开源证券

食品饮料/食品加工

绝味食品（603517.SH） 赛道优质规模凸显，量价齐升盈利领先

2020 年 10 月 19 日

——公司首次覆盖报告

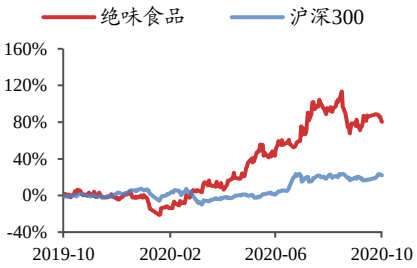
投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

陈钟山（联系人）
chenzhongshan@kysec.cn
证书编号：S0790120070045

日期	2020/10/16
当前股价(元)	79.53
一年最高最低(元)	95.80/34.36
总市值(亿元)	484.04
流通市值(亿元)	484.04
总股本(亿股)	6.09
流通股本(亿股)	6.09
近 3 个月换手率(%)	40.66

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 深耕加盟规模优势明显，赛道优质空间充足，首次覆盖给予“增持”评级

预计 2020-2022 年公司营收增长 5.7%、19.6%、14.9%，归母净利润分别为 8.0、10.4、12.0 亿元，分别增长 0.0%、29.9%、15.5%，EPS 分别为 1.32、1.71、1.98 元，当前股价对应 PE 分别为 60.4、46.5、40.3 倍。公司作为休闲卤制品行业龙头，在品牌、产品、原材料、供应链、营销和管理上有较强优势，深耕加盟模式饱和开店带来业绩提升，休闲卤制品行业作为优质赛道仍有两位数增长，首次覆盖给予“增持”评级。

● 休闲卤制品市场增速高，加盟模式优势明显，龙头企业整合空间大

随着居民可支配收入的提升以及城镇化推进，休闲卤制品行业景气度持续向上，过去 5 年复合增速达 19.5%，增速排名位于休闲食品子行业之首。当前，休闲卤制品行业仍以小作坊的经营模式为主，行业 CR5 仅为 21%，随着消费者品牌意识的提升，行业集中度有望持续提高，公司作为卤制品行业龙头企业优势显著。

● 饱和开店带动业绩高增，自有供应链为配送保驾护航

公司品牌深入人心，产品美味优质，深得消费者认可。公司深耕加盟模式，跑马圈地，饱和开店，形成了布局全国的销售网络，万家门店领跑行业。渠道管理能力优秀，设立多级加盟委员会，绑定加盟商利益，建立绝味食品管理学院，为公司发展提供人才支撑。公司生产基地辐射全国，自有供应链绝配充分发挥协同效应，提供高质量标准化配送服务，有望成为新的营收增长点。

● 开店空间广阔，单店收入稳定提升，公司增长确定性强

公司门店有翻倍空间，高势能点位和低线城市有望发力，疫情期间公司逆势拿店，2020 年开店数量超过预期。高势能门店建设提高销售均价，拥抱新业态、新媒体、新渠道，全方位提升品牌势能，提升单店营收。规模效应和灵活进货模式抵御成本波动，公司进货规模大，上游议价能力强，成本控制能力强。公司降费成果显著，公司三费比例低于同行，经营效率高，增长确定性强。

● 风险提示：食品安全风险，疫情发展影响，原材料涨价风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,368	5,172	5,466	6,538	7,510
YOY(%)	13.4	18.4	5.7	19.6	14.9
归母净利润(百万元)	641	801	802	1,041	1,202
YOY(%)	27.7	25.1	0.0	29.9	15.5
毛利率(%)	34.3	33.9	34.4	34.8	35.0
净利率(%)	14.7	15.5	14.7	15.9	16.0
ROE(%)	20.8	17.3	15.8	17.8	17.9
EPS(摊薄/元)	1.05	1.32	1.32	1.71	1.98
P/E(倍)	75.6	60.4	60.4	46.5	40.3
P/B(倍)	16.0	10.6	9.6	8.4	7.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 卤制品行业后起之秀，营收净利保持高增 5
2、 赛道优良集中度低，加盟模式优势明显 7
2.1、 行业增长迅速，赛道空间广阔 7
2.2、 行业集中度低，品牌企业有望抢占份额 10
2.3、 加盟模式在当前扩张时期优势明显 11
2.4、 休闲卤制品投资回报好，具有加盟吸引力 12
3、 产品优质饱和开店，内外兼修综合实力强 14
3.1、 绝味食品产品优质，品牌深入人心 14
3.2、 跑马圈地，饱和开店，加盟模式构筑领先市场的销售网络 16
3.3、 渠道管理能力优秀，人才体系完善 18
3.4、 生产基地遍布全国，自有供应链为配送保驾护航 21
4、 量价齐升降本减费，公司增长空间广阔 23
4.1、 开店空间广阔，渠道下沉与高势能门店是两大增长点 23
4.2、 加速高势能门店开发，单店收入有望持续提升 27
4.3、 规模优势显著，公司盈利能力稳步向好 29
5、 盈利预测与投资建议 32
6、 风险提示 34
附：财务预测摘要 35

图表目录

图 1: 绝味食品成立以来发展迅速，成为国内卤制品行业绝对龙头 5
图 2: 绝味食品实控人为创始人戴文军 6
图 3: 2020H1 公司营收下降 3.1% 7
图 4: 2020H1 公司归母净利下降 30.8% 7
图 5: 2020H1 公司鲜货类产品收入占比为 96.1% 7
图 6: 2019 年公司鲜货类产品毛利占比为 96.7% 7
图 7: 2019 年我国休闲食品市场规模达到 11555 亿元 8
图 8: 2019 年中国休闲卤制品市场规模达到 1065 亿元 8
图 9: 休闲卤制品行业增速领跑休闲食品各子板块 8
图 10: 家禽类卤品市场份额最大 9
图 11: 家禽类卤品 CAGR 最高 9
图 12: 我国人均可支配收入稳步提升 9
图 13: 2019 年我国城镇化率已达到 60.6% 9
图 14: 2019 年全国冷链物流市场规模达到 3675 亿元 10
图 15: 2018 年全国公路冷链运输车保有量为 18 万辆 10
图 16: 卤制品行业 CR5 仅为 20.2% 11
图 17: 品牌零售价值占比逐渐提高 11
图 18: 绝味食品、煌上煌门店数超过周黑鸭 12
图 19: 周黑鸭毛利率高于煌上煌、绝味食品 12
图 20: 加盟模式品牌有更大的门店规模 12
图 21: 2019 年绝味食品的单吨成本不到周黑鸭的 70% 12
图 22: 加盟商在考虑赛道时最关注投资回报 13

图 23: 绝味食品 2020H1 新开门店 1104 家 14
图 24: 煌上煌 2020 年计划新开 1200 家门店 14
图 25: 食品店及自营门店是卤制品消费的主要销售渠道 16
图 26: 预计 2020 年线下门店零售价值占比将达到 53% 16
图 27: 绝味食品店铺覆盖省市最多 17
图 28: 绝味食品加盟渠道收入占比超 90% 17
图 29: 广东、江苏、浙江的绝味食品门店数最多 17
图 30: 绝味食品区域收入占比均衡 18
图 31: 2019 年绝味食品国内各区域毛利率接近 18
图 32: 周黑鸭大本营（华中区域）收入占比高 18
图 33: 煌上煌大本营（江西地区）收入占比高 18
图 34: 公司对加盟商要求严格 19
图 35: 加盟商委员会提升公司渠道管理质量 19
图 36: 32%的加盟商拥有 2 家以上绝味食品门店 21
图 37: 公司前五大加盟商收入占比逐年提升 21
图 38: 绝味食品人才培养体系完善 21
图 39: 绝味食品生产基地覆盖全国 22
图 40: 绝配产品介绍 22
图 41: 绝配收入稳步提升 23
图 42: 绝配有望成为公司营收的新增长点 23
图 43: 绝味食品高势能点位覆盖率低 26
图 44: 核心商区覆盖率更高 26
图 45: 2019 年公司单店收入为 47.1 万元 27
图 46: 公司 2019 年单店销量同比增长 3.3% 27
图 47: 公司销售均价 5 年 CAGR 为 3.8% 28
图 48: 单店销量增速和均价增速有明显的负相关关系 28
图 49: 公司高势能门店营收是社区店的 3-6 倍 28
图 50: 2018Q3 绝味食品直营门店毛利率为 67.7% 28
图 51: 公司毛利率有所回升，净利率被疫情拖累 29
图 52: 绝味食品鲜货类产品和加盟商管理毛利率均比较稳定 29
图 53: 毛鸭价格呈现周期性 31
图 54: 公司吨成本波动远小于毛鸭价格波动 31
图 55: 公司鸭脖购进量约占鸭副产品购进量的 50% 31
图 56: 公司鸭脖采购价格逐年下降 31
图 57: 绝味食品三费比例最低 32
图 58: 2020H1 绝味食品销售费用率仅为 9.7% 32
图 59: 近两年半绝味食品的广告宣传费用为三家最低 32
图 60: 绝味食品费用率逐渐下降 32

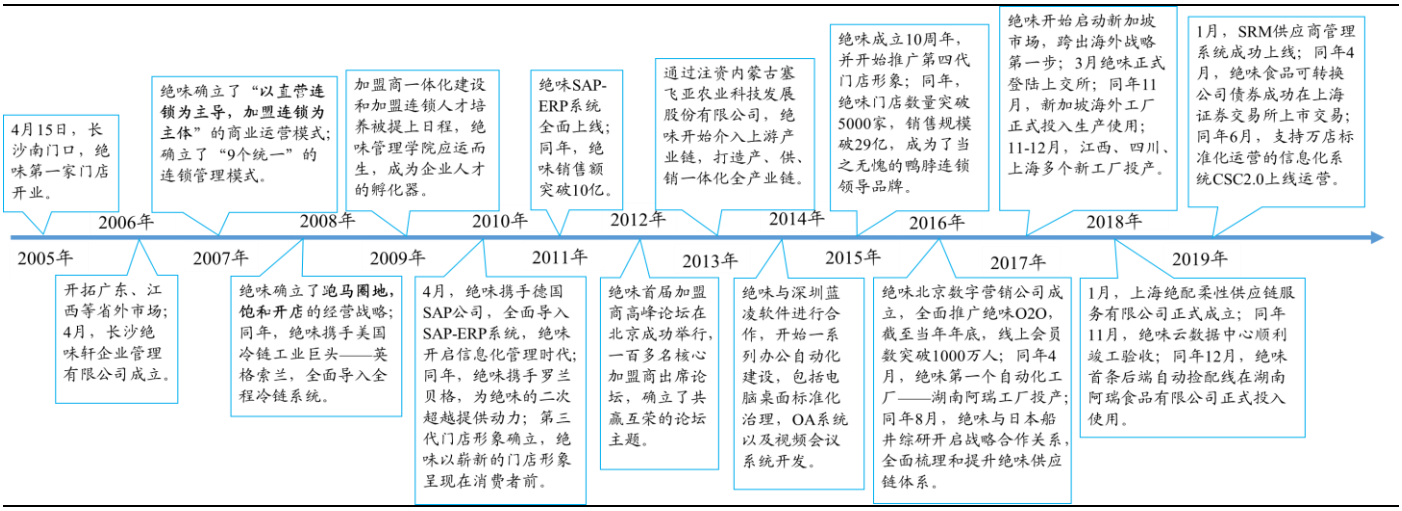
表 1: 与其他卤制品行业主要公司相比，绝味食品成立时间最晚，门店数最多 5
表 2: 公司主要管理层有丰富的医药或食品行业背景 6
表 3: 加盟与直营模式各有优劣 11
表 4: 休闲卤制品的投资回报表现优异 14
表 5: 绝味食品历年获得诸多荣誉 15
表 6: 绝味食品产品矩阵完善，口味丰富，定价亲民 16

表 7: 绝味食品加盟店投资回收期为 12 个月 20
表 8: 绝味食品全国门店空间为 22456 家 24
表 9: 全国卤制品门店空间为 202476 家 26
表 10: 绝味食品高资产周转率带来更高 ROE 30
表 11: 2020H1 绝味食品放宽了加盟商账期，周转率下降明显 30
表 12: 分项收入预测：鲜货产品业务是主要收入来源 33
表 13: 可比公司估值表 33

1、 卤制品行业后起之秀，营收净利保持高增

公司成立于湖南，是卤制品行业的后起之秀。2005 年绝味食品成立于湖南长沙，专注于研发、生产并销售休闲卤制食品。公司休闲卤制食品涵盖了多种肉制品和素食，形成了“以卤制鸭副产品等卤制肉食为主，卤制素食、包装产品、礼品产品为辅”的近 200 个品种的丰富产品组合。2007 年，绝味食品确立了“直营连锁为主导，加盟连锁为主体”的销售模式，决定采用加盟模式进行扩张，2008 年，绝味食品确立了“跑马圈地，饱和开店”的经营战略，门店数量增长迅速。随后几年，公司大力推进信息系统建设、搭建供应链体系，为大规模连锁扩张奠定基础，2015 年，绝味食品门店数量突破 5000 家，销售规模破 29 亿，成为了当之无愧的鸭脖连锁领导品牌，2017 年公司成功登陆上交所主板，成为第三家成功上市的卤制品公司。

图1：绝味食品成立以来发展迅速，成为国内卤制品行业绝对龙头



资料来源：公司官网、开源证券研究所

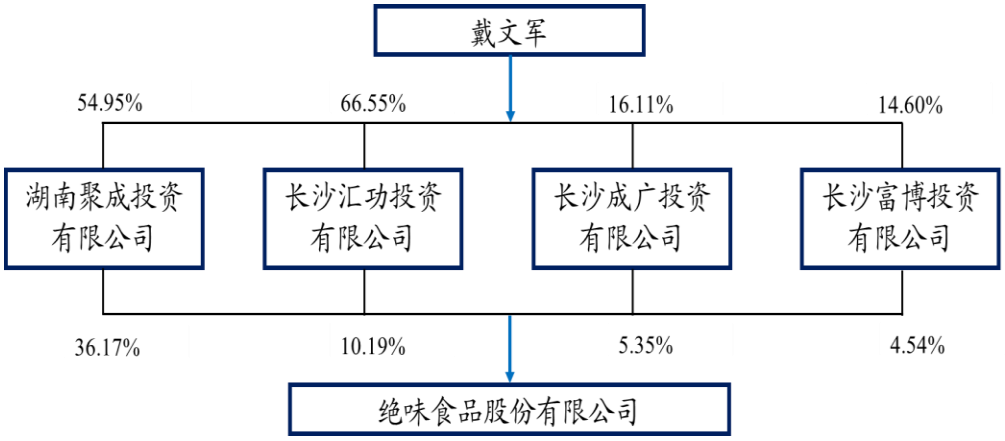
表1：与其他卤制品行业主要公司相比，绝味食品成立时间最晚，门店数最多

品牌	创立时间	发源地	主要经营模式	门店数	主分布省份	主要销售产品
绝味食品	2005	长沙	加盟为主（加盟店比例 95%以上）	12058	湖南、湖北、江西、福建、辽宁	卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜
周黑鸭	1995	武汉	直营为主，2019 年开放特许经营	1367	北京、江西、湖北、湖南、广东	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，香干、藕片等佐餐凉菜
紫燕百味鸡	1989	上海	兼顾加盟直营	4658	江苏、上海、安徽	百味鸡、芙蓉鸭、油烫鸭、夫妻肺片等酱卤肉制品，海带、云丝等佐餐凉菜
煌上煌	1993	南昌	加盟为主（加盟店比例约为 93%）	4152	江西、广东、福建、辽宁、安徽	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品，豆制品、素食凉菜等佐餐凉菜，米制品
久久丫	2002	上海	直营为主	1517	北京、上海、河北	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖等酱卤肉制品

资料来源：窄门餐眼、公司公告、开源证券研究所

公司实控人为创始人戴文军，高管多为医药或食品行业背景。绝味食品由 6 位股东发起设立，经过多次增资、股权转让，公司董事长及总经理戴文军通过四家员工持股平台间接持有公司股份，是公司的实际控制人。从管理层的履历可知，公司主要管理层多为医药或食品行业背景，有丰富的管理运营经验。

图2：绝味食品实控人为创始人戴文军



资料来源：Wind、开源证券研究所

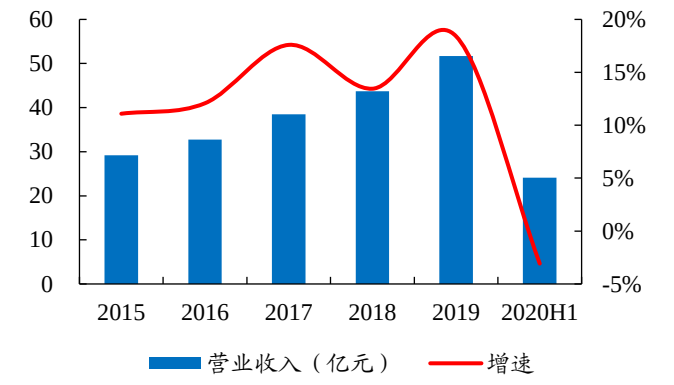
表2：公司主要管理层有丰富的医药或食品行业背景

姓名	职务	年龄	主要工作经历
戴文军	董事长、总经理	52	长江商学院 EMBA，曾任株洲千金药业股份有限公司市场部经理。 现任绝味食品股份有限公司董事长、总经理。
蒋兴洲	董事	52	曾任西安中萃汉斯（可口可乐）食品有限公司销售经理；广东健力宝集团销售总公司总经理；广州立白企业集团市场中心总经理/销售总公司总经理；白象食品集团执行总裁。 现任广州王老吉餐饮管理有限公司董事；绝味食品股份有限公司顾问。
陈更	董事	50	高级经济师，曾任湖南锻造厂副科长、处长，株洲千金药业股份有限公司部门经理、营销总监、副总经理。 现任湖北香连药业有限责任公司执行董事、总经理，湖北绿幽谷原生态食品有限公司执行董事，绝味食品股份有限公司董事。
王震国	董事	44	博士研究生学历，曾任中国电子科技集团第十四研究所项目经理，上海爱为乐帮网络科技有限公司执行董事，虎童股权投资基金管理(天津)有限公司董事总经理。 现任绝味食品股份有限公司董事；广州惠威电声科技股份有限公司独立董事。
刘全胜	副总经理	46	曾任河南华英农业发展股份有限公司饲料公司副经理、河南华英农业发展股份有限公司肉食西北分公司总经理、河南华英农业发展股份有限公司长沙分公司副总经理；江苏徐州精艺成食品有限公司总经理；内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司董事长；内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司董事。 现任绝味食品股份有限公司生产管理中心总监，绝味食品股份有限公司副总经理。
彭才刚	财务总监	49	曾任湖南绝味食品股份有限公司财务经理。 现任绝味食品股份有限公司财务管理中心总监。
彭刚毅	副总经理，董秘	41	研究生学历，高级经济师，曾任株洲千金药业股份有限公司投资中心项目经理、董秘授权代表；株洲金泰制药有限公司董事；九芝堂股份有限公司办公室主任；湖南九芝堂医药有限公司董事长助理。 现任绝味食品股份有限公司投资证券中心总监，绝味食品股份有限公司副总经理、董事会秘书；武汉零点绿色食品股份有限公司董事；江西阿南物流有限公司监事；内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司董事。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

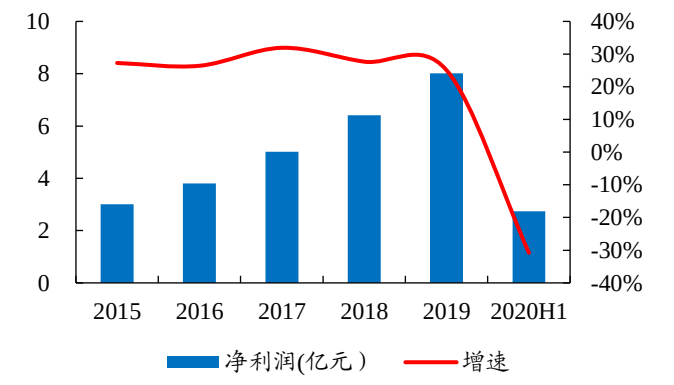
公司业绩优异，维持高增长。公司起步较晚，但业绩优异，受益于饱和开店战略保持高速增长，营收与利润水平行业内领先。公司营收从 2015 年的 29.2 亿增长到 2019 年的 51.7 亿，CAGR 为 15.4%，公司归母净利润从 2015 年的 3.0 亿增长到 2019 年的 8.0 亿，CAGR 为 27.7%，利润增速始终高于营收增速。受疫情影响，2020H1 公司营收与利润水平均有所下滑，2020H1 营业收入为 24.1 亿，同比下降 3.1%，归母净利 2.7 亿，同比下降 30.8%。分业务来看，公司主要业务为鲜货卤制品，2020 H1 收入占比为 96.1%，2019 毛利占比为 96.7%，是公司主要的收入和利润来源。

图3：2020H1 公司营收下降 3.1%



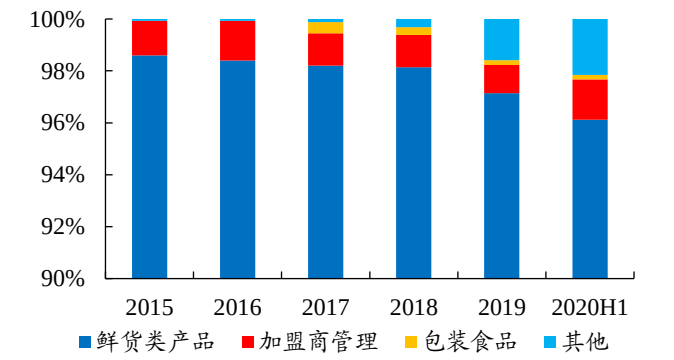
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020H1 公司归母净利下降 30.8%



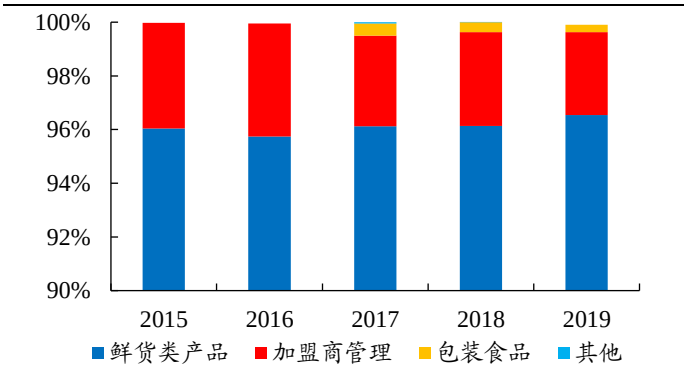
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020H1 公司鲜货类产品收入占比为 96.1%



资料来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019 年公司鲜货类产品毛利占比为 96.7%



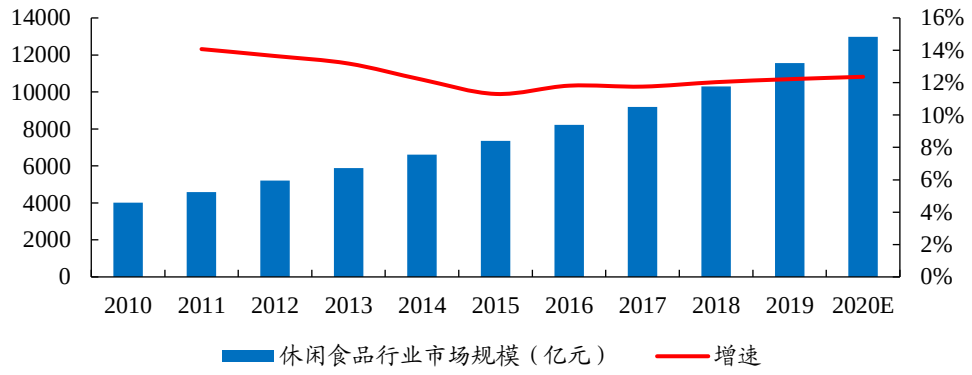
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 赛道优良集中度低，加盟模式优势明显

2.1、 行业增长迅速，赛道空间广阔

休闲食品行业规模与增速俱佳。休闲食品是指在休闲时光消费及食用的食品，主要包括休闲卤制品、糖果蜜饯、烘焙食品、炒货、饼干和膨化食品。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2019 年我国休闲食品行业规模为 11555 亿元，5 年 CAGR 为 11.8%，预计 2020 年休闲食品行业增速为 12.8%，行业规模达到 12984 亿元。

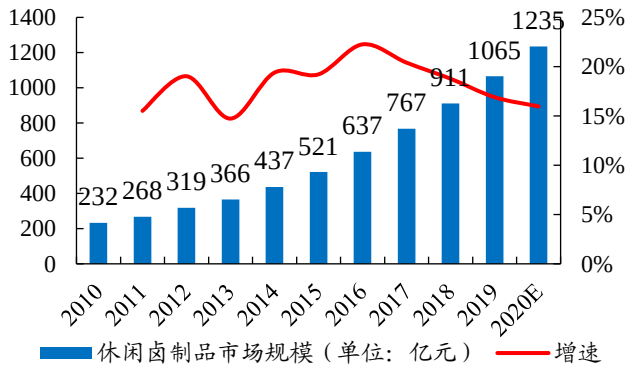
图7：2019 年我国休闲食品市场规模达到 11555 亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

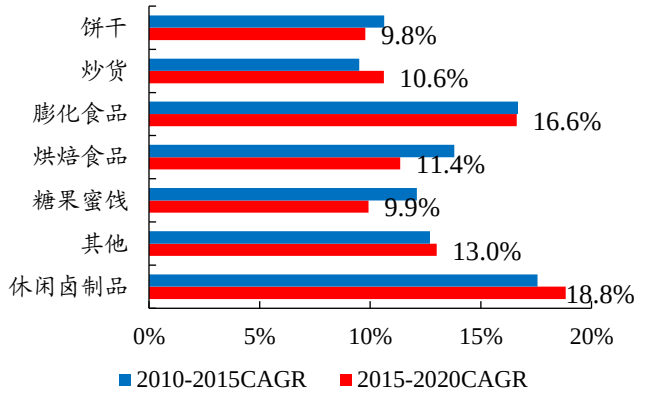
休闲卤制品行业增速领跑休闲食品各子板块。卤味食品是中华传统美食，距今已有两千余年历史，其口味较重，还有偏咸、偏油、麻辣等特点，具有一定的上瘾性，深受消费者喜爱。休闲卤制品在休闲食品行业的占比较低（9.2%），但行业增速领跑休闲食品各子板块。据 Frost&Sullivan 测算，2019 年，我国休闲卤制品行业规模为 1065 亿元，5 年 CAGR 为 19.5%，预计到 2020 年，休闲卤制品行业市场规模将达到 1235 亿元。

图8：2019 年中国休闲卤制品市场规模达到 1065 亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

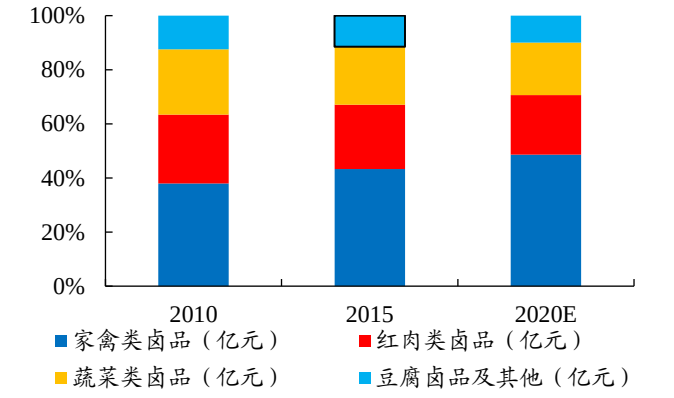
图9：休闲卤制品行业增速领跑休闲食品各子板块



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

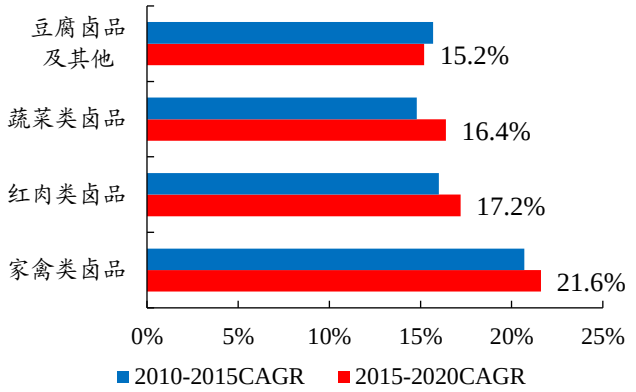
从细分赛道看，家禽类卤品份额最大，成长性最好。休闲卤制品的主要类别包括家禽类卤品、红肉类卤品、蔬菜类卤品和豆类卤品。其中家禽类卤品份额最大，增速最快，是休闲卤制品中最受欢迎的品类。据 Frost&Sullivan 测算，2020 年家禽卤制品销售额将达到 600 亿元，占休闲卤制品市场的 48.6%，5 年 CAGR 为 21.6%，是休闲卤制品细分赛道中成长性最好的一条赛道。

图10：家禽类卤品市场份额最大



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

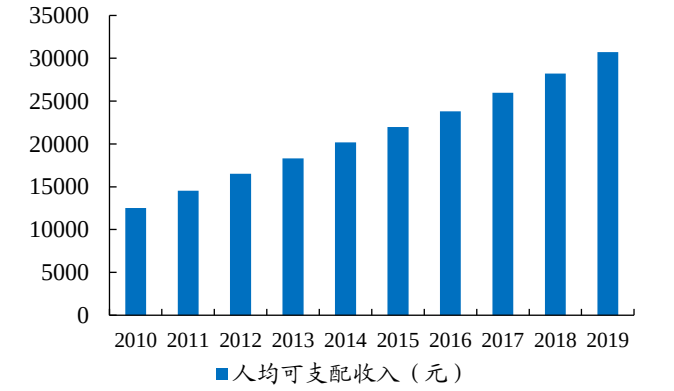
图11：家禽类卤品 CAGR 最高



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

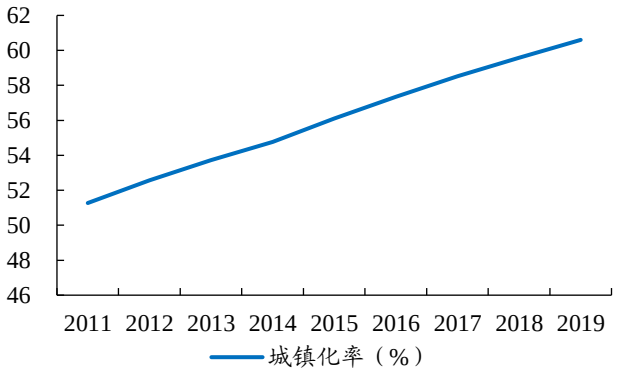
休闲卤制品行业成长空间广阔。从需求角度看，相较于其他休闲食品，新鲜优质的休闲卤制食品价格相对较高，而随着经济的发展，人均可支配收入的稳步提升带动了消费者购买能力的提升；另一方面，随着城镇化进程的不断推进，下线城市的消费习惯向大中城市靠拢，消费升级红利有所凸显，休闲卤制品的消费意愿明显提升。从供给角度看，卤制品企业的生产模式由传统的个人作坊生产向规模化生产过渡，门店为主的连锁经营模式拉近了卤制品美食与消费者的距离，成为当今休闲卤制品行业的主流。卤制食品保质期短，存在运输半径的限制，冷链物流快速发展保障了卤制产品的高效供给，2019 年，全国冷链物流市场规模为 3675 亿元，预计 2020 年市场规模将达到 4698 亿元，同比增长 27.8%。我国的冷链运输车保有量也在 2018 年达到 18 万辆，我国冷链物流的快速发展让全国各地的消费者有更多机会品尝到卤制食品，为行业扩张奠定了良好的基础。

图12：我国人均可支配收入稳步提升



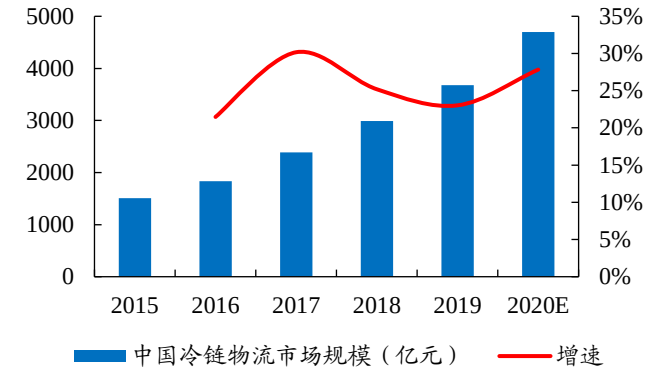
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图13：2019 年我国城镇化率已达到 60.6%



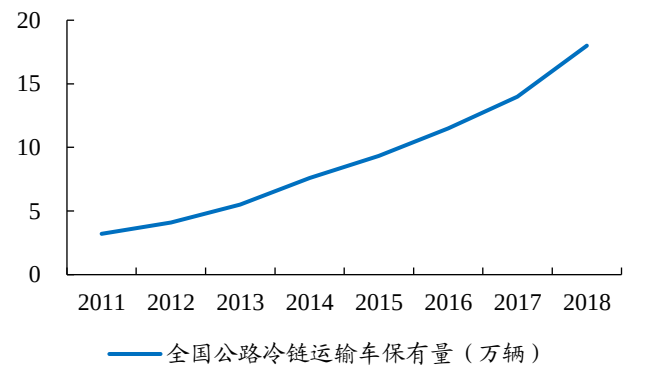
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2019年全国冷链物流市场规模达到3675亿元



数据来源：中国冷链发展报告、开源证券研究所

图15：2018年全国公路冷链运输车保有量为18万辆



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 行业集中度低，品牌企业有望抢占份额

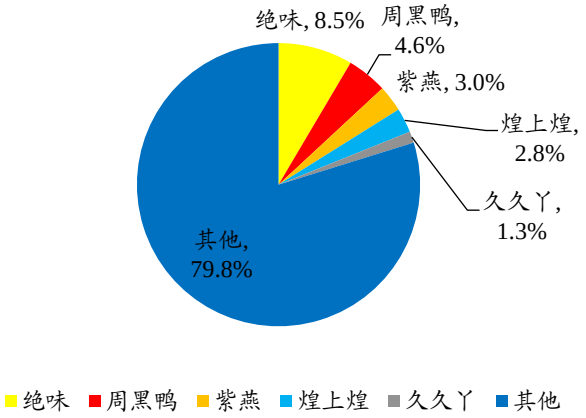
卤制品行业集中度较低，CR5仅为20.2%。根据Frost&Sullivan数据显示，目前国内休闲卤制品行业前五大企业分别为绝味食品、周黑鸭、紫燕百味鸡、煌上煌和久久丫，行业CR5仅为20.2%，其中绝味食品、周黑鸭和煌上煌分别占比8.5%、4.6%和2.8%。除了上述全国连锁巨头，许多区域性连锁品牌和个人作坊凭借各自特点切入市场，在行业内享有一席之地。总体来看，当今行业格局较为分散，行业竞争还处于早期“跑马圈地”阶段。

行业内品牌企业有望抢占更多份额。根据Frost&Sullivan数据显示，品牌零售价值占比从2010年的25%提高至2015年的46%，预计2020年达到69%，卤制品行业品牌化、集中化趋势明显。原因有以下几点：

（1）消费者品牌意识逐渐增强。休闲食品的消费者结构发生变化，年轻人成为主力消费人群，他们在消费时愿意为食品的品牌和安全性付出一定的溢价，品质安全有保障的全国连锁品牌更能受到青睐。

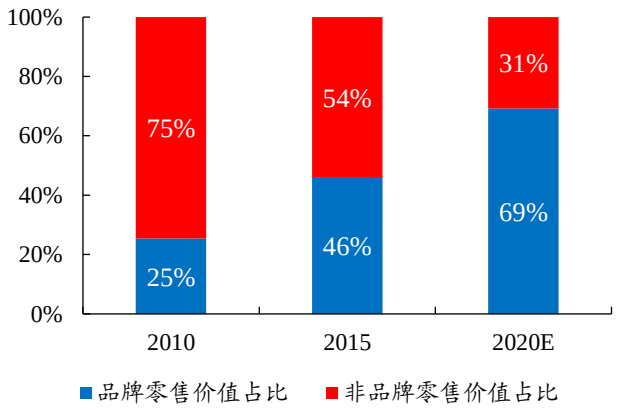
（2）连锁卤制品企业已经在生产、供应链等领域建立起护城河。全国连锁企业大多拥有自己的生产基地，在原材料成本和供应链网络上优势显著，个人作坊难以和品牌企业相抗衡。近年来多地下达新政策，加强对食品作坊的卫生监管，个人作坊的生存空间进一步被挤压，规模化生产、供应链完善且卫生情况更好的品牌企业将逐步胜出。

图16：卤制品行业 CR5 仅为 20.2%



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

图17：品牌零售价值占比逐渐提高



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

（3）疫情使个人作坊加速出清。本次疫情对卤制品行业打击较大，部分个人作坊和区域连锁被迫关店或转型，而绝味食品、煌上煌等全国连锁巨头则鼓励加盟商逆势抢占商超综合体和优质社区门店，新开店数高于 2019 年同期，市场份额有望进一步提升。2020H1 绝味食品开店同比增加 61.6%，煌上煌营收净利润均录得两位数增长。企业在此期间在物流、门店经营、逆势开店等方面给于加盟商较大力度的扶持，进一步抢占市场，行业格局有望集中。

2.3、 加盟模式在当前扩张时期优势明显

加盟模式与直营模式各有优劣。直营模式是指各连锁店由公司投资设立，公司对各直营店拥有控制权，统一进行财务核算，享有门店产生的利润，承担门店发生的一切费用。加盟模式是指公司与加盟商签订《特许加盟合同》，授权加盟商开设的加盟门店在规定区域内使用公司的商标、服务标记、商号、经营技术、食品安全标准，在统一形象下销售产品及提供相关服务。公司对加盟商及其销售人员不具有控制权，加盟商拥有对加盟门店的所有权和收益权，实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。行业头部公司中，绝味食品和煌上煌采用加盟模式，周黑鸭则采用直营模式。

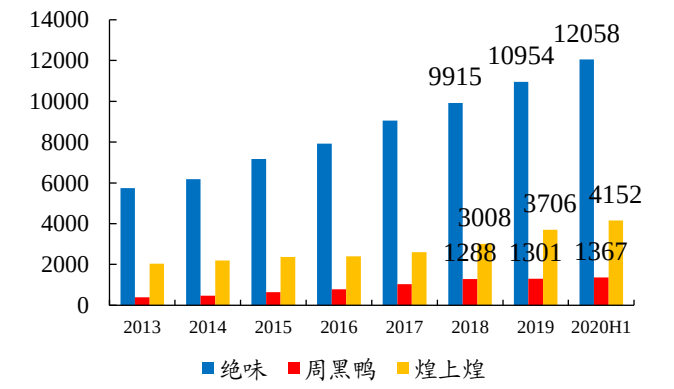
表3：加盟与直营模式各有优劣

	加盟模式	直营模式
销售模式	公司产品销售给渠道加盟商，加盟商通过门店向顾客销售	直营门店直接销售给终端消费者
权益归属	加盟商投资拥有门店收益	公司自负盈亏
员工安排	人事归属加盟商，接受公司培训和监管	公司直接招聘，纳入公司的人事体系
优势	公司启动成本低，开店速度快 加盟商本地化经营更了解当地市场	产品品质控制更好，毛利更高 公司管理效率更高
劣势	终端销售额部分让利给加盟商 产品管控难度更大	人力及资金投入要求高 扩张速度慢
代表企业	绝味食品、煌上煌	周黑鸭

资料来源：公司公告、开源证券研究所

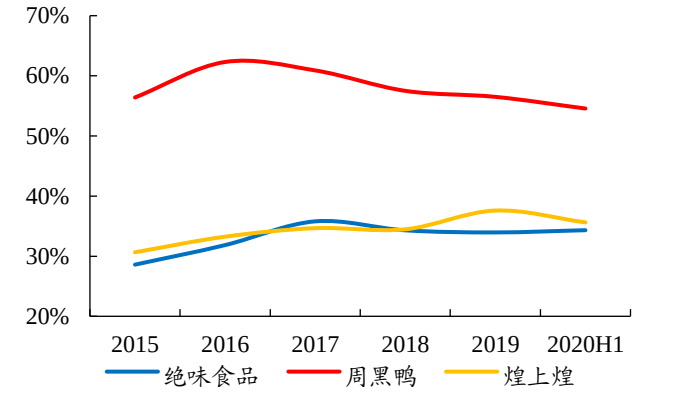
加盟模式铺店速度更快，直营模式毛利水平更高。对于公司而言，加盟模式开店、经营成本低，以低成本、快扩张的形式进行线下渠道布局，门店数量得以快速增加。2020H1 绝味食品和煌上煌分别拥有门店 12058 家和 4152 家，远超周黑鸭。直营模式将产品直接销售给终端消费者，利润由公司独享，毛利率更高。2020H1 周黑鸭毛利率达到 54.6%，高于绝味食品的 34.3%和煌上煌的 35.6%。

图18：绝味食品、煌上煌门店数超过周黑鸭



数据来源：公司公告、开源证券研究所

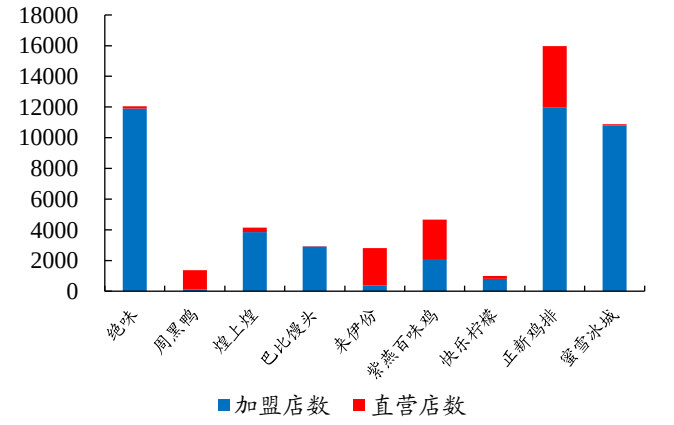
图19：周黑鸭毛利率高于煌上煌、绝味食品



数据来源：公司公告、开源证券研究所

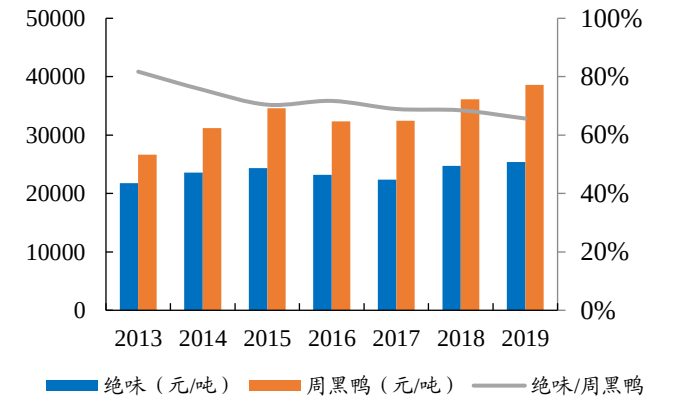
当前扩张时期加盟模式优势更为明显。从需求端角度看，卤制品消费具有冲动性、即时性的特点，加盟模式扩店速度快、门店密度高，通过供给刺激需求，更容易吸引到消费者。从供给角度看：（1）加盟模式快速扩张带来的规模优势可以为公司在成本端取得较大的议价权，2019 年，绝味食品的单吨成本不到周黑鸭的 70%。（2）加盟商多为本地从业者，对当地经营情况更为了解，在门店选址和费用投入上更加专业灵活，有助于公司熟悉新市场，提高门店存活率。（3）不同于现制类餐饮，卤制品行业前端标准化程度高。所有门店由总部统一供货配送，店员只需摆盘陈列即可进行销售，管理难度较低。

图20：加盟模式品牌有更大的门店规模



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：2019 年绝味食品的单吨成本不到周黑鸭的 70%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.4、休闲卤制品投资回报好，具有加盟吸引力

对于休闲食品加盟商而言，投资回报是加盟商最为关注的指标。投资回报的本质内涵是加盟商的净资产净利率，反映了加盟商的经营情况，核心要素包括销售净利率和周转率，其中销售净利率主要与以下因素有关：

（1）购买人数：购买人数与店铺客流量和客流转化率有关，加盟商个体的影响因素较大（门店选址、店面设计、场景契合度），品牌影响因素较小。

（2）客单价与毛利率：客单价与毛利率有较强的品牌属性，同品牌加盟店的客单价毛利率相近，加盟商可以通过专业的营销话术和摆盘陈列增加客单价。

（3）运营费用：运营费用主要由店员工资、租金、水电煤等费用组成，与店铺面积、店内需要的员工数量相关。

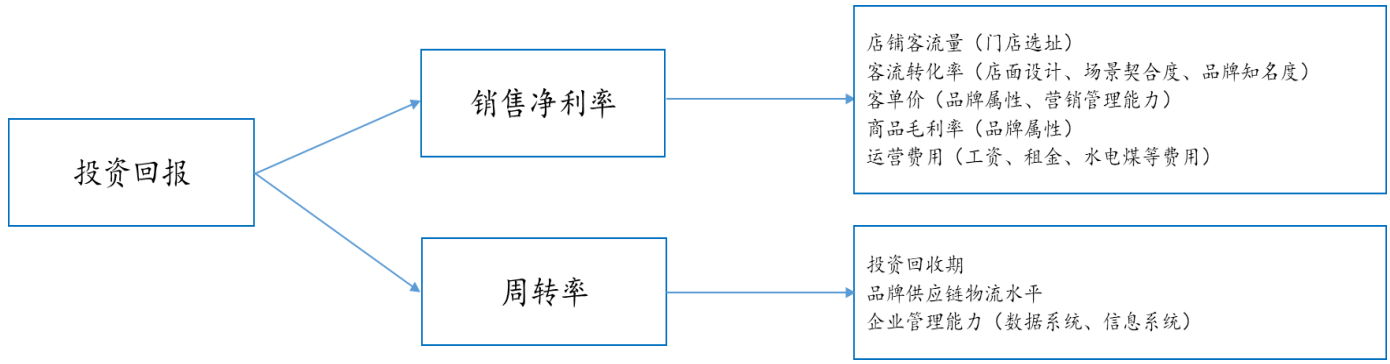
周转率包括产品周转和资金周转，周转率越高，加盟商的库存积压减少，资金压力更轻，加盟回报更高。周转率的考量主要关注以下因素：

（1）投资回收期：投资回收期可以有效衡量加盟商的回本快慢，是加盟商在选择加盟前较为重视的指标。

（2）品牌供应链物流水平：休闲食品是高周转行业，需要健全的供应链配送体系作支撑，考验品牌方的精细化管理能力。较高的门店周转可以让消费者享受到更新鲜的产品，也能减轻加盟商的资金压力。

（3）品牌管理能力：管理能力强、信息化系统完善的企业可以有效监控各门店的库存情况，并及时对异常信息进行审核和处理。

图22：加盟商在考虑赛道时最关注投资回报



资料来源：开源证券研究所

休闲卤制品投资回报优异。从净利率的角度看，休闲卤制品门店拥有客单价高、运营费用低的特点，盈利能力更为出色。从周转率的角度看，卤制品门店初始投入仅需 10-15 万左右，低于奶茶店和品牌零食店，加盟门槛更低。低初始投入也能让加盟商更快地收回成本，卤制品门店投资回收期一般在 10-14 个月，是休闲食品行业中最短的。受卤制品工艺特点影响，高温灭菌消毒会影响卤制品的口感，产品的新鲜程度至关重要，头部卤制品企业普遍拥有出色的供应链物流水平，加盟商可以根据销售情况灵活制定进货计划，商品积压难度小。

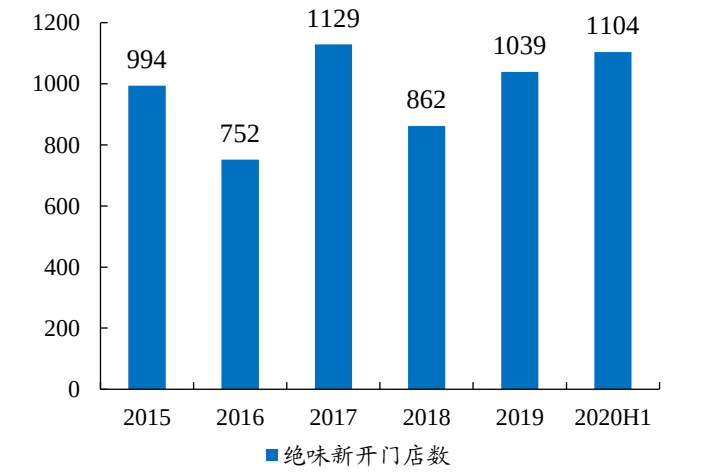
表4：休闲卤制品的投资回报表现优异

	休闲卤制品	奶茶	小吃	品牌零食
代表企业	绝味食品、煌上煌、紫燕、廖记棒棒鸡	一点点、快乐柠檬	巴比馒头、正新鸡排	三只松鼠、良品铺子、来伊份
客单价	25-50	12-20	5-20	60-90
加盟商毛利率	35%-45%	60%-70%	40%-50%	25%-35%
运营费用	2 名员工，店面 25 平米 约 23000 元/月	5 名员工，店面 30 平米 约 40000 元/月	2 名员工，店面 20 平米 约 20000 元/月	4 名员工，店面 60 平米 约 50000 元/月
初始投入	10-15 万元	35-40 万元	12-20 万元	30-60 万元
投资回收期	10-14 个月	12-18 个月	12-18 个月	20-36 个月

资料来源：公司官网、公司公告、招股说明书、开源证券研究所

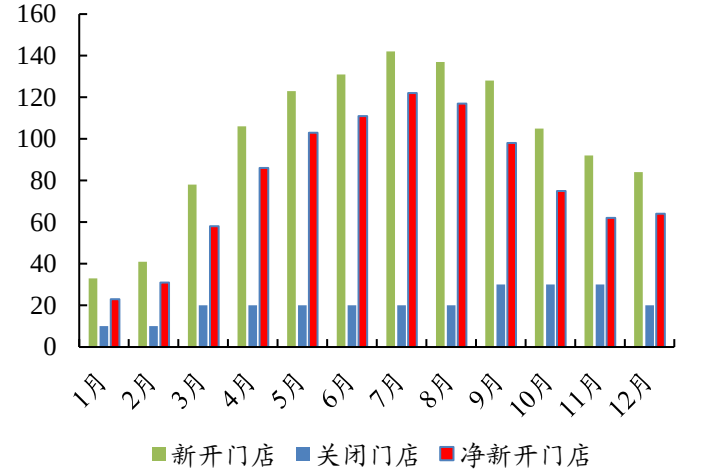
休闲卤制品加盟吸引力强。根据定量测算，我们发现卤制品行业是休闲食品行业中优秀的细分赛道，具有初始投入小，盈利能力出色的优点，具有很强的加盟吸引力。同时，各卤味品牌也提供了大量加盟机会，绝味食品在 2019 年将营销策略升级为“深度覆盖，渠道精耕”，维持每年 800-1200 家的开店速度，2020 年更是借疫情逆势拿店，上半年净开店 1104 家，全年开店数有望达到 1800~2000 家。煌上煌则走出“舒适圈”，在空白省份开立门店，并提出在 2022 年达到“千城万店”的目标，每年计划开店在 1500 家以上。

图23：绝味食品 2020H1 新开门店 1104 家



数据来源：公司年报，开源证券研究所

图24：煌上煌 2020 年计划新开 1200 家门店



数据来源：公司年报，开源证券研究所

3、 产品优质饱和开店，内外兼修综合实力强

3.1、 绝味食品产品优质，品牌深入人心

公司为卤制品行业龙头企业。公司成立以来，规模持续扩张，门店遍布全国，收入规模接近周黑鸭和煌上煌之和，是卤制品行业中的绝对龙头。经过多年积累，绝味食品品牌已经深入人心，绝味食品鸭脖作为明星单品在全国消费者中拥有众多粉丝，在多年经营过程中，公司获得了大量品牌荣誉。随着休闲卤制品行业规模逐渐饱和，具有品牌优势的大企业将在行业整合中占据优势。

表5：绝味食品历年获得诸多荣誉

年份	所获荣誉
2008	绝味食品荣获“湖南省著名商标”
2009	绝味食品连续八年获得中国特许经营连锁品牌 120 强
2010	绝味食品荣获“中国驰名商标”
2011	绝味食品荣获“中国质量放心品牌” 绝味食品荣获“全国食品工业化优秀龙头食品企业”
2012	绝味食品成为中国食品安全年会百家示范单位
2014	绝味食品被认定为湖南省企业技术中心
2015	绝味食品成为中国冷链物流专业委员会副会长单位
2016	绝味食品荣获“年度中国优秀特许品牌” 绝味食品荣获“百家示范单位”
2017	绝味食品成功登陆上交所主板
2018	绝味食品荣获“农业产业化国家重点龙头企业
2019	绝味食品荣获“2019 年中国小吃十大品牌” 绝味食品荣获 2019 年度中国餐饮连锁加盟 TOP10 强品牌

资料来源：公司官网、开源证券研究所

产品结构完善，口味丰富，定价合理。公司拥有丰富的产品矩阵，SKU 覆盖各类鸭副产品，鱿鱼、虾球、鱼豆腐等肉类卤品，以及毛豆、花生、腐竹等卤制素食。为了应对全国各地不同的饮食习惯，公司设计了不同口味的系列产品，包括“招牌麻辣”、“黑鸭甜辣”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“藤椒风味”等系列，公司还凭借工厂数量优势将生产出的鸭脖进行口味微调，使其更迎合当地消费者的口味偏好。公司采用“核心配方+一般配方”的组合模式，即总部研发中心掌握核心配方，分子公司技术管理部门掌握一般配方，产品生产需要将两种配方组合后才能实现。对配方的严格保密让绝味食品的独特口味难以被模仿，是公司产品风靡全国的主要原因。在价格上，公司定价亲民合理，主卖散装称重鲜货，免去了包装成本，相对于竞品固定锁鲜盒包装，消费者可以在同一客单价内自由搭配，更好地满足解馋需要，可选择性更强。

表6：绝味食品产品矩阵完善，口味丰富，定价亲民

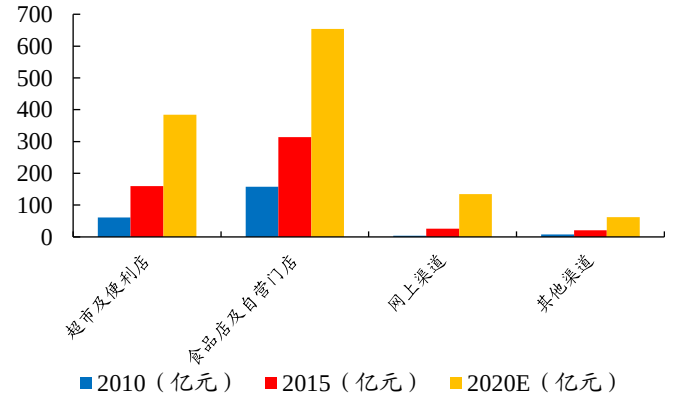
		绝味食品	周黑鸭	煌上煌
SKU	鸭副产品	鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭头、鸭翅中、鸭肠、鸭胗、鸭心、鸭舌等	鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭头、鸭翅、鸭胗、鸭舌、**酱板鸭、秘制黑鸭**等	鸭脖、鸭锁骨、鸭掌、鸭头、鸭翅、鸭肠、鸭心、鸭舌、**煌家酱鸭、琵琶酱鸭**等
	肉类卤品	鸡翅尖、凤爪、鱿鱼、**虾球、鱼豆腐**等	鸡翅尖、凤爪、鱿鱼圈、**猪蹄**等	鸡翅尖、凤爪、**鸡腿、牛肉、牛肚、大肠**等
	素菜卤品	毛豆、花生、腐竹、豆干、海带结、藕片	香干、莲藕等	腐竹、藕片等
口味		招牌麻辣、黑鸭甜辣、酱鸭风味、五香不辣、藤椒风味	甜辣为主	酱香、香卤、麻辣
包装		散装、少数锁鲜装	锁鲜装、颗粒装	散装、少数乐鲜装
单品价格	鸭脖	19.9 元/250g	35 元/320g	37.8 元/500g
	鸭锁骨	19.4 元/250g	30 元/240g	18.4 元/250g
	鸭掌	27.4 元/250g	30 元/245g	27.5 元/250g
	鸭头	6 元/个	25.9 元/280g	19.75 元/250g
	鸭翅	19.9 元/250g	30 元/250g	23 元/250g
	鸭舌	94 元/250g	58 元/150g	89 元/250g

资料来源：大众点评、开源证券研究所

3.2、 跑马圈地，饱和开店，加盟模式构筑领先市场的销售网络

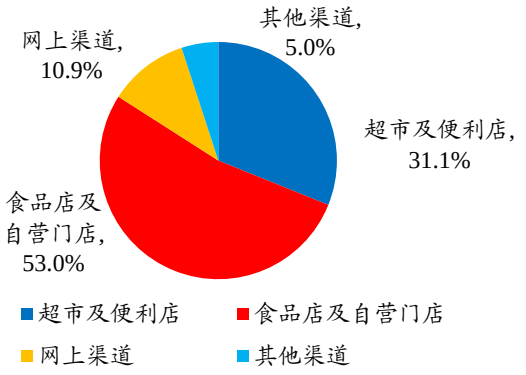
线下门店是卤制品消费的主要销售渠道。卤制品消费多为冲动消费，门店的密度直接影响消费者的品牌选择和消费频率，因此对于休闲卤制品消费，门店是核心销售渠道。根据 Frost&Sullivan 数据，在休闲卤制品的销售渠道中，食品店及自营门店零售占比最高，预计 2020 年线下门店零售价值占比将达到 53%。

图25：食品店及自营门店是卤制品消费的主要销售渠道



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

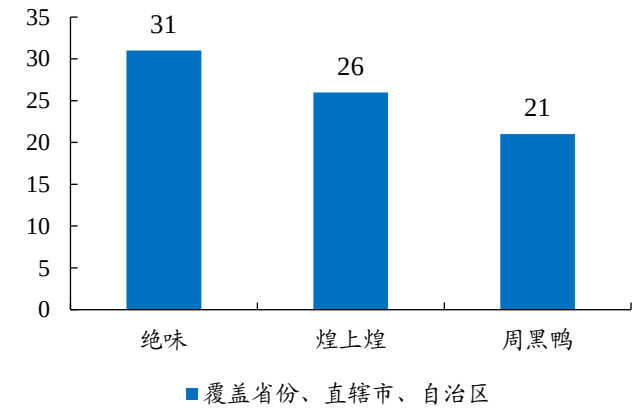
图26：预计 2020 年线下门店零售价值占比将达到 53%



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

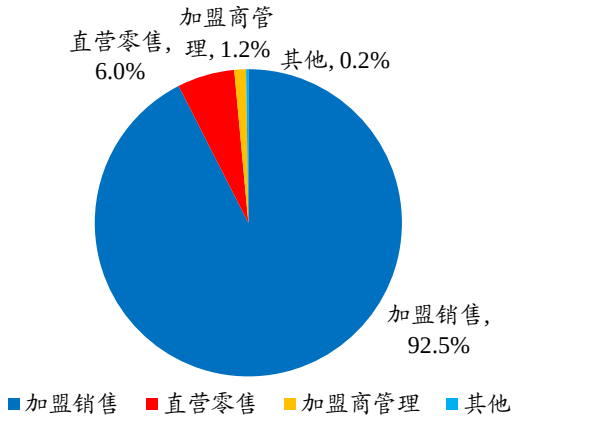
公司深耕加盟模式，门店规模领先市场。公司依靠加盟模式，跑马圈地，饱和开店，深入贯彻公司“直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的发展战略，加盟店比例超过 97%，根据公司公告，2018 年 Q3 公司加盟渠道销售收入占比达到 92.5%。受益于饱和开店战略，公司门店数量和销售网络覆盖范围处于市场领先地位，截止 2020H1 公司在大陆门店数量达到 12058 家，覆盖全国 31 个省市，2017 年，绝味食品开始启动新加坡等东南亚市场，跨出海外战略第一步。

图27：绝味食品店铺覆盖省市最多



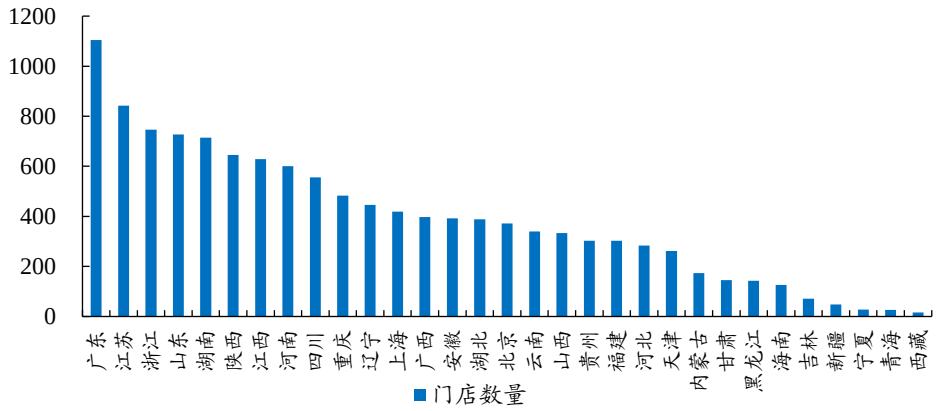
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图28：绝味食品加盟渠道收入占比超 90%



数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：2018 年三季度

图29：广东、江苏、浙江的绝味食品门店数最多

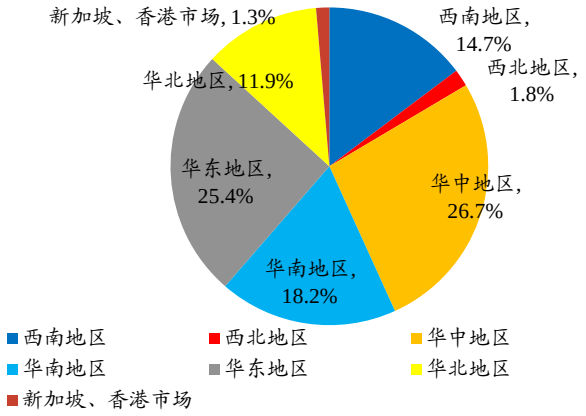


数据来源：窄门餐眼、大众点评、开源证券研究所

绝味食品选址贴近居民社区，可触及度更高。绝味食品开店成本主要由加盟商承担，受制于规模、成本和熟悉程度等因素，公司门店大多贴近居民社区，可触及度更高。同时公司大力拓展低线市场，对三四线城市的覆盖程度远超同行，亲民的价格和散装零售的销售方式降低了购买门槛，满足三四线城市年轻人解馋尝鲜的目的，公司可以借此先发优势进一步实现渠道下沉，抢占低线城市份额。

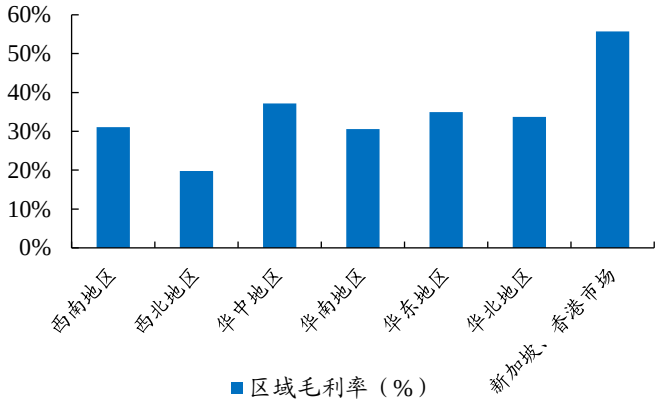
公司全国各区域收入占比均衡。2020H1 公司华中地区、华东地区和华南地区收入分别占 26.7%、25.4%和 18.2%，西南与华北地区占比也在 10%以上，除西北地区外国内各区域毛利率较为接近，公司全国化程度为行业最高，各区域收入均衡。而周黑鸭和煌上煌的收入则比较集中，2020H1 周黑鸭 42.6%的收入源于大本营华中市场，煌上煌 41.5%的收入源于总部江西市场，两家公司的偏远地区网络布局仍未完善。

图30：绝味食品区域收入占比均衡



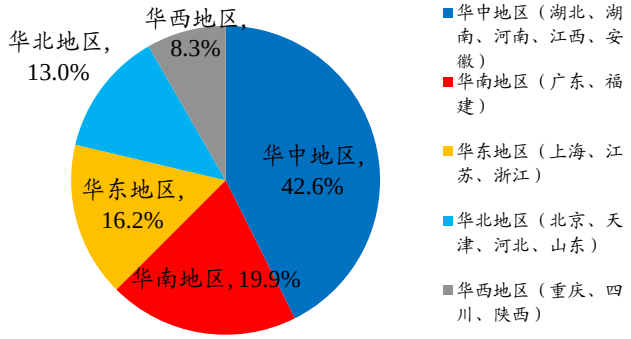
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：2019 年绝味食品国内各区域毛利率接近



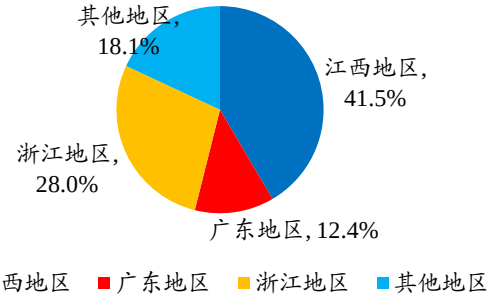
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图32：周黑鸭大本营（华中区域）收入占比高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：煌上煌大本营（江西地区）收入占比高

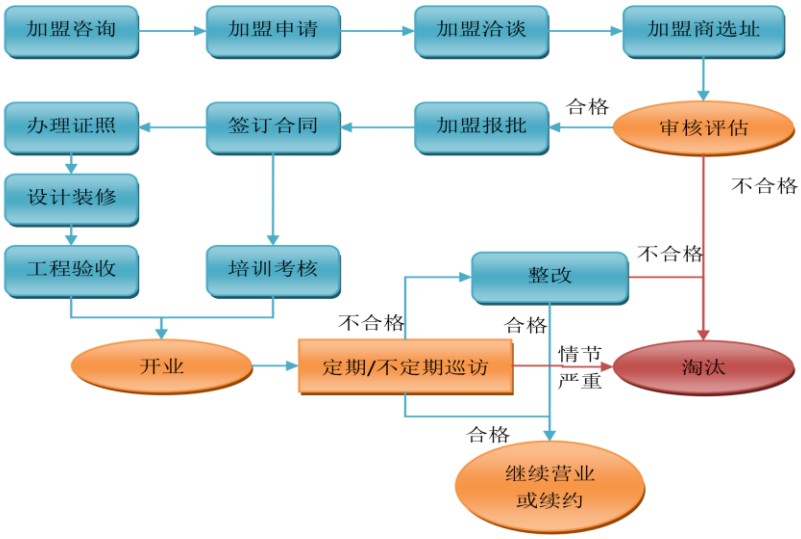


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、 渠道管理能力优秀，人才体系完善

公司在准入门槛和门店运营两方面对加盟商要求严格。公司在加盟商筛选方面有完整的评价体系和方法，采用面谈、市场调查等方式对加盟商的经验、能力、理念、店铺资源等要素进行评判。在开店前，公司拓展部会考虑周围商圈、人流量、消费习惯、消费水平等条件测算门店客流营收，对门店进行合理规划，寻找最佳的开店地点。公司拥有统一的门店装修标准和配置要求，在开店前会对加盟商门店经营人员在产品知识、设备操作、销售技巧等方面进行系统性培训，要求所有经营人员和直营门店的员工达到相同的标准和服务。在门店运营方面，公司会对加盟商进行定期和不定期的巡访、检查及辅导，检查内容包括规范经营、店面运营、食品安全、门店形象等。对违反加盟规范管理的加盟商和门店经营人员进行处罚并要求整改，整改后仍不合格将取缔加盟资格，规范加盟商行为，维护品牌利益。为最大程度保证公司加盟商队伍的稳定和有效运作，公司还制定了加盟商分级管理和激励政策：公司根据门店的定期检查评分，结合加盟商的销售业绩进行评定，根据评定结果进行不同层次的奖励政策，鼓励加盟商规范运作、做大做强。

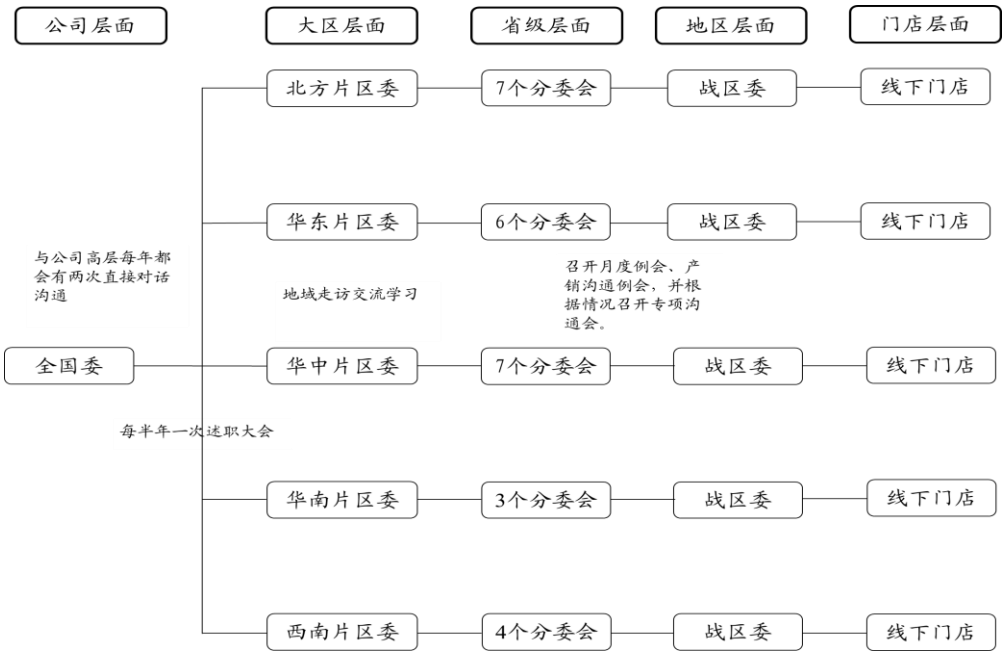
图34：公司对加盟商要求严格



资料来源：招股说明书

公司设立四级加盟商委员会，为加盟商提供全方位支持。为了更好地实现加盟商自我管理，提高公司与加盟商的沟通效率，公司设立四级加盟商委员会体系，从上到下依次是全国委员会、片区委员会、省级委员会和战区委员会，每个战区委员会内含60-70个加盟店，同一战区的加盟商之间可以交流经验、分享市场观点，产生问题时可以在战区加盟委员会层面得到解决，降低公司的管理成本。公司高层每年定期2次与加盟商委员会成员沟通交流，片区委员会每半年对全国委员会进行述职，省级委员会和不同片区委员会定期召开产销沟通例会。

图35：加盟商委员会提升公司渠道管理质量



资料来源：公司公告、开源证券研究所

加盟商盈利快，开新店意愿强。绝味食品加盟新店具有以下优点：

（1）初始投入少，绝味食品加盟费在 20000 元左右，与奶茶店等 30~40 万元的加盟费相比有很大优势，加上装修、设备、首批进货款等费用，加盟绝味食品初始投入仅需 10-15 万元，准入门槛低。

（2）成本费用低：绝味食品所需的开店面积为 20-25m²，且对门店地段要求不高，店内只需配备 1 名员工进行简单的摆盘陈列，房租、员工工资等运营费用较低。

（3）每月利润高：卤制品门店虽然多为社区店，但凭着独特易上瘾的口味建立起一定的客户黏性，销售较为稳定，加盟商终端净利率一般可以达到 10%~20%，每月利润可观。

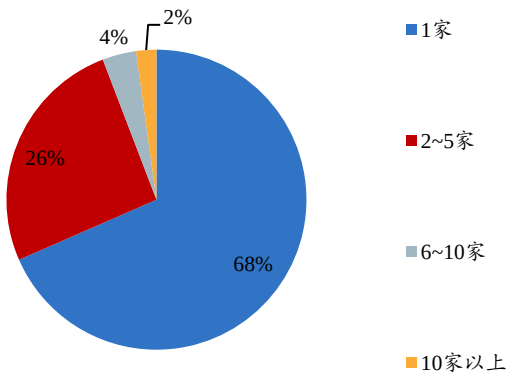
根据测算，绝味食品加盟店的投资回收期一般为 12 个月，加盟商能以较快速度收回投资，开新店的意愿较强，同时，绝味食品也有意扶植对经营管理更熟悉且忠诚度更高的老加盟商，根据 2016 年三季度数据，公司 32%的加盟商拥有两家或以上绝味食品门店，收入占比达到 68%。公司前五大加盟商收入也逐年增加，2013 年~2019 年公司前五大加盟商销售收入从 6074 万元增长到 19542 万元，CAGR 为 21.5%，收入占比也从 2013 年的 2.68%提高到 2019 年的 3.86%。

表7：绝味食品加盟店投资回收期为 12 个月

	投资类别	投资金额	备注
初期投入	加盟费	21000	7000 元/年，一次付清 3 年
	装修费	50000	
	设备费	20000	
	保证金	5000	正常退盟时返还
	首批进货款	10000	
	初始总投入	**106000**	
每月收入	客单数（单/日）	90	
	客单价	30	
	月营业额	**81000**	
每月成本	房租	12500	按店铺面积 25m²计算
	员工工资	9000	按 2 名员工计算
	水电杂费	2000	
	原料成本	48600	按加盟店毛利率 40%计算
	月总成本	**72100**	
月利润		**8900**	
投资回收期		**12**	

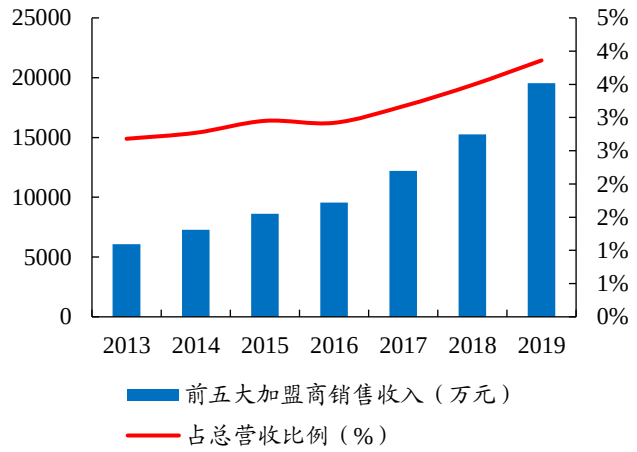
数据来源：开店邦、开源证券研究所

图36：32%的加盟商拥有 2 家以上绝味食品门店



数据来源：招股说明书、开源证券研究所 注：2016 年三季度

图37：公司前五大加盟商收入占比逐年提升



数据来源：公司公告、招股说明书、开源证券研究所

建立绝味食品管理学院，有健全的人才培养体系。公司门店数量众多，对管理人员的综合素质要求较高，因此公司对内部人才培养十分重视。2009 年公司建立绝味食品管理学院，致力于发现培养一批忠诚于企业的核心人才队伍。公司设立“四+二级人才梯队培养体系”，探索出人才孵化模式、三位一体学习体系和铁三角导师制的运营模式，通过层层选拔发掘培养高级管理人才，为公司持续发展提供有力的人才支撑。

图38：绝味食品人才培养体系完善

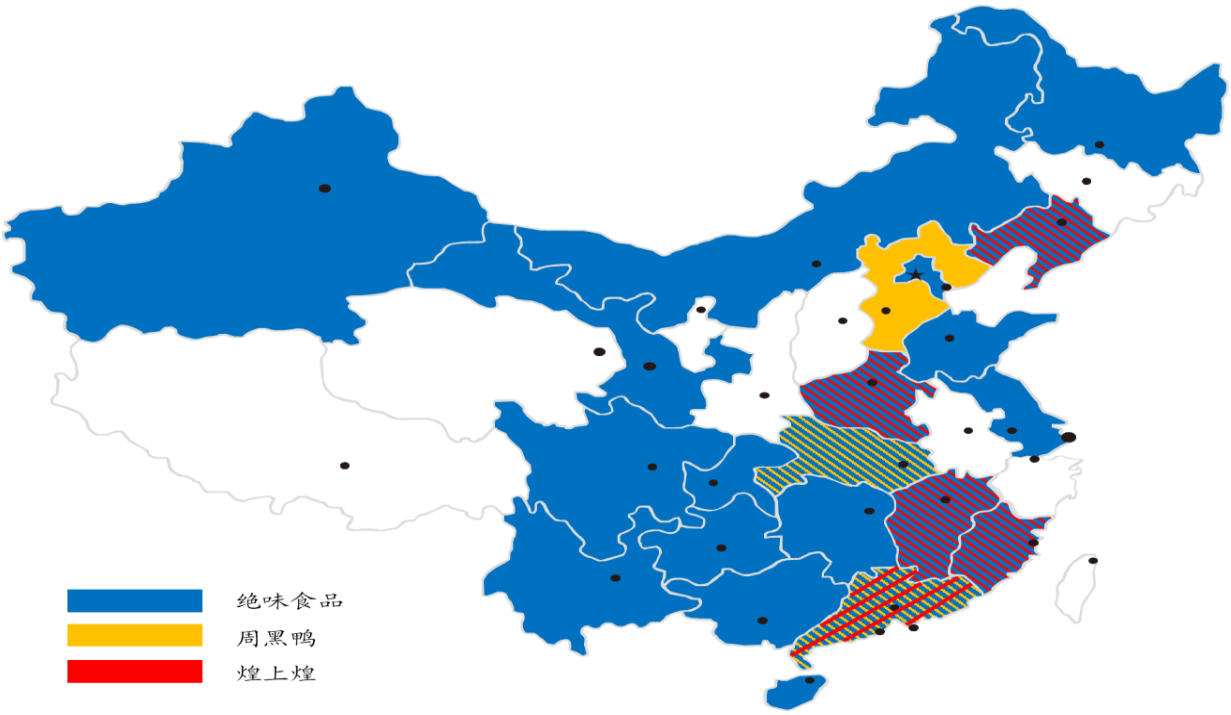
资料来源：公司官网

3.4、 生产基地遍布全国，自有供应链为配送保驾护航

绝味食品生产基地辐射全国，供应链物流体系发达。广泛的工厂分布是公司降本提效、保障食品安全的核心支持，目前绝味食品生产基地覆盖全国 21 个省份，多于煌上煌（6 个，陕西基地在建）和周黑鸭（5 个，华东、华西生产中心在建）。休闲卤制品对口感要求较高，新鲜度是消费者关注的一个重要因素。公司拥有“冷链生鲜，日配到店”的供应链能力，以各生产型分子公司作为区域性生产基地向全国销售网络配送产品，在 300 公里的最优冷链配送距离内构建“紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系，实现高效快速、低成本的产品配送效果。公司鲜货产品采取每日以销定产的经营模式，各门店每天在规定时间前向公司报送次日订单，经过总部 SAP-ERP 系统的汇总和审核后向各生产基地分配生产任务，生

产基地按接到的生产任务单安排生产，相关人员对大额的、异常的次日销售报量进行核查，杜绝门店库存积压，保证食品安全和新鲜程度。

图39：绝味食品生产基地覆盖全国



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司成立自有供应链绝配，为配送保驾护航。公司于 2018 年 1 月成立绝配柔性供应链服务有限公司，为绝味食品和其他连锁餐饮提供冷链配送服务。绝配充分发挥协同效应，与绝味食品 21 个生产基地进行合作，可直达 21 个省会城市、向延伸 50 个周边城市提供冷链运输整车、零担服务。绝配在山东、武汉拥有 6 万吨级大型冷库，在 36 个城市设立分流、分拨仓，提供 100 条省内跨城、跨省跨城级往返线路、500 条以上城市生鲜日配日达线路，配送全程采用冷链温度，并提供轨迹监控。公司自建供应链体系可以有效解决配送外包带来的质量、时效隐患，为门店提供高质量的配送服务，同时，公司可以整合社会需求，依靠协同效应和规模效应降低配送成本。

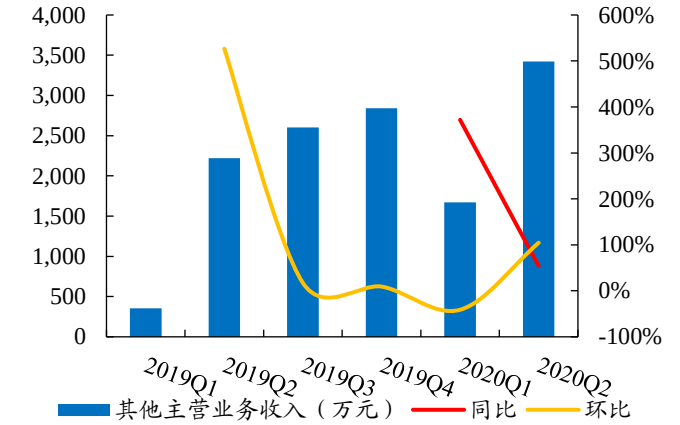
图40：绝配产品介绍

资料来源：窄门餐眼

合作品牌众多，有望成为新营收增长点。目前绝配与 24 家餐饮品牌进行合作，配送近 2 万家门店，覆盖全国 1000 多家城市和地区，在香港、新加坡、加拿大均有

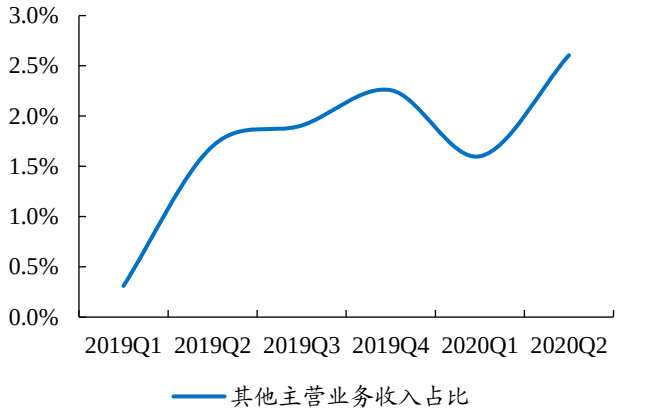
业务覆盖，合作品牌除绝味食品外不乏华莱士、肯德基、曼玲粥店、幸福西饼等著名餐饮连锁。2020H1 绝味食品其他主营业务收入为 5094 万元，同比增长 97.8%，其中 2020Q2 其他主营业务收入 3422 万元，同比增长 54.1%，环比增长 104.6%。其他主营业务收入占比从 2019 年 Q1 的 0.31%增长到 2020 年 Q2 的 2.61%，其他主营业务收入的主要贡献即来自绝配，随着绝配的快速发展，供应链业务有望成为绝味食品新的营收增长点。

图41：绝配收入稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图42：绝配有望成为公司营收的新增长点



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 量价齐升降本减费，公司增长空间广阔

4.1、 开店空间广阔，渠道下沉与高势能门店是两大增长点

绝味食品的全国门店空间约为 22456 家。对于开店空间的测算，我们的观点如下：

（1）不同地区对绝味食品的喜好程度不同，公司在华东、华中和华南地区较受欢迎，收入比重高，公司毛利率在 30%以上，但西北地区营收占比少，毛利率只有 19.8%，流行程度较低。因此我们按照绝味食品的片区委划分**将全国分为华东、华中、华南、华北和西南五大区域，分别计算每个区域的门店空间，**将五大区域的门店空间进行加总，即可测算出绝味食品全国的开店空间。

（2）绝味食品在 2019 年宣布营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，这意味着在一些核心城市，绝味食品门店已接近饱和。我们根据第一财经新一线城市研究所公布的城市分级榜单中**挑选出每个区域排名最靠前的十座城市，**考虑到江西省作为煌上煌大本营，当地门店情况更具有代表性，我们将华东地区的厦门替换成南昌，**我们假设每个区域的十大城市还有 10%的门店增长空间。**

（3）我们将十大城市**现在的**门店密度作为基准，计算出该区域的平均密度，并**假设该区域除十大城市以外的地区最终将达到这样的门店密度。**考虑到卤制品门店大多开在城镇，在计算门店密度时，**我们用门店数/城镇人口作为该城市的门店密度。**

（4）由于不同城市在区域内的地位不同，需要设置一个调整系数，我们认为**将 GDP 作为调整系数比人均可支配收入更有效，**因为 GDP 更能体现城市的规模，显然规模越大的城市拥有的绝味食品门店空间更大。因此**我们将区域中挑选出的十座**

城市的门店密度按 GDP 比重进行加权平均，得到整个区域的平均门店密度。

表8：绝味食品全国门店空间为 22456 家

区域	城市	城镇人口（万人）	绝味食品门店数	门店密度（家/万人）	GDP（亿元）	GDP 比重（%）	门店空间
华东	上海	2135.35	419	0.1961	38155.32	26.00%	
	杭州	813.26	282	0.3473	15373	10.47%	
	苏州	815.39	218	0.2670	19235.8	13.11%	
	南京	707.20	211	0.2984	14030.15	9.56%	
	青岛	645.20	243	0.3773	11741.31	8.00%	
	合肥	625.07	120	0.1927	9409.4	6.41%	
	宁波	597.93	130	0.2168	11985.1	8.17%	
	福州	549.90	88	0.1602	9392.3	6.40%	
	无锡	508.20	125	0.2452	11852.32	8.08%	
	南昌	420.93	200	0.4757	5596.18	3.81%	
	十大城市总计		**2036**	**0.2593**	**146770.88**	**100.00%**	**2240**
	其余地区总计	**19037.00**		**0.2593**			**4936**
	华东区域空间				**7176**		
华中	武汉	902.45	207	0.2292	16223.21	25.09%	
	郑州	772.10	287	0.3712	11589.7	17.92%	
	长沙	667.87	403	0.6033	11574.22	17.90%	
	洛阳	409.10	90	0.2193	5034.9	7.79%	
	衡阳	388.32	56	0.1455	3372.68	5.22%	
	商丘	328.77	56	0.1693	2911.2	4.50%	
	宜昌	247.69	27	0.1107	4460.82	6.90%	
	南阳	478.81	39	0.0816	3814.98	5.90%	
	新乡	319.26	45	0.1405	2918.18	4.51%	
	信阳	316.60	38	0.1207	2758.47	4.27%	
	十大城市总计		**1248**	**0.2883**	**64658.36**	**100%**	**1373**
	其余地区总计		**7872.20**	**0.2883**			**2269**
	华中区域空间				**3642**		
华南	广州	1323.35	273	0.2066	23628.6	26.14%	
	深圳	1343.88	361	0.2689	26927.09	29.79%	
	东莞	779.58	162	0.2078	9482.5	10.49%	
	佛山	750.73	101	0.1350	10751.02	11.90%	
	南宁	452.61	150	0.3304	4506.56	4.99%	
	惠州	285.67	59	0.2065	4177.41	4.62%	
	珠海	183.59	30	0.1629	3435.89	3.80%	
	中山	292.44	70	0.2386	3101.1	3.43%	
	海口	183.39	57	0.3126	1671.9297	1.85%	
	汕头	396.54	17	0.0419	2694.08	2.98%	
	十大城市总计		**1280**	**0.2194**	**90376.18**	**100%**	**1408**
	其余地区总计	**5328.08**		**0.2194**			**1169**
	华南区域空间				**2577**		

区域	城市	城镇人口（万人）	绝味食品门店数	门店密度（家/万人）	GDP（亿元）	GDP 比重（%）	门店空间
西南	成都	1233.79	256	0.2074	17012.65	25.25%	
	重庆	2086.99	531	0.2544	23605.77	35.04%	
	昆明	511.52	227	0.4434	6475.88	9.61%	
	贵阳	368.24	163	0.4422	4039.6	6.00%	
	遵义	312.42	64	0.2048	3483.32	5.17%	
	绵阳	255.14	48	0.1889	2856.2	4.24%	
	南充	319.95	47	0.1454	2322.22	3.45%	
	德阳	185.76	27	0.1476	2335.9	3.47%	
	宜宾	234.09	34	0.1455	2601.89	3.86%	
	曲靖	306.66	27	0.0867	2637.59	3.92%	
	十大城市总计		**1423**	**0.2484**	**67371.02**	**100%**	**1566**
	其余地区总计	**5040.07**		**0.2484**			**1252**
	西南区域空间				**2817**		
华北	北京	1865.00	393	0.2107	35371.3	36.66%	
	西安	761.28	453	0.5948	9321.19	9.66%	
	天津	1303.82	273	0.2096	14104.28	14.62%	
	沈阳	673.60	201	0.2985	6470.3	6.71%	
	大连	428.54	150	0.3509	7001.7	7.26%	
	哈尔滨	709.30	111	0.1570	5249.4	5.44%	
	石家庄	710.55	99	0.1391	5809.9	6.02%	
	长春	445.10	66	0.1475	5904.1	6.12%	
	太原	375.27	152	0.4051	4028.51	4.18%	
	保定	514.04	52	0.1002	3224	3.34%	
	十大城市总计		**1950**	**0.2570**	**96484.68**	**100%**	**2145**
	其余地区总计	**15942.27**		**0.2570**			**4098**
	华北区域空间				**6243**		
全国绝味食品门店空间					**22456**		

数据来源：Wind、窄门餐眼、大众点评、开源证券研究所

根据测算，预计绝味食品的全国门店空间为 22456 家，与 2020H1 的 12058 家相比仍有万店空间。公司于 2014 年推算出绝味食品内地开店上限为 22000 家，与我们的测算结果接近。以公司当前每年 800-1200 家的开店速度，未来几年仍难以触及门店天花板，公司门店空间广阔。

我们测算全国卤制品行业门店空间约为 20 万家。我们们在大众点评中搜索关键词“鸭脖”，剔除部分非卤制品门店后得到该地区的卤制品门店数量，并用同样的方法对全国卤制品行业门店空间进行测算，得到行业门店空间为 202476 家，假设绝味食品终端门店收入为全国平均卤制品门店终端收入，则在市场刚进入饱和阶段时绝味食品市占率为 11.1%，高于目前的 8.5%，这也表明行业集中度将随着行业规模的扩大而逐渐提升，龙头企业有望在行业扩张过程中获得更大份额。

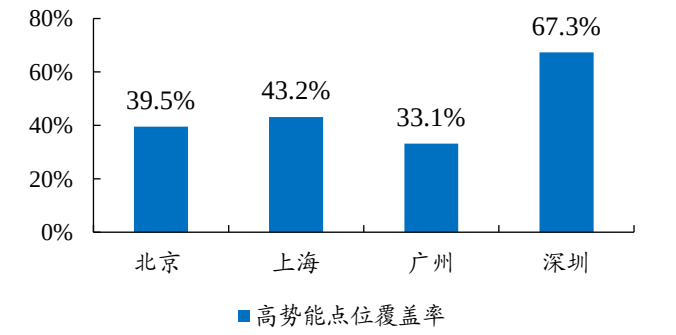
表9：全国卤制品门店空间为 202476 家

区域		城镇人口（万人）	卤制品门店数	门店密度（家/万人）	门店空间
华东	十大城市总计		18190	2.3601	20009
	其余地区总计	19037		2.3601	44930
	华东区域空间		**64939**		
华中	十大城市总计		12303	2.8247	13533
	其余地区总计	7872.20		2.8247	22236
	华中区域空间		**35769**		
华南	十大城市总计		10162	1.7570	11178
	其余地区总计	5328.08		1.7570	9361
	华南区域空间		**20539**		
西南	十大城市总计		18466	3.3358	20312
	其余地区总计	5040.07		3.3358	16813
	西南区域空间		**37125**		
华北	十大城市总计		14005	1.8001	15406
	其余地区总计	15942.27		1.8001	28698
	华北区域空间		**44103**		
全国城镇卤味门店空间			**202476**		

数据来源：Wind、窄门餐眼、大众点评、开源证券研究所

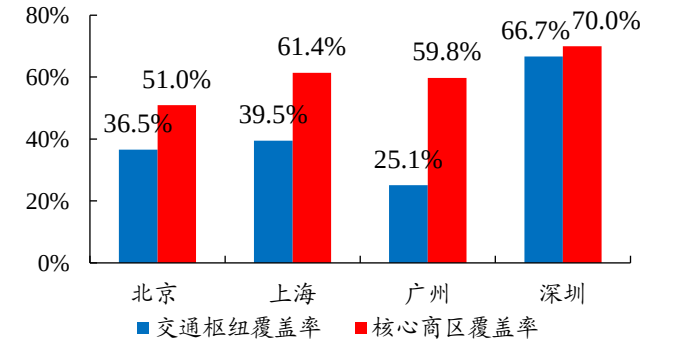
绝味食品高势能点位覆盖率较低。高势能点位通常包括交通枢纽店和核心商区店，公司高势能门店数量占比在 10%以下，以大众点评中北上广深四座一线城市为例，公司的高势能点位覆盖率分别为 39.5%、43.2%、33.1%和 67.3%，除深圳外覆盖率较低。细分来看，公司交通枢纽覆盖率分别为 36.5%、39.5%、25.1%和 66.7%，核心商区覆盖率分别为 51.0%、61.4%、59.8%和 70.0%，核心商区的门店覆盖率更高。

图43：绝味食品高势能点位覆盖率低



数据来源：大众点评、开源证券研究所

图44：核心商区覆盖率更高



数据来源：大众点评、开源证券研究所

高势能门店数量有望大幅增长。目前绝味食品高势能门店占比高于 5%，假设一线城市交通枢纽和核心商区覆盖率上限为 70%，其他城市覆盖率上限为 60%，公司高势能门店上限可达到 4000 家。当前公司重新深化商圈布局，在一二线城市进行门店迭代，关闭部分销量不佳的社区门店，积极抢占高势能点位，高势能门店数量有望大幅增长。

公司积极布局低密度区域。公司低线城市和海外市场的门店密度较低，我们认为渠道下沉和海外扩张是公司未来的扩店方向。三四线城市及乡镇地区消费升级潜力高，人口基数大，拥有先发优势的绝味食品仍有较大布局空间。同时公司大力开

拓海外市场，中国香港、新加坡门店数量稳步推进，加拿大、中国澳门、日本市场也已在建设当中。

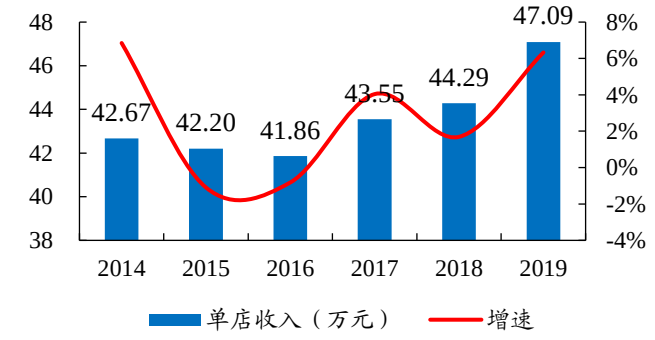
疫情期间逆势拿店，公司扩店速度有望超出预期。2020 年新冠疫情爆发对卤制品行业带来较大冲击，部分个人作坊与小品牌连锁经营不佳，被迫关店退出市场。但公司抓住机遇在物流、货损、门店经营等方面大力扶持加盟商，同时逆势拿店，进一步抢占份额，我们预计 2020 年公司开店指标有望大幅增长至 1800~2000 家。

4.2、 加速高势能门店开发，单店收入有望持续提升

公司单店收入保持稳步增长。由于公司开店数量是动态变化的，为了防止年中开店爬坡期带来的稀释影响，我们将公司年初及年末的门店数进行平均，得到公司每年的加权门店数，以便获得更为准确的单店收入数据。公司单店收入增长稳健，2019 年，公司单店收入为 47.1 万元，同比增长 6.3%，5 年 CAGR 为 2.0%。

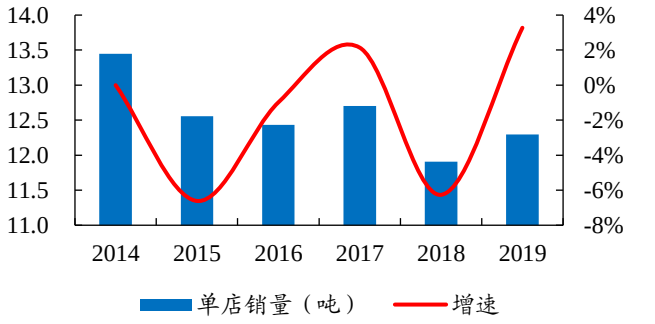
单店销量微降，销售均价逐年上升。单店收入可拆分为单店销量和销售均价，2019 年，公司单店销量为 12.3 吨，同比增长 3.3%，5 年 CAGR 为-1.8%。2019 年公司销售均价为 3.83 万元/吨，同比增长 3.0%，连续 6 年呈上升趋势，5 年 CAGR 为 3.8%。我们认为公司单店销量下滑的原因如下：（1）公司产品面向社区居民，价格敏感性较高，均价增速与单店销量增速有明显的负相关关系，2015 年和 2018 年，公司销售均价分别提升 5.9%和 8.5%，同年公司单店销量分别下降 6.6%和 6.3%。公司近 6 年销售均价持续上行，对单店销量有一定抑制。（2）公司在低线城市陆续布局，低线城市居民的购买力显著低于一二线城市，拖累了公司整体单店销量。公司销售均价逐年上升主要因为：（1）公司高势能门店比例增加。与社区门店不同，高势能门店定位高端，主要售卖锁鲜装和礼盒装产品，单品售价更高。（2）公司进行门店陈列、品类调整等方式改变产品结构，单价较高的产品销量有所增加。

图45：2019 年公司单店收入为 47.1 万元



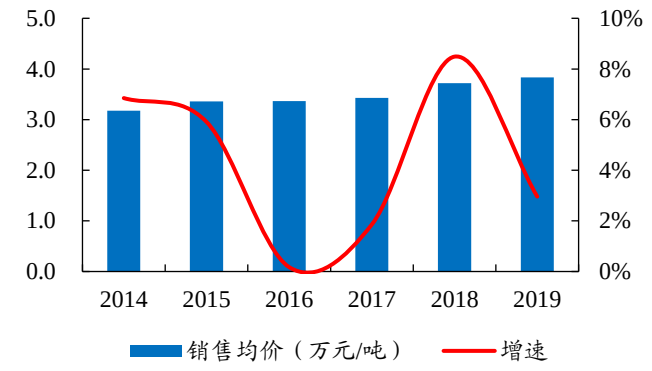
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图46：公司 2019 年单店销量同比增长 3.3%



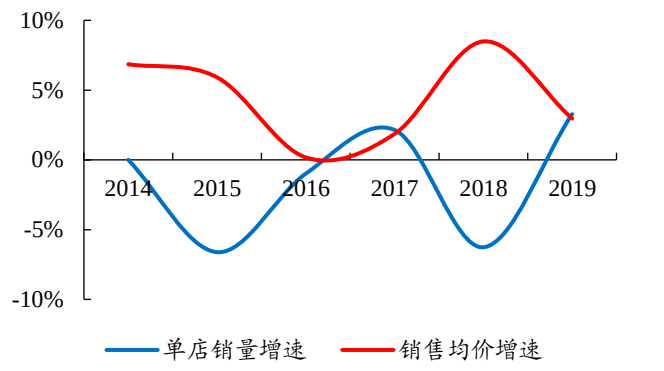
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图47：公司销售均价 5 年 CAGR 为 3.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图48：单店销量增速和均价增速有明显的负相关关系

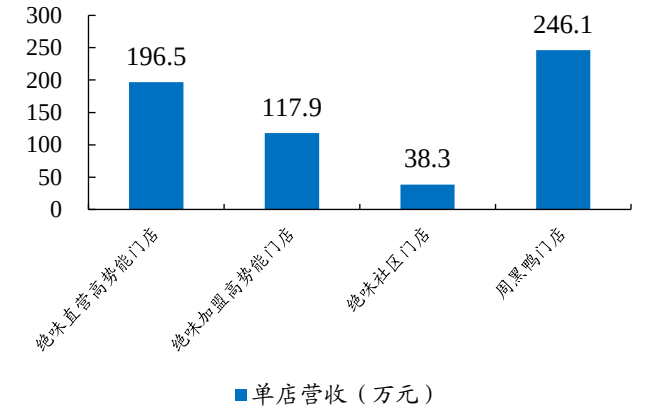


数据来源：公司公告、开源证券研究所

高势能门店单店营收高，盈利能力强。绝味食品门店多为社区店，辐射范围有限，单店收入存在瓶颈，而高势能门店选址多为大客流点位，单店收入和盈利能力显著高于社区店。假设绝味食品所有直营店均为高势能门店，公司拥有直营店 150 家，高势能门店 1000 家，根据测算，2019 年公司直营高势能门店单店营收为 196.5 万元，加盟高势能门店单店营收为 117.9 万元（按加盟商毛利率 40%计算），而社区门店单店收入仅为 38.3 万元，高势能门店的单店营收是社区门店的 3-6 倍。公司主要竞争对手周黑鸭所有门店均为高势能门店，2019 年周黑鸭单店营收 246.1 万元，公司高势能门店单店收入仍有向上空间。高势能门店的盈利能力也更强，2018 年 Q3 公司直营渠道毛利率为 67.7%，加盟渠道毛利率为 31.9%，周黑鸭 2018 年毛利率为 57.5%，公司直营门店毛利率已高于竞争对手周黑鸭。公司从 2017 年起加强高势能点位选址，加速高势能门店开发，提升高势能门店比例，全方位提升公司单店营收和盈利水平。

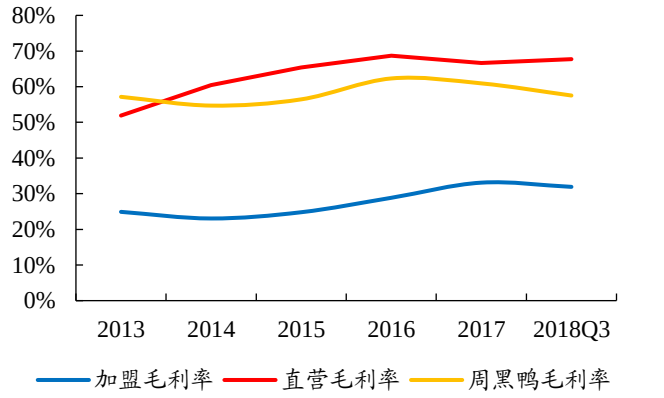
2020H1 单店收入下滑明显，H2 有望回暖。2020H1 公司单店收入为 19.71 万元，同比下滑 15.1%，主要系以下两点原因：（1）受疫情影响，公司大量门店暂停营业，高势能门店多坐落于机场、车站、核心商圈等“重灾区”，销售较为疲软。（2）公司为抢占核心点位大量开店，部分新开门店尚处于爬坡期，拖累单店收入。随着宏观形势趋暖和交通运输逐渐恢复，公司将在下半年大力提升单店销售，单店收入有望回升。

图49：公司高势能门店营收是社区店的 3-6 倍



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图50：2018Q3 绝味食品直营门店毛利率为 67.7%



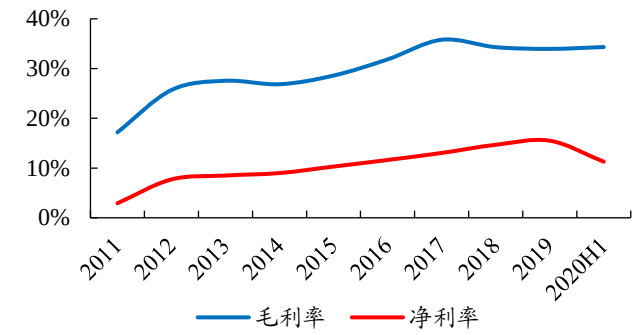
数据来源：公司公告、开源证券研究所 注：周黑鸭为全年数据

公司积极推进线上业务发展。公司 O2O 系统于 2016 年 4 月正式启用，目前注册会员已超过 6000 万。公司围绕新消费群体的需求，采用最贴近目标消费群体的手段和方法，提升品牌美誉度，不断扩大公司的品牌影响力，快速增加定向流量，拓宽品牌受众，而公司良好的线下门店基础又为线上配送提供供应链支持，线上与线下的联动有利于公司销量的稳定增长。

4.3、 规模优势显著，公司盈利能力稳步向好

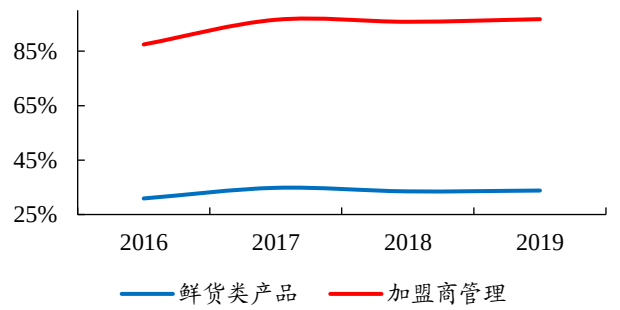
公司毛利率稳定、净利率逐年上升。近几年绝味食品毛利率较为稳定，始终保持在 30%以上，2020H1 公司毛利率为 34.32%，同比上升 0.09pcts，其中 Q2 毛利率达到 38.0%，创历史新高，而周黑鸭和煌上煌的毛利率分别同比下降 1.32pcts 和 1.97pcts，公司在疫情期间毛利率不降反升，体现出卓越的成本控制能力。公司净利率自 2011 年起保持稳定增长，2020H1 受疫情影响，公司净利率为 11.27%，同比下降 4.50pcts，主要系：（1）因加大对加盟商的扶持力度，公司 2020H1 销售费用率为 9.73%，同比增长 1.52pcts。（2）因企业扩张带来的管理人员薪酬及咨询服务费增长，公司 2020H1 管理费用率为 5.83%，同比增长 1.35pcts。（3）公司在生态链上下游中参股大量企业，上半年疫情极大影响了餐饮业的经营，公司投资亏损 3500 万元。分业务看，公司加盟商管理业务毛利率稳定在 90%左右，但因收入规模只占 1%，对毛利率影响微乎其微，鲜货类产品的盈利水平对公司毛利率高低起到决定性作用。

图51：公司毛利率有所回升，净利率被疫情拖累



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图52：绝味食品鲜货类产品和加盟商管理毛利率均比较稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

高周转率带来高 ROE。2017 年-2019 年，绝味食品的 ROE 始终高于同行，通过杜邦分析法对 ROE 进行拆解，绝味食品较高的净利率和优秀的资产周转率是主要原因。其中高净利率得益于稳定的毛利率和稳步下降的三费比率，资产周转率高是因为：（1）绝味食品主要原材料冷冻鸭附件的有效期为 12 个月，公司采取原材料统一采购和就地采购相结合的政策，模式更为灵活，且公司拥有更高的供应链运转效率，因此绝味食品存货周转率最高。（2）绝味食品拥有强势的渠道地位，公司对加盟商以预收款为主，赊销比例较少，公司的应收账款周转天数仅为 0.51 天，少于周黑鸭的 3.74 天和煌上煌的 7.21 天。（3）绝味食品的加盟比例超过 98%，采用轻资产运营模式，自有门店最少，固定资产周转率更高。2020H1 绝味食品 ROE 为 6.04%，同比下降 6.55ptcs，低于煌上煌，主要系：（1）公司 2020H1 费用投放有所增加，净利率下降明显。（2）公司放宽了加盟商的账期，应收账款周转天数从 2019H1 的 0.48 天增长到 1.02 天，同比增长 112.5%。我们认为随着疫情影响减弱，加盟商情况好转，公司有能力提升净利率和周转率，ROE 水平将稳步提升。

表10：绝味食品高资产周转率带来更高 ROE

	年份	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
绝味食品	2017	24.86%	13.03%	1.49	1.28
	2018	22.89%	14.67%	1.25	1.25
	2019	21.11%	15.49%	1.11	1.22
	2020H1	6.04%	11.37%	0.44	1.22
周黑鸭	2017	20.05%	23.42%	0.75	1.14
	2018	13.29%	16.79%	0.70	1.14
	2019	9.74%	12.76%	0.63	1.21
	2020H1	-1.03%	-4.64%	0.17	1.32
煌上煌	2017	8.52%	9.53%	0.74	1.21
	2018	9.56%	9.11%	0.83	1.26
	2019	10.89%	10.41%	0.80	1.30
	2020H1	7.09%	11.55%	0.48	1.28

数据来源：公司公告、开源证券研究所

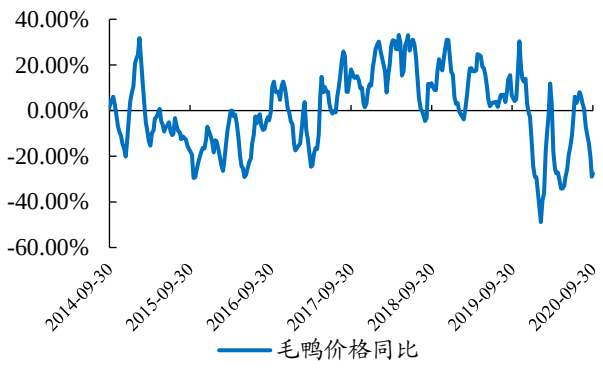
表11：2020H1 绝味食品放宽了加盟商账期，周转率下降明显

	年份	资产周转率	流动资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率
绝味食品	2019	1.11	2.59	5.35	711.45	4.77
	2020H1	0.44	0.96	2.56	175.88	2.05
周黑鸭	2019	0.63	1.13	3.93	96.15	2.46
	2020H1	0.17	0.33	1.10	25.56	0.64
煌上煌	2019	0.80	1.20	2.35	49.91	3.63
	2020H1	0.48	0.70	1.64	12.64	2.20

数据来源：公司公告、开源证券研究所

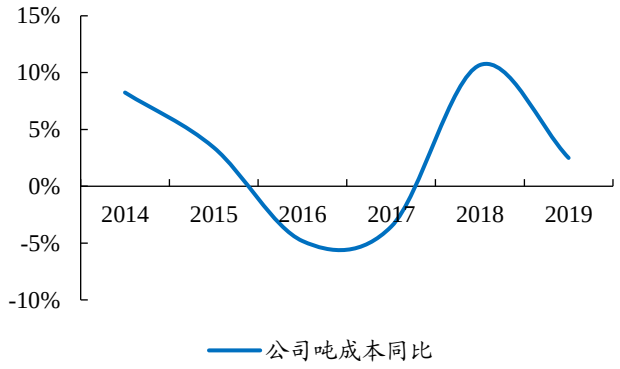
灵活采购模式和规模效应抵御鸭周期波动。禽类产品价格存在较为明显的周期性，为防止上游毛鸭涨价风险，卤制品公司会积极开展主要原材料的战略囤货，公司采用统一采购与地方采购两种模式，其中统一采购约占 90%，公司主要原材料从多个供应商中进行选择。统一采购可以在全国范围内寻找合适的产品供应商，集中原料资源，利于质量和成本的控制和监控，及时满足生产需要。地方采购可以因地制宜，一方面满足当地特色产品的生产需求，另一方面可以灵活调整库存，降低公司成本。休闲卤制品生产成本与原材料价格密切相关，公司吨成本与毛鸭价格变化方向相近，凭借灵活的采购模式和库存管理，公司的成本波动远小于鸭价波动。公司原材料占主营业务成本的 80%以上，原材料以鸭副产品为主，其中鸭脖购进量约占鸭副产品购进量的 50%，鸭脖单价的变动会对公司成本产生较大影响。随着食品监管趋严，小作坊模式关停，鸭脖销售渠道逐渐狭窄，公司凭借规模优势在上游进货时有较大议价权。2013 年绝味食品入股塞飞亚，公司可以将内部养殖成本与外部供应商报价进行比较，灵活调整采购策略，进一步降低原材料成本，2015-2018 年，鸭脖成本从 11590 元/吨逐步下降到 5330 元/吨，每年降幅约为 25%。2020 年毛鸭价格正处于下行周期，公司可以借机扩大采购规模，有效平滑成本。

图53：毛鸭价格呈现周期性



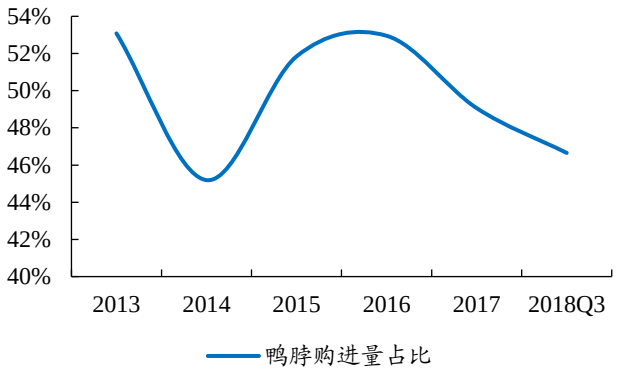
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：公司吨成本波动远小于毛鸭价格波动



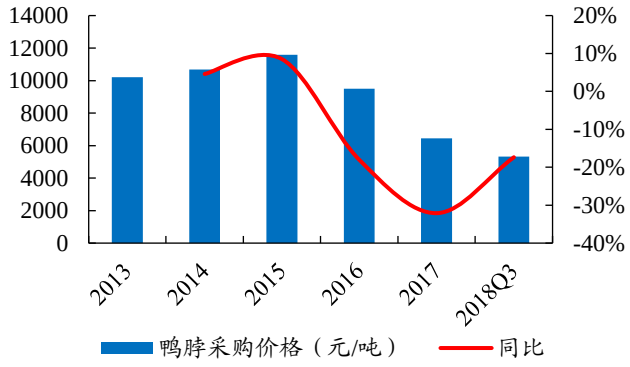
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图55：公司鸭脖购进量约占鸭副产品购进量的 50%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

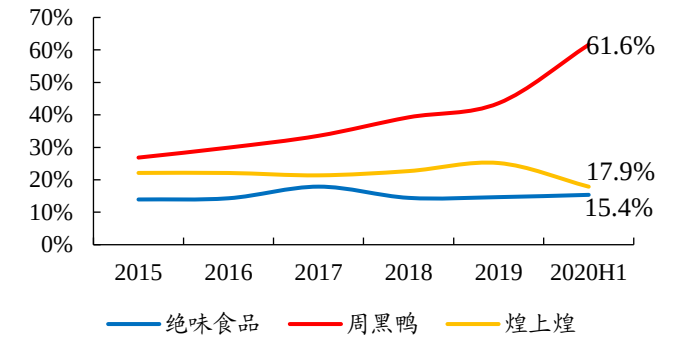
图56：公司鸭脖采购价格逐年下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

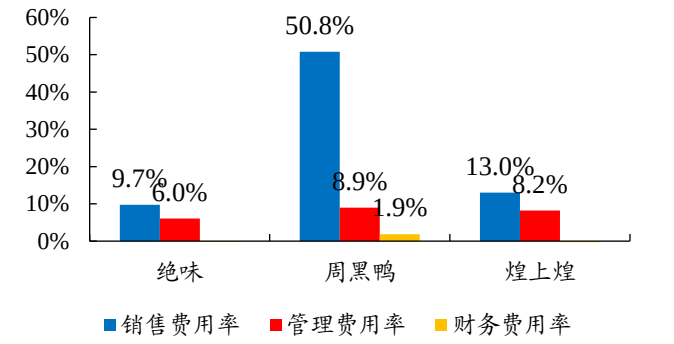
公司三费比例低于同行。2020H1 绝味食品三费比例为 15.4%，低于煌上煌的 17.9%和周黑鸭的 61.6%。细分来看，销售费用占比最高，且行业内公司差异性较大，绝味食品的销售费用控制能力优异，2020H1 绝味食品销售费用率为 9.7%，为行业最低。公司销售费用率低主要因为休闲卤制品行业有供给决定需求的特点，高门店密度就是品牌的最好宣传手段，近两年半绝味食品的广告宣传费分别为 4808 万元、3495 万元和 1012 万元，低于煌上煌和周黑鸭。受益于公司高效的经营管理，公司 2020H1 管理费用率为 6.0%，同样为三家最低，财务费用占比很小，可以忽略不计。横向对比来看，除去 2020 年疫情影响，公司销售费用率已连续三年下滑，管理费用率也逐步下降，公司积极修炼内功，充分利用规模优势减少费用开支，盈利能力不断提升。

图57：绝味食品三费比例最低



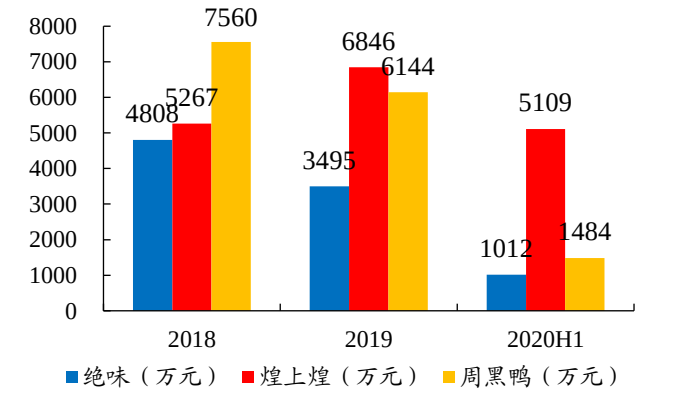
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图58：2020H1 绝味食品销售费用率仅为 9.7%



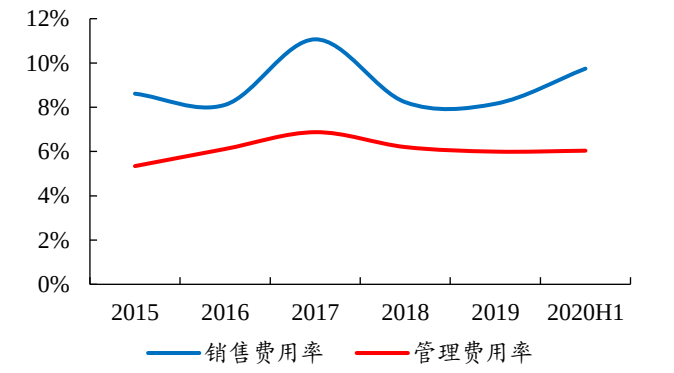
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图59：近两年半绝味食品的广告宣传费用为三家最低



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图60：绝味食品费用率逐渐下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

绝味食品所处休闲卤制品行业赛道优质，在增量市场下公司作为行业绝对龙头有望得到更多红利，同时公司深耕加盟模式在疫情期间逆势开店，市占率将有所提升，我们对公司作出以下假设：

（1）量：2020 年受新冠疫情影响，公司逆势开店，进一步占领受疫情影响而退出市场的卤制品作坊门店，2020 年上半年公司开店 1104 家，预计 2020 年新增门店 1800 家，2021 年和 2022 年预计公司每年新增 1100 家加权门店，则 2020 年-2022 年预计加权门店数分别为 11854、12954、14054 家。

（2）价：由于消费者对提价较为敏感，公司暂无提价计划，公司加快高势能门店开店速度，增加高单价产品销量，预计 2020-2022 年公司鲜货均价增速 1.0%、1.5%、2.0%。受疫情影响，公司上半年销量有所下降，假设下半年公司销售恢复正常，预计公司 2020-2022 年单店销量增速-9.0%、7.5%、3.5%。则公司 2020-2022 年单店收入增速-8.1%、9.1%、5.6%。

（3）毛利率：受疫情影响，2020 年 Q1 毛利率仅为 29.68%，Q2 毛利率达到 38%创历史新高，当前毛鸭价格正处于下行周期，公司作为行业龙头，原材料采购量较大，对上游原材料采购成本有一定议价权，公司下半年毛利率有望提升，预计 2020-2022 年公司整体毛利率为 34.4%、34.8%、35.0%。

（4）费用：受疫情影响，2020 年 Q1 公司销售费用率达到 11.26%，同比+4.00pcts，管理费用率 6.06%，同比+0.58pcts，第二季度公司销售费用率为 8.54%，同比-0.36pcts，管理费用率 5.65%，同比+0.92pcts。受益于规模效应，公司三费比例逐年下滑，预计 2020-2022 年公司销售费用率为 8.4%、8.0%、7.9%，公司管理费用率为 5.9%、5.6%、5.5%。

表12：分项收入预测：鲜货产品业务是主要收入来源

		2019A	2020E	2021E	2022E
鲜货产品	收入（百万元）	4,913.70	5,130.56	6,117.56	7,006.72
	YOY	16.99%	4.41%	19.24%	14.53%
	门店数量（加权）	10435	11854	12954	14054
	YOY	10.02%	13.60%	9.28%	8.49%
	单店收入（万元）	47.09	43.28	47.23	49.86
	YOY	6.33%	-8.09%	9.11%	5.57%
	鲜货均价（万元/吨）	3.83	3.87	3.93	4.01
	YOY	2.96%	1.00%	1.50%	2.00%
	鲜货单店销量（吨）	12.29	11.19	12.03	12.45
	YOY	3.27%	-9.00%	7.50%	3.50%
	毛利率	33.78%	34.56%	35.16%	35.51%
包装产品	收入（百万元）	9.47	7.56	5.87	4.51
	YOY	-27.21%	-20.25%	-22.28%	-23.24%
	毛利率	48.91%	48.91%	48.91%	48.91%
加盟商管理	收入（百万元）	54.90	68.34	74.59	84.00
	YOY	3.19%	24.47%	9.16%	12.61%
	毛利率	96.72%	96.72%	96.72%	96.72%
其他主营业务	收入（百万元）	80.19	136.74	205.12	266.65
	YOY	495.77%	70.53%	50.00%	30.00%
	毛利率	-2.13%	2.00%	2.00%	2.00%
其他业务收入	收入（百万元）	113.70	122.47	134.72	148.19
	YOY	29.13%	7.72%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.01%	35.01%	35.01%	35.01%
合计	收入（百万元）	5,171.96	5,465.67	6,537.87	7,510.08
	YOY	18.41%	5.68%	19.62%	14.87%
	毛利率	33.95%	34.40%	34.80%	35.00%

数据来源：公司公告，开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比主要休闲食品企业煌上煌、良品铺子、三只松鼠、周黑鸭的估值水平，可发现 2021 年煌上煌、良品铺子、三只松鼠、周黑鸭的估值水平分别为 37.80、49.41、62.20、35.92，而绝味食品估值水平为 46.5，略高于行业平均水平，但考虑公司作为休闲卤制品行业绝对龙头，未来成长空间更优，应享受更高的估值溢价。

表13：可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	EPS			PE		
		元	亿元	2020	2021	2022	2020	2021	2022
002695	煌上煌	24.38	125.02	0.53	0.64	0.78	46.0	37.8	31.2

证券代码	证券简称	最新股价	总市值	EPS			PE		
		元	亿元	2020	2021	2022	2020	2021	2022
603719	良品铺子	62.75	251.63	0.96	1.27	1.61	64.58	49.41	38.98
3007783	三只松鼠	55.98	224.48	0.66	0.90	1.17	84.81	62.20	47.85
1458.HK	周黑鸭	9.17	219	0.04	0.23	0.29	206.09	35.92	28.12
	平均值						100.37	46.33	36.54
603517	绝味食品	79.53	484.04	1.32	1.71	1.98	60.4	46.5	40.3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：周黑鸭使用 Wind 一致预期，股价截止至 2020 年 10 月 16 日

预计 2020-2022 年公司营收增长 5.7%、19.6%、14.9%，归母净利润分别为 8.0、10.4、12.0 亿元，分别增长 0.0%、29.9%、15.5%，EPS 分别为 1.32、1.71、1.98 元，当前股价对应 PE 分别为 60.4、46.5、40.3 倍。公司作为休闲卤制品行业龙头，在品牌、产品、原材料、供应链、营销和管理上有较强优势，深耕加盟模式饱和开店带来业绩提升，休闲卤制品行业作为优质赛道仍有两位数增长，首次覆盖给予“增持”评级。

6、 风险提示

食品安全风险、疫情发展影响、原材料涨价风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1524	2471	2588	3080	3382
现金	703	1602	1681	1889	2180
应收票据及应收账款	5	10	5	13	8
其他应收款	55	51	61	73	81
预付账款	116	98	128	143	169
存货	609	669	673	922	904
其他流动资产	36	40	40	40	40
非流动资产	2297	2992	3287	3793	4282
长期投资	785	1122	1453	1819	2172
固定资产	1023	1144	1169	1338	1482
无形资产	161	197	195	193	195
其他非流动资产	328	529	470	443	433
资产总计	3821	5463	5875	6873	7664
流动负债	780	881	822	1087	1011
短期借款	210	180	180	180	180
应付票据及应付账款	227	311	254	417	351
其他流动负债	343	390	388	490	480
非流动负债	14	17	16	17	17
长期借款	0	0	-0	1	1
其他非流动负债	14	17	17	17	17
负债合计	794	897	838	1105	1028
少数股东权益	3	-2	-9	-22	-36
股本	410	609	609	609	609
资本公积	770	1558	1558	1558	1558
留存收益	1843	2394	2891	3518	4244
归属母公司股东权益	3025	4567	5046	5790	6672
负债和股东权益	3821	5463	5875	6873	7664

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	485	1028	812	1114	1211
净利润	631	791	794	1029	1188
折旧摊销	98	130	122	136	129
财务费用	-0	26	-10	-3	-0
投资损失	1	-49	4	-32	-19
营运资金变动	-256	114	-98	-18	-88
其他经营现金流	11	16	1	1	1
投资活动现金流	-871	-799	-421	-613	-600
资本支出	396	524	-36	141	136
长期投资	-454	-256	-331	-357	-353
其他投资现金流	-929	-532	-788	-829	-817
筹资活动现金流	21	669	-313	-293	-320
短期借款	210	-30	0	0	0
长期借款	0	0	-0	1	0
普通股增加	0	199	0	0	0
资本公积增加	3	788	0	0	0
其他筹资现金流	-192	-288	-313	-294	-320
现金净增加额	-363	899	78	208	291

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4368	5172	5466	6538	7510
营业成本	2870	3416	3585	4263	4882
营业税金及附加	40	41	52	61	67
营业费用	359	422	462	526	596
管理费用	261	294	323	363	409
研发费用	10	16	7	11	16
财务费用	-0	26	-10	-3	-0
资产减值损失	3	-1	0	0	0
其他收益	8	4	4	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	49	-4	32	19
资产处置收益	-2	-2	-1	-1	-1
营业利润	831	1006	1045	1352	1562
营业外收入	22	53	28	31	33
营业外支出	4	9	7	6	6
利润总额	848	1050	1066	1377	1589
所得税	217	259	272	349	402
净利润	631	791	794	1029	1188
少数股东损益	-10	-10	-8	-12	-15
归母净利润	641	801	802	1041	1202
EBITDA	937	1142	1149	1471	1668
EPS(元)	1.05	1.32	1.32	1.71	1.98

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.4	18.4	5.7	19.6	14.9
营业利润(%)	27.8	21.1	3.8	29.5	15.5
归属于母公司净利润(%)	27.7	25.1	0.0	29.9	15.5
获利能力					
毛利率(%)	34.3	33.9	34.4	34.8	35.0
净利率(%)	14.7	15.5	14.7	15.9	16.0
ROE(%)	20.8	17.3	15.8	17.8	17.9
ROIC(%)	19.2	16.0	14.6	16.6	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	16.4	14.3	16.1	13.4
净负债比率(%)	-15.8	-30.8	-29.5	-29.3	-29.9
流动比率	2.0	2.8	3.1	2.8	3.3
速动比率	1.0	1.9	2.1	1.8	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	986.4	711.4	711.4	711.4	711.4
应付账款周转率	11.1	12.7	12.7	12.7	12.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.32	1.32	1.71	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.69	1.33	1.83	1.99
每股净资产(最新摊薄)	4.97	7.50	8.29	9.51	10.96
估值比率					
P/E	75.6	60.4	60.4	46.5	40.3
P/B	16.0	10.6	9.6	8.4	7.3
EV/EBITDA	51.1	41.1	40.8	31.7	27.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn