



食品饮料

2020.04.01

## 扩张大空间，加盟高效率

### 卤制品龙头比较深度报告

	<b>瞿猛(分析师)</b>	<b>马铮(分析师)</b>
	021-38676442	0755-23976601
	zimeng@gtjas.com	mazheng@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880518080001

#### 本报告导读：

行业双位数增长、集中度高，价格不敏感（13-18年量、价年增绝味5%、9%，煌上煌6%、6%），加盟扩张快（13-18年门店增速绝味12%，煌上煌8%）。

#### 摘要：

**投资建议：**休闲卤制品行业仍保持双位数增长，行业集中度高，加盟模式具备爆发式扩张的能力，龙头企业有望凭借品牌和供应链优势在成熟市场和低线城市获得更大发展空间。绝味食品（603517.SH）、煌上煌（002695.SZ）、周黑鸭（1458.HK）三家卤制品企业发展各有侧重，加盟模式运营效率高。绝味率先跑马圈地实现全国化布局，后续渠道下沉实现持续增长，公司卤制品保持稳健增长，投资搭建轻餐饮生态助力长期发展。煌上煌积淀深厚，发展曲折，战略转型、治理改善、快速开店助力快速扩张，ROE提升空间大。周黑鸭直营终端消费者反馈好，但房租和人工成本压力大，管理半径有限，效率有所下降，推出特许加盟谋求转型。**重点推荐：**绝味食品、煌上煌，增持评级。

**优质赛道，高ROE，行业扩容、品牌集中度高，门店扩张空间大。**商业模式简单、标准、易复制，加盟开店效率最高。行业保持两位数增长，渠道调研，成熟市场深圳门店仍有加密空间，煌上煌全国空白市场仍多，绝味在低线城市扩张空间仍大。投资少、回收快、复制性强，加盟休闲卤味具有竞争优势。加盟商平均利润率达15-20%，赚钱效应带来渠道扩张内生动力。绝味门店率先突破11000家以及煌上煌改革后门店快速扩张带来业绩高增长，印证加盟模式开店强爆发力。

**卤味产品经典不过时，口味、品类、包装各有特色，和而不同，因地制宜。**绝味全国化工厂布局产品定制化能力强，口味丰富增强消费者黏性；煌上煌品类丰富适应更多消费场景，餐桌场景具备优势；周黑鸭口味独特认可度高，盒装定价高致客单价高，购买灵活性有所牺牲。门店评价周黑鸭反馈最佳，休闲卤制品线上营销和品牌传播提升空间大。

**生产基地轻重无优劣，与发展战略和阶段相适应。**重资产可以更灵活满足当地消费者品类和口味需求，但需要更多的门店数量作支撑。轻资产可在保障口味稳定性基础上，基地建设让位于门店建设，是当下门店扩张战略的选择。头部企业凭借原材料规模采购带来的成本优势以及终端标准规范化运营的品牌优势持续收割行业成长红利，集中度逐步提升。

**风险因素：**食品安全风险、原材料价格剧烈波动风险、行业份额被其他品类侵蚀、门店管理难度随扩张而加大

**评级： 增持**

上次评级： 增持

细分行业评级

食品 增持

#### 相关报告

食品饮料《大众品与CPI相关度高，CPI上行龙头受益》

2020.03.11

食品饮料《价值凸显，积极布局》

2020.03.08

食品饮料《政策催化投资需求回升，名酒尤为受益》

2020.03.02

食品饮料《从酒类消费结构变迁看白酒未来空间》

2020.02.24

食品饮料《千亿赛道上的速冻龙头正在崛起》

2020.02.21

## 目录

1. 渠道：借力加盟，提升开店效率 .....	5
1.1. 绝味食品：最早全国跑马圈地，门店十年内仍有翻倍空间 .....	7
1.2. 煌上煌：2017 年开始加速全国化扩张，门店数量剑指万家 .....	9
1.3. 周黑鸭：直营面临发展瓶颈后转向加盟 .....	12
2. 产品：爆款创新难，以不变应万变，定位各有侧重 .....	13
2.1. 包装与定价：盒装 VS 散装 .....	13
2.2. 品种与口味：消费场景 VS 消费黏性 .....	15
2.3. 运营与口碑：直营/加盟 VS 品牌营销 .....	16
3. 生产：重资产与轻资产，与发展战略和阶段相适应 .....	18
3.1. 绝味食品：生产基地密集建设，保障地方特色供应 .....	20
3.2. 煌上煌：倾向轻资产模式，速冻技术解决运输半径 .....	20
3.3. 周黑鸭：地区大基地布局紧跟全国扩张步伐 .....	21
4. 人员：股权结构与股权激励 .....	22
4.1. 休闲卤味三强创业者经营背景和而不同 .....	22
4.2. 管理人员股权激励到位，员工、加盟商利益共同体 .....	24
5. 财务分析：优质赛道、高 ROE 的好生意 .....	26
5.1. 绝味食品：优质赛道、行业标杆、管理优秀 .....	28
5.2. 煌上煌：战略转型、治理优化、双位数开店 .....	30
6. 投资建议 .....	34
7. 核心风险提示 .....	35
图 1：绝味借助加盟快速扩张 .....	5
图 2：绝味、煌上煌均有少量直营店布局 .....	5
图 3：人数多，经济发展快的地区门店数量多 .....	6
图 4：煌上煌在深圳开店类型更加均衡 .....	6
图 5：宝安、龙岗实际门店数量多 .....	6
图 6：光明、坪山等地区人均保有量低 .....	6
图 7：2019 年新开门店更多来自成熟市场加密 .....	6
图 8：2015-2018 三强门店扩张速度快 .....	6
图 9：绝味近年各区域增速放缓且趋同 .....	8
图 10：绝味在华中、华东、华南、西南分布均衡 .....	8
图 11：绝味一二线城市占 50%，低线城市下沉空间大 .....	8
图 12：绝味优先布局经济发达省市 .....	8
图 13：绝味门店数量预计在十年内开到 2 万家 .....	9
图 14：煌上煌全国化扩张加速 .....	10
图 15：煌上煌江西、广东、福建收入占比 6 成 .....	10
图 16：煌上煌强势市场新开店增速平均超过 10% .....	10
图 17：煌上煌第二梯队市场门店数量大幅增长 .....	10
图 18：煌上煌空白的市场开店迅速扩张 .....	11
图 19：煌上煌 2020 年新增开店计划集中在 4-9 月 .....	11
图 20：2019 年煌上煌门店数量净增 698 家至 3706 家 .....	11
图 21：煌上煌门店扩张增速近五年可达到 22% 以上 .....	11
图 22：周黑鸭租金成本带来经营压力 .....	12
图 23：周黑鸭人工成本占比高于煌上煌、绝味 .....	12
图 24：周黑鸭门店扩张阶段性疲软 .....	12
图 25：周黑鸭单店收入持续下滑 .....	12
图 26：周黑鸭高势能门店收入增速变缓 .....	13
图 27：周黑鸭五大区单店收入不同程度下降 .....	13
图 28：周黑鸭、绝味直营店收入更高 .....	14

图 29: 绝味、煌上煌加盟店收入相当 .....	14
图 30: 渠道调研周黑鸭客单价高于绝味煌上煌 .....	14
图 31: 周黑鸭官方公告客单价达到 60 元左右 .....	14
图 32: 煌上煌省外市场开拓带来禽肉占比提升 .....	15
图 33: 绝味主要以禽类和蔬菜制品为主 .....	15
图 34: 周黑鸭收入占比中鸭及鸭副近 9 成 .....	16
图 35: 三家品类、口味、包装定位各有特色 .....	16
图 36: 煌上煌线上活跃度有提升空间 .....	17
图 37: 周黑鸭消费者评分高于绝味、煌上煌 .....	17
图 38: 周黑鸭服务认可度最佳 .....	17
图 39: 三强环境评分集中于较好 (3.5-4 分) .....	17
图 40: 绝味原料采购集中度整体有所下降 .....	18
图 41: 煌上煌原料采购集中度在下降 .....	18
图 42: 绝味关联交易采购原料占比大概 3% .....	18
图 43: 绝味采购单价整体低于周黑鸭 .....	18
图 44: 绝味店均配送费显现一定规模效应 .....	19
图 45: 绝味 27 个中央工厂基本实现全国覆盖 .....	20
图 46: 绝味产能利用率整体在 80% 左右 .....	20
图 47: 煌上煌: 大小基地适应发展阶段 .....	20
图 48: 煌上煌产能建设速度慢于开店速度 .....	20
图 49: 休闲卤制品三强当家人均有 15 年以上行业经验 .....	23
图 50: 周黑鸭销售人员数量最多 .....	23
图 51: 周黑鸭直营带来更高的人工成本 .....	23
图 52: 绝味生产人员数量最多 .....	23
图 53: 煌上煌管理人员数量最少 .....	23
图 54: 绝味销售人员人均薪酬更高 .....	24
图 55: 煌上煌管理人员人均薪酬更高 .....	24
图 56: 绝味食品股权结构 .....	25
图 57: 煌上煌股权结构 .....	25
图 58: 周黑鸭股权结构 .....	26
图 59: 绝味 ROE 长期表现优于周黑鸭、煌上煌 .....	27
图 60: 绝味净利率持续提升视为行业标杆 .....	27
图 61: 绝味和煌上煌的负债率相当 .....	27
图 62: 绝味的资产周转率更高 .....	27
图 63: 煌上煌在 2012-2013 收入增长停顿 .....	27
图 64: 煌上煌 2014-2015 净利润出现明显下滑 .....	27
图 65: 绝味近年业绩增长稳定持续 .....	28
图 66: 绝味销售费用率稳中有降 .....	28
图 67: 绝味禽类制品收入占 80% .....	28
图 68: 绝味 2018 年推出小龙虾 .....	28
图 69: 绝味禽类产品毛利率最高 .....	29
图 70: 绝味近年门店扩张速度 10% .....	29
图 71: 绝味过去多年常量价齐升 .....	29
图 72: 绝味年销量超过 12 万吨 .....	29
图 73: 绝味员工数量多年平稳 .....	29
图 74: 绝味各条线人员数量平稳 .....	29
图 75: 绝味广宣费稳中有降 .....	30
图 76: 绝味租赁费增长较快 .....	30
图 77: 绝味物流配送费稳中有升 .....	30
图 78: 绝味门店平均物流费用低 .....	30
图 79: 煌上煌 2019 收入增速放缓, 利润弹性较大 .....	31
图 80: 煌上煌期间费用率趋势上行反映扩张需求 .....	31
图 81: 煌上煌肉制品收入占 80% .....	31
图 82: 煌上煌鲜货卤制品收入占肉制品 95% .....	31

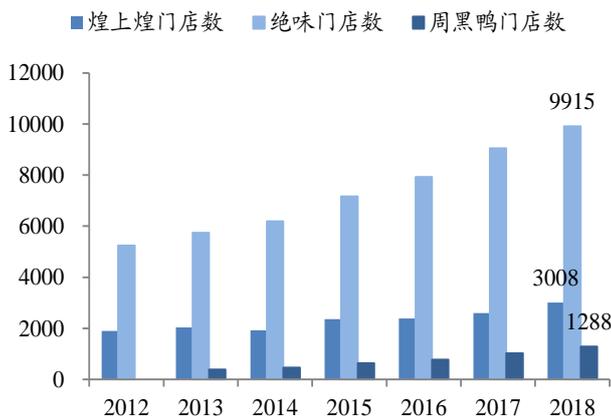
图 83: 煌上煌 2019 鲜货产品收入增长 15%.....	31
图 84: 煌上煌 2019 米制品收入下滑 4.5%.....	31
图 85: 煌上煌 2019 肉制品收入增速中量价贡献各半.....	32
图 86: 煌上煌 2017-2019 开店加速.....	32
图 87: 煌上煌伴随业务扩张员工数量持续增加.....	32
图 88: 煌上煌 2019 年销售人员数量增加 210 人.....	32
图 89: 煌上煌 2019 销售费用结构.....	32
图 90: 煌上煌 2019 管理费用结构.....	32
图 91: 煌上煌 2019 促销宣传费增速达 30%.....	33
图 92: 煌上煌 2019 年物流配送费增长 40%.....	33
图 93: 煌上煌 2019 门店平均物流配送费增长 15%.....	33
图 94: 煌上煌加盟奖励于 18 年提升后维持高位.....	33
图 95: 煌上煌原材料采购集中度在下降.....	33
图 96: 煌上煌加大了原材料的战略储备.....	33
图 97: 煌上煌存货中原材料储备占 85%.....	34
图 98: 煌上煌米制品备有一定数量的原材料.....	34
图 99: 煌上煌原料战略储备致存货周转率略降.....	34
图 100: 煌上煌固定资产周转率有提升的趋势.....	34
表 1: 直营加盟模式优劣势对比.....	5
表 2: 加盟休闲卤味投资小、回报快.....	7
表 3: 煌上煌开店思路由保守转向积极.....	10
表 4: 周黑鸭单价约为绝味、煌上煌的 1.6 倍.....	14
表 5: 疫情期间三家锁鲜装活动力度大.....	14
表 6: 休闲卤味三强产品定位各有侧重.....	15
表 7: 煌上煌现有产能可支撑 6700 家门店.....	21
表 8: 周黑鸭产能设计远超过实际产量.....	21
表 9: 休闲卤制品三强当家人工作经历.....	23
表 10: 绝味食品、煌上煌可比公司估值表.....	35

## 1. 渠道：借力加盟，提升开店效率

结论一：加盟助力卤制品行业快速扩张，绝味领先多年，周黑鸭放开特许加盟，煌上煌顺势加速。

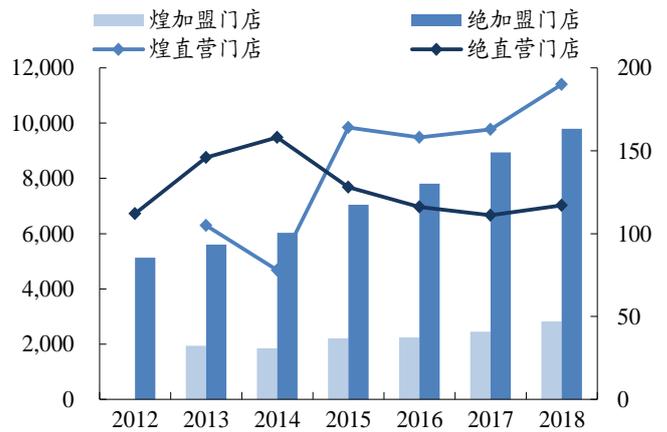
2019 年末绝味、煌上煌、周黑鸭门店数量分别约 11000 家、3700 家、1300 家。绝味、煌上煌以加盟店为主，兼有 100-200 家直营店，周黑鸭全部直营店，近半年试水加盟。

图 1：绝味借助加盟快速扩张



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：门店数-家

图 2：绝味、煌上煌均有少量直营店布局



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，单位：门店数-家

表 1：直营加盟模式优劣势对比

项目	直营模式	加盟模式
优势	产品质量管控好，毛利高 集团层面战略门店贯彻效率高	资产轻便，易复制 可集结优质的加盟商资源
劣势	资金、人力投放大 门店扩张易后劲不足	管理半径长，产品管控困难 部分收益让渡给渠道

数据来源：国泰君安证券研究

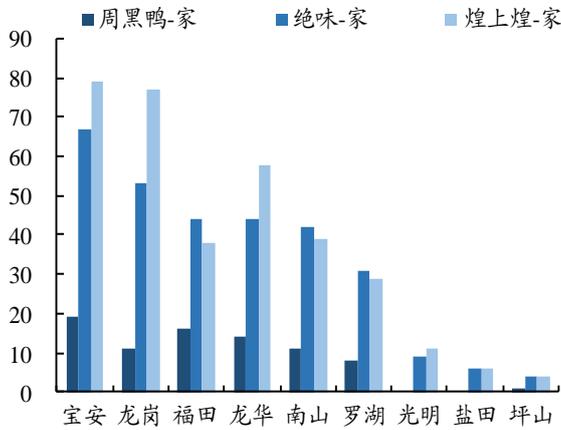
结论二：门店选址空间仍大，绝味、煌上煌、周黑鸭三家布局有趋同趋势，共同做大市场份额。

门店分布位置上，三家公司初始发展思路不同，门店初始布局侧重有所差异，绝味更加重视综合体和社区门店，煌上煌更加重视商超和社区门店，周黑鸭重视高铁、机场、综合体等。绝味和煌上煌的初始布局差异背后是产品定位在休闲和餐桌的差异，周黑鸭的初始布局与高端休闲零食定位相匹配。随着绝味、煌上煌更加重视高势能门店的抢占，周黑鸭开放加盟及渠道下沉，三家在门店布局上有趋同发展的趋势。

关于在竞品旁边开设新的门店是此消彼长还是共同做大，渠道调研更多偏后者。其一，行业仍处在每年双位数的扩容期，品牌集中度低，龙头企业将获取更大的市场份额。其二，加盟商是自负盈亏的商业主体，其开店是否选择在竞品旁边是基于其对盈利能力的判断，从目前的开店存

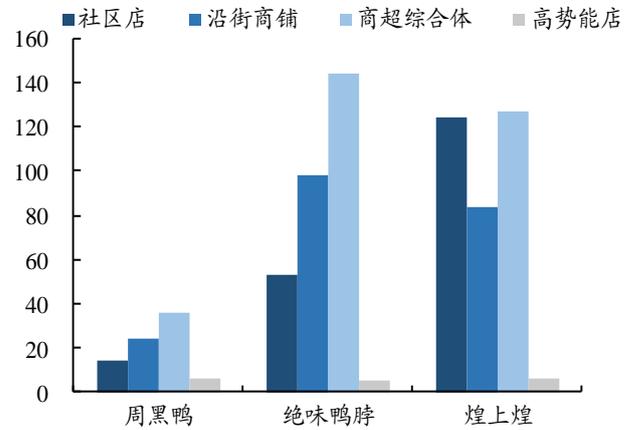
活率和加盟商信心看，行业竞争仍未到非常激烈的状态。加盟商对自身利益的看重，为避免内部竞争，某一家品牌难以在同一地段开设两家，而两个品牌却可分别开一家。因此，即使竞争对手发力扩张，某家公司也因其管理能力、既有禀赋、内部竞争等难以加速收割门店。

图 3: 人数多，经济发展快的地区门店数量多



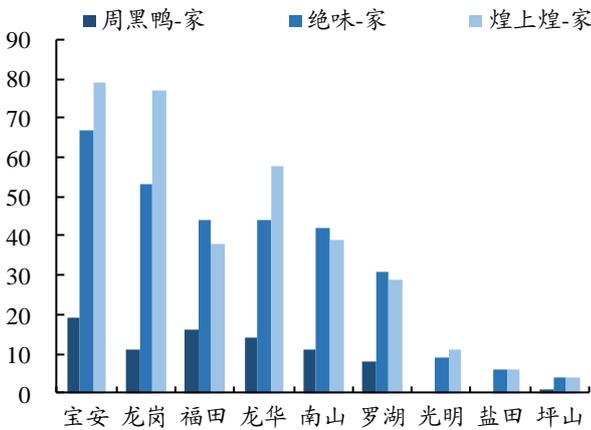
数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究；注：门店数-家

图 4: 煌上煌在深圳开店类型更加均衡



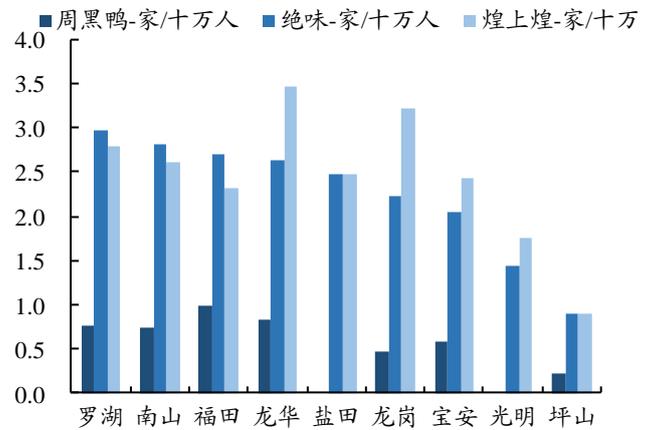
数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究；注：门店数-家

图 5: 宝安、龙岗实际门店数量多



数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究

图 6: 光明、坪山等地区人均保有量低



数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究

图 7: 2019 年新开门店更多来自成熟市场加密

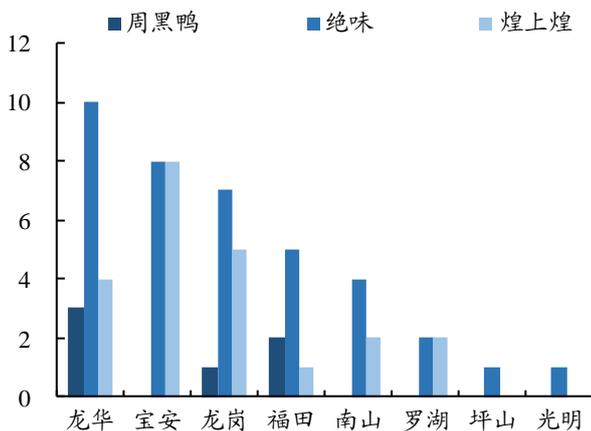
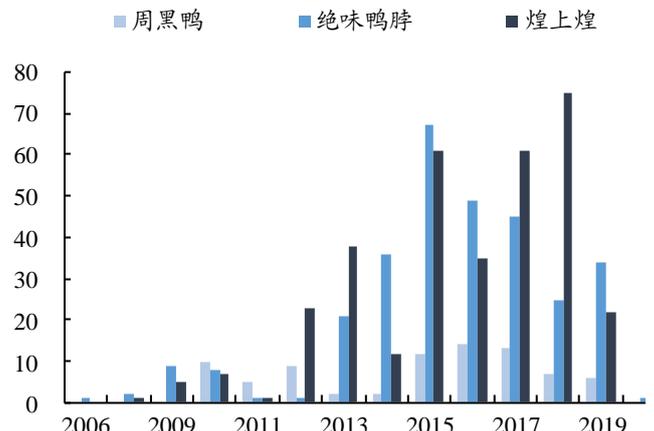


图 8: 2015-2018 三强门店扩张速度快



数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究，单位：  
 门店数量-家

数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究注：  
 该图为各年门店净收录数据，单位：门店数量-家

### 结论三：投资小、回报快、可复制性强，加盟休闲卤味具有竞争优势

休闲卤制品加盟商平均利润率达 15-20%，赚钱效应带来渠道扩张内生动力。本质上，渠道的赚钱效应是门店快速扩张以及渠道管理稳定的核心。据调研了解，绝味和煌上煌单店模型类似，门店初期投入小店通常在 15 万左右，小店通常在 30 万左右，1-1.5 年就能回本，投资回收期短，利润率平均可达到 15-20% 左右，加盟商回报率高，门店扩张速度内生动力足。公司政策支持可有效激励加盟商扩店。绝味更早建立专业拓店团队，给予加盟商更多开店优惠，如减免加盟费、提高返点、针对性扶持等优惠政策，门店快速扩张。煌上煌当前的快速扩张同样源自公司战略由保守向积极的转变。煌上煌 2013-2016 年发展战略上趋于保守，加盟商也存在“守生意”的发展思维。而随着新一代核心管理层的上台，煌上煌逐步突破原有的发展思维，带动终端经销商积极开店，加上其成熟门店赚钱效益好，开店热情高涨。

单店盈利能力重点在选址和店面经营能力。关于品牌之间单店盈利问题，渠道反馈，单店盈利能力主要跟选址和加盟商的管理能力有关，其中选址也可以看作加盟商和公司的拓店能力。在拓店方面，大加盟商的优势明显高于小加盟商，其一，大加盟商拥有更加多元的商业关系，助其拿下地段更好的门店；其二，大加盟商进行门店选址的思维更加长期，以类似资产组合管理的思维进行扩张，对暂不盈利的门店会更加耐心的培育；其三，大加盟商拥有专业的团队进行店面扩张和老店维护。我们认为，绝味、煌上煌、周黑鸭均具备全国化的品牌影响力，尤其是绝味和煌上煌，拥有共同成长起来的大加盟商，构成商业竞争的护城河。

表 2：加盟休闲卤味投资小、回报快

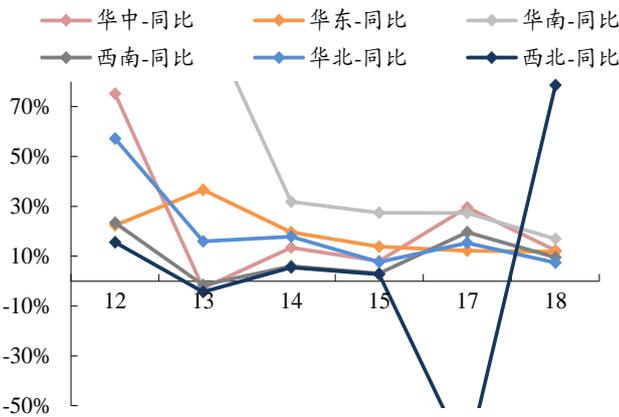
所属行政区域	煌上煌江西南昌	煌上煌浙江杭州	绝味湖南长沙	绝味浙江杭州
门店商圈类型	社区	社区	社区	社区
营业面积 m <sup>2</sup>	40	25	20	15
投资金额（万）	35	30	13	18
年终端销售额（万）	420	140	72	90
毛利率	28%	45%	38%	37%
租金费用率	3%	12%	15%	12%
人工费用率	4%	10%	8%	9%
其他费用率	1%	3%	2%	2%
净利率	20%	21%	13%	14%
投资回收期	5	9	9	9

数据来源：渠道调研，国泰君安证券研究；注：门店之间盈利情况差异较大，调研反馈具有门店特殊性，整体上两家公司单店模型类似

### 1.1. 绝味食品：最早全国跑马圈地，门店十年内仍有翻倍空间

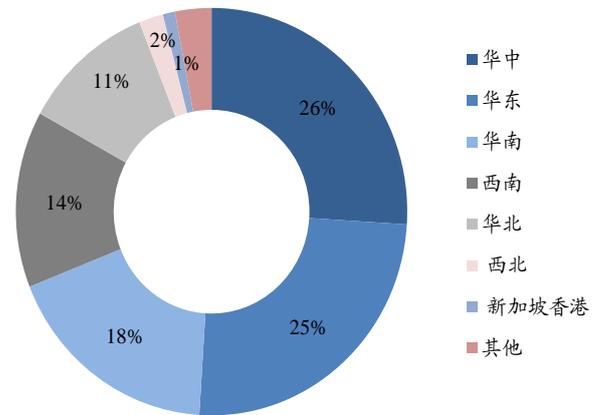
最早全国范围内跑马圈地，门店数量过万家，低线城市仍有广阔开店空间。2012-2018年，绝味门店数量从5240家发展至9915家，每年净开店增速10-15%。直营门店数量约占1%。创始人具有多年医药市场营销经验，看透休闲卤味商业模式的本质，借加盟连锁经成功开拓市场。2019年门店数量约1.1万家，其中华中、华东、华南、西南均有一定布局，近年各区域增速放缓且趋同。从布局城市来看，一二线城市门店数量占50%，以人均门店保有量来看，公司在低线城市的下沉空间仍有近一倍（详见国泰君安绝味食品深度报告《成长空间仍大，规模优势凸显》）。预计2020年可开到2万家，开店年化增速6.5%。

图 9：绝味近年各区域增速放缓且趋同



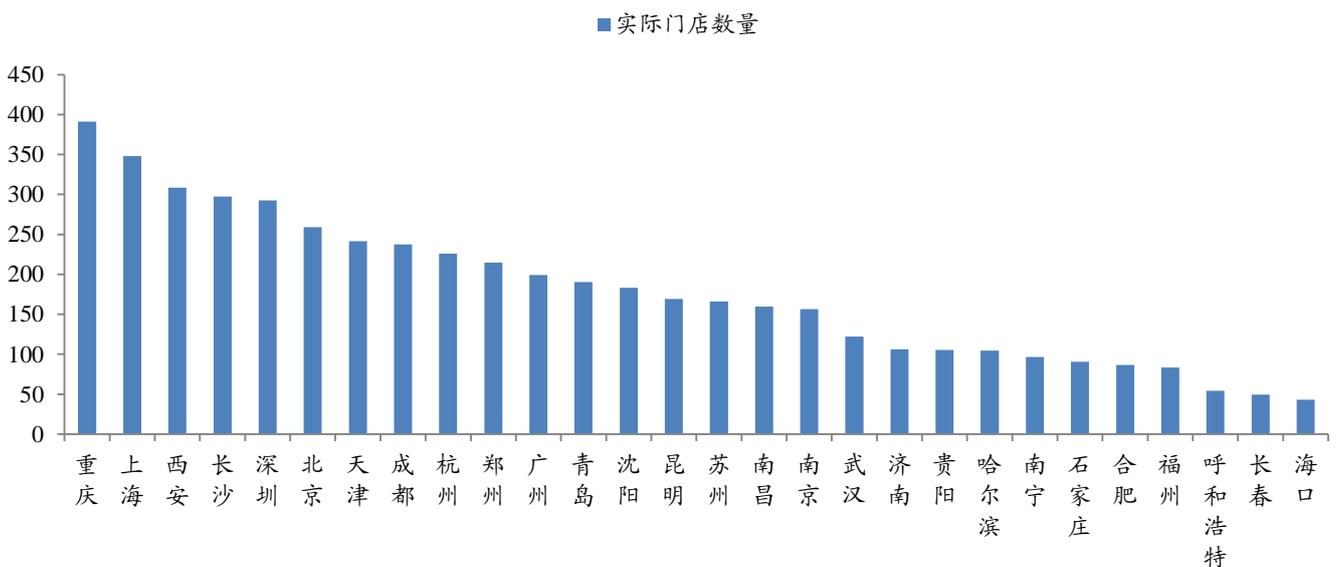
数据来源：Wind，国泰君安证券研究；单位：门店数-家；注：西北市场2017年收入降低主因陕西产能转移华中，2018年重新上升主因新疆市场的开拓

图 10：绝味在华中、华东、华南、西南分布均衡



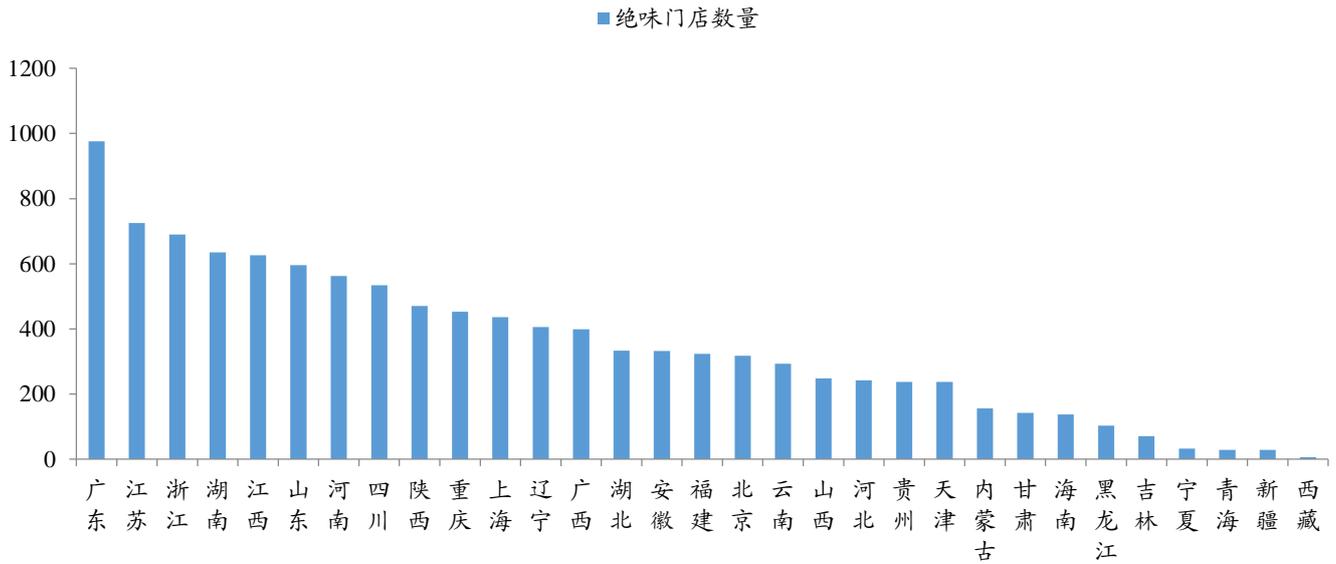
数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：区域收入占比

图 11：绝味一二线城市占 50%，低线城市下沉空间大



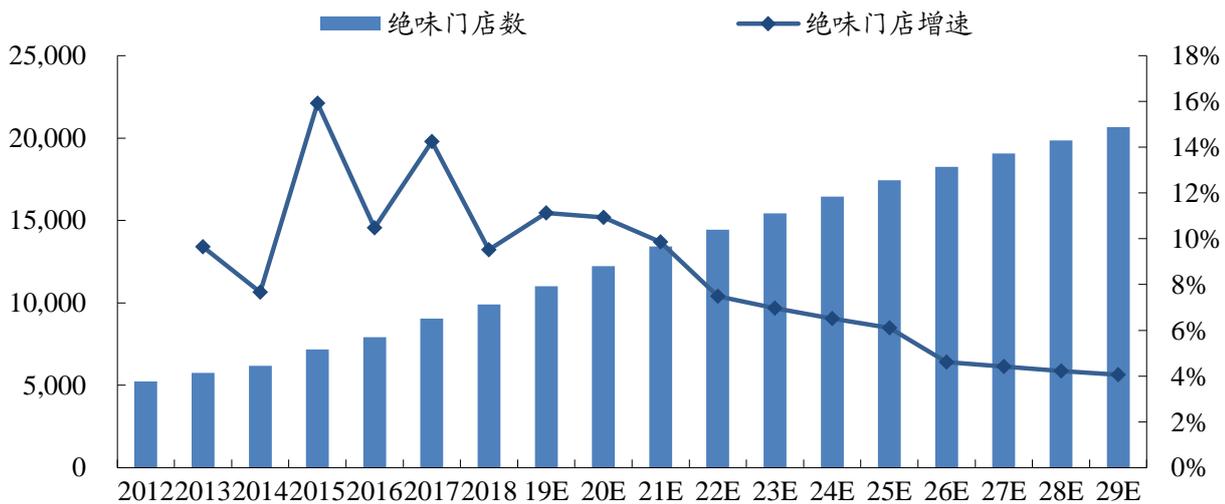
数据来源：大众点评，国泰君安证券研究，注：详见国泰君安绝味食品深度报告《成长空间仍大，规模优势凸显》

图 12：绝味优先布局经济发达省市



数据来源：大众点评，国泰君安证券研究

图 13: 绝味门店数量预计在十年内开到 2 万家



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究；注：门店数-家

## 1.2. 煌上煌：2017 年开始加速全国化扩张，门店数量剑指万家

2014-2016 年开店不顺，省外扩张思路偏保守，专业拓店团队组建不够充分，以省外资源加盟的小商为主，且缺少政策支持，复制省内自然下沉、以社区店为主进行开店，开店存活率低。2017-2019 年，创二代接班，省外扩张由保守调整为积极，鼓励大加盟商去省外爆破式开发高势能门店（综合体、高铁、机场、商超等），再吸引当地具有连锁管理经验和渠道资源的新加盟商，以及有创业热情的年轻加盟商作为补充，开店存活率大幅提高。2019 年新开店的存活率达到 92% 以上。考虑到行业仍有双位数增长，品牌集中度低，加盟商调研反馈对市场扩张信心充足。我们预计至 2024 年前后公司可开到 1 万家门店，门店增速年化可达到 22%，至 2029 年前后可开至 1.5 万家门店，后半段门店扩张增速预计 8%。

微观调研：煌上煌广东低线城市空白市场仍多，预计门店仍有翻倍空间。

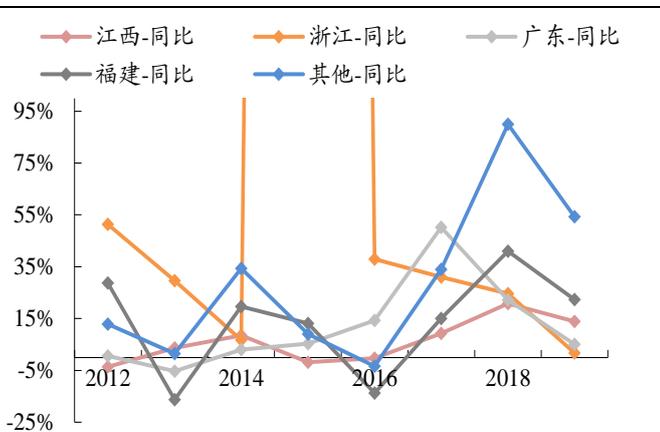
煌上煌目前在广东约有 800 家店，调研反馈，加盟商对广东门店扩张空间比较乐观，具备再翻一倍的空间。深圳作为核心市场，目前大约有 320 多家店，与竞品绝味相比数目上略胜一筹。关于深圳市场饱和度问题，调研表明依据深圳的人流量和销量，门店仍有部分空间。而对于周边外围城市，空白市场仍很多，如江门、阳江等地，调研表示加盟商于 2019 年在河源等市场新开门店盈利效果超预期。以深圳市场举例来说，早期煌上煌门店主要集中在关内，加盟商对关外开店存在疑虑，但当门店扩张到关外后，盈利能力超出预期，门店扩张速度随之加快。对于广东市场而言，三家品牌在此均具有较为深厚的积淀，外围城市空白市场多，叠加新开门店赚钱效应好，预计门店扩张依旧可观。

表 3: 煌上煌开店思路由保守转向积极

	2014-2016 年	2017-2019 年
开店思路	保守	积极
拓店团队	缺乏	加速组建
加盟商	当地小商	传统大商+当地资源型和经验型加盟商+年轻创业
开店政策	缺少政策支持	给予政策支持
开店类型	社区店	高势能门店
新店存活率	低	高
品牌影响力	关店率高影响品牌	存活率高提升品牌

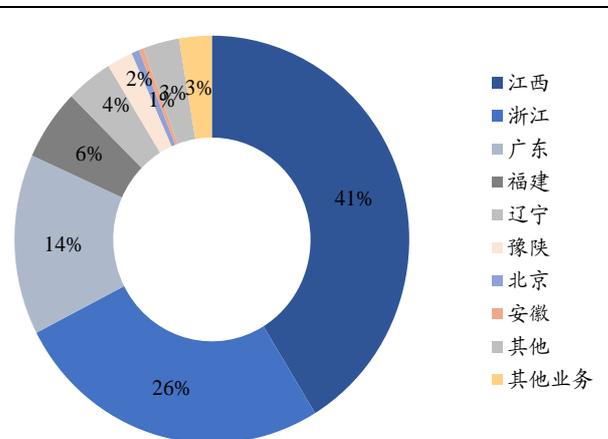
数据来源：国泰君安证券研究

图 14: 煌上煌全国化扩张加速



数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：各区域收入增速

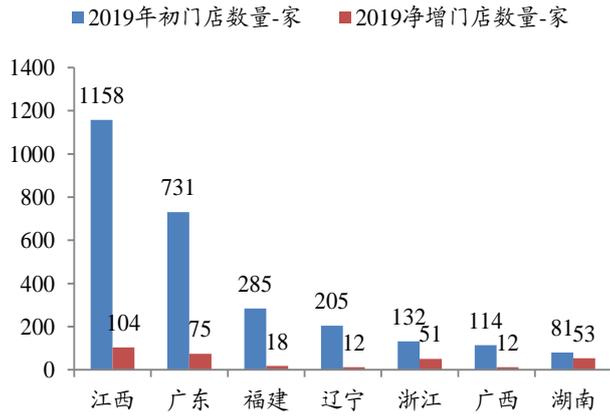
图 15: 煌上煌江西、广东、福建收入占比 6 成



数据来源：Wind，国泰君安证券研究；注：区域收入占比

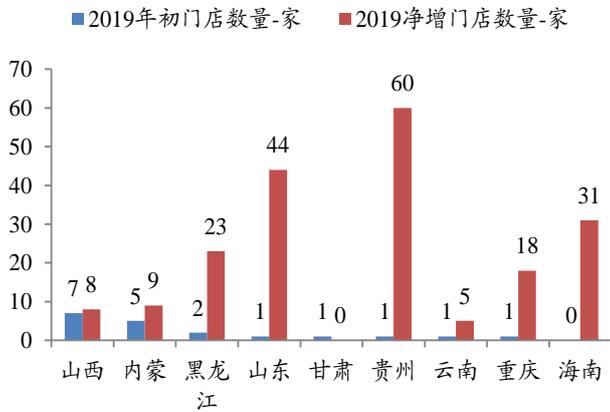
图 16: 煌上煌强势市场新开店增速平均超过 10%

图 17: 煌上煌第二梯队市场门店数量大幅增长



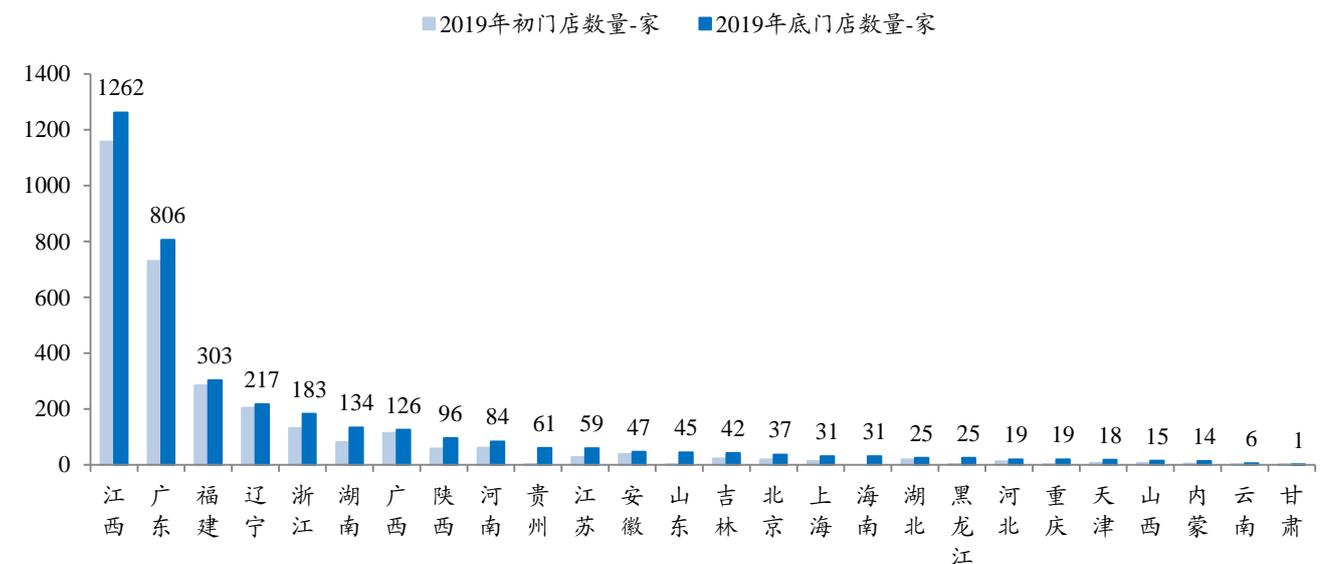
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 18: 煌上煌空白的市场开店迅速扩张



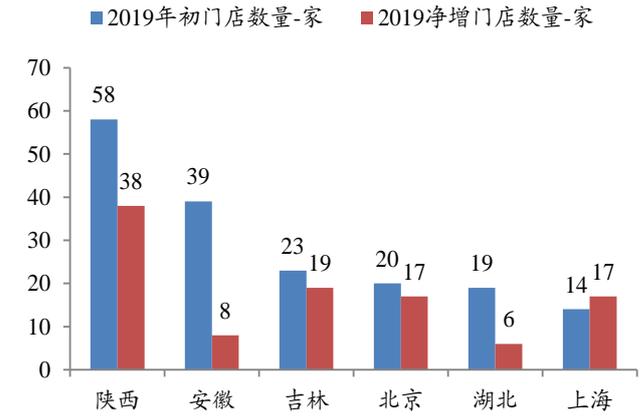
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 20: 2019 年煌上煌门店数量净增 698 家至 3706 家



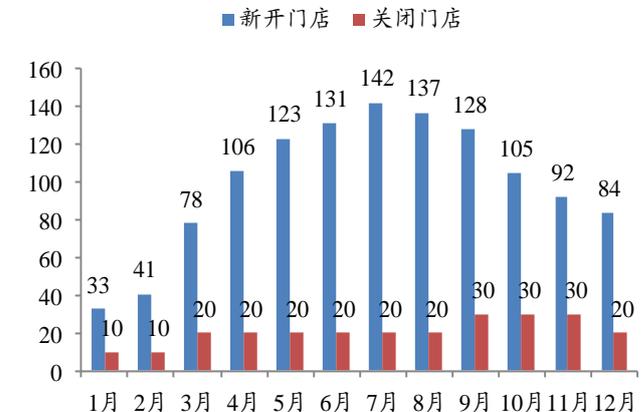
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 21: 煌上煌门店扩张增速近五年可达到 22%以上

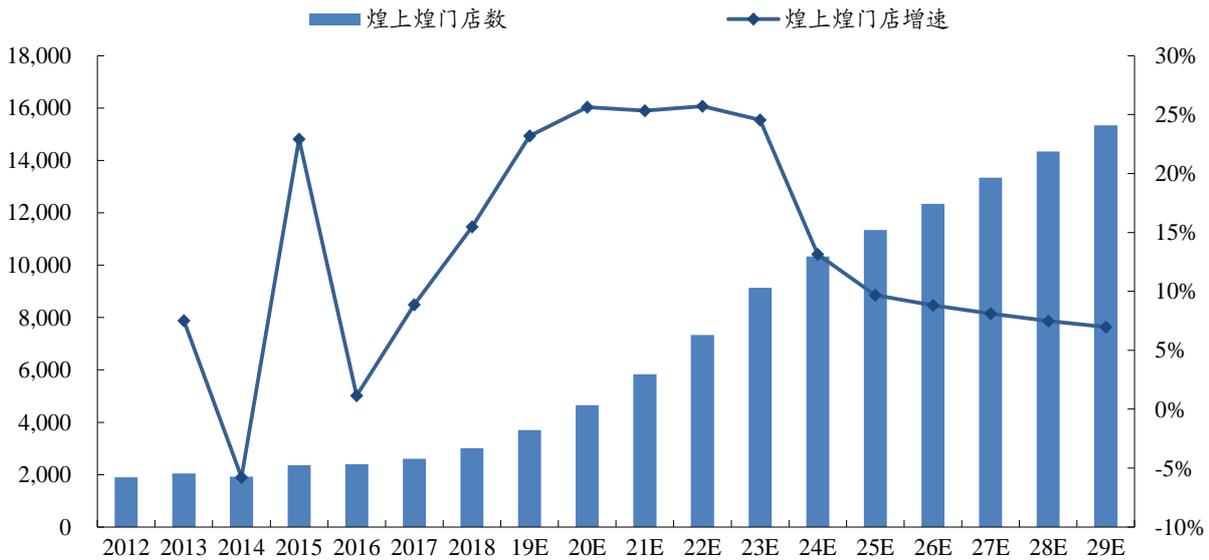


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 19: 煌上煌 2020 年新增开店计划集中在 4-9 月



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究；注：门店数-家

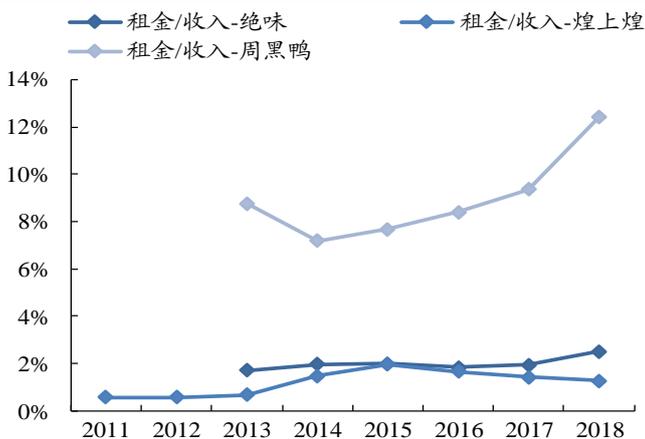


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 1.3. 周黑鸭：直营面临发展瓶颈后转向加盟

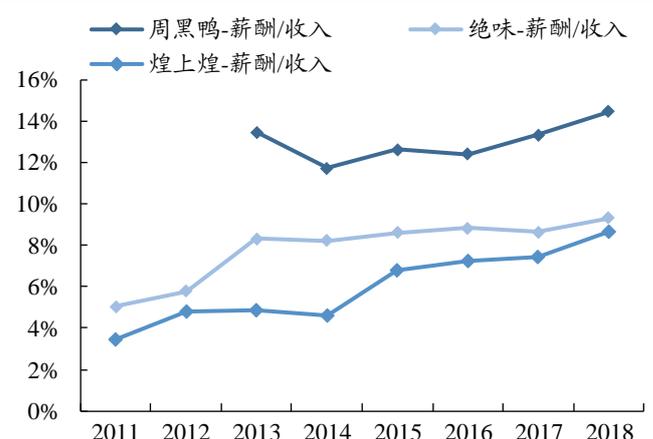
注重品质坚持直营，管理半径受限叠加经营成本上升推动公司开放加盟。2018年，按渠道分类占比，周黑鸭自营门店收入占比86.5%，线上渠道占比9.4%，分销商及其他渠道合计占比4.1%。创始人初次试水加盟模式失败之后，周黑鸭基于对产品品质的严苛要求一直坚持直营模式，但随着门店数量的增加，管理半径变长，交通枢纽等窗口店由于竞争对手的涌入，房租、人力资本提升明显，门店人员的管理和高势能资源的获取均面临较大的瓶颈，直营模式复制性差、资产重等局限性出现，费用端面临较大压力，毛利率和净利率也面临下滑趋势。

图 22：周黑鸭租金成本带来经营压力



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

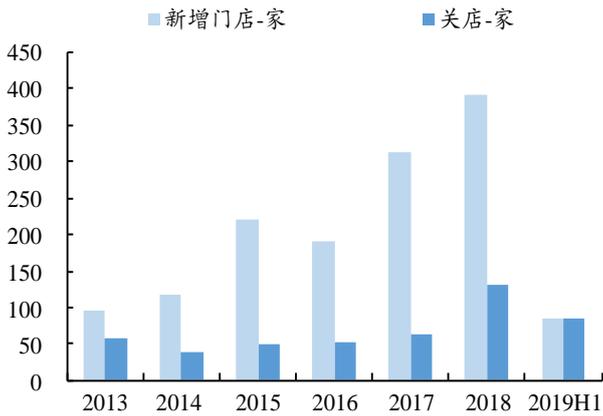
图 23：周黑鸭人工成本占比高于煌上煌、绝味



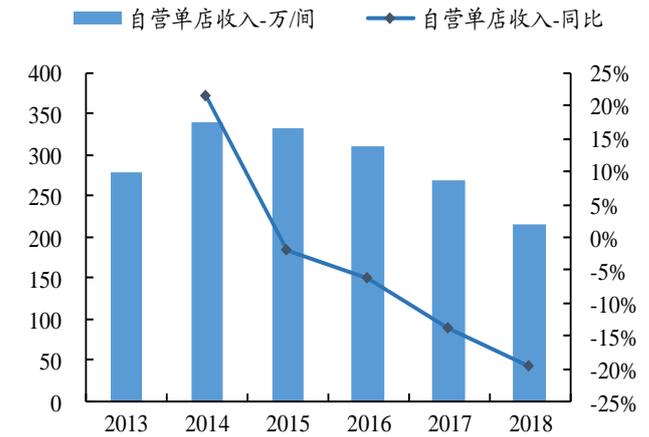
数据来源：Wind，国泰君安证券研究，薪酬包括生产、销售和管理人员薪酬

图 24：周黑鸭门店扩张阶段性疲软

图 25：周黑鸭单店收入持续下滑



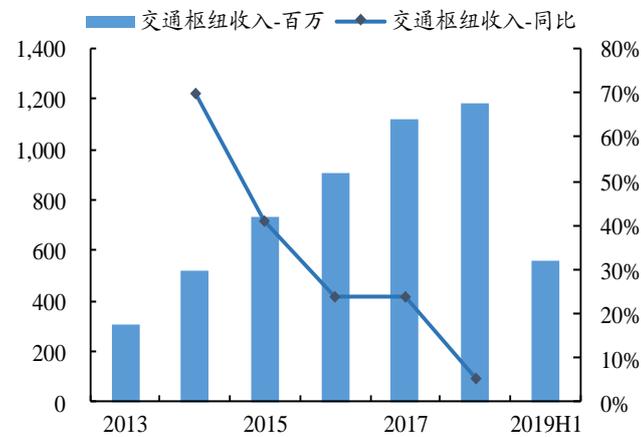
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



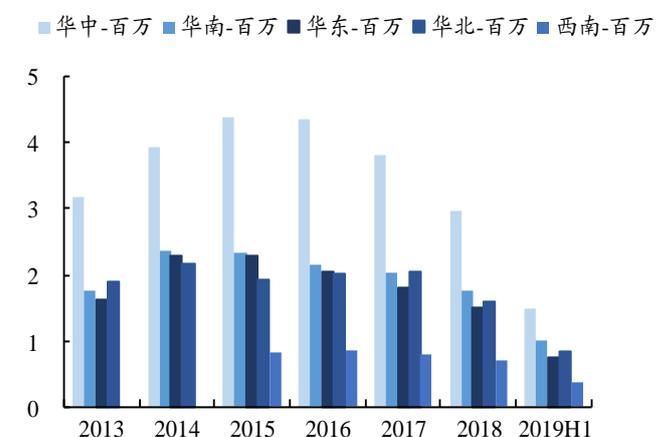
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 26: 周黑鸭高势能门店收入增速变缓

图 27: 周黑鸭五大区单店收入不同程度下降



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; 注: 单店收入-百万

## 2. 产品: 爆款创新难, 以不变应万变, 定位各有侧重

### 2.1. 包装与定价: 盒装 VS 散装

绝味和煌上煌以鲜货散装为主、低价灵活, 周黑鸭坚持锁鲜装, 品质优先。绝味和煌上煌终端销售以鲜货散装为主, 两家此前曾在门店尝试以锁鲜装形式售卖, 反馈效果差, 预计是由于锁鲜装重量固定降低了购买灵活性, 并且锁鲜装价格相比鲜货高导致的。周黑鸭坚持锁鲜装主要是基于食品安全考量, 可以从成品追溯到原材料。针对锁鲜装的局限性, 周黑鸭计划推出更小量包装以及多品类套装, 预计能够提升终端重量和品类选择的灵活性, 提升产品竞争力。

周黑鸭盒装定价高、客单价高、人均消费量低。大众点评数据显示, 深圳市场周黑鸭客单价约为绝味和煌上煌的 1.2 倍, 但与其定价差异相比, 以经典单品鸭脖为例, 由于散装价低, 周黑鸭的单价 (以锁鲜装鸭脖的日常价 32 元/250g) 为绝味和煌上煌 (散装的日常价为 39.8 元/500g) 的 1.6 倍, 由此看出, 周黑鸭的人均消费量低于绝味和煌上煌, 一方面是由于周黑鸭全部采取定量盒装售卖的方式, 限制了消费者消费数量的选择, 散装价格灵活容易满足购买需求。而另一方面, 周黑鸭的较高定价对人

均消费量产生一定抑制。三者锁鲜装价格相差不多，只是目前绝味和煌上煌仍以散装为主。

表 4: 周黑鸭单价约为绝味、煌上煌的 1.6 倍

周黑鸭锁鲜装			绝味散装			煌上煌散装		
品类	单价-元	图示(周黑鸭)	品类	单价-元	图示(绝味)	品类	单价-元	图示(煌上煌)
卤鸭脖 250g	32		鸭脖 500g	39.8		鸭脖	39.8	
卤鸭锁骨 170g	28		鸭锁骨 500g	37.8		鸭锁骨	37.8	
卤鸭翅 180g	28		鸭翅中	39.8		鸭翅中	39.8	

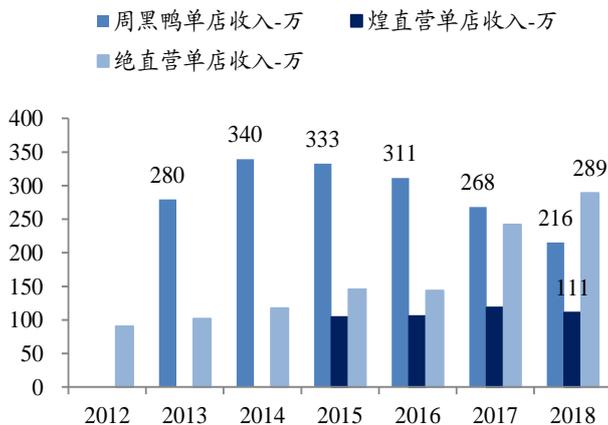
数据来源：美团外卖，国泰君安证券研究注：由于周黑鸭仅售盒装，绝味和煌上煌主打散装，定价差异取其代表产品

表 5: 疫情期间三家锁鲜装活动力度大

品类	周黑鸭锁鲜装	绝味锁鲜装	煌上煌锁鲜装	绝味散装	煌上煌散装
卤鸭脖-元/500g	49.38	42	33.25	39.8	39.8
卤鸭锁骨-元/500g	56.0	57.67	48.6	37.8	37.8
卤鸭翅-元/500g	55.8	55.29	49.8	39.8	39.8

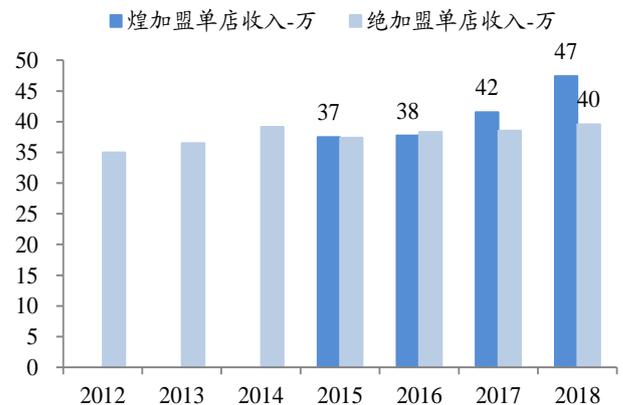
数据来源：美团外卖，天猫旗舰店，国泰君安证券研究注：锁鲜装产品为疫情期间最终活动价

图 28: 周黑鸭、绝味直营店收入更高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

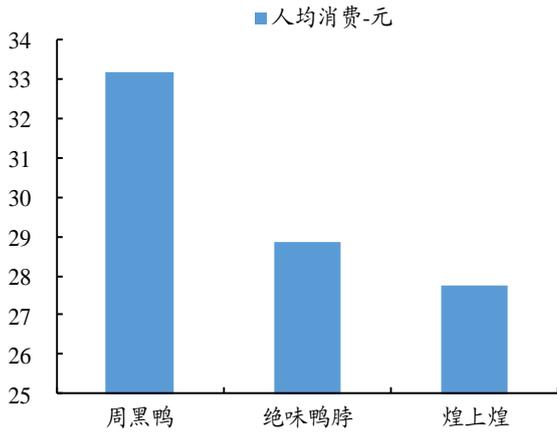
图 29: 绝味、煌上煌加盟店收入相当



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 30: 渠道调研周黑鸭客单价高于绝味煌上煌

图 31: 周黑鸭官方公告客单价达到 60 元左右



数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2.2. 品种与口味：消费场景 VS 消费黏性

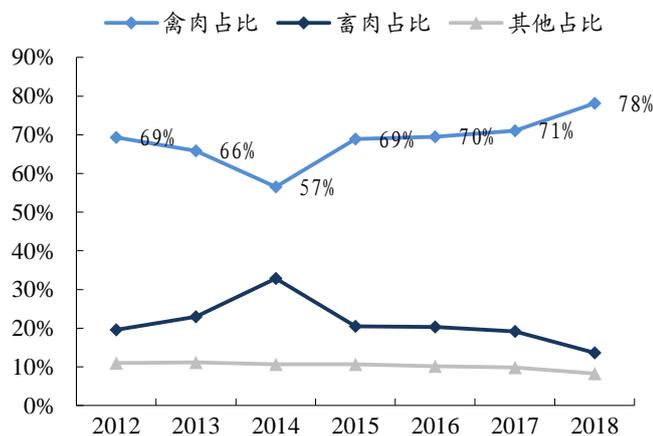
绝味产品口味丰富，煌上煌品种最丰富，周黑鸭口味独特、少而精。整体口味评分上，周黑鸭略胜一筹，一方面周黑鸭甜辣口味显著，有一定口碑，2018年推出的不辣系列对标性强，广东市场反响好，但是其SKU和口味丰富度低一些，呈现“少而精”特点。绝味包含招牌、藤椒、黑鸭等多种风味，同时针对不同地区主打口味不同，比如四川主推麻辣、江西主推香辣、北京主推甜辣，因地制宜的口味定制能力强，助推产品全国化扩张。煌上煌主要是酱卤系列，福建地区有针对性的不辣系列；包括牛肉、鸡爪、猪肉等品类，SKU较为丰富，品类在餐桌场合更具有竞争力，或对渠道下沉有利，江西大本营餐桌占比高，福建地区餐桌品类占比约30%，过年期间销售量增加显著。

表 6：休闲卤味三强产品定位各有侧重

品牌	产品特点
绝味食品	偏辣，主打鸭脖，休闲起家，散装为主，口味丰富，试水餐桌
煌上煌	偏酱，主打酱鸭，餐桌起家，散装为主，品类丰富，转型休闲
周黑鸭	偏甜，主打黑鸭，定位休闲，全部盒装，口味少而精，定位高端

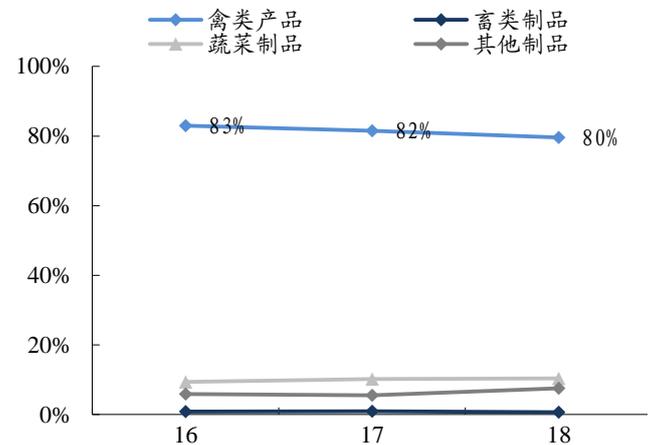
数据来源：国泰君安证券研究

图 32：煌上煌省外市场开拓带来禽肉占比提升



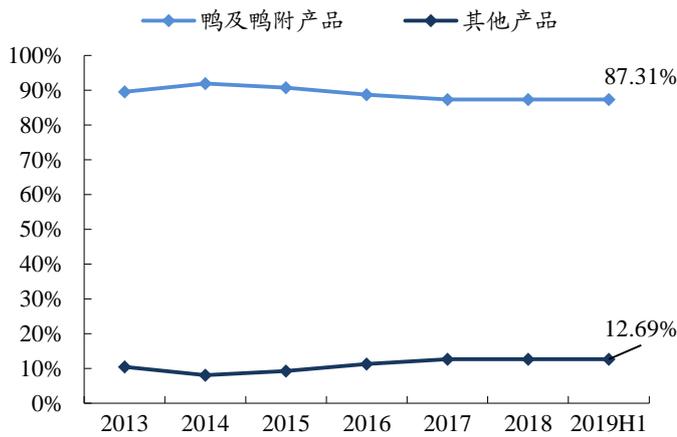
数据来源：wind，国泰君安证券研究，注：收入占比

图 33：绝味主要以禽类和蔬菜制品为主



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，注：收入占比

图 34: 周黑鸭收入占比中鸭及鸭副近 9 成



数据来源: wind, 国泰君安证券研究, 注: 收入占比

图 35: 三家品类、口味、包装定位各有特色

品牌	产品特点	代表性产品		
绝味	口味丰富 “招牌风味” “黑鸭风味” “酱鸭风味” “五香风味” “盐焗风味”			
				
煌上煌	酱卤为主 品类丰富			
周黑鸭	甜辣为主 鸭副为主			

数据来源: 招股书, 公司官网, 国泰君安证券研究

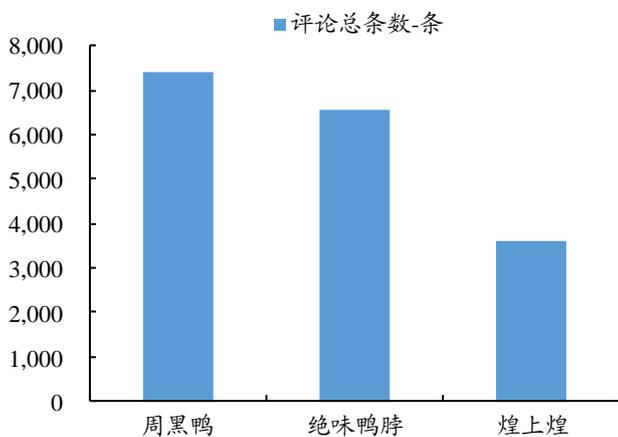
### 2.3. 运营与口碑: 直营/加盟 VS 品牌营销

终端口碑反馈周黑鸭优于绝味, 绝味优于煌上煌, 或与直营门店和品牌推广有关。深圳市场上, 三家评分处于高、低段占比少, 周黑鸭凭借直营门店实现了终端的强掌控力, 综合评分高于绝味和煌上煌, 而绝味近

几年逐步加快门店更新换代，效果明显。专项评分上，鉴于三家选址逻辑大同小异，环境评分差异较小。服务评分上，周黑鸭门店均为直营门店，服务规范化管理、培训以及统一度上较好。同时由于周黑鸭为盒装定量售卖，消费者对购买量的歧义小。而绝味和煌上煌偶尔出现消费者觉得服务员称取重量过多而颇有微词的情况。绝味评分略高于煌上煌，或与绝味更早重视线上口碑有关。据煌上煌福建市场调研了解，通过门店标准化运营的严格管理，门店形象提升明显，助推品牌力提升，而随着煌上煌逐步加强对终端运营的管理，整体的美誉度有望提升。

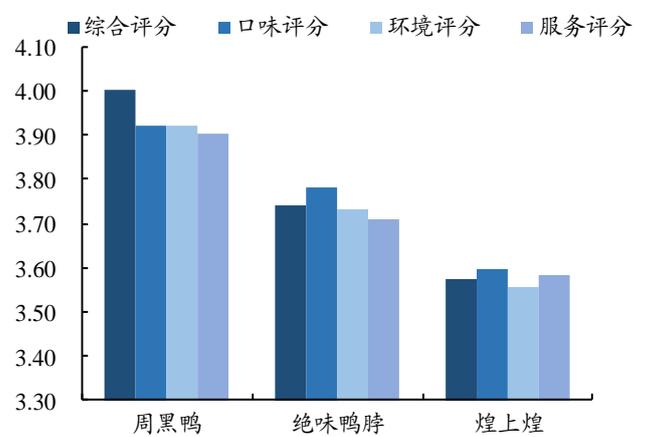
**贴近年轻一代的品牌营销带来更多、更好的客户评论，行业整体营销改善空间巨大。**周黑鸭虽然全深圳市总开店门数最少，但总评论数最多，主要得益于本身品牌营销强，线上宣传投放高，营销人群贴近乐于在大众点评上分享的年轻一代，营造了良好的品牌调性，单店评论数量高于竞品。因而对于三强而言，通过年轻人针对性强的品牌营销活动，有望带动线上目标群体的活跃度，提升品牌知名度和年轻化，带动网上流量向线下产品售卖转换。调研反馈，煌上煌在春节疫情期间实行的“外卖+微营销”新零售方式效果显著，线上下单收入占比由2019年15%提升至疫情期间的35%。2020年提出通过营销的发力带动老店同店增长，如“1+N”的营销思路，即在1个门店基础上发展外卖、O2O、微信、平台直播、无人零售、社区电商等互联网智能平台，增加发声渠道，持续扩散品牌传播。从较为成熟的深圳市场来看，头部企业整体评论条数相对较低，营销端还未完全发力，带来的改善空间可期。

图 36: 煌上煌线上活跃度有提升空间



数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究

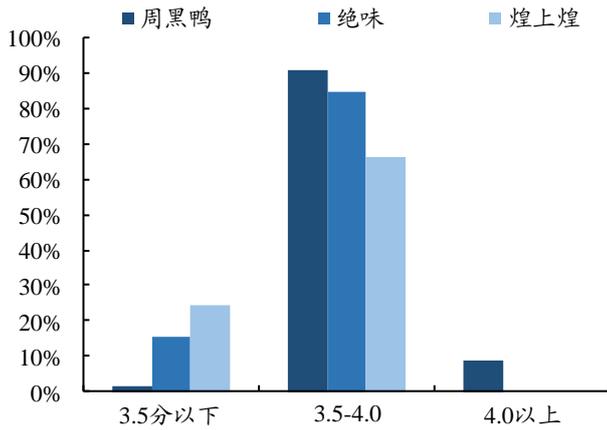
图 37: 周黑鸭消费者评分高于绝味、煌上煌



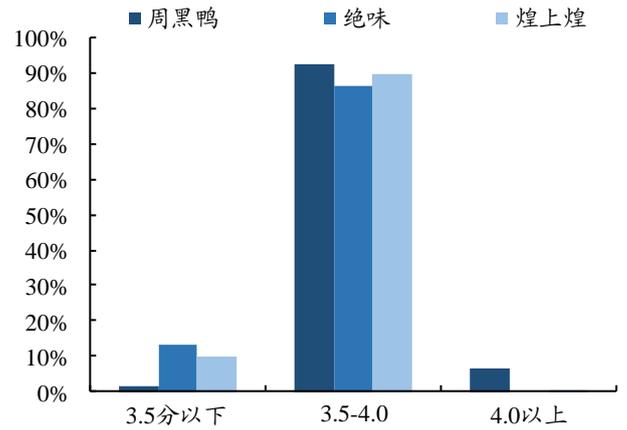
数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究

图 38: 周黑鸭服务认可度最佳

图 39: 三强环境评分集中于较好（3.5-4分）



数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究

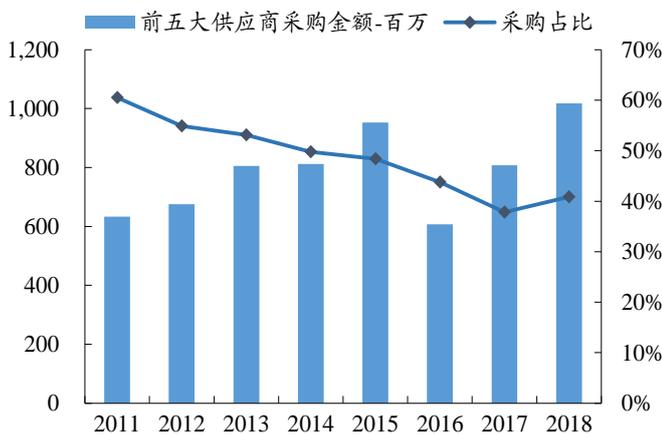


数据来源：大众点评（深圳区域），国泰君安证券研究

### 3. 生产：重资产与轻资产，与发展战略和阶段相适应

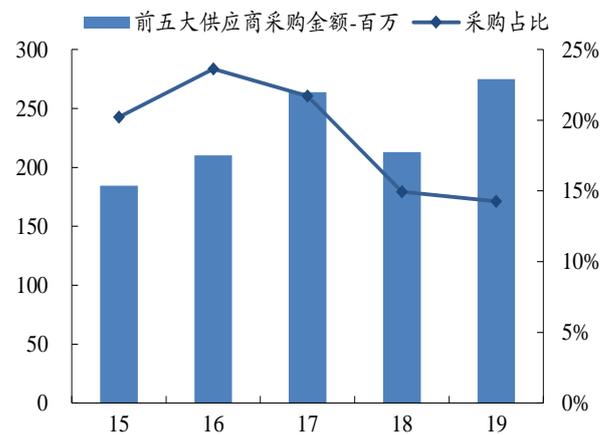
**原材料端：绝味规模优势最大，煌上煌战略储备缓冲波动风险。**绝味原料采购分为统一集中采购（占比90%左右）和生产基地附近采购，投资上游企业塞飞亚，持股占比28%，采购金额占比3%。采购规模优势凸显，采购价格相比竞品较低，采购集中度也有所下降。鸭副原材料主要从新希望，山东六和等上游大企进行采购，2018年提出原材料战略储备计划，在原料价格处于低位进行采购，储备量可达到6个月，有效提升对上游的议价能力，保障毛利率。特色产品酱鸭的原料为鄱阳湖养殖的生态麻鸭，采用与农户合作养殖，公司负责屠宰的模式，占比约10%。

图 40：绝味原料采购集中度整体有所下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

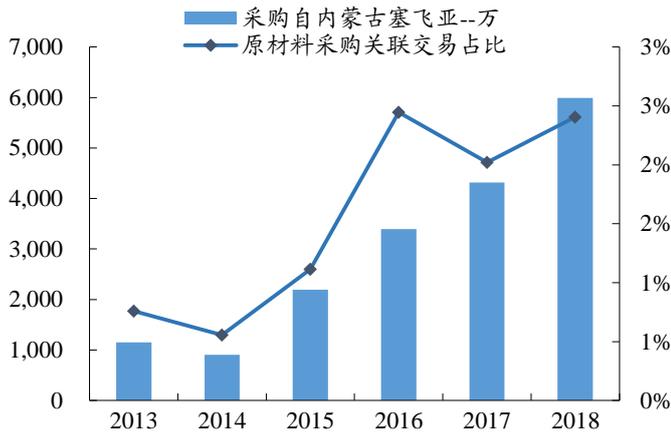
图 41：煌上煌原料采购集中度在下降



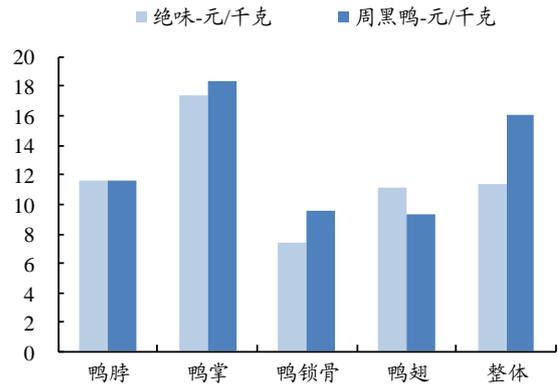
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 42：绝味关联交易采购原料占比大概3%

图 43：绝味采购单价整体低于周黑鸭



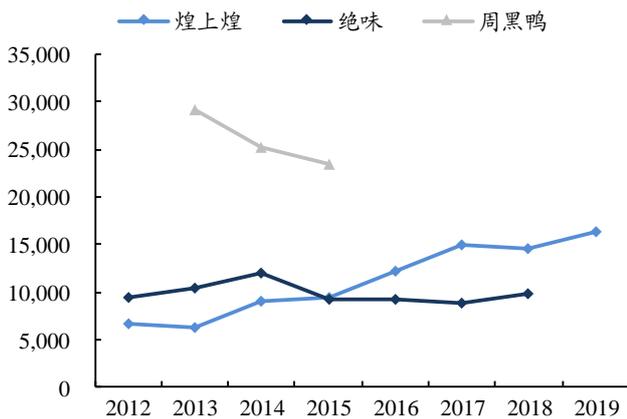
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究；注：2015 年数

**配送端：绝味物流配送具备规模优势，煌上煌店均配送费提升反映新市场开拓加快。**绝味食品：日配到店，全国 11000 多家门店配送由绝配供应链统筹运营。门店相较竞品密度更高，店均配送费低于煌上煌 30%。绝配供应链 2018 年独立，目前服务客户包括绝味鸭脖、幸福西饼、淳百味、蒸浏字等，全国供应近 20000 家门店，供应链具备外溢能力。煌上煌：日配到店，自建物流为主，江西少部分区域的配送线路由加盟商负责。公司统一配备冷链和定位系统，统一调配，过去煌上煌主要集中在江西、广东等几大强势市场，门店密度高，店均配送费低，新市场的加速开拓提升短期店均配送费，拐点预示新市场门店步入成熟期。周黑鸭：平均配送时间较长，拥有部分物流车系统负责湖北省内配送，其他省市与第三方物流合作。鉴于生产基地布局散，配送半径较长，店均配送费高，基地的逐步投产预计有效降低配送费用。

图 44: 绝味店均配送费显现一定规模效应



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，注：店均配送费-元/家

**生产端：重资产或轻资产的生产模式不存在绝对的优劣之分，重资产可以更容易灵活满足当地消费者品类和口味的需求，但需要更多的门店数量作支撑。轻资产可在保障口味稳定性基础上，基地建设让位于门店建设，是当下门店扩张战略的选择。**生产基地建设与门店扩张存在平衡关系，绝味在快速跑马圈地之后选择在更多区域建立生产基地的方式，以提高产品供应的灵活性和适应性；煌上煌更加倾向于轻基地的供应方式，当下更是跑马圈地优于基地建设的思路；周黑鸭门店数量少且集中在一

二线城市，五大基地可以适应现阶段发展。

### 3.1. 绝味食品：生产基地密集建设，保障地方特色供应

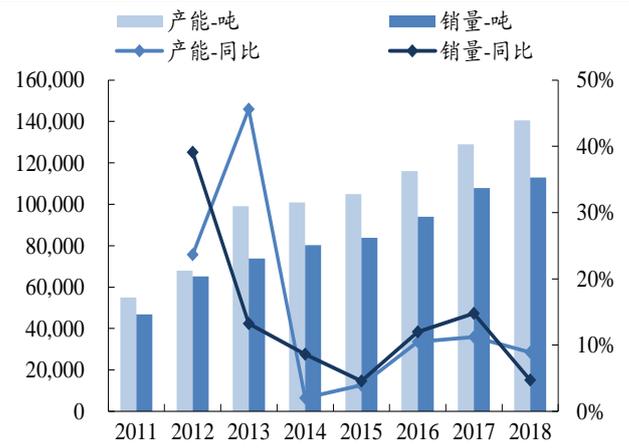
跑马圈地后加快生产基地布局，保障地方供应的灵活性和及时性。即时休闲卤制品对产品的新鲜度要求高，需要强大的冷链配送系统提供后端支撑。绝味已建立 27 个中央工厂，以 300 公里为辐射半径，覆盖全国 31 个省市，基本能够实现当日订货、当日生产、当天分拣、当天配送。车上的监控温控系统由公司提供，实行 GPS 全程定位、温度实时监控，基本实现 24 个小时配送到店。依托于全面覆盖的工厂和配送系统，公司构建了一个“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应冷链。在强大的冷链供应的背后是充足的产能支撑，公司在 2017 年 IPO 上市和 2019 可转债资金募集中，大部分资金投入到各地工厂的建设和升级当中，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 45：绝味 27 个中央工厂基本实现全国覆盖



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 46：绝味产能利用率整体在 80% 左右



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

### 3.2. 煌上煌：倾向轻资产模式，速冻技术解决运输半径

综合基地和轻基地相结合，构建了经济高效稳定的产品供应体系。煌上煌目前构建了江西、广东、福建、辽宁、河南、广西 6 个生产基地，基本实现全国化产能的辐射。其中江西作为综合基地，负责终端产品生产和加工，充分享受本省给予高新企业的税收优势。其他工厂资产较为轻便，主要负责二次分装从江西基地生产的冷冻成品，公司冷冻技术（螺旋速冻机）的提升使得综合基地和轻基地相结合的方式成为可能，避免了新兴市场工厂建设带来的重资产投放，降低了短期的折旧费用压力。构建了直接、快捷、经济的产品供应体系，为公司门店的快速扩张提供了坚实的保障。积极引入产业新工艺、新设备、新技术，持续推动生产端的智能化、数字化发展，提升了生产端的效益经济和质量稳定。

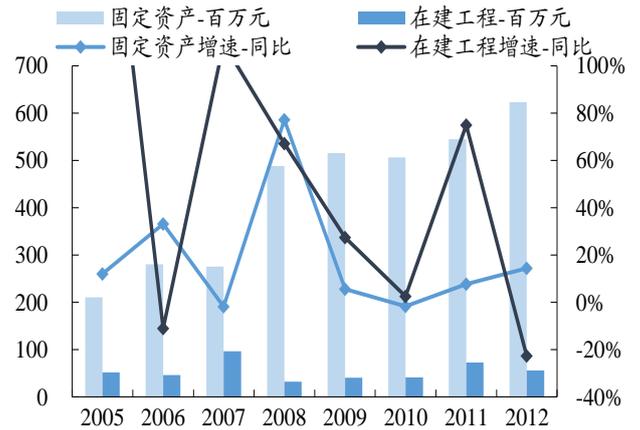
图 47：煌上煌：大小基地适应发展阶段

图 48：煌上煌产能建设速度慢于开店速度

煌上煌



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 7: 煌上煌现有产能可支撑 6700 家门店

地区	已有产能-吨-	产能利用率	有效产能-吨	2020 扩建后产能-吨
省内	40000	90%	36000	50000
省外	35000	50%	17500	45000
广东	15000			15000
福建	5000			5000
辽宁	5500			5500
河南	4000-5000			4000-5000
广西	5000			5000
浙江	-			5000
重庆	-			5000
合计	75000		53500	95000

数据来源：渠道调研，国泰君安证券研究

3.3. 周黑鸭：地区大基地布局紧跟全国扩张步伐

五大产能基地格局初具，奠定全国化布局基础。2019 年，周黑鸭在广东东莞的工厂已正式投入使用，四川及江苏预计 2020 年也将投入使用，全国五大生产基地布局格局初现，结合周黑鸭门店布局集中在二线城市，地区大基地模式预计运营效率高。已投产的武汉、河北、广东工厂均为“智能”化工厂。我们认为，周黑鸭曾受限于产能对门店扩张形成牵制，并且市场终端经常反馈产品日期不新鲜等问题，极大地限制了周黑鸭的渠道扩张和终端产品形象。随着产能布局基本完成，目前产能充足，牵制渠道扩张的产能问题基本解决，渠道扩张加速可期，产品货架时间有望得以延长，进一步强化终端的产品力。

表 8: 周黑鸭产能设计远超过实际产量

工厂分布	设计产能-亿盒	建设进度
湖北武汉	1.8 亿盒 (4.83 万吨)	新工厂二期 2016 年底投产，一期 2018.10 开始运营，主要生产真空产品
河北沧州	8 万吨	2018.6 关闭上海工厂,2018.4 开始投产，预计已投产 2 万吨
广州东莞	0.94 亿盒 (2.4 万吨)	2019 年投产
江苏南通	3 万吨	预计 2020 年投产
四川成都	-	-

## 4. 人员：股权结构与股权激励

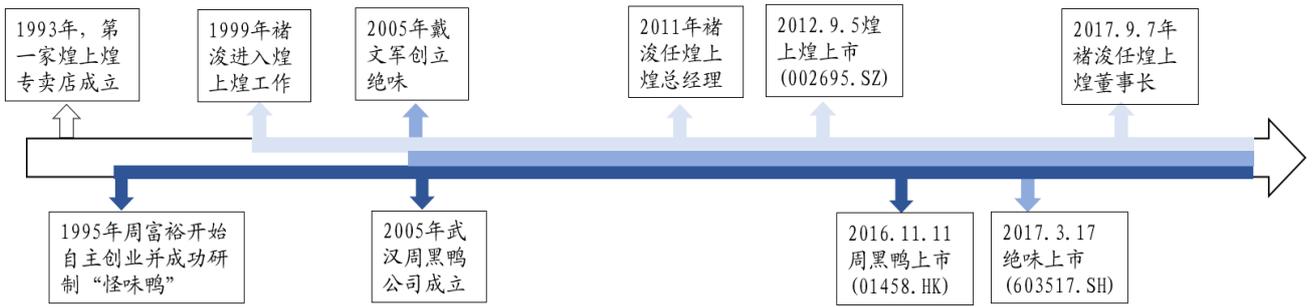
### 4.1. 休闲卤味三强创业者经营背景和而不同

**绝味食品：**拥有医药销售背景，眼界开阔，看透休闲卤味商业模式的本质，借加盟连锁经成功开拓市场。绝味创始人戴文军曾于 2000-2005 年任株洲千金药业市场部经理。市场营销经验丰富，对连锁经营模式理解深入。鸭脖生意具有很强的复制性，可以工厂统一生产后再分配至各销售点，非常适合加盟连锁经营。2005 年，绝味在长沙创业取得初步成功后，快速布局全国。2008 年提出以“直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式，再配套提出圈地跑马、饱和开店的策略，绝味门店在全国迅速扩张。同时，医药行业的从业经验使得绝味对于食品安全高度重视。公司采用统一采购、统一生产、统一配送的管理模式，确保各加盟店的食品安全。目前绝味已形成了完整的连锁经营管理体系。绝味具备很强的“互联网+”思维，开放、共赢，依托现有的供应链能力进行从内向型的服务转变为开放性对外服务，通过新项目孵化、投资并购等方外延成长方式布局“美食生态圈”，发力新的增长点。

**煌上煌：**内敛务实的“创二代”，厚积薄发，任人唯贤，褚总带领煌上煌进入全国扩张新纪元。“创二代”褚浚在 1997 年大学毕业后即进入企业，生产、采购、财务、门店等多部门均有工作经历。丰富的基层工作经历让褚总对企业经营的各个环节都有深刻的认识。2011 年，褚浚担任煌上煌总经理，随后公司于 2012 年上市，后在 2015 年收购米制品真真老老项目。2017 年 9 月开始，褚浚担任董事长，煌上煌开始从家族经营转型为现代职业经理人管理，任人唯贤，充分授权。2017 年提出企业战略改革、调整营销策略，积极开拓省内外市场，改革涉及企业管理的各个方面，包括：原材料采购、企业扁平化管理、职能分权以及人员激励等。目前改革效果初显，门店增速重回快车道，企业进入快速发展阶段。

**周黑鸭：**产品起家，坚持口味差异化发展战略，致力打造品牌 IP。1995 年，周富裕成功研制出“怪味鸭”后开始创业，通过独特的口味与竞品形成差异化的发展战略。2000 年，受到周边仿冒店铺的侵害、生意下滑，周黑鸭意识到品牌的重要性。2005 年，周黑鸭品牌正式创立。周富裕从一开始就十分看重年轻人市场，并在创业过程中很早就意识到当代年轻人对品牌的重视度远超于过往，同时对互联网兴起后不断出现的各类衍生品，如直播、网红等接受力都很强，并且能够将其善用于企业营销之中。而这些就形成了目前周黑鸭发展的几大优势：产品、品牌形象以及线上销售。面对 2018 年以来的业绩疲软，提出“第二次创业”，尝试通过引入特许加盟来解决目前直营模式下门店增速低、经营成本高的劣势，同时大刀阔斧的对管理层进行改革，有针对性的引入人才，并实施股权激励，双管齐下，有望借助新高管在产品营销、渠道建设方面丰富的就业经验为企业增长注入新动力。

图 49: 休闲卤制品三强当家人均有 15 年以上行业经验



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 9: 休闲卤制品三强当家人工作经历

姓名	职务	出生年份	工作经历
戴文军	绝味董事长、总经理	1968	2000-2005 年任株洲千金药业股份有限公司市场部经理; 2005 年创立绝味; 2008 年至今任绝味总经理、董事长。
褚浚	煌上煌董事长、总经理	1976	1999 年进入煌上煌; 2011 年至今任总经理; 2017 年至今任董事长
周富裕	周黑鸭董事长	1975	1995 年开始自主创业并调制出“怪味鸭”; 2005 年创立周黑鸭品牌。

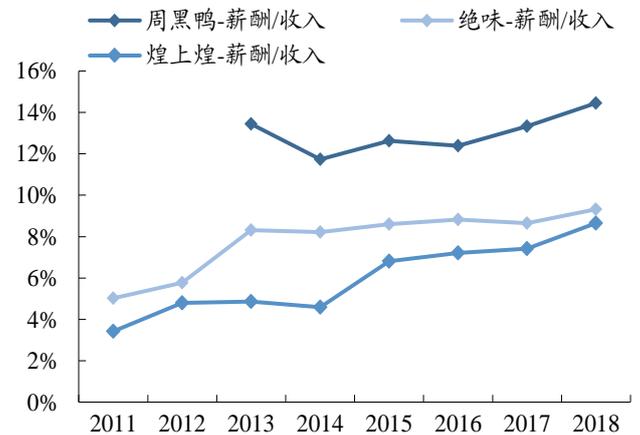
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究,

图 50: 周黑鸭销售人员数量最多



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 销售人员数-人

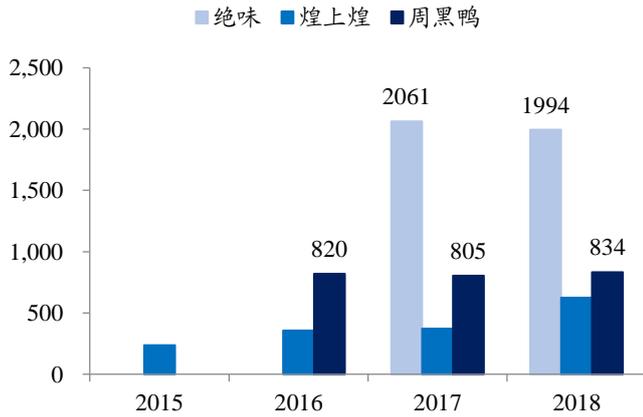
图 51: 周黑鸭直营带来更高的人工成本



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 52: 绝味生产人员数量最多

图 53: 煌上煌管理人员数量最少

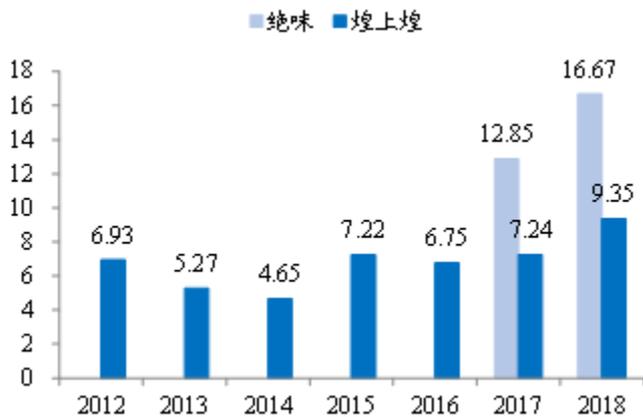


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 生产人员数-人



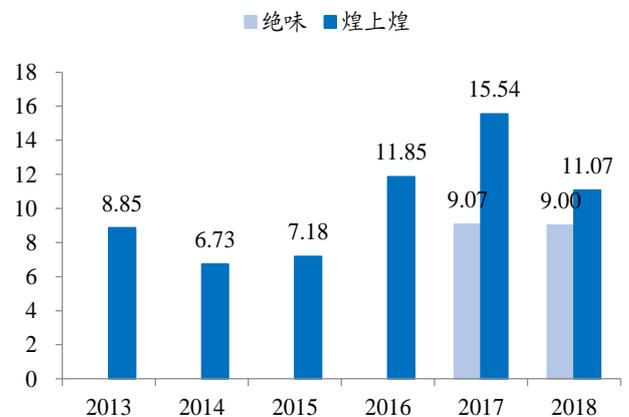
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 管理人员数-人

图 54: 绝味销售人员人均薪酬更高



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 销售人员人均薪酬-万/人

图 55: 煌上煌管理人员人均薪酬更高



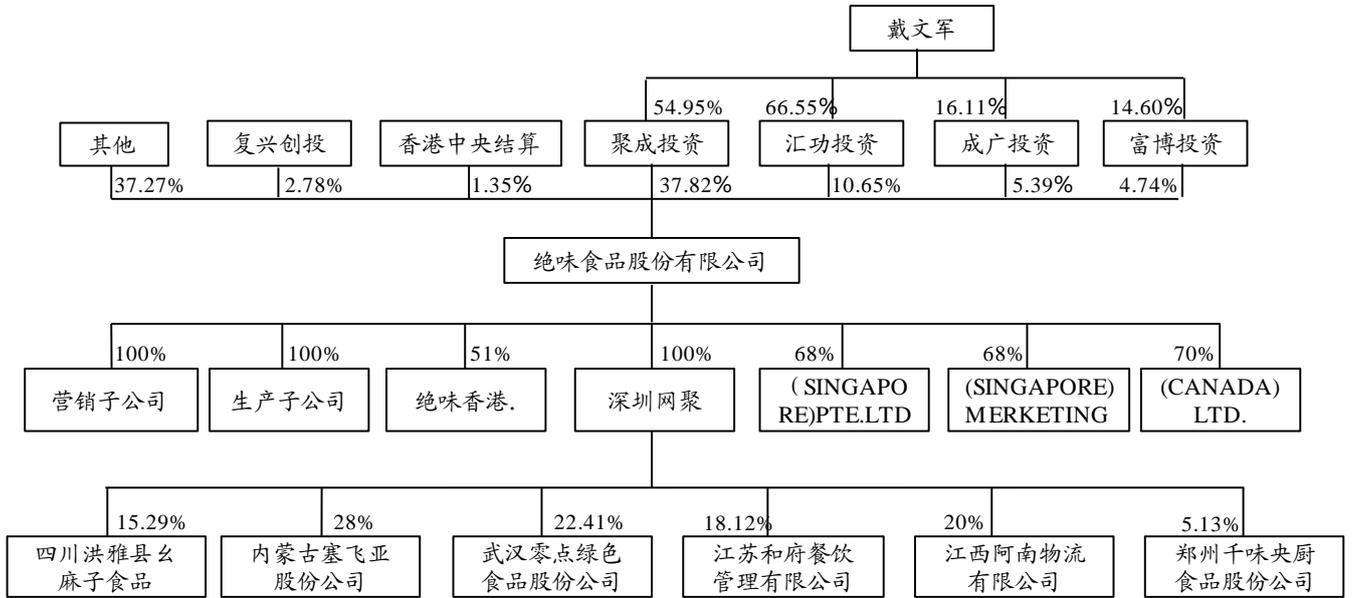
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 管理人员人均薪酬-万/人

绝味最早看透休闲卤味商业模式本质, 具有先发优势和规模优势; 煌上煌积淀最久, 战略转型, 顺势而为, 开启全国扩张; 周黑鸭坚持产品打造与品牌升级, 放开加盟探索新路。绝味规模优势凸显, 企业向开放性对外服务转型。受益于创业初期戴文军对企业经营模式和发展策略的正确定位, 目前绝味扩张顺利, 并随着渠道不断下沉, 规模优势凸显。随着绝味门店网络的不断扩张, 供应链系统也逐渐完善, 绝味正在从内向型服务转型为开放性对外服务。煌上煌顺势改革, 企业迎来快速发展阶段。煌上煌之前因多年保守的发展战略而致业绩被赶超, 新任董事长褚浚上台后锐意改革, 因其具备对企业整体清晰的认知和充分的把控力, 目前煌上煌改革效果已被验证、进入快速发展阶段。周黑鸭坚持产品差异化、品牌知名度领先。因其研制产品口味的独特性而成功创业的周富裕在后续经营中也始终致力于保持自身产品差异化。此外, 周黑鸭的目标客户群体十分有针对性, 聚焦 90 后、00 后, 并且看重品牌效应所带来的收益, 产品营销紧跟网络发展潮流, 故而周黑鸭目前在年轻人群中具有一定品牌优势, 据 Frost&Sullivan2016 年调查显示, 周黑鸭在品牌知名度、客户满意度以及光顾频率方面均排名第一。

#### 4.2. 管理人员股权激励到位, 员工、加盟商利益共同体

**绝味食品：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，间接持股约 29.4%。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，其中管理层（不含戴文军）、技术人员间接持股约 17%，自然人约 11%，加盟商约 0.8%，供应商约 0.46%，合计控股 58.6%，深度绑定各方利益。

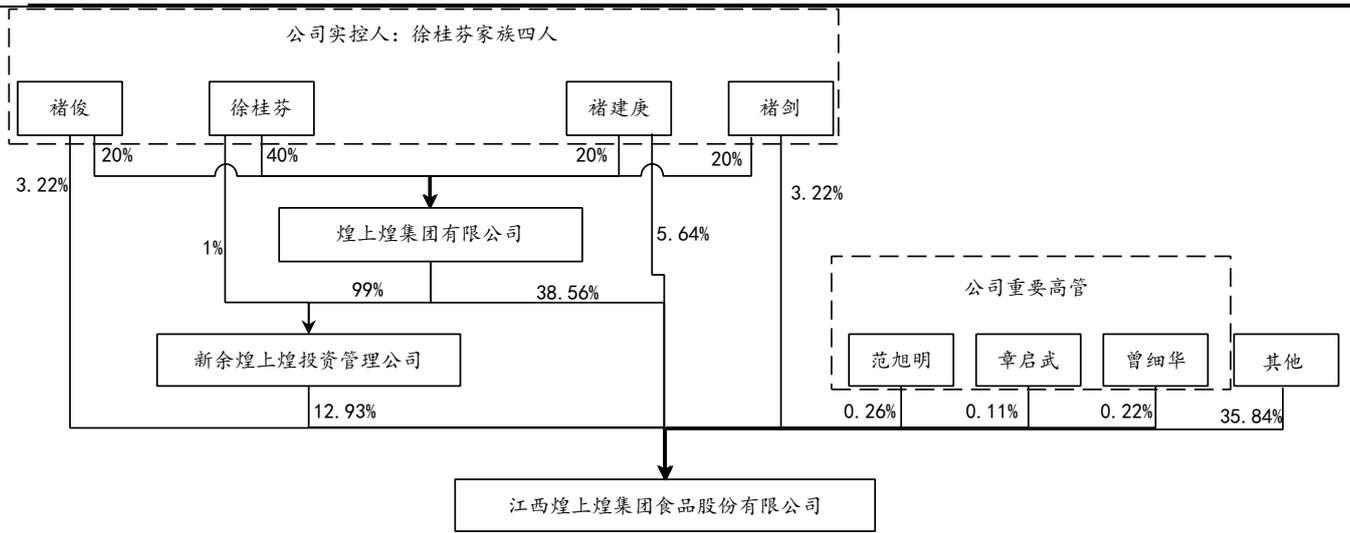
图 56：绝味食品股权结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究；注：2019 年中报数据

**煌上煌：公司核心管理层为公司实控人，公司管理内生源动力足。**煌上煌为民营企业，实际控制人为徐桂芬家族其中徐桂芬与褚建康系夫妻关系，徐桂芬与褚浚、褚剑系母子关系，家族四人为一致行动人。徐桂芬家族四人直接及间接有上市公司股权比例合计 62.28%。2017 年核心管理层换届，褚浚成为新一代领导核心。**限制性股权激励和高薪酬充分调动管理层积极性。**2013 年，公司首次进行股权激励，涉及中高层管理人员、核心技术人才等 44 人，但 2、3 期由于业绩未达标未解锁。2018 年，煌上煌再次发布限制性股票激励计划，授予公司 227 名核心人员共 1393 万股的限制性股票，占授予前公司股本总额的 2.79%。销售人员设立奖金池，工资模式调整为“基本工资+绩效”，实际薪酬大幅提升，员工积极性高。

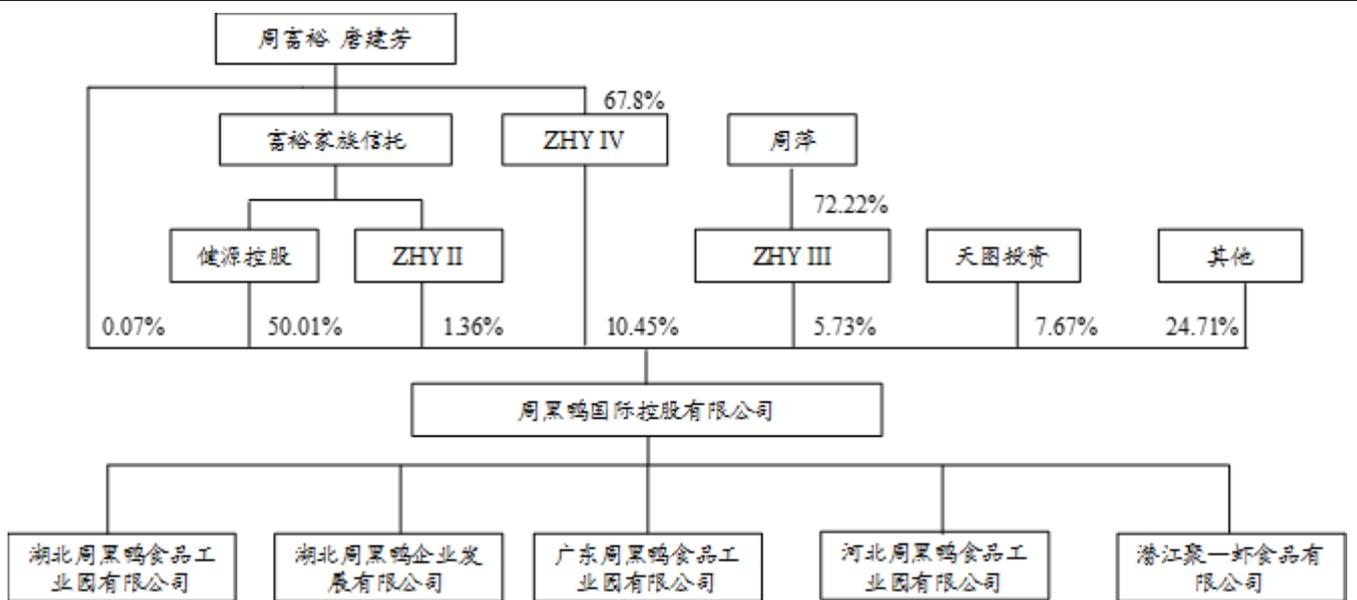
图 57：煌上煌股权结构



数据来源：公司 2019 年报，国泰君安证券研究

**周黑鸭：周氏家族绝对控股，积极引入职业管理团队。**周黑鸭股权结构较为稳定，周氏夫妇合计控股 58.5%，对企业经营拥有绝对的控制权，保障了集团发展战略改革的一致推行。天图投资目前持股 7.67%，基于对公司发展的长期看好，上市后并未立即退出。公司于 2011-12 年搭建员工和亲戚持股平台，郝立晓、文勇、胡佳庆等 6 名核心员工和管理层均有持股，2018 年斥资 3 亿港币回购 2.74% 股份计划用于员工股权激励计划。

图 58：周黑鸭股权结构



数据来源：2019 年中报，国泰君安证券研究 注：ZHY IV 剩下持股包括老员工和周太太的亲戚，IDG 在公司上市后退出

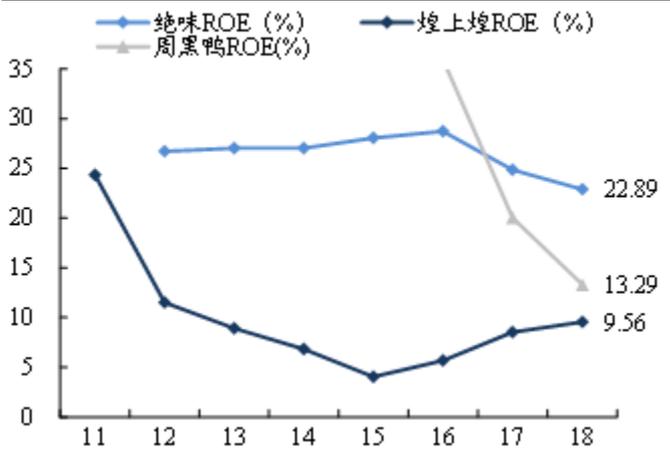
## 5. 财务分析：优质赛道、高 ROE 的好生意

绝味 ROE 长期表现优于竞品，净利率和资产周转率均表现突出。绝味的净利率在处于持续提升的过程，2014-2018 年，绝味的净利率水平从 9.07% 提升至 14.57%。资产周转率处于持续下降的过程，但仍高于竞品，

伴随全国生产基地的布局，绝味的资产周转率从 2.03 下降到 1.23。

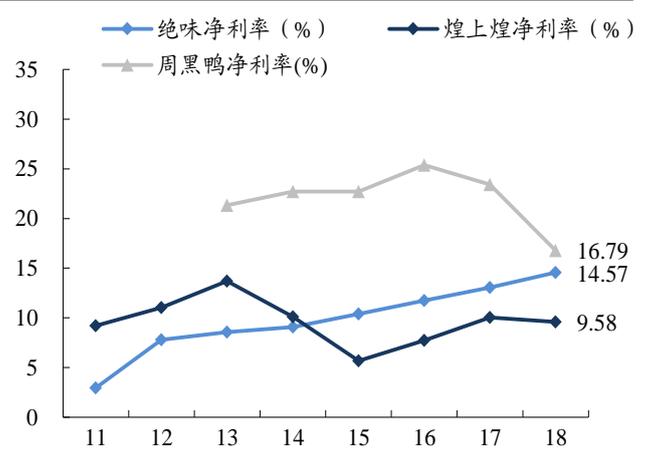
煌上煌 ROE 具备提升趋势，净利率和资产周转率均有提升的空间。净利率方面，公司在 2011-2018 年曾多次出现波动，尤其在 2013-2015 出现净利率较大幅度的下滑，主要与当时鸭副产品成本上行、省外扩张不顺、收入增长停顿有关。随着省外扩张的顺利推进，规模优势带来采购、销售两端的溢价能力提升，同时费用率有下行空间，资产周转率也在跑马圈地优于基地扩张战略下趋势上行。

图 59: 绝味 ROE 长期表现优于周黑鸭、煌上煌



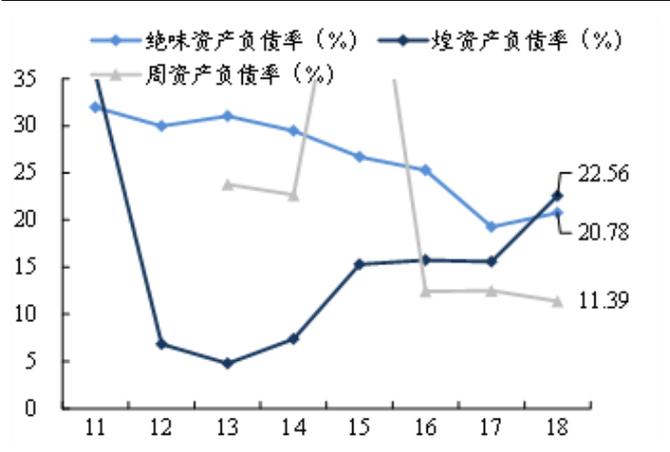
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 60: 绝味净利率持续提升视为行业标杆



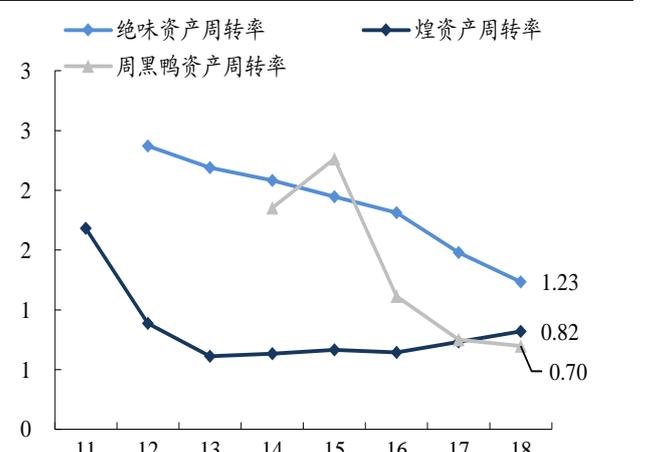
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 61: 绝味和煌上煌的负债率相当



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

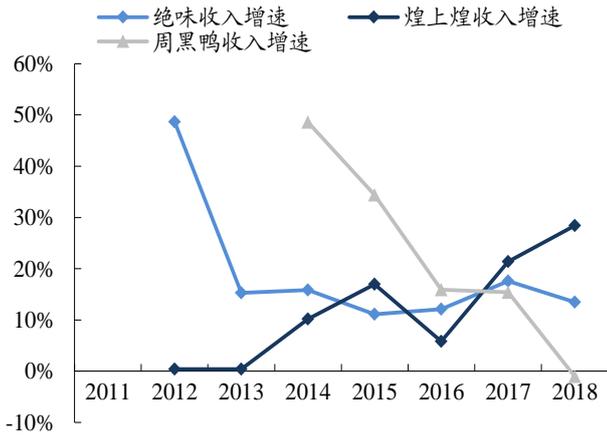
图 62: 绝味的资产周转率更高



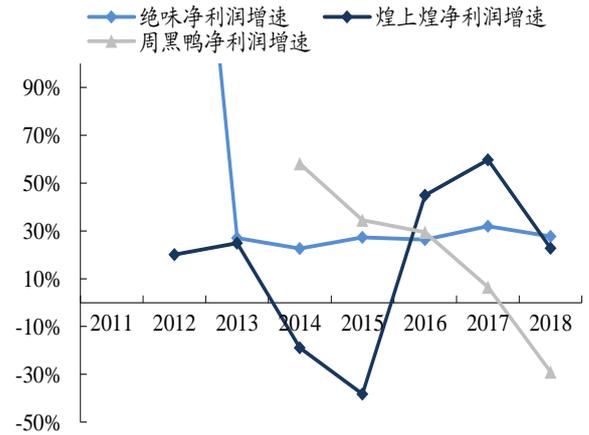
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 63: 煌上煌在 2012-2013 收入增长停顿

图 64: 煌上煌 2014-2015 净利润出现明显下滑



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

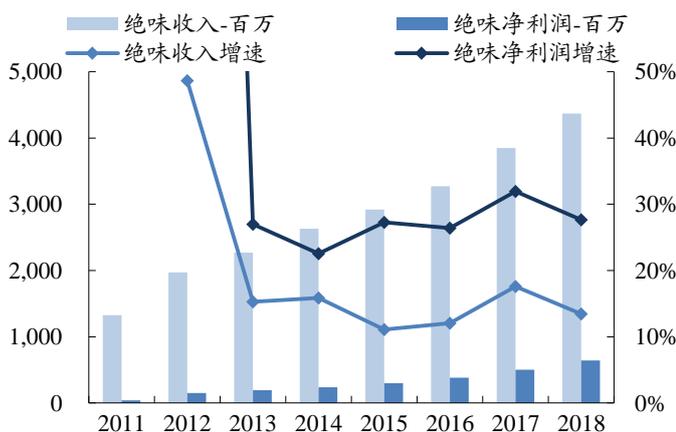


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 5.1. 绝味食品: 优质赛道、行业标杆、管理优秀

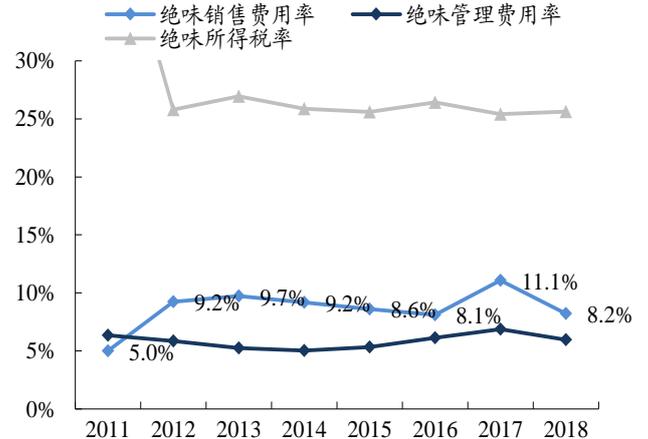
2014-2018 年收入、利润分别实现 15%、27% 左右的年化复合增长, 面对稳定持续的盈利能力, 市场对公司在新店扩张和同店提升的进度有充分认知, 对公司供应链效率提升和加盟商管理能力也非常认可。但是, 市场的疑虑在于一是管理半径有效性问题; 二是同店增长持续性问题。公司加盟商一体化的管理效率在从零到一万家门店的扩张之路已被证实。同店增速波动是企业经营中不可避免的正常现象, 但与竞品相比提价空间较大, 卤制品消费价格不敏感、品牌溢价、新品延伸均成为同店增长的来源。分地区看, 一二线城市由于门店密度变化不大, 消费群体稳定, 有望通过门店升级, 提价等保持单店收入的增长, 而三四线及低线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, 单店收入整体保持上升趋势。

图 65: 绝味近年业绩增长稳定持续



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

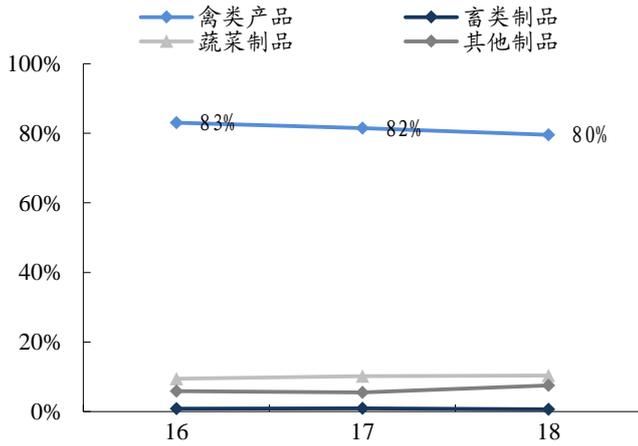
图 66: 绝味销售费用率稳中有降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

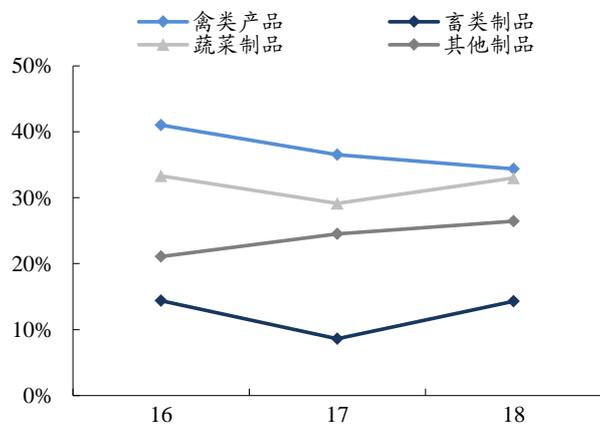
图 67: 绝味禽类制品收入占 80%

图 68: 绝味 2018 年推出小龙虾



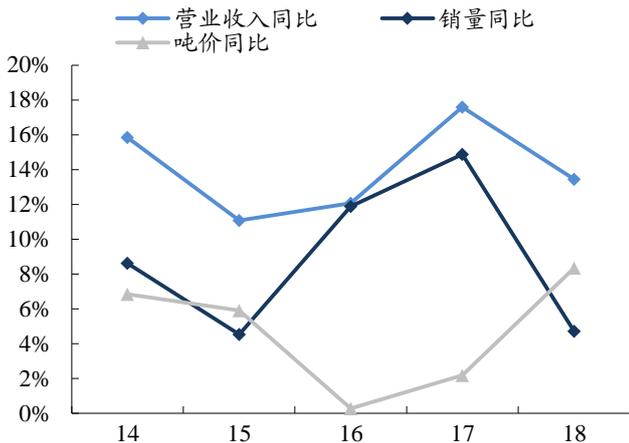
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 注: 各产品收入占比

图 69: 绝味禽类产品毛利率最高



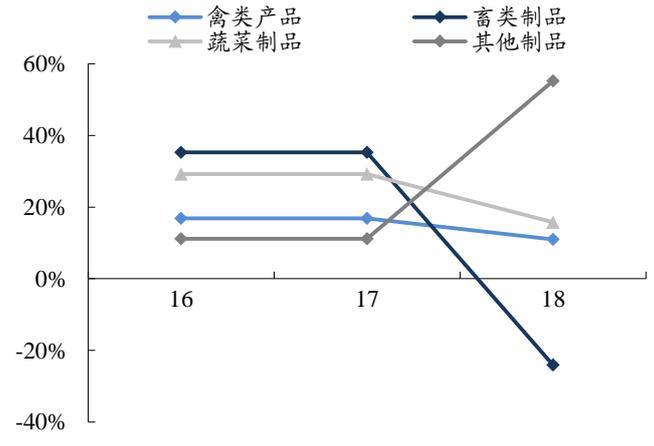
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 各产品毛利率

图 71: 绝味过去多年常量价齐升



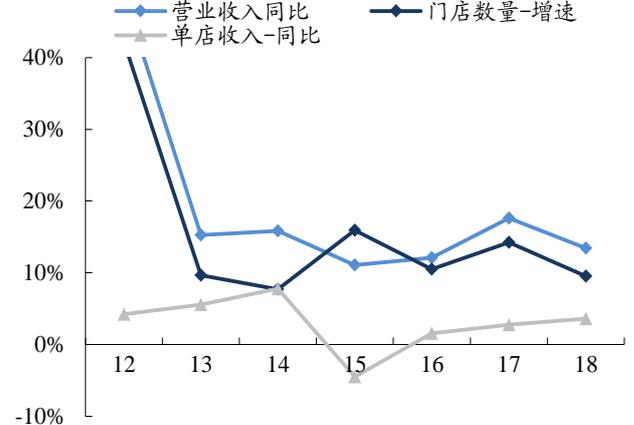
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 73: 绝味员工数量多年平稳



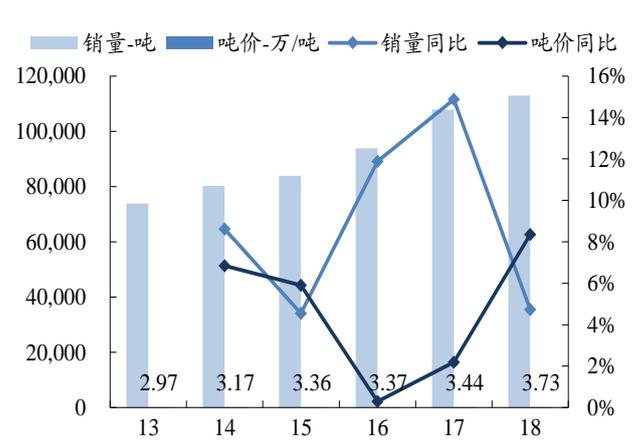
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 注: 产品收入增速

图 70: 绝味近年门店扩张速度 10%



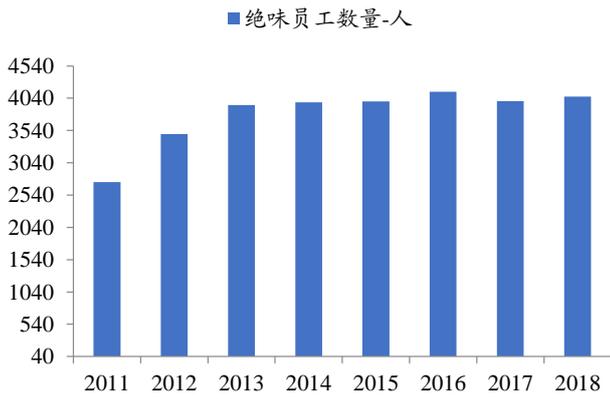
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 72: 绝味年销量超过 12 万吨



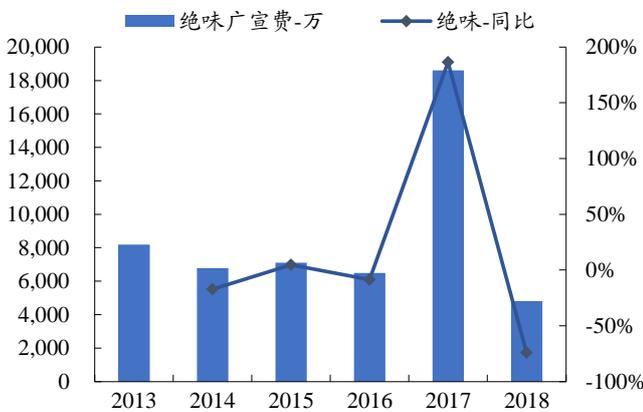
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 74: 绝味各条线人员数量平稳



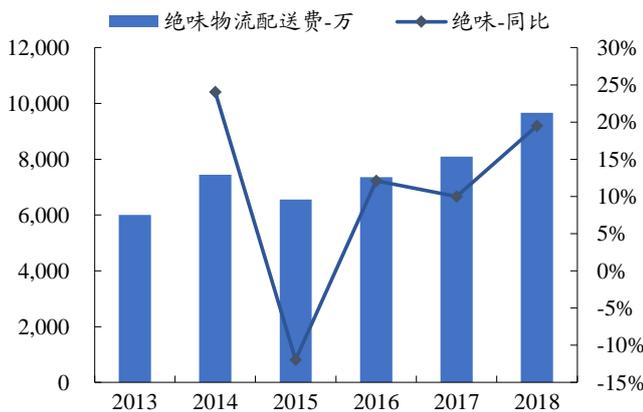
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 75: 绝味广宣费稳中有降

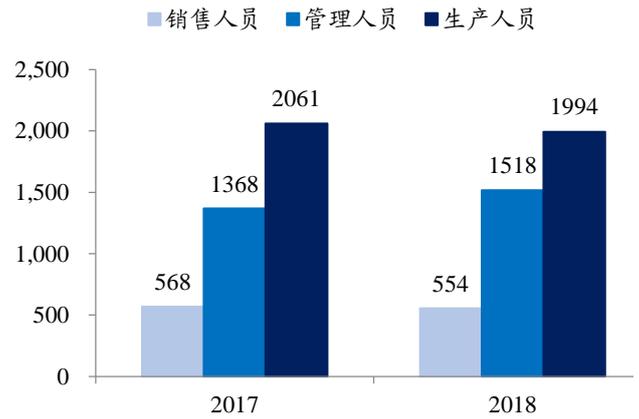


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 2017 年广宣费大幅上升主要是在世界杯期间进行了大量宣传

图 77: 绝味物流配送费稳中有升

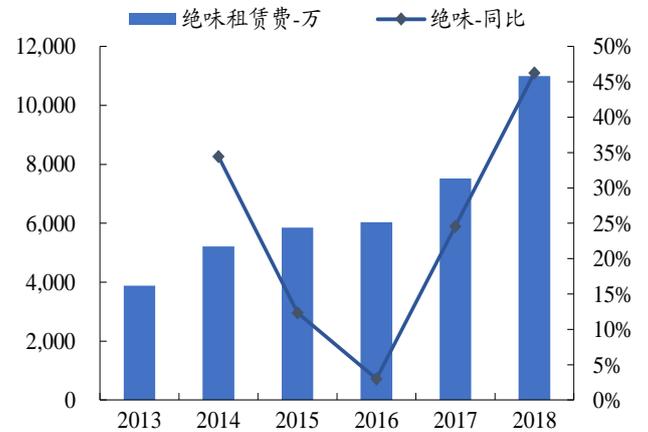


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



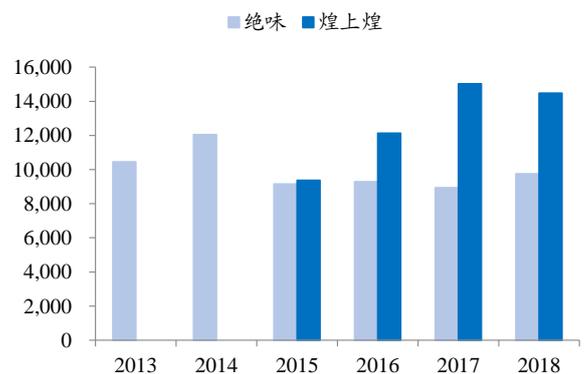
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 人员数量-人

图 76: 绝味租赁费增长较快



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 绝味租赁费主要与直营店租金和办公场所租金有关

图 78: 绝味门店平均物流费用低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究; 注: 门店平均物流配送费, 单位-元

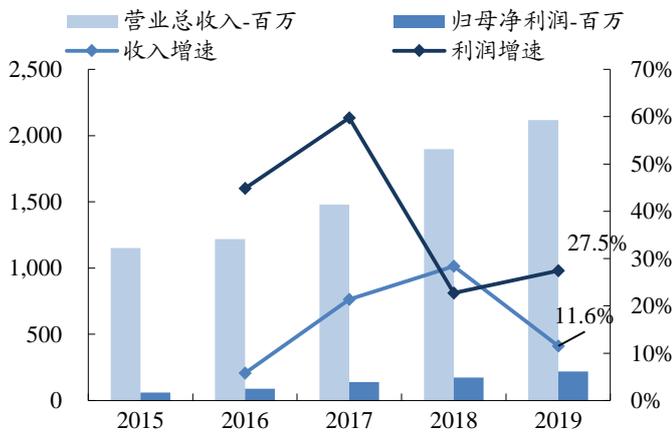
## 5.2. 煌上煌: 战略转型、治理优化、双位数开店

全国市场快速开店能力得到验证。传统强势市场开店平均增速超过 10%，

第二梯队市场开店速度超过 50%，几乎空白的市场迅速铺开。江西老店并未下滑，增速放缓主要与统计口径和下半年集中开店、关店有关。福建同店增长显著，堪为门店升级与运营管理提升带动业绩的表率。广东市场同店有所增长，且快速开店显示开店空间仍大。

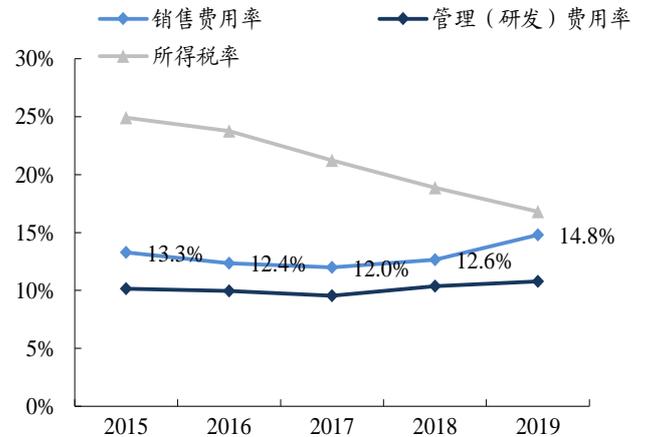
疫情恢复后加速开店，全年开店目标预计可完成。展望 2020，公司计划新开门店 1200 家，计划关店 250 家（其中新开门店关店预计 70 家），净增 950 家，预计新开门店存活率达 94%，门店净增增速达 25%，管理、营销、渠道端的全面升级保障高增长。计划开店高峰集中在 4-9 月，预计疫情对全年开店影响小。

图 79：煌上煌 2019 收入增速放缓，利润弹性较大



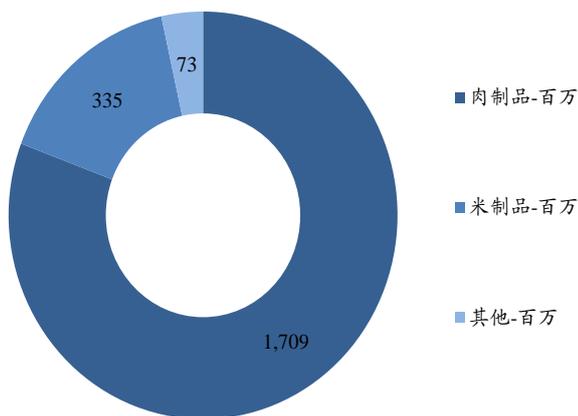
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 80：煌上煌期间费用率趋势上行反映扩张需求



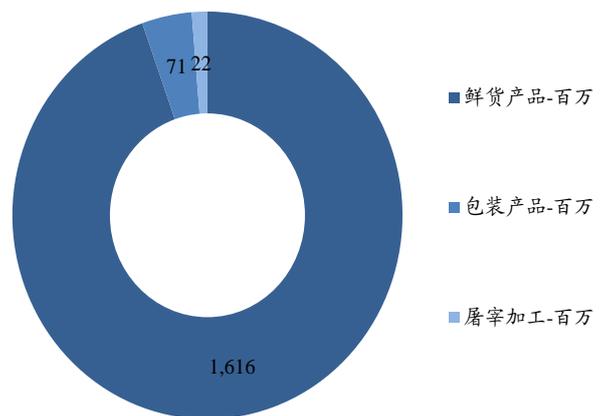
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 81：煌上煌肉制品收入占 80%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，注：肉制品包括卤制品鲜货产品、卤制品包装产品、煌大鸭子屠宰业务

图 82：煌上煌鲜货卤制品收入占肉制品 95%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究，注：三者总和为肉制品收入

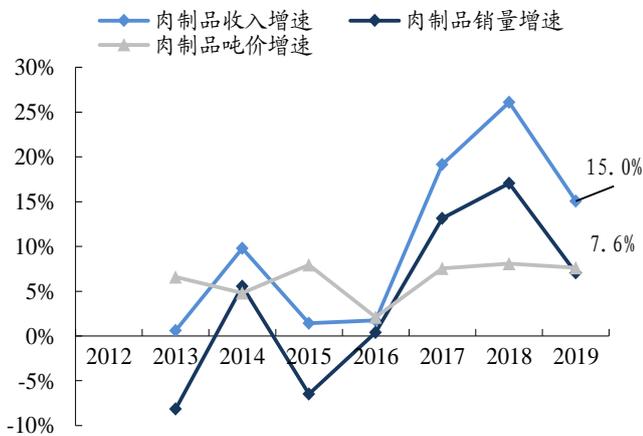
图 83：煌上煌 2019 鲜货产品收入增长 15%

图 84：煌上煌 2019 米制品收入下滑 4.5%



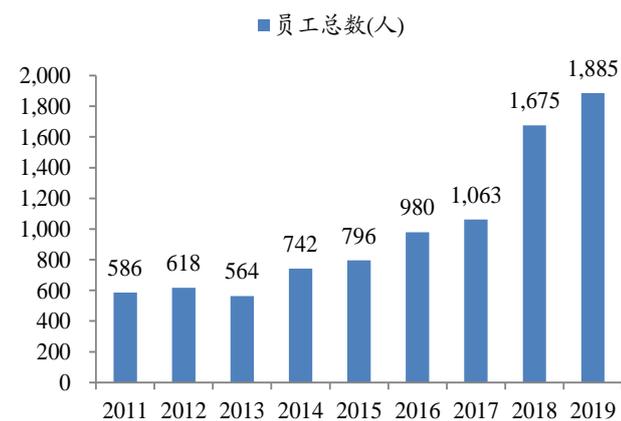
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 85: 煌上煌 2019 肉制品收入增速中量价贡献各半



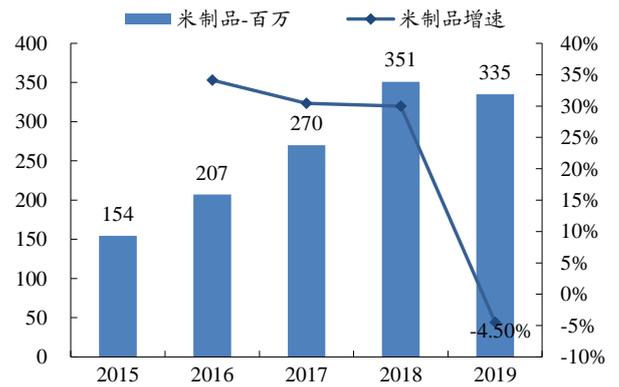
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 87: 煌上煌伴随业务扩张员工数量持续增加



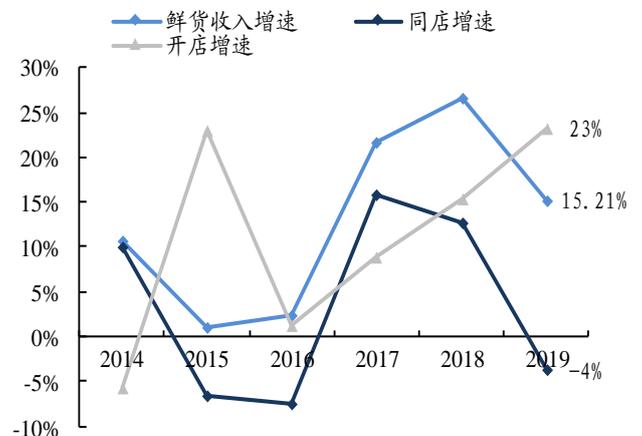
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 89: 煌上煌 2019 销售费用结构



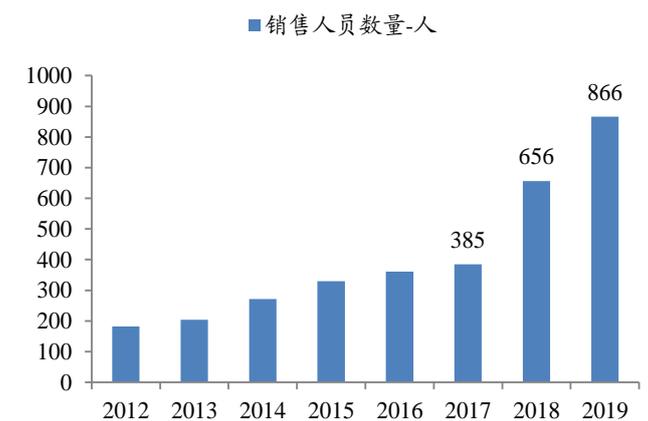
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 86: 煌上煌 2017-2019 开店加速



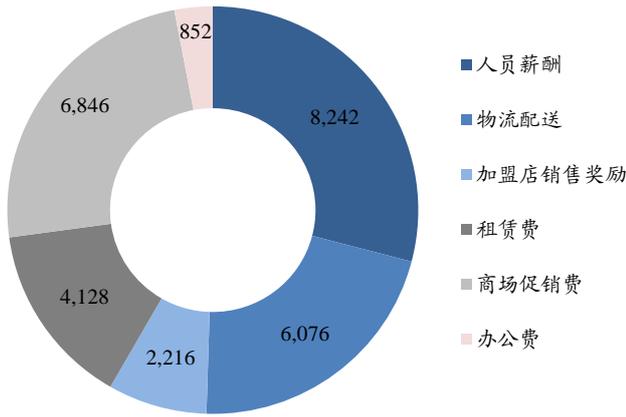
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 88: 煌上煌 2019 年销售人员数量增加 210 人



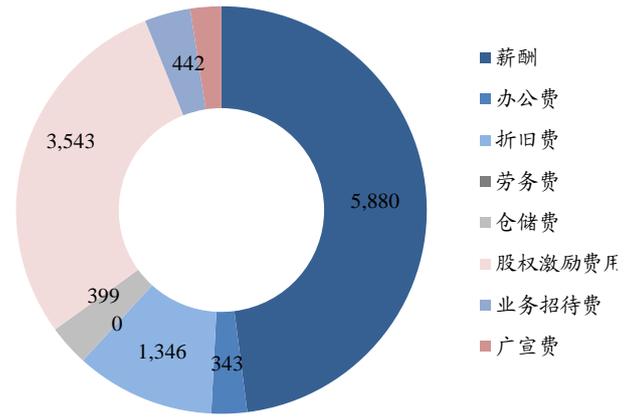
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 90: 煌上煌 2019 管理费用结构



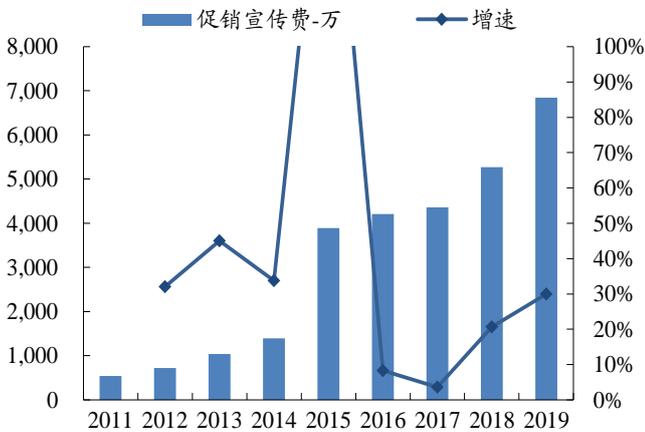
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 单位-百万

图 91: 煌上煌 2019 促销宣传费增速达 30%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 单位-百万

图 92: 煌上煌 2019 年物流配送费增长 40%



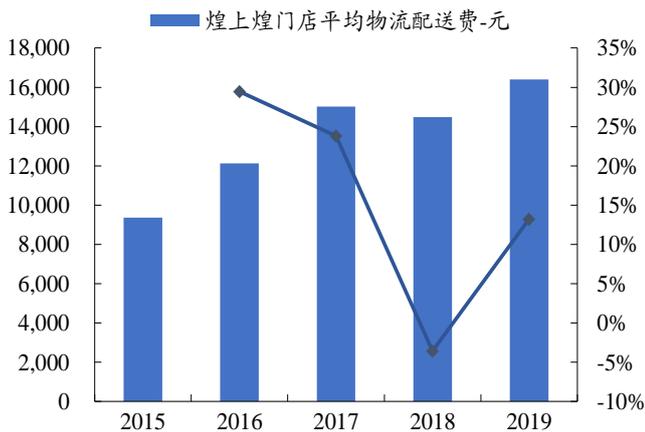
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 93: 煌上煌 2019 门店平均物流配送费增长 15%



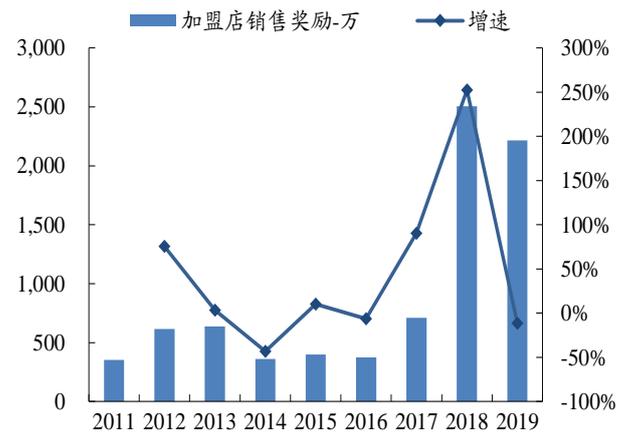
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 94: 煌上煌加盟奖励于 18 年提升后维持高位



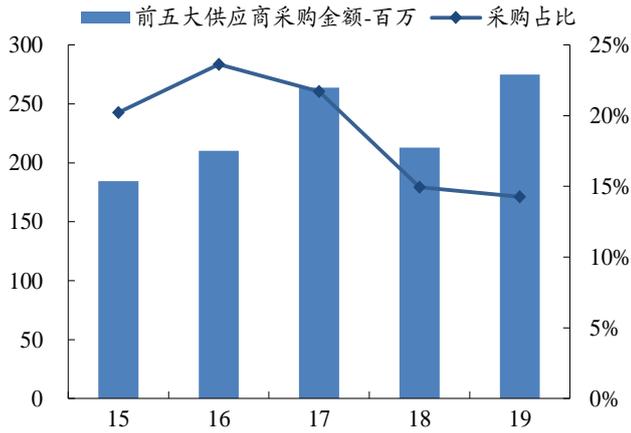
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 95: 煌上煌原材料采购集中度在下降



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 96: 煌上煌加大了原材料的战略储备



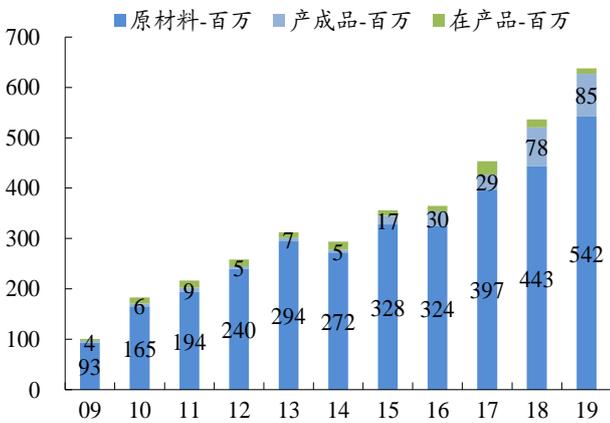
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 97: 煌上煌存货中原材料储备占 85%



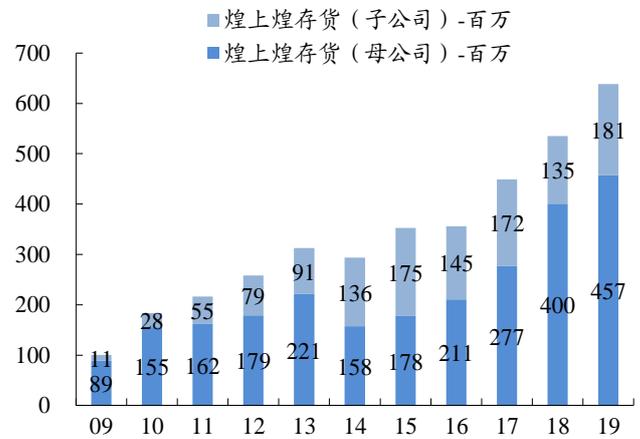
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 98: 煌上煌米制品备有一定数量的原材料



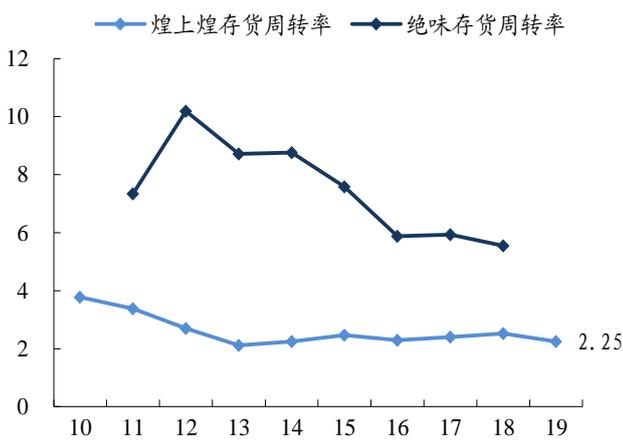
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 99: 煌上煌原料战略储备致存货周转率略降

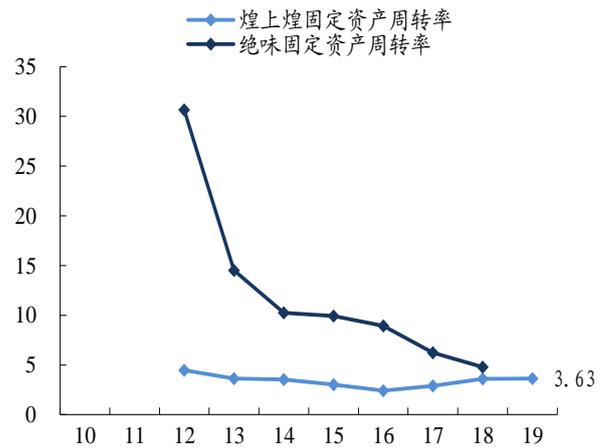


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 100: 煌上煌固定资产周转率有提升的趋势



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

## 6. 投资建议

休闲卤制品行业仍保持双位数增长, 行业集中度低, 加盟模式具备爆发式扩张的能力, 龙头企业有望凭借品牌和供应链优势在成熟市场和低线

市场获得更大发展空间。三强发展各有侧重，加盟模式运营效率高。绝味率先跑马圈地实现全国化布局，后续渠道下沉实现持续增长，公司卤制品保持稳健增长，投资搭建轻餐饮生态助力长期发展。煌上煌积淀深厚，发展曲折，战略转型、治理改善、快速开店助力快速扩张，ROE提升空间大。周黑鸭直营终端消费者反馈好，但房租和人工成本压力大，管理半径有限，效率有所下降，推出特许加盟谋求转型。**重点推荐：**绝味食品、煌上煌，增持评级。

表 10: 绝味食品、煌上煌可比公司估值表

2020/03/30	总市值 亿元	EPS			CAGR			PE			PEG			PS			公司 评级
		18A	19E	20E	2018-20	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E			
盐津铺子	68	0.55	1.00	1.39	59%	97	53	38	0.9	6.2	4.9	3.8	-				
洽洽食品	216	0.85	1.19	1.40	28%	50	36	30	1.3	5.1	4.5	3.9	-				
三只松鼠	280	0.76	0.62	1.02	16%	92	112	68	6.9	4.0	2.7	2.0	-				
绝味食品	300	1.58	1.29	1.52	20%	31	38	32	1.9	6.9	6.0	5.2	增持				
煌上煌	104	0.34	0.43	0.59	32%	60	47	35	1.5	5.5	4.9	3.8	增持				

数据来源：Wind，国泰君安证券研究，注：煌上煌 2019 采用报表公布数据

## 7. 核心风险提示

**食品安全风险。**食品安全问题会影响行业的美誉度。若行业内个别企业发生严重的食品安全事故，负面影响将会波及整个行业。

**原材料价格剧烈波动风险。**行业的原材料中鸭副产品占比高，上游原材料的剧烈波动预期会侵蚀行业利润。

**行业份额被其他品类侵蚀。**卤制品行业隶属休闲食品大行业，行业份额有被其他细分行业侵蚀的风险。

**门店管理难度随扩张而加大。**门店数量增加对厂方和加盟商的管理要求都有所提高，扩张的过程中，门店经营或出现阶段性的调整。

**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
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 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
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 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		