

# 绝味食品(603517)

## 报告日期: 2019年3月11日

# 发债扩产能建仓储,持续扩张有空间

--绝味食品深度报告

●: 申晟

执业证书编号: S1230118090046

: shensheng@stocke.com.cn

## 投资要点

#### □ 绝味 VS 周黑鸭: 地级市渗透下沉 VS 直辖市高举高打

我们截取了绝味和周黑鸭 2017 年和 2019 年 3 月的开店数据,可以看出绝味在 地级市的拓展速度最快, 地级市的店数占比从 2017 年初的 41.2%继续上升至 45.4%,超75%的门店集中在地级市及省会,而周黑鸭直辖市的店数占比从2017 年年初的21.4%上升至24.5%。超75%的门店集中在直辖市和省会。

#### □ 绝味持续开店的推力来源于供应链优化、加盟管理经验和轻资产模式

我们预测绝味的开店空间在19.442家,仍有近1万家的扩容空间,其持续开店 的推力在于(1)生产基地遍布全国,实现最优冷链运输半径;(2)SAP\RMS系 统实时监测生产、库存、销售情况,规范管理;(3)优秀可复制的加盟商管理 经验; (4) 可快速发展的轻资产模式。

### □ 单店收入弹性有保障

我们认为绝味单店收入弹性来源于(1)单价低、提价有空间;(2)品牌升级以 及选址成熟所带来的单店收入提升;(3)头部一线城市店铺提价所带来的弹性, 以及尾部低线城市店铺消费者对新鲜产品的好奇,周边配套设施的成熟所带来 的低基数下的成长,共同拉动整体单店收入的提升

#### □ 公司有平滑鸭副成本挺毛利的能力

我们通过分析历史数据得知,(1)鸭副价格波动和鸭肉价格波动不具备完全的 一致性,绝味可通过调节品类销售缓解成本;(2)发债新建仓储基地,位于原 料供给大省,提高鸭副原料的收储能力。

#### □ 盈利预测及估值

由于目前业绩快报并未披露具体经营数据情况, 我们按照 2019 年中位数开店 900 家,单店收入+4%;而 2020 年开店在基数覆盖范围增加的情况下,开店速 度略放缓至每年净增800家,而单店收入受益于新品类和结构调整影响,同比 +4.6%, 预计 2019/2020 年收入分别为 49.3 亿/55.3 亿, 分别同比+12.8%/12.3%, 预计净利润分别为 7.6 亿/8.9 亿,分别对应 PE 23X/20X,维持买入评级。

#### 风险提示

鸭副价格上涨超预期/提价效果不达预期,同店收入下滑/竞争激烈,费用高企

#### 财务摘要

2017A	2018E	2019E	2020E
3,850	4,368	4,925	5,530
17.59%	13.46%	12.74%	12.30%
502	641	759	888
31.93%	27.73%	18.43%	16.97%
1.22	1.56	1.85	2.17
35.14	27.51	23.23	19.86
	3,850 17.59% 502 31.93% 1.22	3,850 4,368 17.59% 13.46% 502 641 31.93% 27.73% 1.22 1.56	3,850       4,368       4,925         17.59%       13.46%       12.74%         502       641       759         31.93%       27.73%       18.43%         1.22       1.56       1.85

<b>评</b> 级	头人
上次评级	买入
当前价格	¥ 44.78
单季度业绩	元/股
3Q/2018	0.41
2Q/2018	0.39

0.36

0.30



#### 公司简介

217.617

1Q/2018

4Q/2017

#### 相关报告

1《绝味食品业绩快报点评: 18年业绩 稳定增长,投入供应链管理夯实长期竞 争力》2019.01.23

2《绝味食品三季报点评: 收入稳步增 长,鸭附成本上涨影响毛利》2018.10.30

报告撰写人: 申晟 数据支持人: 申晟



# 正文目录

1.	.绝味开店扩张的空间还有多少?	4
	1.1. 绝味、周黑鸭的店开在了哪里	4
	1.1.1. 绝味 VS 周黑鸭:全国化布局 VS 华中占比依然较高	4
	1.1.2. 绝味 VS 周黑鸭:地级市渗透下沉 VS 直辖市高举高打	5
	1.2. 绝味持续开店背后的推力来源于供应链优化、加盟管理经验和轻资产模式	6
	1.2.1. 最优冷链配送半径+SAP\RMS 系统监测	
	1.2.2. 优秀可复制的加盟商管理经验	7
	1.2.3. 快速发展的轻资产模式	
	1.3. 未来开店空间测算	
2	. 收入弹性有保障,提高平滑鸭副成本能力挺毛利	
۷.	· 收入评注有休净,旋向干凊鸭副成本能力挺七利	
	2.1. 平价和平店收入评性商	
	2.2.1. 鸭副和肉鸭价格波动不完全同步,可通过调整品类来平衡成本压力	
	2.2.2. 新建仓库以增加原材料的储存蓄水量	13
	2.3. 绝味鸭副成本敏感性测算	14
_	. 盈利预测	15
	图表目录	
冬		
<b>冬</b>	图表目录	4
图图图	1: 绝味门店数及 YoY 增速    2: 周黒鴨门店数及 YoY 増速    3: 周黒鴨 2017 年 3 月店舗分布(按区域,地级市及以上)	4 4
图图图图图	1: 绝味门店数及 YoY 增速  2: 周黑鸭门店数及 YoY 增速  3: 周黑鸭 2017 年 3 月店铺分布(按区域,地级市及以上)  4: 周黑鸭 2019 年 3 月店铺分布(按区域,地级市及以上)	4 5 5
图图图图图图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	4 5 5 5
图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图图图图图图图图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图图图图图图图图图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图 图 图 图 图 图 图 图 图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图图	图表目录  1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图 图 图 图 图 图 图 图 图 图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	
图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图 图	1: 绝味门店数及 YoY 增速	



图 18: 绝味的毛利率和期间费用率比较	10
图 19: 绝味单店收入 (报表口径、万元) 及增速	11
图 20: 绝味吨价及增速	11
图 21: 国内鸭苗、鸡苗价格走势基本一致	12
图 22: 国内毛鸭、白羽肉鸡价格走势相仿	12
图 23: 鸭苗价格振幅较高	12
图 24: 毛鸭价格振幅低于鸭苗	12
图 25: 2017-2018 年毛鸭价格 YoY	13
图 26: 绝味分季度毛利率	13
图 27: 绝味 2013-9M16 主要原材料采购价格 (元/kg)	13
图 28: 绝味 2013-9M16 主要原材料采购量 (万吨)	13
图 29: 2016 年益客主要客户占比	
图 30: 绝味前五大供货商占比	14
图 31: 绝味 18H1 原材料采购量显著增加	14
图 32: 绝味、周黑鸭的存货周转天数	14
表 1: 主要区域划分依据	
表 2: 绝味未来开店规模测算	
表 3: 同期毛鸭、鸭脖、鸭锁骨和鸭舌价格同比增速	
表 4: 绝味成本敏感性测算	14
表 5: 绝味收入端测算(人民币百万元)	15
表 6: 绝味成本端测算(人民币百万元)	16
表附录: 三大报表预测值	18



## 1. 绝味开店扩张的空间还有多少?

从 2017 年 3 月上市以来,绝味从 2016 年的 7,924 家门店扩张至 2018 年年底近 10,000 家门店,年均开店增速达 11.8%,而 2016 年年底上市的周黑鸭,从 2016 年的 778 家门店扩张至 2018 年年底近 1300 家门店,年度开店增速达 30%,两家休闲卤制品龙头企业保持着稳健的全国化布局速度,我们汲取了大众点评和公司官网的数据,主要为了解决以下三个问题:(1)过去两年他们开店开到了哪里?(2)未来开店的空间有多少?(3)什么支持持续开店扩张?

图 1: 绝味门店数及 YoY 增速

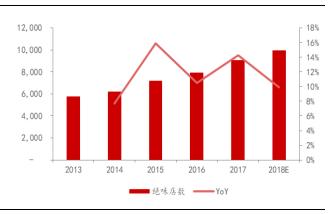
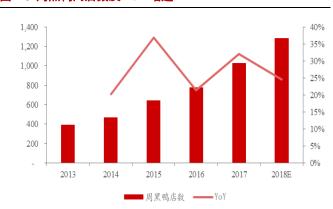


图 2: 周黑鸭门店数及 YoY 增速



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

## 1.1. 绝味、周黑鸭的店开在了哪里

我们从公司网站以及大众点评网截取了两家公司的开店数据,将开店数据分为两个维度解析: (1) 按经济发展程度: 直辖市、省会、地级市以及县级市乡镇; (2) 按地区差异: 华东、华中、华北、华南、西南、东北以及西北。我们发现目前绝味下沉的重心依然在地级市,县级市及乡镇依然渗透率较低,未来扩店在于地级市渠道的进一步下沉,以及县级城市的覆盖度的提升。

表 1: 主要区域划分依据

区域	省份及直辖市
华东	上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东
华中	河南、湖北、湖南
华北	北京、天津、山西、河北、内蒙古
华南	广东、广西、海南、香港、澳门
西南	重庆、四川、贵州、云南、西藏
东北	黑龙江、吉林、辽宁
西北	陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆

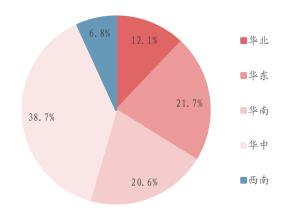
资料来源: 浙商证券研究所; 注: 网上信息会有统计差池, 以公司报表为准

#### 1.1.1. 绝味 VS 周黑鸭:全国化布局 VS 华中占比依然较高

华东地区依然扩店强劲:在过去两年中,绝味、周黑鸭处于地级市以上区域的店铺中,在华东地区的占比提升。有更多工厂的绝味基本全国区域覆盖,而周黑鸭的大本营华中地区在整体店铺占比中依然就要较高的占比,贡献着较多的营业额,受制于工厂产能、选址和运输半径,周黑鸭目前尚未有在东北、西北开店,主打直营的周黑鸭的扩店广度不及绝味。

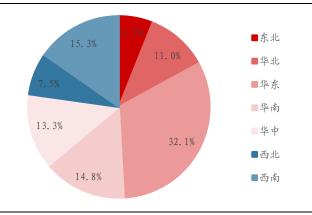


#### 图 3: 周黑鸭 2017 年 3 月店铺分布(按区域,地级市及以上)



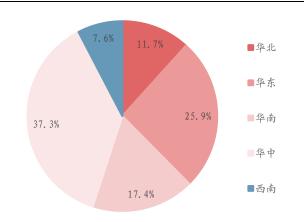
资料来源:公司网站,大众点评,浙商证券研究所

图 5: 绝味 2017年 3 月店铺分布(按区域, 地级市及以上)



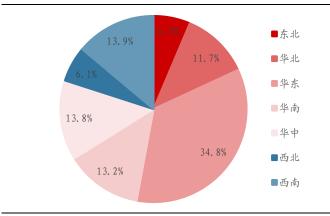
资料来源: 大众点评, 浙商证券研究所

### 图 4: 周黑鸭 2019年3月店铺分布(按区域,地级市及以上)



资料来源:公司网站,大众点评,浙商证券研究所

#### 图 6: 绝味 2019 年 3 月店铺分布(按区域, 地级市及以上)

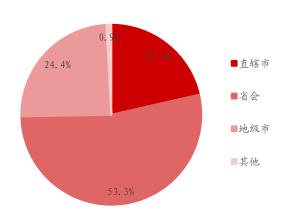


资料来源:大众点评,浙商证券研究所

#### 1.1.2. 绝味 VS 周黑鸭: 地级市渗透下沉 VS 直辖市高举高打

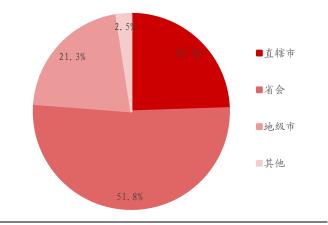
从 2019 年 3 月和 2017 年 3 月的数据比较来看,绝味在地级市的拓展速度最快,地级市的店数占比从 2017 年初的 41.2%继续上升至 45.4%,超 75%的门店集中在地级市及省会,而周黑鸭直辖市的店数占比从 2017 年年初的 21.4%上升至 24.5%。超 75%的门店集中在直辖市和省会。周黑鸭定价相对较高,且为固定包装,这样使得客单价超 65 元,而绝味大多为散装,消费者可自主控制购买的金额(减少量的购买),这样的定位定价优势使其更易渠道渗透下沉。

图 7: 周黑鸭 2017年3月店铺分布(按行政区域)



资料来源:公司网站,大众点评,浙商证券研究所

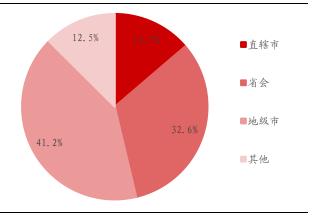
图 8: 周黑鸭 2019 年 3 月店铺分布(按行政区域)



资料来源:公司网站,大众点评,浙商证券研究所

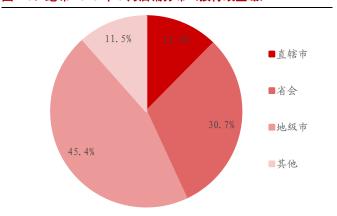


#### 图 9: 绝味 2017 年 3 月店铺分布(按行政区域)



资料来源: 大众点评, 浙商证券研究所

#### 图 10: 绝味 2019 年 3 月店铺分布(按行政区域)



资料来源:大众点评,浙商证券研究所

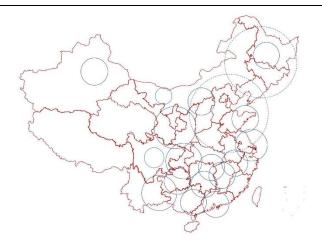
## 1.2. 绝味持续开店背后的推力来源于供应链优化、加盟管理经验和轻资产模式

休闲卤制品保质期较短以及上瘾想吃就要吃的特性,使得消费者更加注重获得的时效性:即好吃、新鲜、卫生、购买方便。绝味的门店和工厂遍布全国,在满足消费者即食性的口福后,更增加了品牌的知名度;而周黑鸭采用直营模式,目前门店数量较少,工厂也较为分散,如果要全国扩张,单价不高的鸭脖难以承受高物流成本。行业发展至今,(1)各家新兴的休闲卤制品公司拳头产品各不同,绝味主打鸭脖、煌上煌主打酱鸭餐桌产品、周黑鸭则为锁鲜装,相互之间并不构成直接竞争;(2)另外行业空间足够大,CR3尚不足15%,领头羊还处在跑马圈地的时代,目前绝味的店数以及覆盖的广度远高于其他竞争对手,能进一步下沉以抢夺农贸市场的客户,其背后的推力来源于其供应链不断的优化、管理加盟商的经验以及加盟轻资产模式。

#### 1.2.1. 最优冷链配送半径+SAP\RMS 系统监测

生产基地遍布全国: 休闲卤制品是一种即时性产品,新鲜度越高、口感越好,这成为抓住消费者的重要方面。公司现有 20 个加工工厂,分布在全国各省市,以供给全国 1 万家门店的货品,以最优冷链配送距离(覆盖半径 300-350公里)作为辐射半径,构建了一个"紧靠销售网点、快捷供应、最大化保鲜"的全方位供应链体系,共仓共配实现了直接、快捷、低成本的产品配送效果,为门店的快速扩张提供了坚实的基础。

图 11: 绝味工厂分布及覆盖



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 12: 周黑鸭工厂分布及覆盖



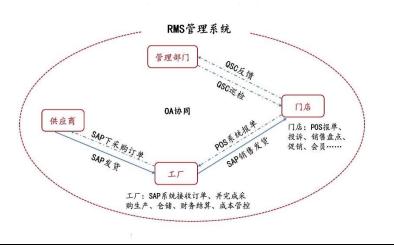
资料来源:公司公告,浙商证券研究所

RMS 系统实时监测生产、库存、销售情况,规范管理:公司采取每日以销定产的经营模式,每日指定时间各门店向公司发送次日产品订单,公司系统收到订单后进行汇总,经审核后各基地接到生产任务单后晚上安排生产,次日凌



晨发货,以保证每日产品的新鲜度;公司建立的 RMS 系统从原材料采购到工厂生产到门店销售到门店库存,做到实时了解每家店面的进、销、存,为生产计划调整提供依据,通过提高整条产业链信息化的程度,从而改善整个供应链的运营效率。

#### 图 13: 绝味的 RMS 质量管理系统



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

信息系统持续优化带来高效率: 现代化的管理离不开信息化系统的加持,公司建立信息化系统不难,难的是执行的程度和修正的过程。绝味从发展初期便开始逐步建立包含供应商和加盟商在内的供应链信息化管理体系,我们尚无法从财报中分解出对于整体利润率的影响,但从长期来看,休闲卤制品的短保性,使其类似低温巴氏奶,需要就近消费区域建立工厂,并对终端消费的量有长期经验的积累才能做到低损耗报单,提高整体链条的效率,而信息系统也在这期间不断优化,绝味这 20 家工厂、1 万家门店的管理经验的积累就是对于信息系统完善最大的支持,未来可进入一个正向循环,相互促进加持。

#### 1.2.2. 优秀可复制的加盟商管理经验

连锁加盟经营实行的是统一经营方式、管理模式、操作程序和服务标准,先集中采购后分散销售,才可以获取规模效应,其加盟模式持续有效的经营是关键所在。而选取怎样的加盟商、怎样让加盟商持续的赚到钱,以及给予加盟商规范管理,控制风险是绝味的长项所在。

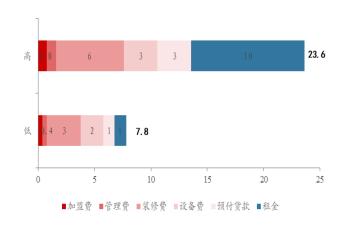
选取怎样的加盟商:由于租金占经销商销售成本的60%左右,这样使得绝味选取新的经销商标准在于店铺的可获得性:是否为自有、租金价格及稳定性、以及获取新商铺的能力;第二个标准在于所选取的店铺是否在绝味的供应配送线路上,以节约配送成本;第三是是否具备相关的执照。

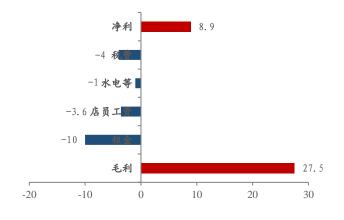
怎样让加盟商赚到钱:(1)选址 — 公司会综合考虑店铺周围的商圈、人流量、消费习惯、消费水平等条件,对门店选址进行审核;(2)初始投资 — 加盟商需缴纳 4,000-8,000 元/年的加盟费、4,000-8,000 元/年的管理费、3-6 万的初始装修费、2-3 万的设备费用、1-3 万元的一次性预付货款, 按门面不同(付三押一)1-10 万不等的租金费用,合计初始投资成本为 7.8 万元-23.6 万元;(3)期间费用 — 从绝味的报表中看,绝味出货口径单店约为 45 万左右,一般绝味给予经销商的毛利率在 40%左右,算上货折和促销费用,大概在 38%左右,也就是说加盟商的毛利平均有 27.5 万元,其中最常见的地级市社区门店为例,一年租金约为 10 万每年,店员工资约为 3.6 万每年(夫妻老婆店聘请一个帮贡),水电煤气费约为 1 万元,个体商户税费约为 4 万元,则净利约为 8.9 万元(1-2 年就能收回初始成本),门店净利率约为 12%左右,利润率可观。除此之外,绝味积极鼓励经销商改装门店、在不同时间点配合做促销营销以及管理能力的培养都进一步提高了加盟商持续赚钱的能力。诚然,在绝味发展加盟商的过程中,会有做的不如意的客户退出,有能力的客户越做大,盈利能力提升,其利润率维持在 12%,初始投入较小,品牌运作稳定,相对于其他生意来说就是一个好投资。



#### 图 14: 绝味加盟商的初始投入成本(万元)

#### 图 15: 绝味一般社区加盟商的净利水平(万元)





资料来源:调研信息,浙商证券研究所

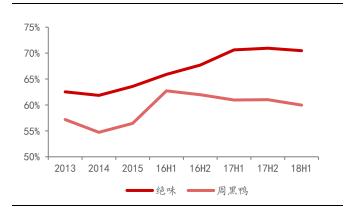
资料来源:调研信息,浙商证券研究所

规范完善可复制的加盟商管理体制:除了日常的主管和专员对加盟商定期或不定期的巡防、核检及辅导;对店长、店员进行上岗前和日常培训外,公司还制定了加盟商分级管理和激励政策,根据定期检核、销售业绩评定,根据评定结果进行不同层次的奖励政策,看似简单的连锁加盟规范,其实背后是多次的反复试错、检验、纠错和归正的反复,这些经验积累成为绝味的主要优势。绝味已经制定了了一套完整的门店管理制度,涉及门店管理的各个方面,确保了门店操作标准化、以及连锁经营的可复制性。公司还独创了"加委会"体系,最底部是以 60-70 家店成立的战区级加盟商委员会,在省级、大区级、全国分别设置另外三级加盟商委员会,各级加委会的成员由本级加盟商选举,参与公司加盟商管理,这一体系将加盟商的利益与公司利益实现了捆绑,有助于缓和公司与加盟商利益冲突,优化公司管理。例如,如果某一加盟商出现违规,则对其事先管理的是加委会而非公司;同时公司在对其分、子公司考核是,公司将30%打分权重给予加委会。加委会比公司更加接近加盟商,能够协助公司更好进行管理,减轻压力。

#### 1.2.3. 快速发展的轻资产模式

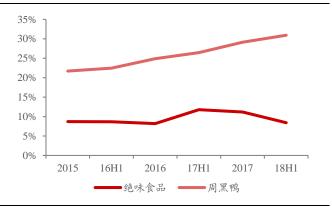
加盟在扩张过程中易占得先机: 鸭脖属于即时快消品,不需要堂食,服务环节不需要很多管理规范,商品的标准化程度高,小业态经营下适合加盟连锁扩张,其连锁快速跑马圈地的目的在于,集中采购和集中配送,提高对供应商的谈判能力,并通过连锁门店的曝光,增加品牌的知名度,以提升坪效。连锁加盟在规范科学化管理前提下,相较直营的优势在于(1)直营品牌在异地扩张时,易遭遇"水土不服",而连锁在找加盟商时,加盟商本身就是本地人,对于选址、口味的感知会好于非本地人;(2)虽说选址都是试错试出来,但直营直接承担了试错成本,而加盟模式将风险部分转移给了加盟商;(3)直营由于自担成本,所以扩张较为谨慎,扩张速度较慢,适合较好的店铺容易被竞争对手占据,错过发展高峰期。

图 16: 调整后的绝味、周黑鸭毛利率比较



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 17: 绝味、周黑鸭的费用率比较





轻资产快速圈地下,规模效应已显现:毛利端看,从报表口径来看的话,绝味的毛利率低于周黑鸭的毛利率,但由于绝味给了加盟商 38%-40%左右的毛利,所以我们粗略加回 35%左右的毛利给到绝味的报表端。绝味在快速扩张门店后,店数的增多使得获客成本减低,而周黑鸭实行会员绑定提高复购率的政策,给予会员较多优惠活动,并未充分享受到上波鸭副成本的红利,实际毛利率出现下滑,和绝味调整后的毛利率差距拉大。费用端看,周黑鸭受困于新店投放过程中房租以及人工费用的上升,叠加能够弥补单店覆盖范围的外卖提成所带来影响,费用率较高;而绝味轻装上阵,费用中占比最大的广告费用和运输费,在度过 2017 上市后营销费用投放高企的影响后,18 年的销售费用率逐步平稳,而运输费用随着新工厂的逐步建成,以及开店集中后所带来的单位成本的下滑,运输费用率开始缓慢下移。

## 1.3. 未来开店空间测算

我们按照以下条件测算未来绝味的开店空间,(1)直辖市相对成熟,我们以其作为标准,目标每5万人/一家店;(2)省会和地级市,按照人均GDP和直辖市城市直接的差距比重,作为单店覆盖人数的目标数;(3)绝味目前点集中在地级市,县级市由于地域较广,尚需时间铺设,假设每个县级行政区1家店,总计2,856家店。从我们的测算结果来看,绝味的开店空间在19,442家,仍有近1万多家的扩容空间。

表 2: 绝味未来开店规模测算

	现有店数(个)	总人口 (万人)	单店覆盖人数 (万人/店)	目标值 (万人/店)	未来总店数	人均 GDP (元)
直辖市	1,362				1,844	109,503
北京	281	2,171	7.7	5.0	434	128,994
上海	383	2,418	6.3	5.0	484	126,634
重庆	436	3,075	7.1	5.0	615	63,442
天津	262	1,557	5.9	5.0	311	118,944
省会	3,360				4,097	
西安	312	962	3.1		312	78,346
长沙	347	792	2.3		347	135,388
成都	256	1,604	6.3		256	86,911
南昌	177	546	3.1		177	93,145
杭州	243	947	3.9		243	134,607
沈阳	186	829	4.5		186	70,722
昆明	177	678	3.8		177	71,906
南京	187	834	4.5	3.9	215	141,103
郑州	230	988	4.3		230	93,143
广州	196	1,450	7.4	3.6	399	150,678
贵阳	109	480	4.4		109	74,493
武汉	117	1,089	9.3	4.4	246	123,831
南宁	98	715	7.3		98	57,948
福州	92	766	8.3	5.9	131	93,290
济南	103	732	7.1	5.5	132	98,967
太原	86	438	5.1		86	77,536
哈尔滨	96	1,093	11.4	8.3	132	66,301
石家庄	87	1,088	12.5	9.2	119	59,645
兰州	51	373	7.3		51	67,882
长春	39	749	19.2	6.3	119	86,931



	1	I	I	1	1	I
海口	40	227	5.7		40	61,583
合肥	71	797	11.2	6.0	133	91,113
呼和浩特	31	311	10.0	6.8	46	80,000
西宁	8	236	29.4	10.0	24	54,800
银川	10	223	22.3	6.7	33	81,656
乌鲁木齐	9	350	38.9	6.9	51	79,060
拉萨	2	69	34.4	10.1	7	54,000
地级市	4,977				10,582	
县级市及以下					2,856	
港澳台及海外	38				63	
香港	18				30	
新加坡	20				30	
加拿大	0				3	
合计					19,442	

资料来源: 大众点评, 浙商证券研究所

## 2. 收入弹性有保障, 提高平滑鸭副成本能力挺毛利

轻资产上阵的绝味过去利润率的提升主要来源于毛利率的贡献,而期间费用率相对稳定,我们认为绝味未来毛利稳步向上的推力在于(1)品类和提价所带来的单价弹性;(2)品牌培育升级以及选址成熟所带来的单店收入提升;(2)平滑鸭副成本能力

图 18: 绝味的毛利率和期间费用率比较



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

## 2.1. 单价和单店收入弹性高

单价低、提价有空间: (1) 目前绝味加盟店的客单价约为 20-30 元,直营门店的客单价约为 50-60 元,由于绝味大部分为散装产品,均价比其锁鲜装低 20%左右,相对的低价使其具备提价的空间;(2)散装的产品特性使得消费者可以按固定价格、多频次购买,对于提价不敏感;(3)绝味全国有 1 万家门店,可分时间段分区域提价,局部测试消费者对于价格的敏感度,以及时调整价格策略。2017 年年年底为了应对原料价格的上涨,先对价格不敏感的一线城市提价,然后逐步扩散至其他区域,实时把控调价的接受度,提高调价的成功率。

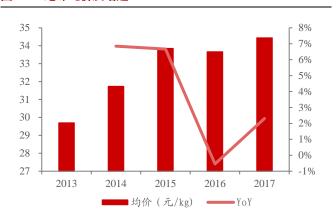


品牌升级以及选址成熟所带来的单店收入提升:目前绝味已经完成了大部分店的四代门店升级改造,在门店形象、卫生状况以及产品布局做了较大提升,可以给老店吸引更多的客流,提高消费频次,从而增加单店的收入;另外,绝味的选址过程规范且有经验,部分新地址周边配套逐步成熟能够带来单店收入的提升,而若部分老店经营效应不佳,加盟商即自动退出,老店升级+新店成熟+差店关闭组合拳推动单店收入的提升。

图 19: 绝味单店收入(报表口径、万元)及增速



图 20: 绝味吨价及增速



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

市场上多为疑虑的是单店收入的增速问题,一般来说对于绝味食品收入端的预测方法为店数\*单店收入,店数的增速一般预计为每年800-1200家的速度,而单店收入我们寄希望于3%+增速,但实际情况中并不是所有的店都能达成。我们需要动态综合的看这个3%的单店增速,目前单店增速的提升除了上面所说的品牌以及选址成熟外,更多的带动来源于头和尾的门店,即一线城市的门店对于提价并不敏感,更注重食品的品牌化、以及下线城市对新鲜产品的好奇心,周边配套设施的成熟所带来的低基数下的成长,这两个部分的店面增长对于整体单店的收入提升作用明显,而中部地区的店面需要做到的是收入增速不下滑或者微增,公司会采取促销等手段保证目标的达成。

#### 2.2. 平衡鸭副成本的能力

鸭副成本占整体原材料成本近80%,鸭成本受制于环保及周期的影响,近一年价位较高,我们通过分析历史数据得知,(1)鸭副价格波动和鸭肉价格波动不具备完全的一致性,绝味可通过调节品类销售缓解成本;(2)新建仓储基地,提高鸭副原料的收储能力。

#### 2.2.1. 鸭副和肉鸭价格波动不完全同步,可通过调整品类来平衡成本压力

环保收紧,鸭养殖进入整合: 2017年5月份开始,全国范围内开始执行新的环保细则。国务院要求 2017年底前各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户。环保政策的实施使得养殖大省山东、江苏的大量散户退出,而规模养殖的量并没有快速跟上,造成 2017年5月起毛鸭价格大涨,预计环保导致养殖量下降 20-30%,迫使行业进入新的整合周期。2017年11月开始,长期的肉鸭养殖微亏(利)后备祖代鸭存栏出现下跌,环保导致后补产能未跟上,虽然 2018年上半年在产母代存栏有所恢复,但同比依然有所减少,导致 2018年鸭价一路上升;同时由于鸡鸭价格相关度较高,鸡价处于上升通道,情绪带动鸭价价格上升。但区别于白羽肉鸡行业,由于祖代鸭产能在国内,因此引种和换羽需求弱于白羽肉鸡,一般来说鸭苗价格上涨至 4-5 元时,祖代鸭进一步补栏意愿强烈,传送至商品代需 15个月左右的时间,预计 18年上半年开启的种鸭持续存栏恢复,将降低 19 年鸭价继续大幅上涨的压力。

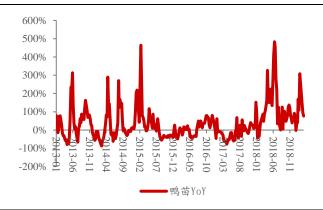


#### 图 21: 国内鸭苗、鸡苗价格走势基本一致



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

#### 图 23: 鸭苗价格振幅较高



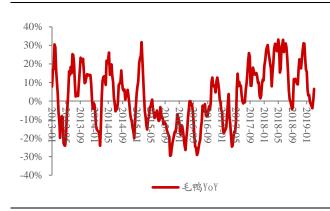
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

#### 图 22: 国内毛鸭、白羽肉鸡价格走势相仿



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 图 24: 毛鸭价格振幅低于鸭苗



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

**单品种鸭副采购价格受需求影响更大:**鸭副采购价格除了受上游供给的影响,下游卤制品的销售需求也会影响采购价格。从周黑鸭招股说明书看,虽然毛鸭价格时有波动,但鸭脖、鸭锁骨和鸭舌的价格走势和毛鸭总体价格的波动并不完全一致,各品类自身的涨跌幅同一时期内也不相似,根据照顾说明书显示,鸭副各品类价格相对受需求影响更为明显,如鸭舌 2015 年由于受终端销售增加的影响,价格大幅上升,而同期其他鸭副价格维持稳定。

表 3: 同期毛鸭、鸭脖、鸭锁骨和鸭舌价格同比增速

	毛鸭价格 YoY	鸭脖价格 YoY	鸭锁骨价格 YoY	鸭舌价格 YoY
2011		75. 4%	75. 4%	75. 4%
2012	-14. 3%	-19. 2%	-10. 7%	-18. 9%
2013	5. 7%	-1.0%	14. 9%	3. 0%
2014	1. 6%	6. 7%	27. 3%	5. 9%
2015	-7. 2%	4. 5%	-2.0%	29. 3%
9M16	-8. 7%	-10. 3%	-15. 6%	-8. 6%

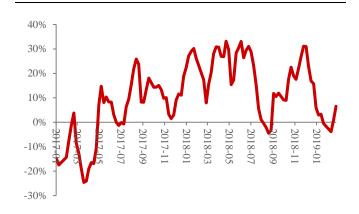
资料来源: Wind, 周黑鸭招股说明书, 浙商证券研究所

**绝味调节鸭副品类缓解毛利成本能力强**:在上一轮 2013-2014 年鸭成本上升情况下,绝味毛利率下滑幅度<周黑鸭,两家销售均价都有提升,但由于都处于市场开拓期,提价幅度不足以覆盖原材料上涨幅度,2014 年绝味加盟/周黑鸭毛利率分别下滑 1.9ppt/2.5ppt。2017/2018 年毛鸭价格分别平均上涨+2.9%/+19.9%,而绝味 2017-2018 年的毛利率基本保持稳定,18Q3 受世界杯促销以及部分原材料价格的营销,毛利率同比略有下滑。从上文分析中我们得出,在毛鸭价格波动时,鸭副产品价格之间的涨跌幅不一,我们预计绝味鸭脖产品约占总体产品的 35%左右,远高于其他产品的占比,这样使得当鸭副件价格涨幅不一时,公司可通过促销原材料涨幅较小的产品来增加销量,缓解原材料涨幅较高



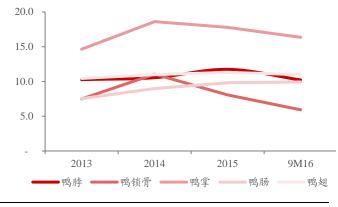
的其他品类毛利压力;同时今年公司致力于开发更高毛利的"椒椒有串"和"热卤"产品,寻找新的增量产品的同时,提高毛利率。

#### 图 25: 2017-2018 年毛鸭价格 YoY



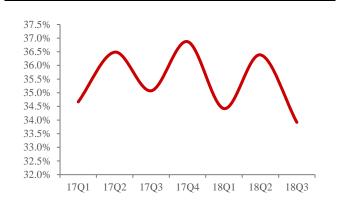
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

#### 图 27: 绝味 2013-9M16 主要原材料采购价格(元/kg)



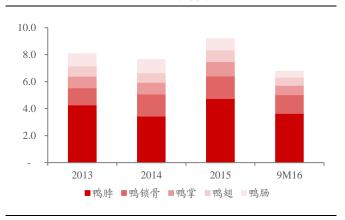
资料来源: 绝味招股说明书, 浙商证券研究所

#### 图 26: 绝味分季度毛利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

#### 图 28: 绝味 2013-9M16 主要原材料采购量(万吨)



资料来源: 绝味招股说明书, 浙商证券研究所

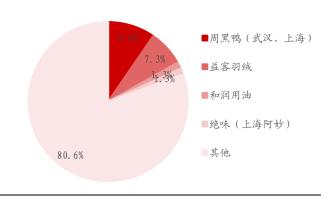
间接提价方式多样化:提价的决定因素较多,不单受制于成本的上涨,还牵涉到消费群体的接受度、竞争格局以及产品综合毛利等因素。除了直接提终端销售价,绝味还具备间接优化产品结构,提高毛利率,同时保持消费者的新鲜度和忠诚度:(1)提高高端非鸭副产品的比例,目前禽类收入占比约占总体收入的80%,占比依然较高,增加非鸭副品类成为对抗消费者疲劳以及品牌老化的主要方式,一般来说原材料较为便宜的素菜类以及定价较高的海鲜类产品毛利较高。就拓展产品品类方面,绝味的优势相对明显,目前公司全国有20家工厂,有利于运用当地食材,制作出更符合当地消费者需求的卤制品;(2)管理SKU,剔除老旧产品:提价并不局限于对现有产品的直接提价,也可淘汰SKU中老旧产品,用毛利更高的新口味产品取而代之。如绝味每年梳理旗下SKU产品,将原先的200多个产品集中到100多个SKU,提升了产品生产效率,升级了产品结构。

#### 2.2.2. 新建仓库以增加原材料的储存蓄水量

上周公司发布可转换公司债券募集说明书,发行总额为 10 亿元,初始转股价确定为 40.52 元/股,公司本次可转债项目募集资金拟投资于产品加工基地: 天津 3.73 万吨、江苏 3 万吨、武汉 0.6 万吨,以及山东 3 万吨仓储中心建设项目,山东仓储中心的建设靠近原料采集地,有助于提高原材料冻品的储存能力,缓解上游成本波动。



#### 图 29: 2016 年益客主要客户占比



资料来源: 益客公告, 浙商证券研究所

#### 图 30: 绝味前五大供货商占比

	9M16	2017
江苏益客	16. 2%	11. 7%
山东天惠	12. 8%	
新希望六和	9. 2%	8. 2%
禹城和美	9. 0%	6. 6%
寿光圣沛		5. 8%
寿光众泰		5. 6%
山东天成	6. 5%	
前五大供货商占比	53. 7%%	37. 8%

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

**绝味采取统一+地方采购,择时囤货**: 统一采购即在全国范围内寻找合适的供应商集中采购; 地方采购指在产品 生产基地附近筛选合适的供应商进行采购,这样使得价格较为便宜。从 2016-17 年的前五大供货商的占比来看,主要 分布在山东和江苏,此次在山东建设仓储中心,距离主要供货中心,可协调整体原料进货成本。绝味和上游合作合同 一年一签,而价格和量采用月结的方式,价格大多随行就市。一般来说冻品的保质期为 12 个月,但为了保证口感,大 多选择在 6 个月内用完。公司认为每年在 7,8 月份以及临近过年时原材料都会有季节性波动,一般会择时加大囤货量。

图 31: 绝味 18H1 原材料采购量显著增加



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

### 图 32: 绝味、周黑鸭的存货周转天数



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

## 2.3. 绝味鸭副成本敏感性测算

我们以 2017 年年报作为计算鸭副成本敏感的基础,当鸭副成本上升 5%/10%,产品不提价的时候,则毛利率分别下滑 2.5ppt/5.1ppt,则终端产品价格上涨相近的幅度才能覆盖成本。

表 4: 绝味成本敏感性测算

		鸭副成本变动							
		-15%         -10%         -5%         0%         5%         10%         15%				20%			
	-5%	41.0%	38. 4%	35. 8%	33. 1%	30. 5%	27. 8%	25. 2%	22. 6%
	0%	43. 4%	40. 8%	38. 3%	35. 8%	33. 3%	30. 7%	28. 2%	25. 7%
产品价格变动	2%	44. 3%	41. 8%	39. 3%	36. 8%	34. 3%	31. 8%	29. 3%	26. 8%
	5%	45. 6%	43. 1%	40. 7%	38. 2%	35. 8%	33. 4%	30. 9%	28. 5%
	8%	46. 8%	44. 4%	42. 0%	39. 6%	37. 3%	34. 9%	32. 5%	30. 1%



# 3. 盈利预测

由于目前业绩快报并未披露具体经营数据情况,我们按照 2019 年中位数开店 900 家,单店收入+4%;而 2020 年开店在基数覆盖范围增加的情况下,开店速度略放缓至每年净增 800 家,而单店收入受益于新品类和结构调整影响,同比+4.6%,预计 2019/2020 年收入分别为 49.3 亿/55.3 亿,分别同比+12.8%/12.3%,预计净利润分别为 7.6 亿/8.9 亿,分别对应 PE 23X/20X,维持买入评级。

表 5: 绝味收入端测算(人民币百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3, 274	3, 764	4, 368	4, 925	5, 530
-YoY			16. 0%	12. 7%	12. 3%
休闲卤制食品销售	3, 159	3, 713	4, 273	4, 857	5, 457
YoY	12. 1%	17. 5%	13.5%	12. 7%	12. 3%
- 加盟渠道	3, 044				
- 直营渠道	184				
加盟商管理	46	47	57	62	67
其他		5	5	6	6
收入(百万元)	3, 137	3, 697	4, 258	4, 842	5, 442
禽类	2, 626	3, 069	3, 507	3, 951	4, 409
畜类	26	35	43	50	57
 蔬菜	297	384	475	562	636
<u></u> 其他	187	208	233	278	339
包装产品	23	16	15	15	15
收入 YoY					
禽类		16. 9%	14. 2%	12. 7%	11. 6%
畜类		35. 3%	20. 8%	17. 5%	14. 3%
蔬菜		29. 2%	23. 8%	18. 3%	13. 1%
其他		11. 2%	12. 0%	19. 6%	21. 9%
包装产品		-29.1%	-7. 1%	0. 0%	0.0%
收入%					
禽类	83. 1%	82. 7%	82. 1%	81. 3%	80. 8%
畜类	0. 8%	1. 0%	1. 0%	1.0%	1. 1%
蔬菜	9. 4%	10. 3%	11. 1%	11. 6%	11. 7%
其他	5. 9%	5. 6%	5. 4%	5. 7%	6. 2%
包装产品	0. 7%	0. 4%	0. 4%	0. 3%	0.3%
销量 (万吨)	9.4	10.8	12. 2	13. 8	15. 3
禽类	6. 8	7. 6	8. 6	9. 5	10. 5
畜类	0.0	0. 0	0. 1	0. 1	0. 1
蔬菜	2. 0	2. 4	2. 9	3. 3	3. 7
シカレ ノト	2.0	۷. +	۷. ۶	5. 5	5. /



其他	0.6	0. 7	0.8	0. 9	1. 0
销量 YoY		14. 9%	13. 6%	12. 4%	11. 1%
禽类		12. 9%	12. 0%	11. 0%	10. 5%
畜类		19. 3%	15. 0%	13. 0%	11.0%
蔬菜		21. 8%	19.0%	16. 0%	12. 0%
其他		13. 7%	12. 0%	15. 0%	15. 0%
单价(元/吨)	33, 422	34, 291	34, 771	35, 172	35, 568
禽类	38, 780	40, 140	40, 943	41, 557	41,972
畜类	66, 473	75, 366	79, 134	82, 299	84, 768
蔬菜	15, 034	15, 946	16, 584	16, 915	17, 084
其他	31, 359	30, 664	30, 664	31, 891	33, 804
单价 YoY		2. 6%	1. 4%	1. 2%	1. 1%
禽类		3. 5%	2. 0%	1. 5%	1.0%
畜类		13. 4%	5. 0%	4. 0%	3.0%
蔬菜		6. 1%	4. 0%	2. 0%	1.0%
其他		-2. 2%	0.0%	4. 0%	6. 0%

表 6: 绝味成本端测算(人民币百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成本	2, 183	2, 421	2, 844	3, 156	3, 487
禽类	1, 786	1, 949	2, 297	2, 524	2, 775
畜类	25	32	38	44	50
蔬菜	223	272	324	376	421
其他	135	157	176	202	232
包装产品	14	10	10	10	10
成本 YoY					
禽类		9. 2%	17. 8%	9. 9%	9. 9%
畜类		27. 2%	18. 5%	15. 3%	12. 1%
蔬菜		22. 0%	19. 0%	16. 0%	12. 0%
其他		16. 5%	12. 0%	15. 0%	15. 0%
包装产品		-28. 3%			
单位成本(元/吨)	23, 258	22, 453	23, 231	22, 923	22, 792
禽类	26, 367	25, 489	26, 815		26, 414
畜类	64, 606	68, 895	70, 962	72, 381	73, 105
蔬菜	11, 280	11, 297	11, 297	11, 297	11, 297
其他	22, 597	23, 148	23, 148	23, 148	23, 148



<b>単位成本 YoY</b>		-3. 5%	3. 5%	-1.3%	-0. 6%
禽类		-3. 3%	5. 2%	-1.0%	-0. 5%
畜类		6. 6%	3. 0%	2. 0%	1. 0%
蔬菜		0. 1%	0.0%	0. 0%	0. 0%
其他		2. 4%	0.0%	0. 0%	0.0%
<b>毛利</b>					
<u> </u>	841	1, 120	1, 210	1, 427	1, 634
畜类	1	3	4	6	8
蔬菜	74	112	152	187	216
其他	52	51	57	76	107
包装产品	9	6	5	5	5
毛利率	31. 8%	35. 5%	34. 8%	35. 8%	36. 8%
禽类	32. 0%	36. 5%			37. 1%
畜类	2. 8%	8. 6%			13. 8%
蔬菜	25. 0%	29. 2%	31. 9%		33. 9%
其他	27. 9%	24. 5%	24. 5%	27. 4%	31. 5%
包装产品	38. 7%	38. 0%	33. 3%	33. 3%	33. 3%



# 表附录:三大报表预测值

				利润表				
2017	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2017	2018E	2019E	2020E
1, 633	1, 930	2, 374	2, 895	营业收入	3, 850	4, 368	4, 925	5,530
1,066	1, 250	1,601	2, 021	营业成本	2, 472	2, 850	3, 162	3, 494
_	_	_	_	营业税金及附加	41	47	53	60
4	8	14	21	营业费用	426	380	428	492
31	39	44	50	管理费用	265	266	305	348
73	86	79	70	财务费用	(2)	(15)	(19)	(24)
425	513	601	699	资产减值损失	3	4	5	6
34	34	34	34	其他经营收益	2	7	10	12
1, 556	1, 684	1,776	1,842	投资净收益	3	1	1	1
1	1	1	1	营业利润	650	843	1,001	1, 168
331	350	380	410	营业外收入	20	19	20	21
		984			3	1	1	1
140	133	126	119	利润总额	667	861	1,020	1, 188
93	114		145	所得税				305
								883
								(5)
								888
_	_	_						1, 266
290	314	322	314					2. 17
				2.0 (,0)		1.00	1. 00	,
				亡西时名山水				
				工女州分儿干	2017	2018F	2019F	2020E
	_	_		<b>成长能力</b>	2017	20102	20172	20201
10	15	16			17 50%	13 //6%	12 7/%	12. 30%
								16. 75%
								16. 97%
					31.73%	27.70%	10. 40/0	10. 7770
					35 70%	34 75%	35 80%	36. 83%
3, 107	3, 014	4, 100	4, 757					15. 97%
								23. 57%
2017	2018E	2010F	2020E					23. 37%
					10.07/0	20. 75/0	21. 20/0	21. 31/0
					10 26%	17 28%	16 1/1%	14. 46%
								-1. 45%
								4. 27
								3. 24
					2. 03	2. 33	2. / 1	3. 24
					1 40	1 20	1 27	1. 24
								881. 61
					10. 64	9. 44	9. 95	10. 98
					4 22	1.5/	1 05	2 17
								2. 17
	(211)		(296)					2. 18
	_		(40)		0. 27	7. 29	გ. 49	9. 90
	(0::)				<b>a-</b>	<b>07</b> - :	00.00	
								19. 86
668	184	351	420	P/B	5. 77	4. 97	4. 26	3. 66
	1, 633 1, 066 - 4 31 73 425 34 1, 556 1 331 801 140 93 190 3, 189 595 - 290 94 211 19 - 19 614 3 2, 572 3, 189  2017 641 497 69 (2) (3) 111 (32) (526) (173) (216) (137) 553 (30) (30) 613	1, 633	1, 633       1, 930       2, 374         1, 066       1, 250       1, 601         -       -       -         4       8       14         31       39       44         73       86       79         425       513       601         34       34       34         1, 556       1, 684       1, 776         1       1       1         331       350       380         801       920       984         140       133       126         93       114       131         190       165       154         3, 189       3, 614       4, 150         595       609       654         -       -       -         290       314       322         94       105       113         211       191       218         19       15       16         614       624       670         3       1       (2)         2,572       2,988       3,482         3,189       3,614       4,150         497       639	1,633         1,930         2,374         2,895           1,066         1,250         1,601         2,021           -         -         -         -           4         8         14         21           31         39         44         50           73         86         79         70           425         513         601         699           34         34         34         34           1,556         1,684         1,776         1,842           1         1         1         1           331         350         380         410           801         920         984         1,023           140         133         126         119           93         114         131         145           190         165         154         144           3,189         3,614         4,150         4,737           595         609         654         678           -         -         -         -           290         314         322         314           94         105         113         122	2017   2018E   2019E   2020E   2020E   1,633   1,930   2,374   2,895   1,066   1,250   1,601   2,021   音业成入   音业成本   音业成全及附加   音业费用   音业利润   音业利润   音业外润   音业外润   音业外润   音业外润   音业外润   音业外润   音业外流   音型外流   音型水流   音型水流	1,633 1,930 2,374 2,895 曹业献入 3,850 音虫成本 2,472 日本 2,472	2017   2018E   2019E   2020E	2017日   2018日   2019日   2020日   本色: 百万元   2017日   2018日   2019日   2020日   1、653   1、930   2、374   2、895   金融本   2、472   2、850   3、162   2、472   2、850   3、162   3 2 2 2 2 2 4 2 2 3 80   428   2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2 2

资料来源:港澳资讯、浙商证券研究所



#### 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内,证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准,定义如下:

1、买入 : 相对于沪深 300 指数表现 + 20%以上;

2、增持 : 相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%;

3、中性 : 相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动;

4、减持 : 相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。

## 行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准,定义如下:

1、看好 : 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上;

2、中性 : 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上;

3、看淡 : 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

#### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格,经营许可证编号为: Z39833000)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但浙商证券股份有限公司及其关联机构(以下统称"本公司")对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断,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,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有,未经本公司事先书面授权,任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明本报告发布人和发布日期,并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码: 200120 电话: (8621)80108518 传真: (8621)80106010

浙商证券研究所: http://research.stocke.com.cn