇化率; 省会城市门店数保持不变; 整个省门店数量=低线城市门店数+省会城市门店数;

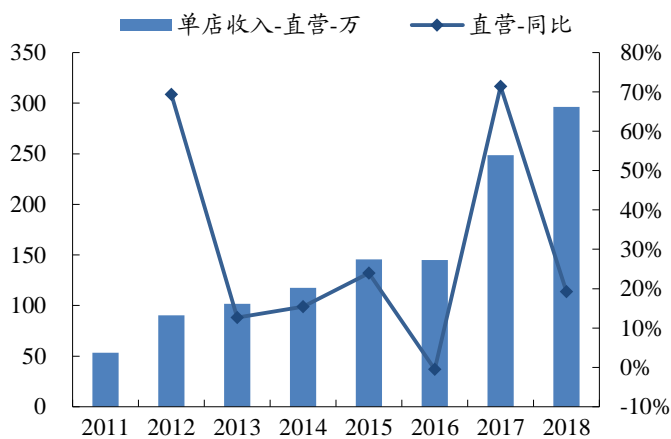
门店升级、产品品类升级推动单店收入提升。近年来, 随着绝味门店体量的扩大, 公司的经营策略从“多开店开好店”转向“开好店多开店”, 将开好店放在渠道战略的第一位。2018 年底公司拥有 1500 家高势能门店(日销售额在 6200 元以上), 预计 2019 年将额外增加 300 家; 据调研显示, 绝味门店的客单价平均在 20-30 元/次, 相比于同行业周黑鸭的 60 元/次左右, 绝味门店客单价的提升空间较大; 且公司产品单价相对较低, 具有较大的提价空间。通过对门店(高势能门店已经升级到第五代)、产品品类的升级和一系列的地推活动, 公司有望提高在门店覆盖区内的客单价和消费频次, 不断实现单店收入的提高。

图 34: 绝味增长来自门店扩张和单店收入增长



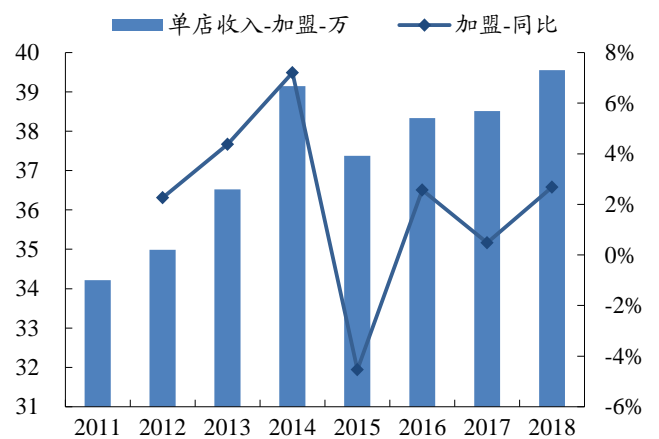
数据来源: 国泰君安证券研究

图 35: 高势能直营店收入稳步提升



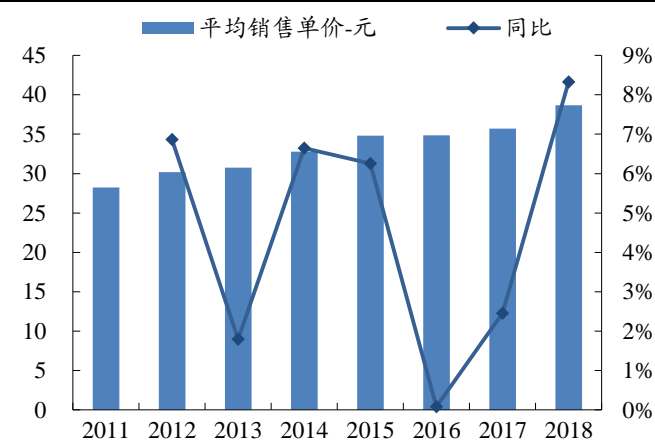
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 36: 加盟单店收入保持 3% 的年化增长



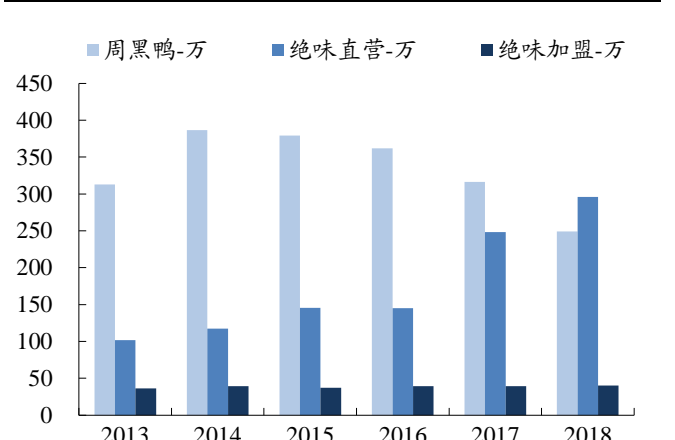
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 37: 绝味产品单价整体呈现稳中有升趋势



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 38: 绝味直营单店收入逐步赶超周黑鸭

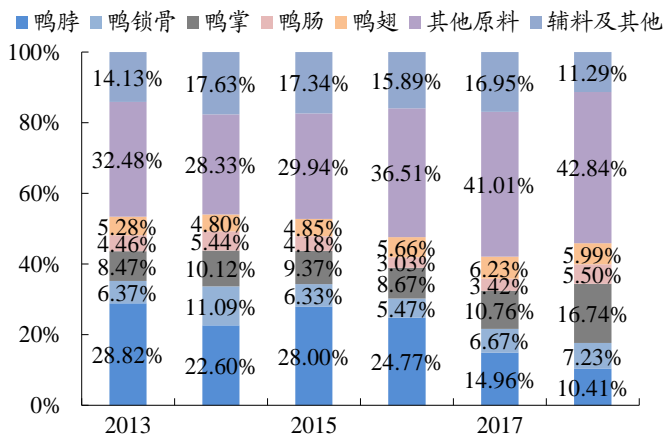


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.2. 规模效应带来成本、费用端下行趋势

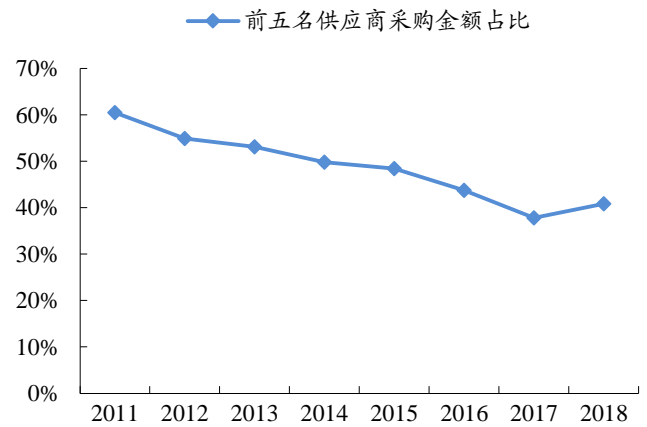
上游原材料市场竞争激烈，规模效应带来上游议价权，毛利率有望受益。公司主要的原材料包括鸭脖、鸭架、鸭肠等鸭副产品和佐料，其中鸭副产品占比原材料采购金额达到 50%，原料成本对公司毛利影响大。随着采购规模的扩大，公司前五大供应商采购占比逐年降低。我们认为，鉴于上游鸭制品行业进入门槛低，竞争激烈，随着公司规模扩大，公司在采购环节的议价能力有望增强，议价能力能逐步提高。粗略测算，1%的议价权能够带来 0.33 个点的毛利率提升。 $(\text{毛利率的提升} = \text{议价权} * \text{原材料金额占比} * (1 - \text{毛利率})) = 1\% * 0.5 * (1 - 0.34) = 0.33\%$ 。另一方面，公司会在原材料市场波动较大时，可以根据原材料市场价格变动趋势在低价位时适当调整采购供应策略采用预付款形式进行采购（锁定价格）。而对于规模大的企业，有能力通过持续在低位买入来平滑价格波动，进一步降低原材料价格波动的影响。

图 39: 鸭副产品原材料占比近 50%



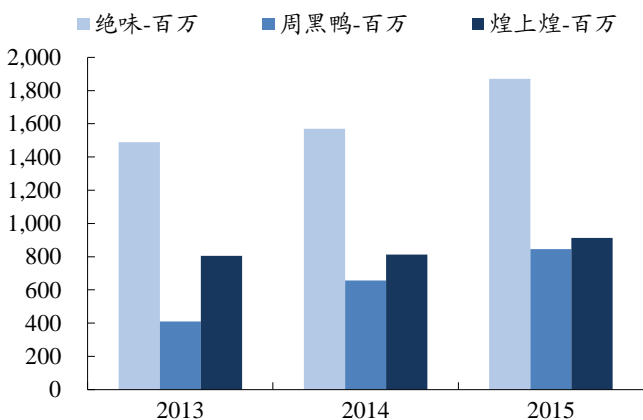
数据来源：招股书，可转债募集说明书，国泰君安证券研究

图 40: 前五大供应商采购金额逐年降低



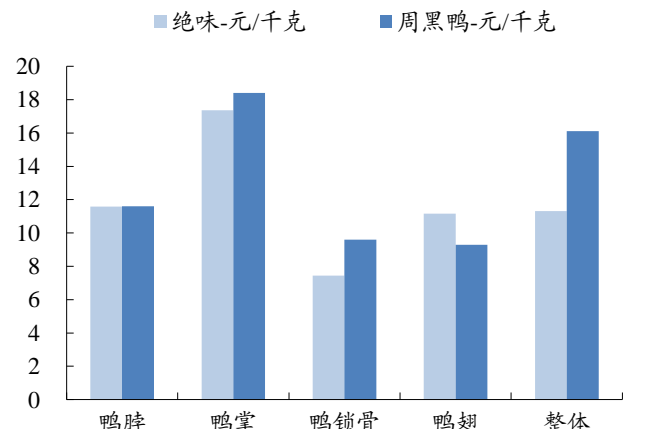
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 41: 绝味采购规模相比较大



数据来源：公司公告，招股说明书，国泰君安证券研究

图 42: 绝味采购单价整体比周黑鸭低

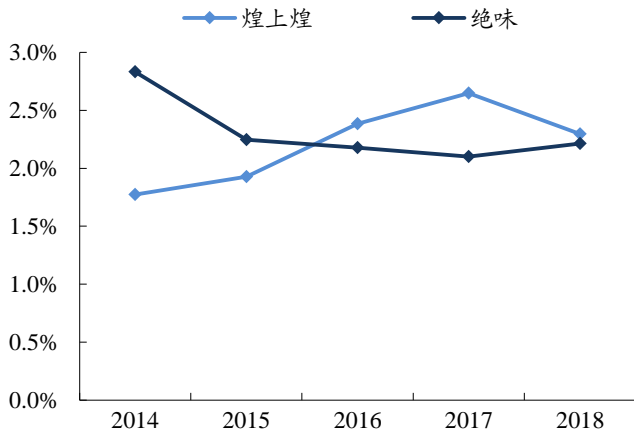


数据来源：招股书，国泰君安证券研究注：2015 年数据

渠道下沉短期费用阵痛不可避免，长期供应链规模经济效应可观，盈利能力有望稳中有升。在一、二线城市，公司门店密集，物流派送具有经济规模效益。相比较之下，三四线城市由于门店密集度不够，配送距离远，配送数量少等，初期渠道下沉阵痛难以避免。但对于公司而言，门店作为休闲卤制品最主要的销售渠道，渠道下沉对公司长远的发展扩张是必然的，通过上述对门店空间的测算；我们认为，长期来看，县级市

市场广阔，具备规模经济的土壤。当渠道下沉达到一定规模时，规模经济依然凸显。并且首先完成渠道下沉的公司有望提早抢占消费者心智，更早实现规模经济的收割，对于后来进入这个市场的竞争者形成天然的壁垒。依托于各地的生产基地，绝味实行“一个市场，一条配送链”，相比于竞争对手周黑鸭“集中生产，全国配送”的物流模式，灵活性更强，随着渠道的下沉，供应链的规模效应也将更加明显。

图 43: 绝味物流费用占比逐年降低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 44: 中央工厂数量方面绝味比周黑鸭优势明显



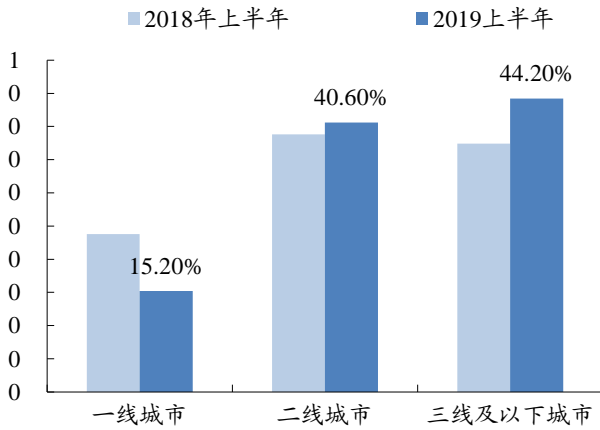
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.3. 外卖向低线城市渗透成为发展助力

低线城市外卖行业高速发展，公司凭借密集分布的门店受益明显。在宅文化盛行下，消费者不愿出门，更愿意在家接受各种 O2O 服务，外卖正好契合了消费者这种“宅”、“懒”的消费倾向，近年来实现了快速发展。目前一、二线城市外卖行业竞争已较为充分，增速逐步放缓。而三四线城市空白市场仍较多，外卖订单增速迅猛，而这与公司渠道持续下沉的发展方向是一致的，公司有望受益于外卖解决最后一公里的问题，提高低线城市的渗透率。2016 年，绝味开通官方特惠服务平台，截止到 2019 年 H1，O2O 会员数达到 5000 万，线上发展态势好。相对于竞争对手，公司的门店数量遥遥领先，覆盖全国。通常外卖的辐射半径在五公里以内，必然要依托于密集的门店覆盖才能从中获益。因此，公司密集的门店与外卖行业的互补性极强，有望持续受益于外卖市场的不断下沉发展，实现渗透率的提高。

图 45: 美团新用户数在三线及以下城市占比显著提升

图 46: 门店多支撑绝味受益外卖渠道下沉



数据来源: Trustdata 移动大数据监测, 国泰君安证券研究

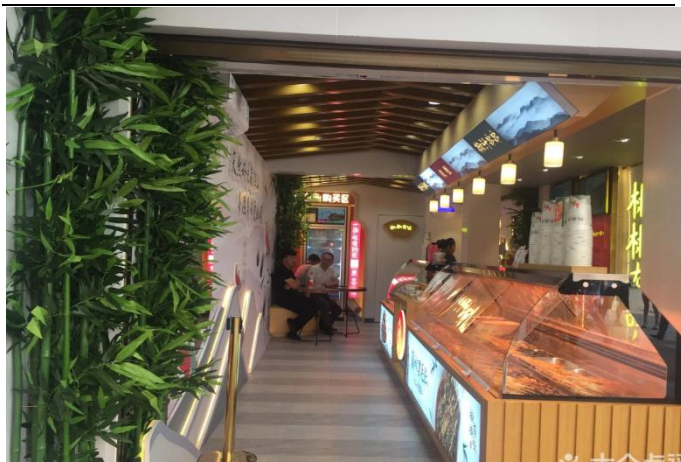


数据来源: 美团外卖

4.4. 探索新业态串串香, 协同开拓小吃行业

推出**椒椒有味**串串香, 引申至小吃行业。据《中国餐饮报告 2019》显示, 2018 年串串香继续保持高速发展。2018 年 10 月, 公司推出“椒椒有味”串串品牌, 目标人群定位于年轻一代和白领人群, 进军小吃行业。现开设门店主要集中在长沙和武汉, 据大众点评数据, 长沙有 9 家门店、武汉有 8 家门店。在门店选址上, 集中在绝味鸭脖门店周边, 门店装修风格贴近年轻人, 清新素雅; 在产品品类上, 主要有蔬菜、水产品 and 鸭副等, 和原有业务品类类似, 蔬菜价格在 2-3 元/串, 鸭副产品在 4-6 元/串, 卤味在 10-15 元/份, 客单价在 35 元左右; 在制作方式上, 统一由中央工厂将食材加工好配送到门店, 售卖时加热或者浇汁即可; 在物流配送上, 与主业具有协同效应, 边际成本低; 我们认为, 串串拓宽了主业的用餐场景, 形式更加偏向于小吃, 能够和原有业务很好的形成场景互补; 同时依赖于原有的供应链和加盟商渠道, “椒椒有味”扩张具有先天的优势; 预计 2019 年“椒椒有味”新开店 200 家左右, 门店(直营)毛利率约为 60%, 净利率约为 20%, 成为公司业绩新增长点的有效尝试。

图 47: “椒椒有味”门店风格一览



数据来源: 大众点评

图 48: 椒椒有味与绝味门店相邻



数据来源: 大众点评

5. 估值和投资建议

估值假设

收入端: 假设 2019-2021 年收入保持在 15%左右增长。 门店数量稳步扩张, 单店收入略有增长。加盟渠道: 2019-2021 年, 假设加盟渠道门店数量每年净增 1000-1200 家, 单店收入同比增长 4-5%, 则加盟渠道收入同比增长 15%左右。直营渠道: 2019-2021 年, 假设直营门店每年增加 5-10 家, 单店收入同比增长 15-20%, 则直营渠道收入同比增加 20-25%

成本费用端: 假设 2019-2021 年加盟渠道毛利率每年上升 1%至 36.5%。 销售费用率和管理费用率趋势稳中有降。2019-2021 年, 销售费用率假设 8%, 管理费用率假设为 5-5.5%。

2019-2021 年, 调整预计营业收入为 50.18、58.19、67.23 亿(前次为 50.43、58.06、66.28), 提高归母净利润至 7.99、9.98、12.39 亿(前次为 7.75、9.05、10.42 亿), 提高 EPS 为 1.37、1.71、2.13 元(前次为 1.35、1.58、1.82 元)。预计收入的调整主要缘于估算方式的变化, 本次按照单店收入和开店数量为基础进行预计, 前次系根据产品品类的收入拆分进行预计。本次归母净利润提升主要与销售费用率和管理费用率假设稳中有降的趋势有关, 即随着开店数量突破一万家, 成本费用端有望受益规模经济而呈下行趋势。

PE 估值

我们选取 9 家 A 股上市的食品公司作为可比公司, 可比公司 2019 年平均 PE 为 25X, PEG 平均为 1.5X, 考虑绝味食品仍处于门店快速扩张阶段, 且规模优势带来盈利的稳定性强, 我们给予绝味食品 2019 年 35X PE, 对应市值 280 亿。

PS 估值

我们选取 9 家 A 股上市的食品公司作为可比公司, 可比公司 2019 年平均 PS 为 3.5X。考虑绝味规模优势带来成本费用端趋势下行, 利润弹性较大, 给予绝味食品 6.5X PS 估值, 对应 326 亿市值。

表 6: 可比公司估值表

2019/10/15	总市值 亿元	EPS			CAGR			PE			PEG			PS		
		18A	19E	20E	2018-20	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
伊利股份	1,744	1.06	1.13	1.29	10%	27	25	22	2.5	2.2	1.9	1.7				
青岛啤酒	645	1.05	1.46	1.61	24%	45	33	30	1.4	2.4	2.4	2.3				
汤臣倍健	265	0.63	0.84	1.03	27%	26	20	16	0.7	5.8	4.6	3.9				
中炬高新	341	0.76	0.93	1.11	21%	56	46	38	2.2	8.2	6.7	5.8				
张裕 A	203	1.52	1.61	1.72	6%	20	18	17	2.9	4.0	3.9	3.8				
西王食品	55	0.43	0.48	0.53	11%	12	11	10	1.0	0.9	0.9	0.8				
好想你	43	0.25	0.36	0.49	40%	34	23	17	0.6	0.9	0.7	0.6				
安琪酵母	228	1.04	1.13	1.39	16%	27	25	20	1.6	3.4	3.0	2.6				
涪陵榨菜	178	0.84	1.09	1.33	26%	27	21	17	0.8	9.4	7.6	6.1				
平均					20%	30	25	21	1.5	4.1	3.5	3.1				
绝味食品	263	1.58	1.37	1.71	25%	29	33	26	1.3	6.0	5.2	4.5				

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

综合 PE 和 PS 估值，我们给予公司合理市值 310 亿，目标价 53 元。

市场对公司管理半径有效性和同店增长可持续等问题存在疑虑。我们认为，休闲卤制品行业仍保持两位数增长，绝味仍持续享受门店扩张红利，同时单店竞争优势优于行业，从而同店收入保持上升趋势。休闲卤制品具有价格敏感度低、成瘾性强、复购率高等特点，绝味日配到货的冷链配送能力和加盟商管理能力成就公司行业龙头地位，收入端取得优于行业增长速度可期，成本费用端有望在规模经济下保持下行趋势。预计 EPS1.37、1.71、2.13 元（前次为 1.35、1.58、1.82 元），提高目标价至 53 元，对应 2020 年 31XPE，增持评级。

6. 风险提示

原材料价格剧烈波动风险。公司原材料占比主营业务成本比重超过 80%，原材料价格的剧烈波动将对公司盈利能力产生较大的影响。

食品安全风险。公司作为连锁加盟的休闲卤制品制造生产公司，产生食品安全问题将对公司的品牌信誉造成极大的伤害，进而影响公司的业绩。

门店拓展不顺利。公司现有 1 万家加盟门店，预计每年新开设 800-1200 家。公司的营收可拆分为单店收入增长和门店拓展，若门店拓展不顺利，对公司业绩造成较大压力。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		