

绝味食品 (603517)

食品饮料

发布时间: 2023-04-11

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

门店复苏和成本红利逐步兑现，第二曲线空间广阔

报告摘要:

休闲卤味千亿黄金赛道，行业门店空间预期可达 20 万家。休闲卤味高周转高坪效，单店模型优秀，投资回收期合理，是连锁餐饮业态中的黄金赛道。2020 年休闲卤味规模达 1299 亿元，2015-2020 年 CAGR 达 18.8%。休闲卤味门店分布集中在相对发达地区和高线城市，新一线城市占比最高达 36.74%，其次为二线 (23.1%) 和三线城市 (21.5%)。下沉市场布局空间仍广阔。我们测算未来休闲卤味门店天花板可超 20 万家。行业格局较为分散，2021 年 CR3 仅为 15.8%。

全国化卤味龙头，看好后续门店复苏和成本红利。绝味食品成立于 2005 年，2008 年将战略定为“跑马圈地，饱和开店”，门店数量从 2010 年的 2032 家增长至 2021 年的 13714 家，CAGR 达 19%。公司门店全国化分布较为均匀，六成门店位于一二线市场，下线市场空间较大，门店以沿街和社区体为主 (合计 67%)。公司通过精益高效管理和优化门店运营带来单店不断提升，2016-2019 年单店 CAGR 为 3.2%，2020/2021 年单店增速分别为 -11.1%/2.36%。2023 年春节期间同店恢复至 2019 年同期，随着线下客流恢复正常和餐饮复苏看好后续单店修复，公司计划 2023-2025 年开店 1200-1500 家，看好后续门店复苏。鸭副价格从 2021Q1 进入上涨通道，2023Q3 已达历史高点，随着后续餐饮修复叠加养殖端成本下行鸭副价格有望回落。

管理卓越叠加领先供应链优势塑造核心能力，美食生态圈打开长期成长空间。绝味目前共拥有 3000 多个经销商，加盟准入体系严格，以成熟加盟商为主，困难时期公司加大补贴和加盟商共克时艰。公司在门店前后端各环节实现最大标准化，提供全方位的加盟体验。一司一班一会构筑绝味强大管理体系，设立加委会推动加盟商自发管理和加强厂商沟通。全国化生产布局和较短运输半径保障日配，工厂数量行业领先。自建绝配供应链，冷链物流仓配能力全国 TOP30。公司打造美食生态圈，第二增长曲线打开成长空间。

盈利预测: 预计 2022-2024 年 EPS 为 0.39/1.36/1.90 元，对应 PE 为 111X/32X/23X，维持“买入”评级。

风险提示: 食品安全风险; 上游原材料价格波动; 门店恢复不及预期

| 财务摘要 (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 5,276 | 6,549 | 6,693 | 8,018 | 9,486 |
| (+/-)% | 2.01% | 24.12% | 2.21% | 19.79% | 18.32% |
| 归属母公司净利润 | 701 | 981 | 249 | 858 | 1,201 |
| (+/-)% | -12.46% | 39.86% | -74.59% | 244.15% | 39.95% |
| 每股收益 (元) | 1.15 | 1.60 | 0.39 | 1.36 | 1.90 |
| 市盈率 | 67.43 | 42.71 | 110.55 | 32.12 | 22.95 |
| 市净率 | 9.51 | 7.36 | 5.15 | 3.74 | 3.21 |
| 净资产收益率 (%) | 14.66% | 18.46% | 4.66% | 11.64% | 14.01% |
| 股息收益率 (%) | 1.13% | 1.29% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 总股本 (百万股) | 609 | 614 | 631 | 631 | 631 |

股票数据

2023/04/10

| | |
|---------------|-------------|
| 6 个月目标价 (元) | 53.3 |
| 收盘价 (元) | 45.31 |
| 12 个月股价区间 (元) | 41.40-61.58 |
| 总市值 (百万元) | 28,601.43 |
| 总股本 (百万股) | 631 |
| A 股 (百万股) | 631 |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |
| 日均成交量 (百万股) | 8 |

历史收益率曲线



| 涨跌幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
|---------|-----|------|-----|
| 绝对收益 | 1% | -21% | 14% |
| 相对收益 | -3% | -23% | 17% |

相关报告

《绝味食品 (603517): 疫情扰动业绩承压，上半年开店稳步推进》

--20220902

《食品饮料行业周报: 春节消费强劲复苏，食品饮料板块继续看多》

--20230201

《从“4P”营销角度看茅五泸竞争格局演绎》

--20230109

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
021-20361174 liqiang@nesc.cn

证券分析师: 郭梦婕

执业证书编号: S0550521070003
15201989961 guomengjie@nesc.cn

目 录

| | | |
|--------|------------------------------------|----|
| 1. | 公司简介：深耕鸭脖主业，万店品牌规模领先..... | 5 |
| 2. | 千亿休闲卤味赛道持续高增，行业格局集中“仍有可为” | 10 |
| 2.1. | 千亿休闲卤味持续高增，产品高复购+渠道广覆盖推动加速发展 | 10 |
| 2.2. | 门店集中在高线城市，下沉市场大有可为，行业发展空间广阔 | 12 |
| 2.3. | 竞争壁垒持续迭代，长跑选手锋芒渐露 | 14 |
| 2.3.1. | 本质是连锁餐饮业态，黄金赛道孕育万店品牌..... | 14 |
| 2.4. | 绝味行业龙头先发优势明显，疫情催化行业格局集中有望加速 | 19 |
| 2.4.1. | 行业格局分散，绝味全国化优势明显..... | 19 |
| 2.4.2. | 疫情催化行业格局加速集中，绝味预将化危为机，逆风扬帆..... | 20 |
| 3. | 后起之秀突破万店，调整开店策略重点发力下沉市场..... | 22 |
| 3.1. | 探究绝味后来居上成为万店品牌的秘诀？ | 27 |
| 3.2. | 深度覆盖渠道精耕，星火燎原助力发力下沉市场 | 30 |
| 4. | 加盟商管理激励体系卓越，铸就优秀高效团队..... | 31 |
| 4.1. | 公司以加盟商利益优先，加盟商团队认同感强 | 31 |
| 4.2. | 操作标准化程度高，提供全方位加盟体验 | 32 |
| 4.3. | 加盟商一体化管理体系，激发加盟商活力 | 33 |
| 5. | 供应链能力决定规模和效率优势 | 35 |
| 5.1. | 采购规模化效应带来成本低于同行 | 35 |
| 5.2. | 全国化生产布局保障高效日配，运输费率不断下降且优于同行 | 37 |
| 5.3. | 自建绝配供应链，冷链物流仓配能力全国 TOP 30..... | 38 |
| 6. | 打造美食生态圈，第二增长曲线助力公司发展..... | 40 |
| 7. | 盈利预测 | 44 |
| 8. | 风险提示 | 44 |

图表目录

| | | |
|------|-----------------------------|---|
| 图 1: | 绝味食品销售布局 | 5 |
| 图 2: | 2013-2021 年绝味营业收入及增速 | 6 |
| 图 3: | 2013-2021 年绝味归母净利润及增速 | 6 |
| 图 4: | 2011-2021 年绝味毛利率和净利率变化..... | 7 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 5: 2011-2021 年绝味费率变化 | 7 |
| 图 6: 绝味、煌上煌和周黑鸭毛利率对比 | 7 |
| 图 7: 绝味、煌上煌和周黑鸭净利率对比 | 7 |
| 图 8: 绝味、煌上煌和周黑鸭期间费用率对比 | 8 |
| 图 9: 绝味、煌上煌和周黑鸭销售费用率对比 | 8 |
| 图 10: 绝味、煌上煌和周黑鸭资产周转率对比 | 8 |
| 图 11: 绝味、煌上煌和周黑鸭 ROE 对比 | 8 |
| 图 12: 绝味食品分产品收入 (亿元) | 9 |
| 图 13: 绝味食品产品结构 | 9 |
| 图 14: 绝味食品股权结构图 | 9 |
| 图 15: 2018-2023E 卤味行业规模 (亿元) | 10 |
| 图 16: 2011-2020 年休闲卤味保持高增 | 10 |
| 图 17: 居民收入增长为休闲卤味发展奠定基础 | 11 |
| 图 18: 近年来冷链物流市场规模快速增长 | 11 |
| 图 19: 2015-2020 年休闲食品各品类规模 CAGR | 11 |
| 图 20: 2011-2020 年卤味注册企业数量保持高增 | 11 |
| 图 21: 口味是消费者选择卤制品的最主要因素 | 12 |
| 图 22: 消费者对休闲食品高客单价接受程度较高 | 12 |
| 图 23: 鸭类是最主要品类, 鸡爪、猪蹄等快速发展 | 12 |
| 图 24: 线上电商平台+外卖占比已达 34% | 12 |
| 图 25: 主要布局在华东等发达地区 | 13 |
| 图 26: 新一线城市是最主要市场 | 13 |
| 图 27: 各品牌分市场门店分布结构 | 13 |
| 图 28: 三四五线城市人均可支配收入占一线比重 | 14 |
| 图 29: 三线城市门店增长快于一二线城市 | 14 |
| 图 30: 各线级城市平均门店数与人均可支配收入 | 14 |
| 图 31: 各线级城市万人门店数与人均可支配收入 | 14 |
| 图 32: 部分连锁餐饮业态坪效 | 15 |
| 图 33: 主要万店品牌客单价&行业 CR3 客单价均价 | 16 |
| 图 34: 主要万店品牌各线级城市布局均衡 | 16 |
| 图 35: 2021 年绝味渠道结构 | 16 |
| 图 36: 周黑鸭线上营收占比高 | 16 |
| 图 37: 绝味加盟模式盈利能力后劲足 | 17 |
| 图 38: 绝味吨成本显著低于周黑鸭 | 18 |
| 图 39: 疫情前绝味运输费用率规模优势明显 | 18 |
| 图 40: 绝味与周黑鸭毛利率和净利率 | 18 |
| 图 41: 绝味费用摊销远低于周黑鸭 | 18 |
| 图 42: 休闲卤味行业格局仍较为分散 | 19 |
| 图 43: 对标休闲食品休闲卤味格局具备提升空间 | 19 |
| 图 44: 行业龙头主要市场分布情况 | 20 |
| 图 45: 周黑鸭、煌上煌对重点市场依赖程度高 | 20 |
| 图 46: 绝味单店营收相对于 2019 年单店百分比 | 20 |
| 图 47: 疫情以来行业龙头拓店速度加快 | 20 |
| 图 48: 绝味各省市万人门店数与人均可支配收入 | 21 |
| 图 49: 毛鸭价格 (元/kg) 变化 | 22 |

| | |
|--|----|
| 图 50: 禽流感及成本上升对绝味和煌上煌影响..... | 22 |
| 图 51: 绝味门店数量 (家) | 23 |
| 图 52: 2013 年至今卤味品牌门店数量..... | 23 |
| 图 53: 各品牌省份分布情况..... | 23 |
| 图 54: 各品牌不同市场结构占比..... | 24 |
| 图 55: 绝味分市场分布 | 25 |
| 图 56: 绝味分市场增速 | 25 |
| 图 57: 不同店龄门店收入/数量占比 | 26 |
| 图 58: 绝味单店收入 (万元) 及其增速..... | 27 |
| 图 59: 三家单店收入 (万元) 及增速..... | 27 |
| 图 60: 2016 年以来绝味单店营收均值比较..... | 27 |
| 图 61: 绝味不同店龄的单店营收比较..... | 27 |
| 图 62: 各品牌初始投资额 (万元) | 28 |
| 图 63: 各品牌初始投资额 (万元) | 29 |
| 图 64: 坪效处于可比连锁门店中上游水平..... | 30 |
| 图 65: 绝味加盟商数量和带店率..... | 32 |
| 图 66: 加盟商体系 | 34 |
| 图 67: 绝味学院管理体系..... | 34 |
| 图 68: 绝味卤制品成本中主要成本结构..... | 35 |
| 图 69: 绝味直接材料主要结构..... | 35 |
| 图 70: 2015 年绝味和周黑鸭原材料采购单价 (元/kg) | 36 |
| 图 71: 毛鸭均价 (元/kg) | 36 |
| 图 72: 绝味核心原材料采购价格和毛鸭价格(元/kg)..... | 36 |
| 图 73: 绝味采购单价 (元/kg) 和毛鸭价格 (元/kg) | 37 |
| 图 74: 绝味采购单价 (元/kg) 和毛鸭价格 (元/kg) 变化..... | 37 |
| 图 75: 绝味全国化工厂布局..... | 38 |
| 图 76: 绝味、周黑鸭、煌上煌运输费率..... | 38 |
| 图 77: 绝味、周黑鸭、煌上煌单吨运输费用 (元/吨) | 38 |
| 图 78: 其他主营业务收入和同比..... | 39 |
| 图 79: 绝配供应链体系 | 39 |
| 图 80: 绝配仓网 | 40 |
| 图 81: 绝配服务客户 | 40 |
| 图 82: 网聚资本投资资金情况..... | 41 |
| 图 83: 绝味对投资企业赋能四大维度..... | 42 |
| 表 1: 绝味管理层情况 | 10 |
| 表 2: 绝味和周黑鸭单店模型比较..... | 19 |
| 表 3: 2021.5.4 绝味、周黑鸭、煌上煌不同城市级别门店数量和客单价 (元) | 24 |
| 表 4: 2021 年绝味不同渠道结构收入、门店数量占比以及单店收入 (万/年) | 25 |
| 表 5: 绝味初始投资金额 | 28 |
| 表 6: 卤味品牌门店 | 29 |
| 表 7: 单店模型比较 | 29 |
| 表 8: 绝味在省会城市和下沉市场不同门店投资回报周期..... | 31 |
| 表 9: 绝味部分投资情况 | 42 |

1. 公司简介：深耕鸭脖主业，万店品牌规模领先

全国首家破万店的休闲卤味龙头，深耕鸭脖主业。绝味食品是全国化休闲卤味龙头品牌，成立于2005年，2017年3月在上交所上市，主营休闲卤制食品的开发、生产和销售，其产品涵盖鸭脖、鸭翅、鸭肠、凤爪、藕片、海带等多个品类，深受广大消费者青睐，主要业态为连锁开店模式。截至2021年底，公司已经覆盖全国31个省级行政区及香港、澳门特别行政区，门店数量达13714家，是全国门店数量最多的休闲卤味品牌。目前公司在全国共拥有21家生产基地，同时旗下拥有绝配供应链物流，可实现日产自配。

图 1：绝味食品销售布局



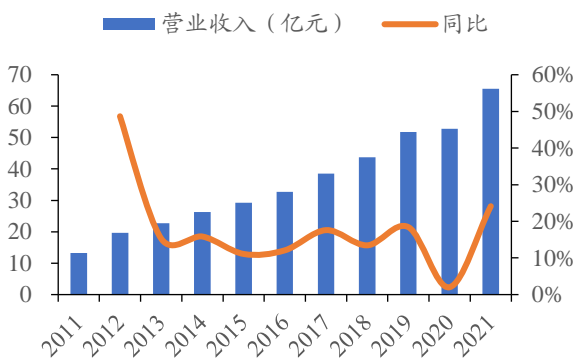
数据来源：公司公告，东北证券

复盘绝味发展历程。绝味的发展历程可以分为三个阶段：**1) 始于长沙，确立加盟模式（2005-2007年）**：2005年绝味创始人戴文军在长沙开设第一家门店，在2006年确立了第一代标准门店，并逐渐将市场拓展到深圳、江西等省外市场。2007年公司确立了“以直营连锁为引导，加盟连锁为主体”的运营模式，并成立重庆、河南、苏皖子公司，发展逐渐步入正轨。**2) 跑马圈地，强势开店（2008-2012年）**：2008年绝味食品正式在湖南成立，并于当年确定了“跑马圈地，饱和开店”的经营策略，成立四川、上海子公司，同年携手国际冷链巨头英格索兰，全面导入全程冷链系统；2009年绝味管理学院正式成立，为公司提供人才储备；2010年绝味携手德国SAP公司导入SAP-ERP系统，开启了信息化管理时代；2011年公司营业收入突破10亿，公司逐步向全国扩张，在2012年门店数量突破5000家。**3) 管理精细化升级，成立网聚（2013-2018）**：2013年绝味成立第一批加盟委员会，2014年成立网聚资本，开始布局餐饮业产业链；2016年公司全面推广绝味

O2O，线上会员突破 1000 万人；2017 年绝味正式在上交所上市，并开始开拓国际市场；2018 年上海绝配柔性供应链服务有限公司成立，公司供应链系统再次得到加强。**4) 深度覆盖渠道精耕，拓展外延（2019 年至今）**：2019 年公司门店数量首次破万，完善了供应商管理系统，并提出了“深度覆盖，渠道精耕”的渠道策略。2020 年公司提出了“深耕鸭脖主业、构建美食生态”的发展战略，公司致力于构建第二增长曲线，协同上下游企业共同发展。

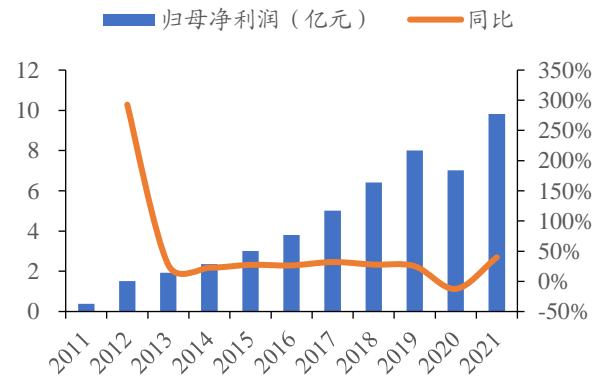
11-19 年跑马圈地飞速发展黄金期，疫情扰动增速放缓。绝味从 2008 年起确立跑马圈地饱和开店策略，2011 年-2019 年门店数量从 3686 家提升至 10954 家，营业收入从 13.25 亿元增长至 51.72 亿元，CAGR 达 18.6%，净利润从 0.39 亿元增长至 8.01 亿元，CAGR 达 45.9%。绝味后来居上历经黄金十年造就万店品牌。2018 年公司成立绝配子公司，加大供应链建设同时积极布局第二曲线，2019 年公司开店策略定义为深度覆盖渠道精耕。2020 年疫情发生后导致餐饮整体需求有所下滑，公司逆势拿地提升份额，2019-2021 年收入 CAGR 为 12.53%，净利润 CAGR 为 10.67%。

图 2：2013-2021 年绝味营业收入及增速



数据来源：wind，东北证券

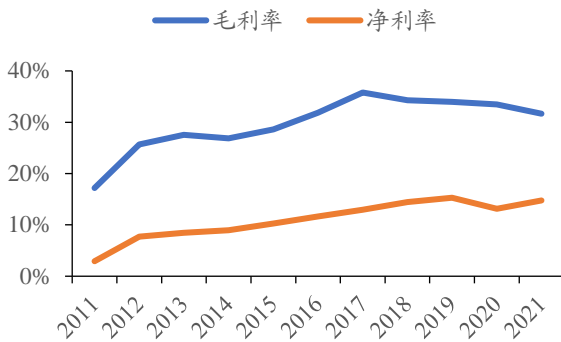
图 3：2013-2021 年绝味归母净利润及增速



数据来源：wind，东北证券

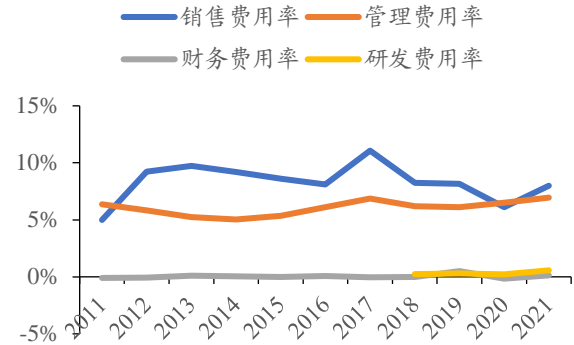
绝味食品毛利率从 2011 年的 17.18% 提升至 2021 年的 31.68%，净利率从 2011 年的 2.92% 提升至 2021 年的 14.77%。毛利率受原材料成本影响较大，鸭副价格从 2013-2017 年逐年下降，鸭副采购均价从 10.36 元/kg 下降至 8.89 元/kg，同时伴随全国化工厂布局和规模效应显现，公司毛利率从 27.54% 提升至 35.79%。2018 年后鸭脖价格步入上涨通道，2018-2021 年毛利率从 34.3% 下滑至 31.68%，其中 2018 和 2019 年主要是原材料价格上涨所致，2020 年主要受运输费用会计准则调整影响，剔除相关影响 2020 年毛利率上涨 2.38%，2021 年受成本上升和疫情导致单店下滑等影响致毛利率同比下降 1.8pct。费用率方面，2012 年至今公司销售费用率呈现下行趋势，从 2012 年的 9.22% 下降至 2020 年的 6.1%（还原同一口径 8.93%），其中主要由于运输费率和广告宣传费率下降，广告宣传费率从 2013 年的 3.61% 下降至 2021 年的 2.54%，运输费率从 2013 年的 2.65% 下降至 2019 年的 2.24%。管理费用率有所提升，从 2011 年的 6.35% 提升至 6.95%。公司净利率从 2011 年的 2.92% 稳步提升至 2019 年的 15.29%，2020 年和 2021 年受疫情影响净利率有所波动。

图 4：2011-2021 年绝味毛利率和净利率变化



数据来源：wind，东北证券

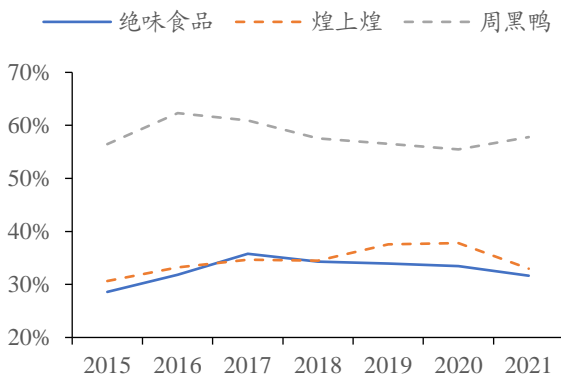
图 5：2011-2021 年绝味费率变化



数据来源：wind，东北证券

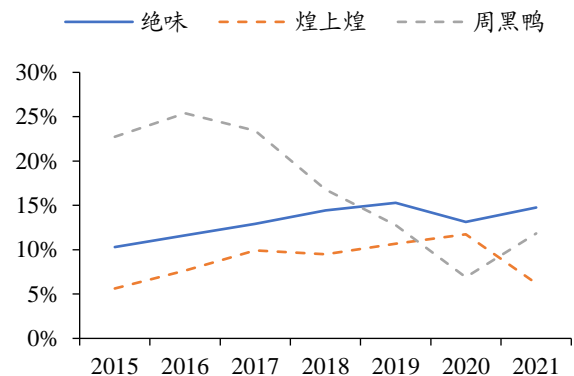
对比三家卤味上市公司，绝味毛利率低于周黑鸭和煌上煌，周黑鸭直营模式占比更高因此毛利率更高。净利率方面，绝味从 2019 年开始赶超周黑鸭，明显高于其他两家，主要得益于绝味较低的费率，2021 年绝味/煌上煌/周黑鸭净利率为 14.77%/6.19%/11.85%。费用率方面，2021 年绝味/煌上煌/周黑鸭期间费用率为 15.1%/25.8%/50.36%，主要来自于绝味对于销售费用和管理费用的精准管控，绝味较强的品牌影响力使得广告宣传费率较低，以及全国化工厂布局致输费率优于竞品，2021 年绝味/煌上煌/周黑鸭销售费用率分别为 8%/16.89%/37.56%，

图 6：绝味、煌上煌和周黑鸭毛利率对比



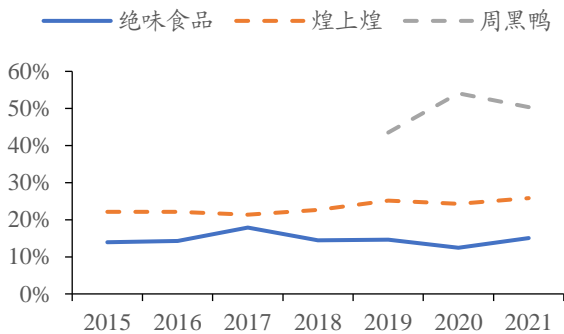
数据来源：wind，东北证券

图 7：绝味、煌上煌和周黑鸭净利率对比



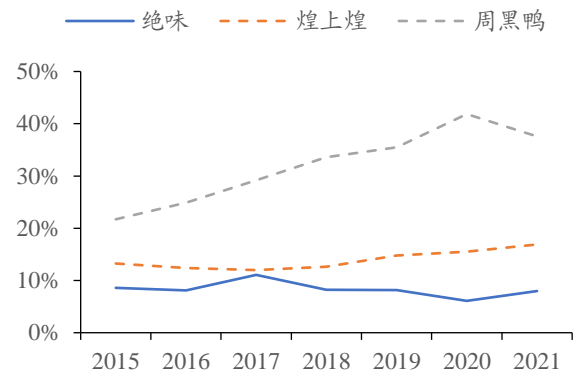
数据来源：wind，东北证券

图 8：绝味、煌上煌和周黑鸭期间费用率对比



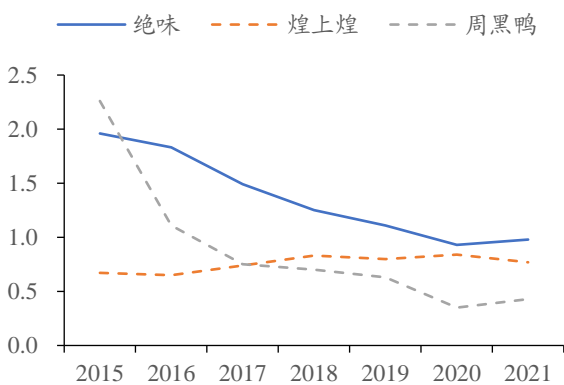
数据来源：wind，东北证券

图 9：绝味、煌上煌和周黑鸭销售费用率对比



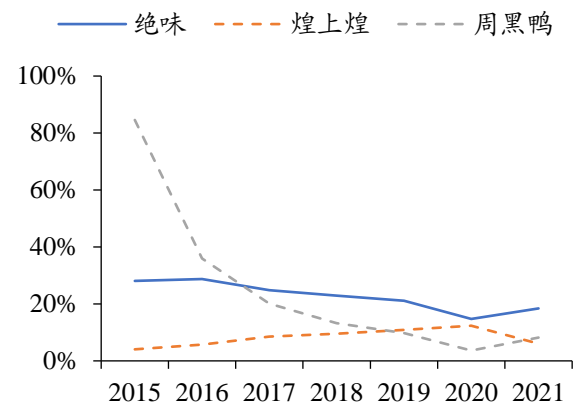
数据来源：wind，东北证券

图 10：绝味、煌上煌和周黑鸭资产周转率对比



数据来源：wind，东北证券

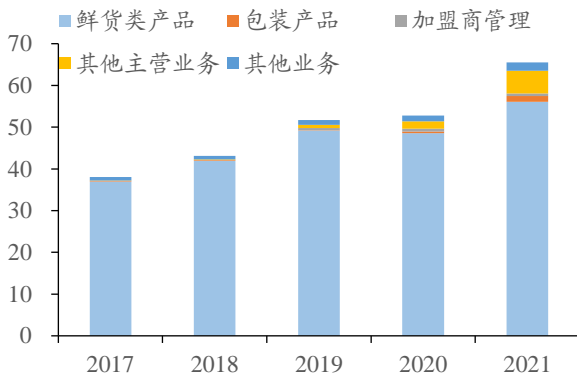
图 11：绝味、煌上煌和周黑鸭 ROE 对比



数据来源：wind，东北证券

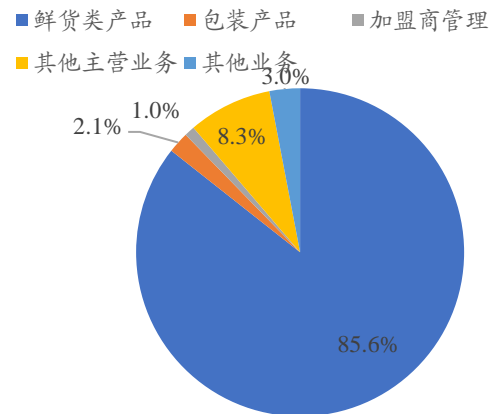
公司主要产品为鲜货产品，其中包括禽类、蔬菜类、畜类等，主打产品为鸭副系列，每年不断推进新品和口味研发，如推出牛肉、虾尾系列，门店 SKU 数量基本保持在 35-40 个，绝味鸭脖大单品深受消费者喜爱。2021 年绝味食品鲜货产品、包装食品、加盟商管理、其他主营业务、其他业务分别占比 85.6%、2.08%、1.03%、8.27%、3.01%。鲜货产品收入占比从 2017 年的 96.02% 下降至 2021 年的 85.62%，主要系绝配和包装产品占比提升。其他主营业务从 2017 年的 0.12% 提升至 2021 年的 8.27%，主要由于绝配业务的快速发展。

图 12: 绝味食品分产品收入 (亿元)



数据来源: wind, 东北证券

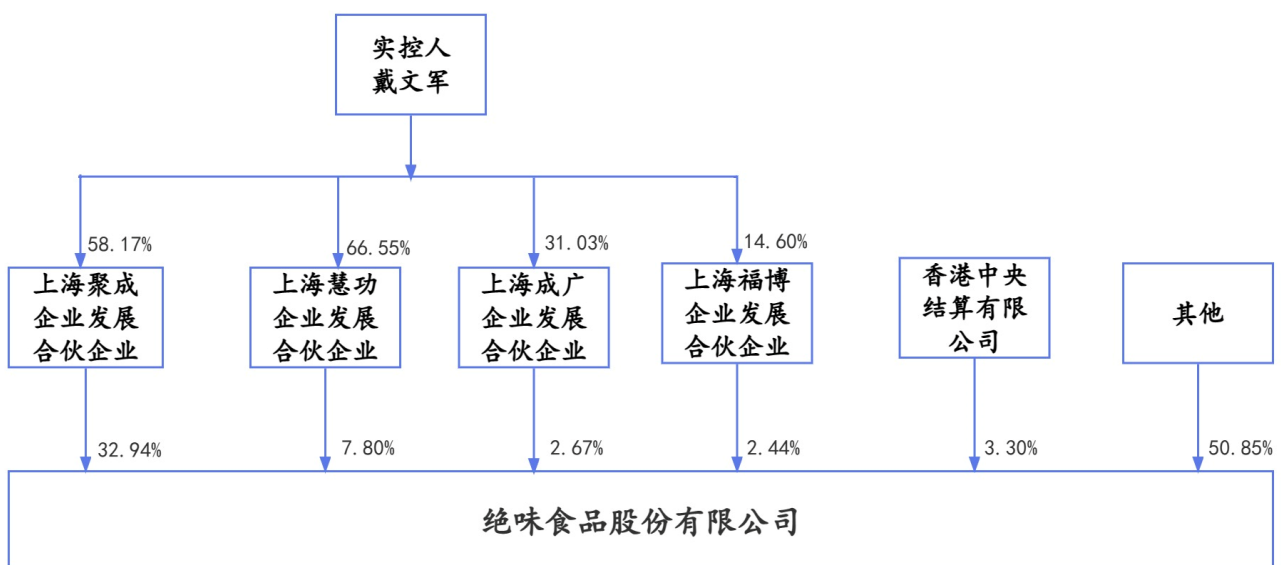
图 13: 绝味食品产品结构



数据来源: wind, 东北证券

股权结构稳定，持股平台绑定各方利益。公司实际控制人为戴文军先生，通过持股上海聚成、上海慧功、上海成广、上海福博间接持有公司 45.85% 的股份。公司股权结构集中稳定，有利于公司长远发展。其中，上海聚成、上海慧功、上海成广、上海福博是公司四大员工持股平台，分别持有公司 32.94%、7.8%、2.67%、2.44% 的股份，覆盖公司中层管理、公司员工、供应商与加盟商等，持股平台绑定各方利益，正向激励提升团队积极性。

图 14: 绝味食品股权结构图



资料来源: wind, 东北证券

董事长医药行业出身，管理层经验丰富。公司采用职业经理人体系，不断引入营销、管理等方面的优秀人才，并在 2009 年成立绝味管理学院，为员工提供定期培训，使公司实现人才的可持续性供应与开发。公司高管拥有丰富的医药及销售背景，创始人戴文军及董事陈更曾分别任职于千金药业市场部经理和部门经理，具有丰富的市场调研、营销等方面的经验，对于下游商业模式有较深的理解。董事

蒋兴洲曾任可口可乐、健力宝、立白等多家全球快消品牌销售经理，具备丰富的消费品领域的销售经验。

表 1: 绝味管理层情况

| 姓名 | 担任职务 | 个人经历 |
|-----|-----------|--|
| 戴文军 | 董事长, 董事 | 长江商学院 EMBA, 曾任千金药业市场部经理 |
| 陈更 | 董事 | 曾任湖南锻造厂副科长, 处长, 千金药业部门经理, 营销总监, 副总经理 |
| 蒋兴洲 | 董事 | 曾任西安中萃汉斯(可口可乐)销售经理, 健力宝销售总经理, 立白市场中心总经理/销售总公司总经理, 白象执行总裁, 王老吉董事, 总经理 |
| 张高飞 | 监事会主席, 监事 | 曾任楚冠生物招商部经理, 康人药业招商部经理, 同安药业招商部经理 |
| 崔尧 | 监事 | 曾任巨人集团子公司经理, 正大青春宝集团分公司经理, 安康北医大分公司经理 |

数据来源: wind, 东北证券

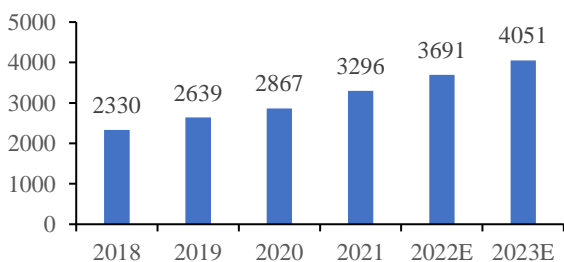
2. 千亿休闲卤味赛道持续高增，行业格局集中“仍有可为”

2.1. 千亿休闲卤味持续高增，产品高复购+渠道广覆盖推动加速发展

卤味可分为佐餐卤味和休闲卤味，卤制品休闲化趋势明显。按照定位和场景不同，卤味可分为佐餐卤味和餐桌卤味。其中，佐餐卤味定位为作为凉菜的佐餐食品，最早可追溯到公元前二百年；休闲卤味是食品工业的产物，20 世纪 80 年代起步，定位为非正餐食用的休闲食品。近年来伴随消费升级，卤制品休闲化趋势明显，休闲卤味占卤制品比重由 2013 年的 23% 增至 2020 年的 41%。

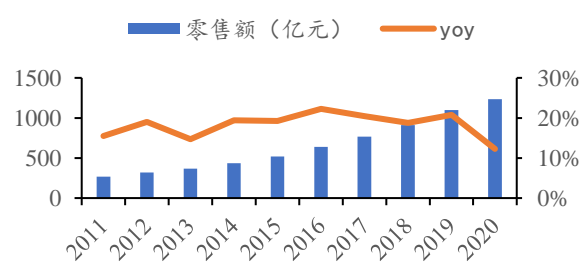
千亿休闲卤味行业持续高增，未来有望维持双位数增长。据艾媒咨询数据，2021 年卤味行业规模达 3296 亿，2018-2021 年 CAGR 达 12.3%，其中疫情影响下的 2020 和 2021 年分别实现了 8.6% 和 15.0% 的增长，体现出了强劲的需求韧性。据弗若斯特沙利文数据，2020 年休闲卤味规模达 1299 亿元，2015-2020 年 CAGR 达 18.8%。结合中国食品工业协会对休闲食品行业未来 5 年复合增速预测 (8%) 及调研情况，预计 2020-2025 年休闲卤制品 CAGR 为 13%，2025 年休闲卤制品规模将突破 2000 亿元。

图 15: 2018-2023E 卤味行业规模 (亿元)



数据来源: 艾媒咨询, 东北证券

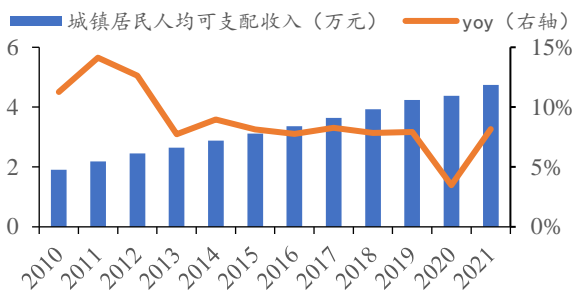
图 16: 2011-2020 年休闲卤味保持高增



数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

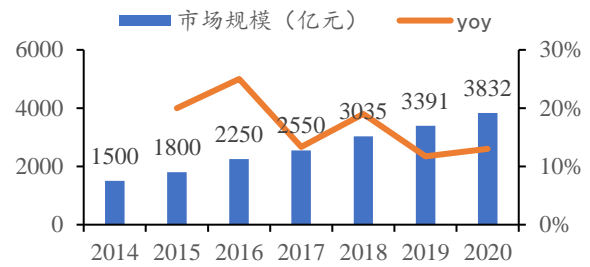
外部原因解析: 经济因素和冷链基建快速发展。2011-2020 年全国居民人均实际可支配收入 CAGR 达 7.2%，消费升级带动作为可选消费的休闲卤味需求提升。同时，作为典型的短保行业，休闲卤味绝大多数为短保产品，高度依赖冷链基础设施的发展。据商务部和中物联冷链委数据，2020 年冷链物流市场规模达 3832 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 16.9%，2015-2019 年冷库容量和冷藏车保有量 CAGR 分别为 13% 和 23%，冷链运输能力快速提升为发展短保的卤味食品快速发展打下了基础。

图 17: 居民收入增长为休闲卤味发展奠定基础



数据来源：国家统计局，东北证券

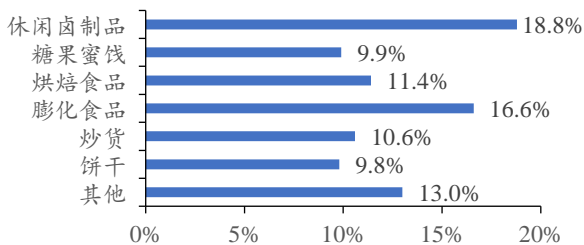
图 18: 近年来冷链物流市场规模快速增长



数据来源：中物联冷链委，东北证券

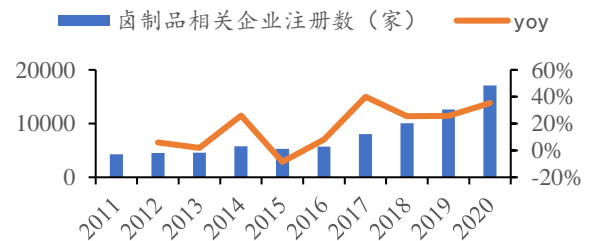
内部原因解析：产品成瘾性高复购+渠道触达推动行业加速发展，成为休闲食品中增长最快的品类，连锁模式加速催化。1) 卤制品兼具“肉食、辣、重盐、甜”等易成瘾口味，众多品牌主打辣味，通过辣味成瘾性提升消费者的复购率。艾媒咨询数据显示，香辣（61.3%）、麻辣（51.0%）是消费者最喜欢的卤制品口味。辣味成瘾性提升复购，据 CBNDATA 消费大数据，2020 年在天猫平台购买卤制品的消费者中，购买 6 次以上和 4-5 次以上的人数增速排名前二，弗若斯特沙利文数据显示，高复购推动休闲卤味成为休闲食品中增长最快的品类。2) 渠道加速覆盖，艾媒咨询数据显示，截至 2020 年卤制品相关企业注册数量超 17 万家，2015-2020 年企业注册数 CAGR 达 26.4%。3) 连锁经营模式兴起后，卤制品告别传统夫妻店时代，通过直营或加盟等模式卤制品快速传播并发展壮大，弗若斯特沙利文预计 2020 年休闲卤味品牌化率达 69.2%。

图 19: 2015-2020 年休闲食品各品类规模 CAGR



数据来源：Frost&Sullivan，东北证券

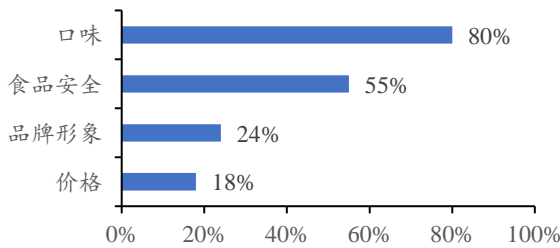
图 20: 2011-2020 年卤味注册企业数量保持高增



数据来源：艾媒咨询，东北证券

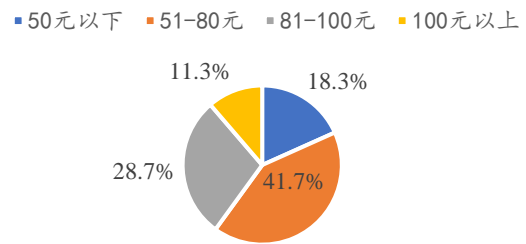
行业发展特征：主要面向青年消费群体及休闲场景消费，冲动型消费特征明显。休闲卤味主要面向 18-35 岁的年轻消费群体，特别是年轻女性，Z 世代快速崛起正成为休闲卤味的消费主力，例如绝味复购人群中 90 后用户占比已达 8 成以上。消费属性上冲动型消费特征明显，根据 MobTech 调研数据，休闲卤味消费 50% 以上来自冲动消费，这部分消费者在选择休闲卤味更看重口味、品牌和食品安全以及社交属性，对于价格的敏感程度相对不高，主要休闲卤味品牌绝味、周黑鸭、煌上煌客单价分别为 28.5、25.6、28.3 元。冲动型消费背景下渠道触达成为关键，绝味的饱和和开店模式提升消费者触达，目前门店已超 14000 家。从场景看，休闲卤味消费可分为休闲、餐饮、送礼等场景，分别对应社区门店（及商超、写字楼）、酒吧（夜市、快餐）、交通枢纽（专卖店）等渠道，其中约 70% 来自休闲场景消费。

图 21：口味是消费者选择卤制品的最主要因素



数据来源：腾讯数据，东北证券

图 22：消费者对休闲食品高客单价接受程度较高



数据来源：中国产业信息网，东北证券

行业发展趋势：品类多样化、品牌年轻化、渠道线上化、运营数字化。

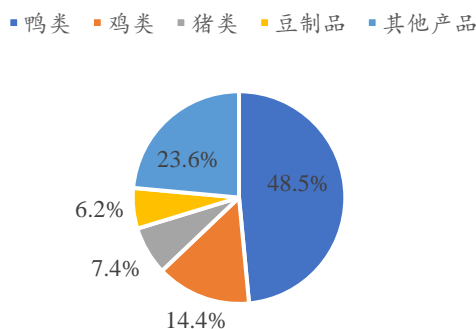
1) 品类多样化：鸭副件仍是最主要品类，占比 48.9%，鸡爪、猪类、豆制品等品类占比分别为 14.4%、7.4%、6.2%，鸡爪已成为仅次于鸭脖的第二大单品，洪濑鸡爪、降龙爪爪、卤人甲等凭借鸡爪品类快速突围，王小卤凭借猪蹄成功打造网红爆品。

2) 品牌年轻化：王小卤作为新消费品牌出生自带互联网基因，主打线上化、零食化，并通过线上新营销获取年轻消费者持续打造爆品；绝味与雪花联名推出勇闯天涯 superx 啤酒，与小红书联名推出小红鸭摇摇杯等不断尝试与年轻群体对话；

3) 渠道线上化：《2021 卤制品行业消费趋势报告》显示，线下门店仍是卤制品最主要的消费渠道，占比达 63%，但同时线上电商平台+外卖占比已达 34%，CBNDATA 显示，2020 年天猫平台卤制品销量同比平均增幅达 40%，弗若斯特沙利文 2016 年的报告显示，2010-2015 年网上渠道 CAGR 达 44%，预计 2015-2020 年网上渠道将继续保持 40% 的增长。

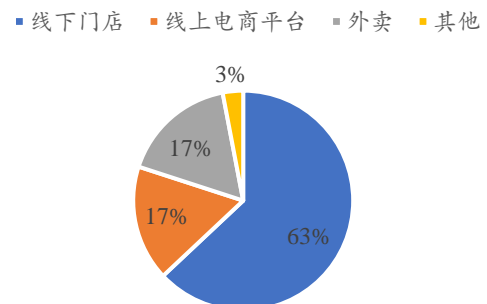
4) 运营数字化：绝味的数字化体现在信息系统的升级、天津柔性化智能化工厂的投产，更重要的是数字营销体系，2016 年 4 月上线，到 2017 年 6 月会员数已突破 1800 万，转化率和复购率分别高达 58%，目前会员人数已超 7000 万；煌上煌打造全渠道小程序+社群会员+CRM/CDP 的新零售业务私域，门店 O2O、外卖等线上交易占比提升至 30% 以上。

图 23：鸭类是最主要品类，鸡爪、猪蹄等快速发展



数据来源：腾讯数据，东北证券

图 24：线上电商平台+外卖占比已达 34%



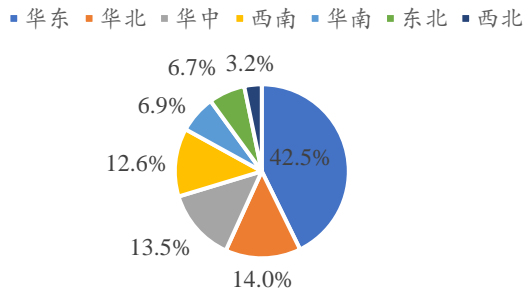
数据来源：《2021 卤制品行业消费趋势报告》，东北证券

2.2. 门店集中在高线城市，下沉市场大有可为，行业发展空间广阔

门店分布集中在相对发达地区和高线城市。据章鱼数据，截至 2021 年 10 月，休闲卤味门店数量达 13.11 万家。分区域看，华东门店数量达 5.57 万家，占比 42.53%，

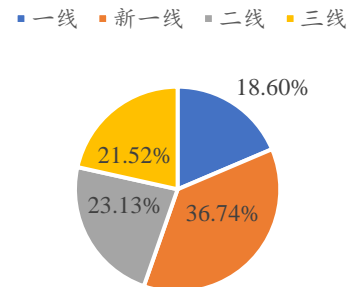
其次为华北、华中、西南地区，占比均约为 13%。分城市线级看，一二三线城市中新一线城市占比 36.74%，占比最高，其次为二线和三线城市。据窄门餐眼数据，周黑鸭、绝味新一线城市门店数占比分别为 35.4%和 28.6%，是最主要的布局市场。

图 25：主要布局在华东等发达地区



数据来源：网聚资本，东北证券（截至 2021 年 10 月）

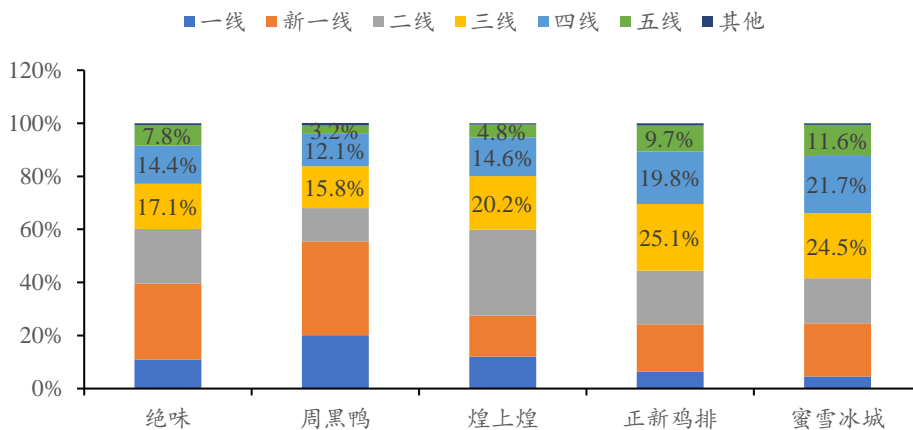
图 26：新一线城市是最主要市场



数据来源：网聚资本，东北证券（截至 2021 年 10 月）

横向对标其他餐饮业态，休闲卤味三巨头具备充分下沉空间。窄门餐眼数据显示，绝味、周黑鸭、煌上煌三线及以下城市布局门店数占比分别为 39.92%、32.08%、40.11%，对标其他业态中的万店品牌，蜜雪冰城和正新鸡排三线及以下市场门店占比分别达 58.43%和 55.51%，对标看主要休闲卤味品牌具备充分下沉空间。

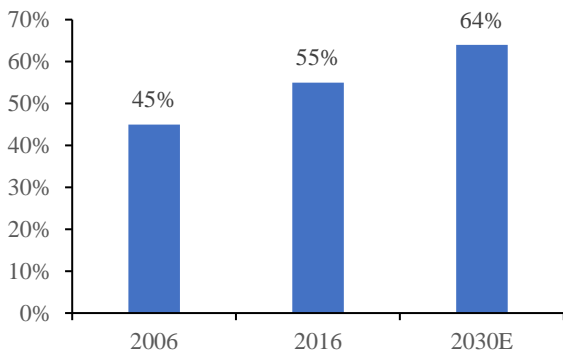
图 27：各品牌分市场门店分布结构



数据来源：窄门餐眼，东北证券

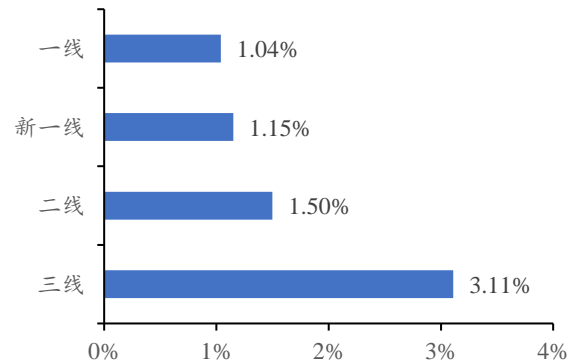
低线城市门店增速快于高线城市。目前看下沉市场门店覆盖密度（万人门店数）与人均可支配收入的比值相对较低，但考虑到下沉市场人均可支配收入水平增长更快，摩根士丹利 2017 年认为伴随城镇化率持续提升，三四五线城市人均可支配收入将由 4482 美元增至 8261 美元，占一线城市人均可支配收入的比重将由 2016 年的 55% 提升至 64%，由此我们预计下沉市场门店覆盖密度将加速提升。数据显示，截至 2021 年 10 月，一二三线休闲卤味门店中，三线城市年度门店增速最快，年增长率达 3.11%，一线、新一线、二线城市增速分别仅为 1.04%、1.15%、1.5%。

图 28：三四五线城市人均可支配收入占一线比重



数据来源：摩根士丹利，东北证券

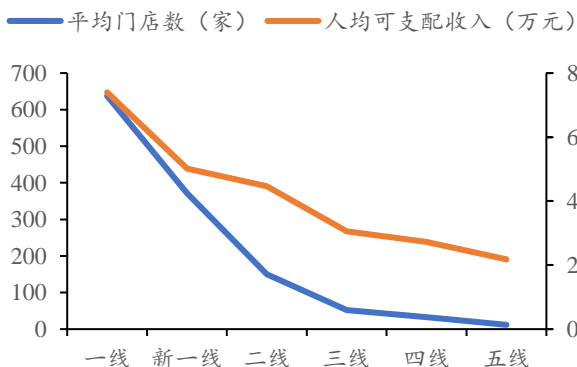
图 29：三线城市门店增长快于一二线城市



数据来源：网聚资本，东北证券（截至 2021 年 10 月）

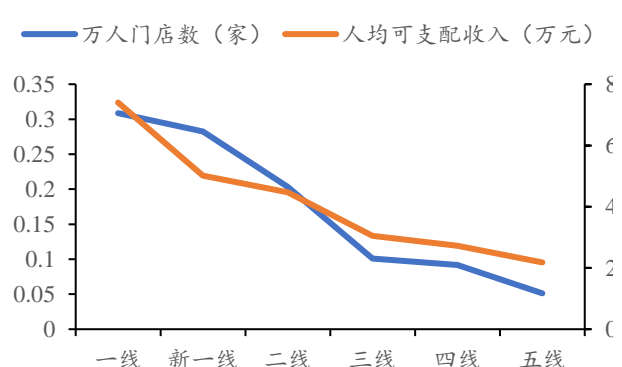
下沉市场布局空间仍广阔，预计未来休闲卤味门店天花板可超 20 万家。1) 门店覆盖密度（平均门店数）与人均可支配收入：据窄门餐眼数据，截至 5 月，绝味、周黑鸭、煌上煌（合计）在一线/新一线/二线/三线/四线/五线门店数分别为 2550/5575/4508/3613/2912/1501 家，折合一线/新一线/二线/三线/四线/五线分别有门店 738/372/150/52/32/12 家，与各线级城市人均可支配收入的走势较为相关，且伴随城市线级下降带来的人均可支配收入下降，平均门店数的降幅更为明显。2) 门店覆盖密度（万人门店数）与人均可支配收入：据窄门餐眼数据，截至 5 月，绝味、周黑鸭、煌上煌（合计）在一线/新一线/二线/三线/四线/五线门店数分别为 2550/5575/4508/3613/2912/1501 家，折合每万人门店数分别为 0.31/0.28/0.20/0.10/0.09 家，与各线级城市人均可支配收入的走势高度相关。其中，相对人均可支配收入水平，新一线城市门店数量更多，假设其他线级城市万人门店数/人均可支配收入水平达到与新一线城市相同水平，按照 CR3 为 15% 测算，预计未来休闲卤味门店空间可达 19.28 万家。同时，考虑到新一线城市覆盖密度也有持续提升空间，预计休闲卤味门店天花板可超过 20 万家。

图 30：各线级城市平均门店数与人均可支配收入



数据来源：各省市统计局，窄门餐眼，东北证券（仅包括绝味、周黑鸭和煌上煌）

图 31：各线级城市万人门店数与人均可支配收入



数据来源：各省市统计局，窄门餐眼，东北证券（仅包括绝味、周黑鸭和煌上煌）

2.3. 竞争壁垒持续迭代，长跑选手锋芒渐露

2.3.1. 本质是连锁餐饮业态，黄金赛道孕育万店品牌

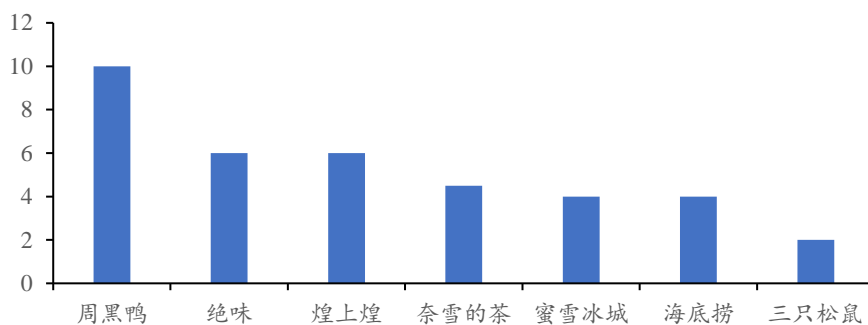
横向比较：休闲卤味高周转高坪效，单店模型优秀，投资回收期合理，连锁餐饮业态中黄金赛道。休闲卤味本身标准化程度比较高，培训简单易上手，具备快速复制的基因。从模式上看休闲卤味主要品牌以加盟模式为主，加盟商在选择加盟业态时会重点考虑初始投入金额、投资回报周期、坪效等情况，休闲卤味初始投入金额低，投资回收期合理，高坪效保障优秀的单店模型，是连锁餐饮业态中的黄金赛道。

初始投资金额：相比其他连锁餐饮业态，休闲卤味初始投资金额较低，仅需 10-20 万，低门槛提升了加盟商的积极性。

投资回报周期：龙头绝味投资回报周期 12-18 个月，在小型餐饮业态中处于合理水平，优于多数大型餐饮连锁品牌。

坪效：高坪效能够增厚利润，抵御风险，成为加盟商选择加盟业态时重要的参考指标。休闲卤味仅需 10-20 平米小店，作为典型的短保行业，高周转保障了高坪效。周黑鸭坪效可达 7-13 万元/平米，绝味、煌上煌单店坪效也在 4-8 万元/平米，作为比较，大众奶茶品牌坪效一般不超过 6 万元/平米，休闲卤味坪效处于高水平。

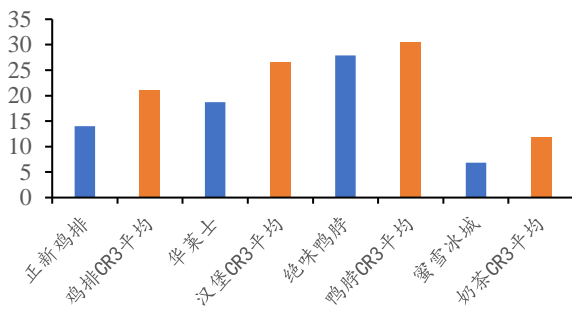
图 32： 部分连锁餐饮业态坪效



数据来源：网络资料整理，渠道调研，东北证券

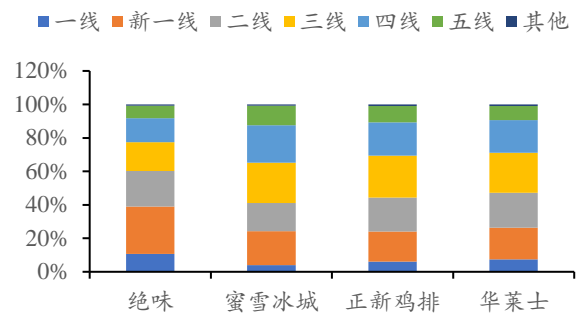
休闲卤味为什么能诞生万店品牌？据窄门餐眼数据，目前万店品牌共有兰州拉面、沙县小吃、华莱士、蜜雪冰城、绝味鸭脖、正新鸡排 6 家，除带正餐属性的沙县小吃、兰州拉面、华莱士外，仅有蜜雪冰城、绝味鸭脖、正新鸡排三家万店品牌。我们认为万店品牌最终集中在少数几个行业至少有以下几方面原因：1) 行业空间大，普遍为千亿级别市场；2) 目标受众广，年轻群体为主，产品定价在行业头部中相对偏低，高线城市到小镇青年的共同选择；3) 分布场景广泛均衡，社区、沿街等是布局重点；4) 单店模型好，普遍采取小店和加盟模式，实现高坪效快回收；5) 供应链能力优秀，体现在原材料成本、冷链物流布局等方面，可实现高效配送甚至具备输出能力。

图 33: 主要万店品牌客单价&行业 CR3 客单价均价



数据来源: 窄门餐眼, 东北证券

图 34: 主要万店品牌各线城市布局均衡



数据来源: 窄门餐眼, 东北证券

1.3.2 绝味 VS 周黑鸭: 绝味后发先至, 竞争优势持续迭代

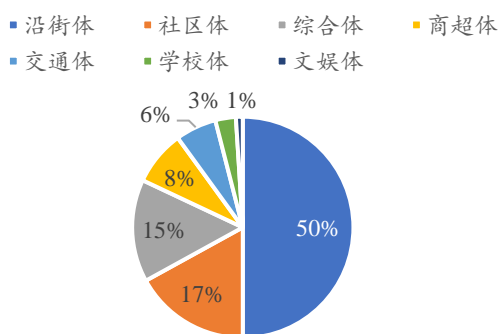
底层逻辑是定位之争: 绝味的大众消费 VS 周黑鸭的中高端定位。目标客群: 绝味和周黑鸭目标客群主要为 18-35 岁的年轻群体, 其中绝味定位大众消费, 目标受众更广, 周黑鸭定位中高端消费, 更受白领青睐。

客单价差异:窄门餐眼数据显示绝味和周黑鸭客单价分别为 28.5 和 35.7 元, 绝味客单价仅为周黑鸭的 8 成, 比如同为鸭脖和鸭锁骨, 绝味价格较周黑鸭分别低了 40% 和 70%。

市场分布和渠道布局差异:周黑鸭早期主要布局在交通枢纽等高势能门店, 2018 年交通枢纽店占比仍有 30%, 近年来加速向其他渠道渗透, 2021 年非交通枢纽门店占比已达 90%, 但同时目前一线和新一线门店占比仍有 55.5%, 绝味渠道上以沿街、社区门店为主, 各线城市布局均衡, 二三线城市贡献了 52.7% 的门店。

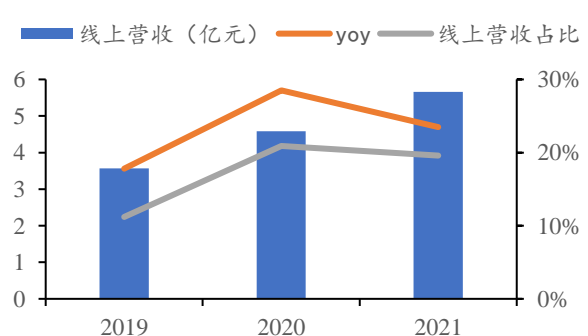
产品营销差异:周黑鸭定位中高端, 注重品牌形象塑造, 包括 MP 包装、IP 形象、门店形象等, 致力于打造“年轻、有活力兼具文化底蕴与生活品味”的品牌; 绝味强调门店覆盖, 渠道触达就是最好的营销, 相关差异导致周黑鸭广告促销费用显著高于绝味。我们认为从产品属性本身看, 鸭脖具备大众消费特征, 且冲动型消费特征明显, 渠道布局是关键, 但同时通过营销, 周黑鸭电商和外卖等线上销售弥补了线下渠道的不足, 2021 年线上渠道收入占比达 19.6%, 远超绝味的 2%。

图 35: 2021 年绝味渠道结构



数据来源: 公司年报, 东北证券

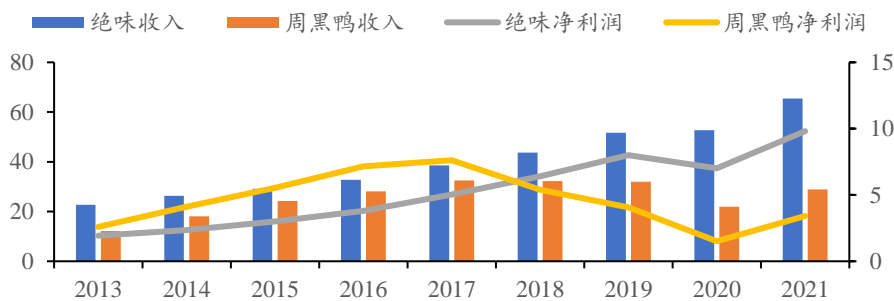
图 36: 周黑鸭线上营收占比高



数据来源: 公司年报, 东北证券

运营核心是模式之争: 周黑鸭自营模式 VS 绝味加盟模式。在中高端定位下, 为保证

产品质量和管理，周黑鸭早期采取了全自营模式，绝味早在 2008 年就剑指“跑马圈地，饱和开店”，通过加盟模式加快布局。1) 自营模式优势在于有助于树立品牌形象，门店管控能力更强，毛利率更高，加盟模式面临加盟门店管理难度大、食品安全面临隐患等缺点，早期绝味经常面临食品菌落超标等食品安全问题，因此在前期周黑鸭自营模式优势明显，无论是品牌形象还是盈利能力均优于绝味。2) 从中后期看，加盟模式优点显现，绝味通过调动经销商积极性加速展店，加快市场占领的同时，持续改善管理和优化供应链能力解决食品安全弊端，并通过渠道覆盖优势提升了消费者心智占领，与此同时，周黑鸭自营模式主要布局高势能门店，布局空间受限的劣势逐渐显现，且门店扩张到一定阶段后，面临供应链效率、门店管理半径、食品安全管理能力制约，2018、2019 年连续出现业务下滑，为此，周黑鸭 2019 年底启动特许经营模式试点，目前看试点顺利，门店扩张瓶颈和业绩下滑得到改善，公司已将加盟商门槛降低开放加盟业态，剑指加速规模扩张。

图 37：绝味加盟模式盈利能力后劲足


数据来源：WIND，东北证券

最终决胜是效率之争，规模优势会转化为供应链优势和效率优势。伴随规模持续提升，渠道上绝味对周黑鸭形成了包围，目前除湖北市场外，绝味在所有市场门店均超过周黑鸭。同时，伴随规模扩张，竞争壁垒持续迭代，我们认为至少包括精益管理、供应链、效率、战略领先等四方面优势，在休闲卤味赛道长跑中拔得头筹，竞争优势有望持续扩大。

精益管理优势：2009 年绝味就上线 SAP 系统，制定了加盟商开店流程、内部关键岗位、内部管理系统标准化管理等系列措施加强门店管理，成立绝味管理学院培训和提升加盟商业务水平，成立加盟商委员会保障加盟商的利益与积极性。

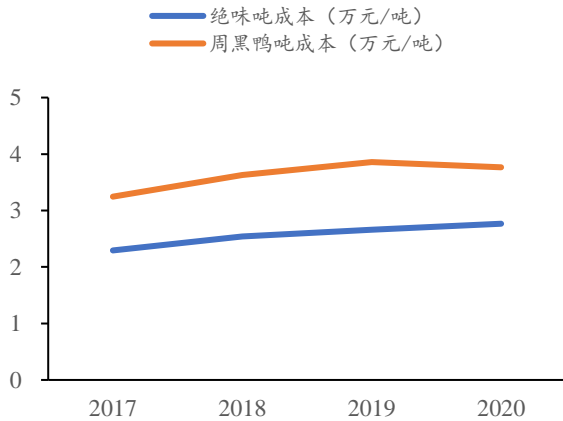
供应链优势：采购方面，显著规模优势保证下，2020 年绝味的采购成本仅为周黑鸭的 73%，确保绝味价格做到低价的同时维持较高的毛利率；物流配送方面，绝味建有 21 座中央工厂，未来计划扩至 25 家，目前物流配送体系可实现 300-500 公里半径的当日配送，保证产品新鲜口感，门店密集布局极大降低了物流配送成本，且有余力输出配送能力，物流费用率由 2014 年的 2.8% 降至 2019 年的 2.4%，作为对比，周黑鸭中央工厂仅有 3 座。

效率优势：虽然周黑鸭毛利率仍高于绝味，但净利润早在 2018 年被绝味超过，2019 年绝味净利率水平超过周黑鸭，主要原因在于规模优势带动绝味费用摊销优势明显，销售费用率稳中有降，2021 年销售费用率为 8%，远低于处于第三次创业阶段周黑鸭的 37.56%，管理费用率稳定在低水平，2021 年为 6.95%，也远低于周黑鸭的 10.72%。

战略领先优势：在周黑鸭 2019 年底推出特许加盟模式前，绝味早在 2018 年就提出

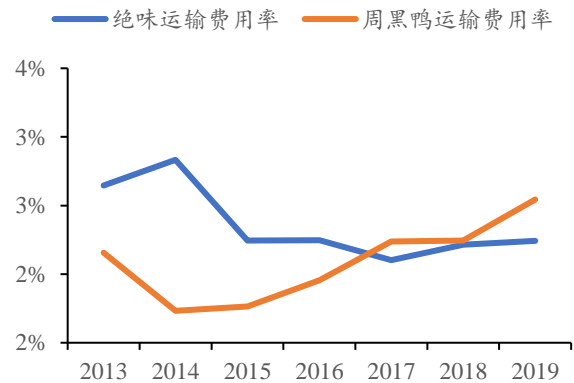
将战略调整为“深耕鸭脖主业，构建美食生态”，打造第二曲线，复用绝配供应链能力的同时，打造新的业绩增长点，目前千味央厨、么麻子、和府捞面等已上市或处于上市进程中，廖记棒棒鸡门店模型打磨初步成功即将加速复制。

图 38：绝味吨成本显著低于周黑鸭



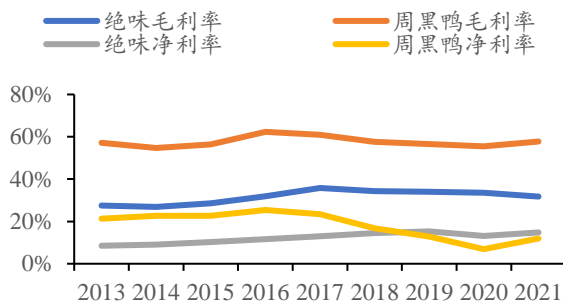
数据来源：WIND，东北证券

图 39：疫情前绝味运输费用率规模优势明显



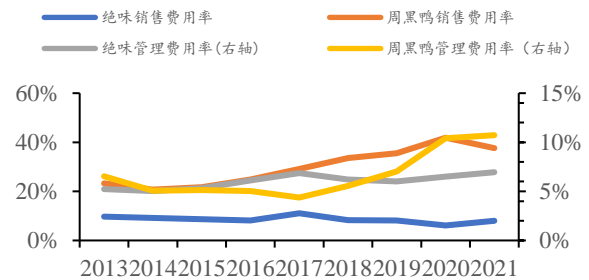
数据来源：WIND，东北证券

图 40：绝味与周黑鸭毛利率和净利率



数据来源：WIND，东北证券

图 41：绝味费用摊销远低于周黑鸭



数据来源：WIND，东北证券

单店模型比较：绝味 VS 周黑鸭。选择二线城市门店加盟门店进行比较：1) 前期投入：绝味新加盟商需一次性支付 3 年 5.28 万元加盟费，2022 年周黑鸭推出新政策将加盟费由 5 万元降至 3 万元；2022 年周黑鸭将保证金由 3 万元降至 1 万元，绝味保证金+品牌管理费约为 1.5 万元，加上装修及设备费用、首次进货物料费用，预计初始投资均在 20 万元左右。2) 单店收入：根据疫情前绝味年报数据测算，平均单店营收约为 45 万元，考虑加盟商毛利 40% 以上，预计单店收入约为 90 万元，高客单价保障高营收，据渠道调研，周黑鸭二线城市年营收约为 120 万元。考虑到门店面积约为 10-20 平方，坪效大约分别为 6 万元/平米/年和 8 万元/平米/年。3) 单店盈利：渠道调研显示，周黑鸭特许加盟商拓新店毛利略有提升，整体门店毛利近 40%，绝味门店毛利 40%+；房租支出差别不大，整体周黑鸭门店利润率较绝味高 2-3pct。4) 回本周期：投入相近的情况下周黑鸭单店利润更高，回本周期更短，回本周期约为 10-14 个月，绝味回本周期约为 12-18 个月。

表 2: 绝味和周黑鸭单店模型比较

| 品牌 | 绝味 | 周黑鸭 |
|------------------|-------|-------|
| 初始投资(万元) | 约 20 | 约 20 |
| 单店面积(平米) | 10-20 | 10-20 |
| 客单价(元) | 28.5 | 35.7 |
| 单店收入(万元) | 90 | 120 |
| 毛利率 | 40% | 40% |
| 毛利 | 36 | 48 |
| 租金支出 | 8 | 8 |
| 人员支出 | 12 | 15 |
| 水电杂费支出 | 2.7 | 3.6 |
| 门店经营利润 | 13.3 | 21.4 |
| 门店经营利润率 | 14.8% | 17.8% |
| 门店净利润(按 5%) 税率折算 | 12.6 | 20.3 |
| 门店净利率 | 14% | 17% |
| 坪效(万元/平) | 6 | 8 |

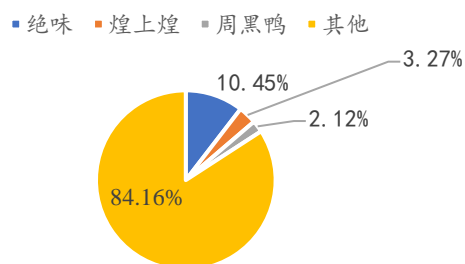
数据来源: 渠道调研、东北证券

2.4. 绝味行业龙头先发优势明显, 疫情催化行业格局集中有望加速

2.4.1. 行业格局分散, 绝味全国化优势明显

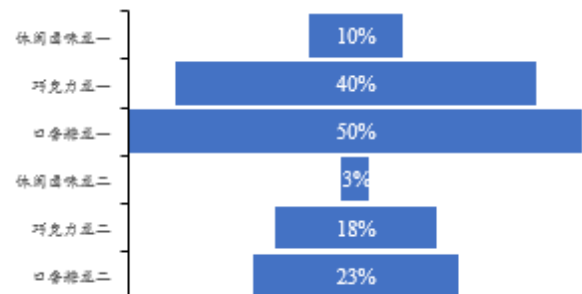
行业格局较为分散, CR3 仅为 15.8%。虽然行业品牌化连锁化程度不断提升, 目前连锁化率已达 7 成以上, 但整体仍多为夫妻老婆店等小作坊模式, 品牌化程度仍不高, 以鸭脖行业为例, 国内 11 万鸭脖门店中, 百店以上品牌 19 家, 累计门店 2.86 万家, 占比仅 26%。章鱼数据显示, 2011 年底行业门店约 13.11 万家, 其中年报显示绝味、煌上煌、周黑鸭门店分别 13714、4281、2781 家, 据此测算市占率分别为 10.45%、3.27%、2.12%, CR3 约为 15.8%, 对标消费品行业, 如巧克力、消费品等行业龙一占比 40% 以上, 龙二占比 20% 的行业格局, 行业格局改善仍有较大提升空间。

图 42: 休闲卤味行业格局仍较为分散



数据来源: 网聚资本, 公司年报, 东北证券

图 43: 对标休闲食品休闲卤味格局具备提升空间

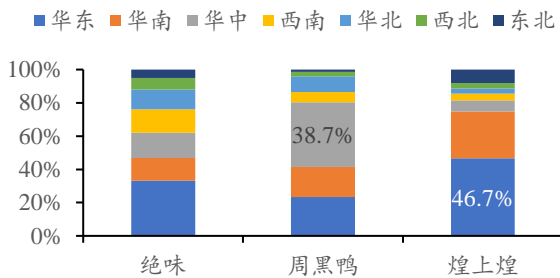


数据来源: Frost&Sullivan, 东北证券

主要品牌区域特征仍明显, 绝味全国化优势突出。绝味、周黑鸭、煌上煌门店分别覆盖全国 31/30/29 个省份的 342/211/229 个城市, 均基本实现了全国化布局。但从区域分布看, 周黑鸭、煌上煌对华中、华东市场依赖程度高, 门店占比分别达 38.7%

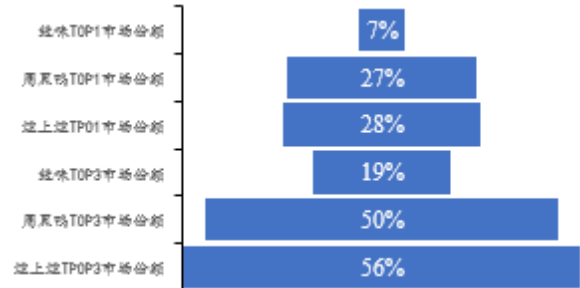
和 46.7%。从各省市分布看，绝味、周黑鸭、煌上煌最主要市场江苏、湖北、江西市场门店占比分别为 6.9%、27.0%和 27.8%，前三大市场门店占比分别为 19.5%、50.0%和 56.1%，周黑鸭、煌上煌的区域特征仍明显，应对风险冲击的能力相对不足。绝味全国化优势突出，在所有省市实现了 20 家门店以上布局，除周黑鸭和煌上煌的大本营市场，在所有省市门店布局均超过周黑鸭和煌上煌。

图 44：行业龙头主要市场分布情况



数据来源：窄门餐眼，东北证券

图 45：周黑鸭、煌上煌对重点市场依赖程度高

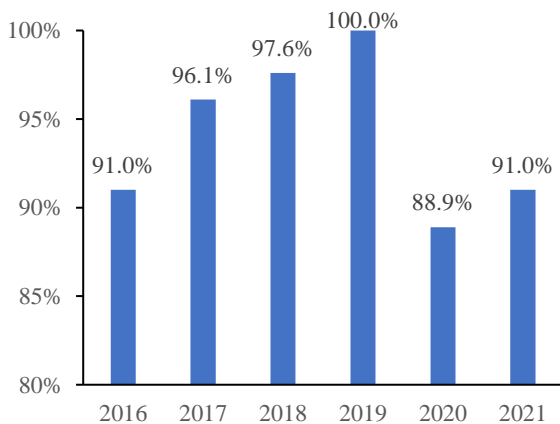


数据来源：窄门餐眼，东北证券

2.4.2. 疫情催化行业格局加速集中，绝味预将化危为机，逆风扬帆

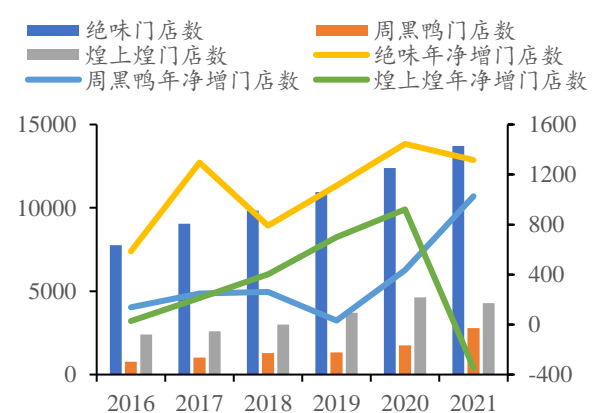
疫情以来行业龙头加速门店下沉，高线城市看替代，低线城市看渗透。疫情冲击休闲卤味品牌单店运营，2020 年绝味单店收入金额为 2019 年的 88.9%，2021 年小幅恢复至 91%，仍未恢复至疫情前水平，高势能门店受困于疫情及管控措施对需求的冲击，受损更加明显。但同时，行业高增逻辑不改，行业困局对夫妻老婆店等中小企业冲击更大，带来行业变局机会，我们认为高线城市机遇主要在替代，低线城市主要机遇在渗透，行业巨头均加快扩张，且策略上更加重视下沉市场布局，数据显示 2020 年绝味、周黑鸭、煌上煌均逆势加快展店速度。数据显示，2020 年 11 月至 2021 年 10 月间，休闲卤味行业门店数增加 3689 家，预计 2021 年行业新增门店数约为 4000 家左右，其中绝味食品、周黑鸭分别净增门店 1315、1026，占行业新增门店数的半数以上。

图 46：绝味单店营收相对于 2019 年单店百分比



数据来源：绝味年报，东北证券

图 47：疫情以来行业龙头拓店速度加快

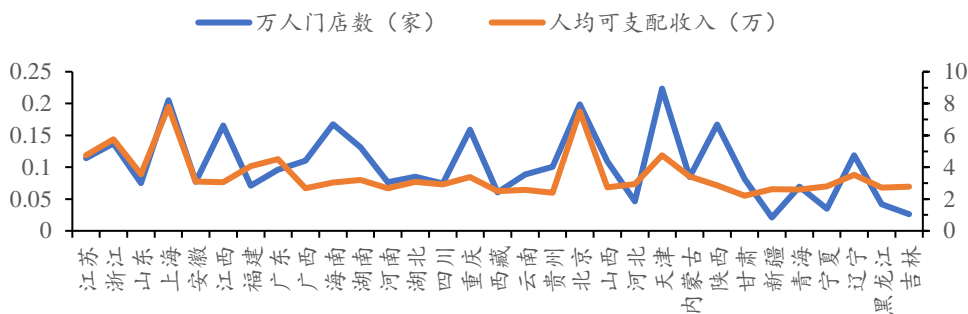


数据来源：公司年报，东北证券

绝味将年新增门店计划由 800-1200 家提升至 1000-1500 家，目标扩至 3-4 万家门店，加速下沉市场布局。针对疫情对高势能门店冲击比较明显，公司在高势能门店

上更趋谨慎，针对高线城市替代机会和低线城市渗透机会，分别推出海纳百川和星火燎原计划，成功将超浔黑鸭收入囊中，并通过鼓励现有员工返乡开店加速下沉市场布局，在不少地区渠道已下沉至县级市场。公司参照消费品行业龙头市占率，目标做到 30-40% 的市占率，对应门店数 3-4 万家。我们以万人门店数/人均可支配收入水平作为成熟/非成熟市场参照标准，全国看陕西、江西、重庆、天津、湖南等市场较为成熟，以相应市场作为标杆测算，绝味全国门店空间约在 2.5 万家，考虑成熟市场的发展和海纳百川计划的推进，公司有望实现 3-4 万家的门店目标。

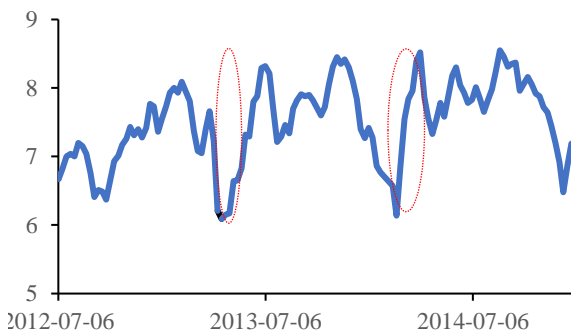
图 48：绝味各省市万人门店数与人均可支配收入



数据来源：国家统计局，窄门餐眼，东北证券

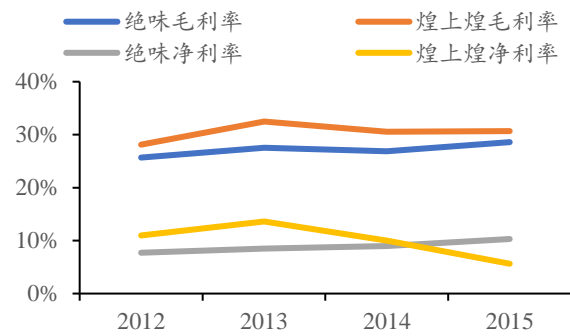
历史上看，绝味善于逆风扬帆，行业之“危”预将成为绝味之“机”。复盘 2013 年疫情影响，2013 年禽流感大规模爆发导致家禽业供需双杀，家禽业价格持续下滑，周黑鸭 2013 年公司门店数同比出现下滑，同时 2014 年鸭及鸭附件价格上涨带动成本上升，公司毛利率下降 2.46pct；煌上煌 2013 年延续了发展步伐，但 2014 年受行业复苏带来的成本上升等影响，毛利率下滑 1.88pct，快速扩张的单店下滑叠加成本冲击导致 2014、2015 年经营业绩连续出现下滑。绝味针对禽流感爆发带来的加盟商信心不足问题，与刚成立的加盟商委员会进行了卓有成效的沟通和应对，稳定市场信心，2013 年公司净增门店 506 家，针对禽流感和食品安全问题，注资内蒙古塞飞亚介入上游供应链，2014 年成本上行背景下毛利率仅小幅下滑 0.69pct，行业面临禽流感冲击过程中绝味从容应对，表现靛眼。2020 年开始的新冠疫情正逢休闲卤味行业持续高增和品牌化提升时期，夫妻老婆店和中小连锁品牌预计受冲击更加明显，行业龙头格局集中进程加速，绝味资金运营效率、精益管理能力、供应链保障能力行业领先，有望进一步提升行业地位，疫情之“危”有望转化为绝味之“机”。

图 49：毛鸭价格（元/kg）变化



数据来源：WIND，东北证券

图 50：禽流感及成本上升对绝味和煌上煌影响



数据来源：WIND，东北证券

周黑鸭加盟模式运行顺利，目标 2023 年门店 4000-5000 家，首提万店目标。2019 年底周黑鸭推出特许经营模式，带动 2019-2021 年门店数分别净增 32、435、1026 家，2021 年末直营+特许经营门店数达 2781 间，目标 2023 年加盟门店拓至 3000-4000 家，总门店数量拓展至 4000-5000 家，未来规划达成万店目标。经销商展店积极，2021 年发展式特许人均开店数从 2020 年的 8.4 家提升至 15.9 家，单店托管式特许人均开店数从 1.8 家提升至 2.7 家。门店逐步下沉至社区，21 年底武汉社区店超 200 家，长沙等多地社区店试点启动。

煌上煌规划 2025 年实现万店目标。2016-2020 年展店速度加快，总数由 2393 家提升至 4627 家，2020 年净开店 921 家，2021 年受疫情影响有所下滑。公司继续推进“千城万店”战略规划，规划 2025 年门店数量达到 1 万家左右，2022 年计划新开门店 1059 家。

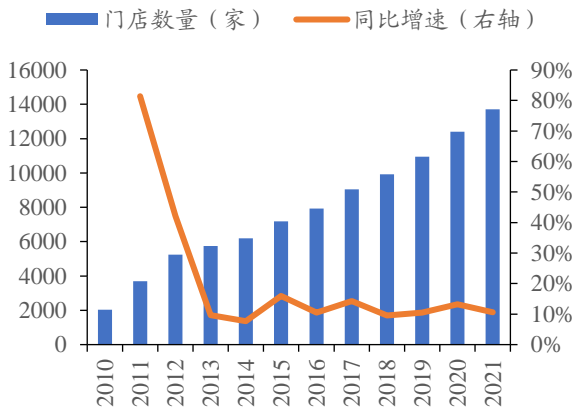
3. 后起之秀突破万店，调整开店策略重点发力下沉市场

探索万店秘诀和连锁业态三阶段的核心竞争要素。连锁小吃业态涌出万家连锁品牌的蜜雪冰城、正新鸡排和绝味食品，共性在于：1) 产品力强，产品美味能够让消费者愿意不断复购；2) 渠道兼具深度和广度，可以让消费者想购买时便能够买到，能够满足消费者即时和冲动消费的需求。3) 占领消费者心智，达到品牌即品类的影响力。4) 价格大众化，面对更多消费群体，门店场景适用范围广。复盘以往餐饮连锁企业发展历程，需要经历 0-1、1-10 和 10-100 三个阶段，0-1 阶段重点在于做好产品，1-10 阶段依靠供应链和人才支撑快速复制，10-100 阶段用资金和系统化运营来支撑快速复制。从品牌、产品之争上升到规模之争，最后关键在于效率之争。

跑马圈地饱和开店突破万店，连锁小吃业态中门店数量全国第二。品牌休闲卤味产品标准化程度高，加盟商门槛低、收益高且单店模型较好，门店扩张可复制性强。因此模式跑通后配合高效供应链进入全国化版图扩张阶段，创始人戴文军在 2008 年将公司战略定为“跑马圈地，饱和开店”，同步建设自有全程冷链系统，开始进行 1-10 和 10-100 的快速扩张。绝味食品门店数量从 2010 年的 2032 家门店增长至 2021 年的 13714 家，CAGR 达 19%，2013-2021 年绝味每年门店增速均超过 7.5%，2021 年底绝味门店数量分别是周黑鸭和煌上煌的 4.93 和 3.2 倍，竞品目前门店规模相当于绝味 2011-2012 年的水平。对比周黑鸭、煌上煌、正新和蜜雪，根据窄门餐饮数据，2022 年 5 月 4 日绝味/正新/蜜雪目前门店数量约

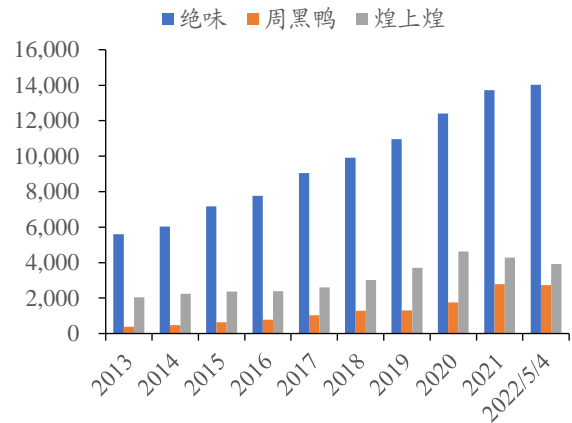
14019/15937/13987 家，绝味整体门店数量仅次于蜜雪，今年门店数量已赶超正新，同时绝味在北上广深一线城市和重庆、天津等直辖市门店数量均位居首位，绝味在一线、新一线和二线市场合计门店 8437 家，明显高于正新和蜜雪的 6223/6626 家，在休闲小吃连锁业态中，绝味从门店数量以及高线市场覆盖方面均位于行业领先地位。

图 51: 绝味门店数量 (家)



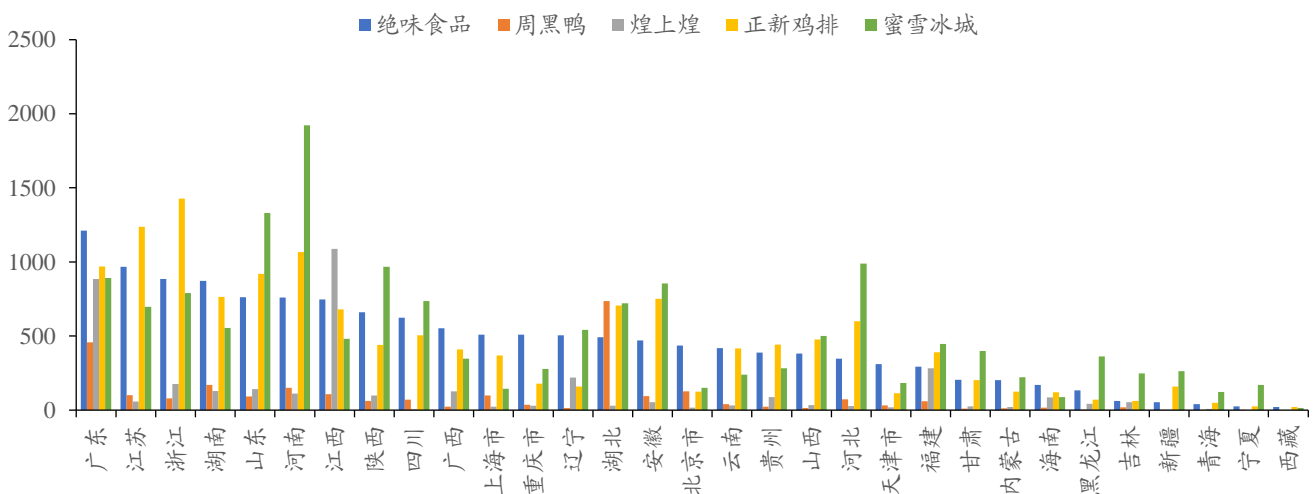
数据来源：公司公告，东北证券

图 52: 2013 年至今卤味品牌门店数量



数据来源：公司公告，窄门餐饮，东北证券

图 53: 各品牌省份分布情况



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

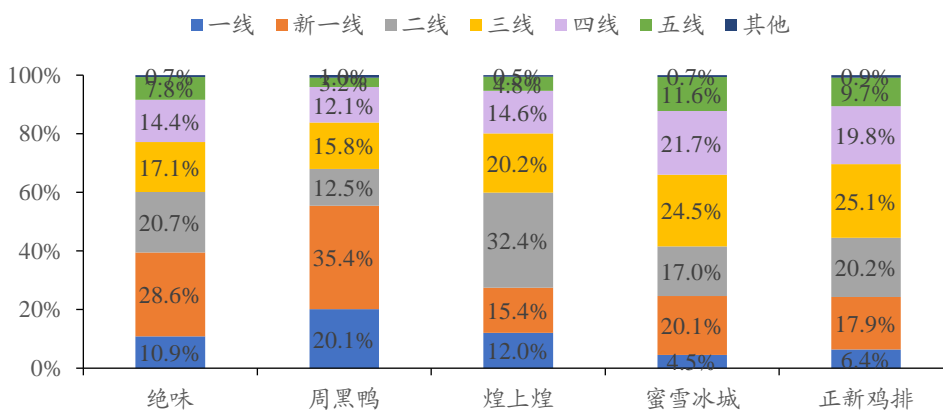
绝味六成门店位于一二线市场，低线市场空间较大。绝味一线/新一线/二线/三线/四线/五线门店数量占比分别为 10.9%/28.6%/20.7%/17.1%/14.4%/7.8%，一线、新一线和二线门店数量合计占比 60.2%，三-五线城市门店数量合计占比 39.2%，周黑鸭和煌上煌分别为 68%/31.1%和 59.9%/39.6%，绝味门店相较于周黑鸭门店结构更加均匀，下线市场占比和覆盖率较高，绝味走大众化路线客单价也明显低于周黑鸭，一至三线城市绝味客单价仅为周黑鸭的 70% 左右。对比煌上煌，绝味整体门店结构和客单价较为类似，绝味高线市场占比和客单价高于煌上煌。对比周黑鸭、煌上煌和万家以上品牌正新和蜜雪，绝味三线城市以下市场占比（40%）低于正新和蜜雪三线城市以下市场占比（56%/58%），未来在低线市场仍具有较大下沉空间。

表 3：2021.5.4 绝味、周黑鸭、煌上煌不同城市级别门店数量和客单价（元）

| 绝味 | | | | 周黑鸭 | | | | 煌上煌 | | | |
|-----|------|--------|-------|-----|-----|--------|-------|-----|------|--------|-------|
| 城市 | 门店 | 占比 | 人均（元） | 城市 | 门店 | 占比 | 人均（元） | 城市 | 门店 | 占比 | 人均（元） |
| 一线 | 1530 | 10.91% | 35 | 一线 | 549 | 20.12% | 37 | 一线 | 471 | 12.04% | 29 |
| 新一线 | 4010 | 28.60% | 27 | 新一线 | 962 | 35.36% | 36 | 新一线 | 603 | 15.41% | 30 |
| 二线 | 2897 | 20.66% | 27 | 二线 | 342 | 12.54% | 35 | 二线 | 1269 | 32.44% | 29 |
| 三线 | 2391 | 17.06% | 27 | 三线 | 432 | 15.84% | 35 | 三线 | 790 | 20.19% | 26 |
| 四线 | 2012 | 14.35% | 28 | 四线 | 330 | 12.10% | 30 | 四线 | 570 | 14.57% | 26 |
| 五线 | 1086 | 7.75% | 29 | 五线 | 87 | 3.19% | 30 | 五线 | 188 | 4.81% | 25 |
| 其他 | 93 | 0.66% | 24 | 其他 | 26 | 0.95% | 32 | 其他 | 21 | 0.54% | 28 |

数据来源：窄门餐饮、东北证券

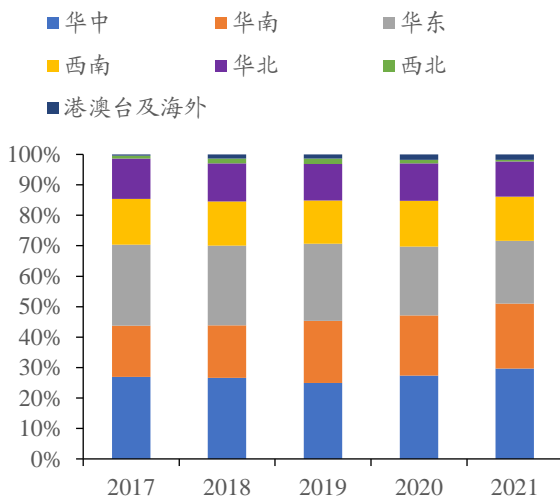
图 54：各品牌不同市场结构占比



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

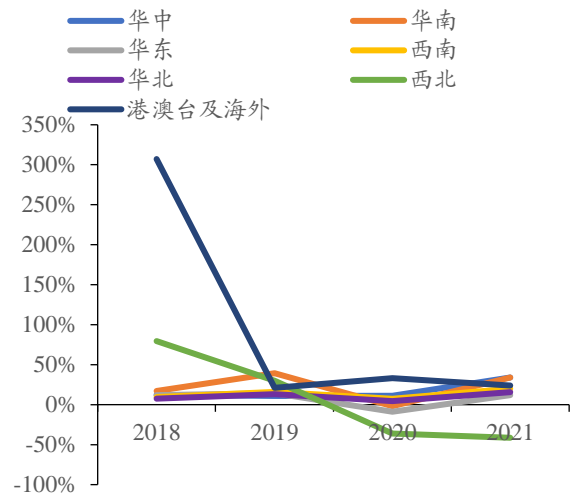
全国化分布较为均匀，13 个省份门店突破 500 家。从地域分布来看，2021 年绝味在华中/华南/华东/西南/华北/西北/港澳台及其他地区收入占比分别为 28.8%/20.7%/20%/14.2%/11.2%/0.5%/1.7%，2017-2021 年收入 CAGR 分别为 17%/21%/7%/13%/10%/-3%/69%。全国化分布较为均匀，目前已经覆盖到所有省份，华东南华中华北为主力市场，近几年华中、华南和西南市场增速较快，同时加强原先华北空白市场。周黑鸭和煌上煌基地市场大本营地区占比较高（均超过 40%），绝味全国化市场分布更为均匀，且在一线重点城市绝味门店数量约为周黑鸭和煌上煌的 3 倍左右，绝味门店数量超过 500 家的省份共有 13 个，周黑鸭和煌上煌分别为 0/2 个。

图 55: 绝味分市场分布



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 56: 绝味分市场增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

沿街和社区体占主体, 占比高于竞品。休闲卤味更多是冲动式消费, 要求所见即所得, 因此终端供给一定程度上决定了需求, 同时购买的便捷性相对重要。绝味在随处可见人流密集的街边、社区店大量开店, 靠近生活区方便消费购买。相较于商场、机场高铁等高势能门店, 沿街社区店的购买频次和复购率相对更高。从渠道结构来看, 2021 年绝味沿街体/社区体/综合体/商超体/交通体/学校体/文娱体收入占比分别为 50%/17%/15%/8%/6%/3%/1%, 其中门店数量占比分别为 49%/20%/13%/8%/5%/4%/1%。绝味以沿街和社区为主, 收入占比合计 67%, 沿街和社区店受疫情影响相对较小, 具备一定经营韧性。高势能交通枢纽店和综合体收入占比 21%, 近两年受到疫情影响较大, 该比例明显低于周黑鸭, 周黑鸭以交通枢纽店、商场高势能门店为主, 合计占比达 70-80%, 社区店比例仅为 10%+。绝味社区和沿街体比例明显高于煌上煌, 煌上煌沿街社区店/综合体(包括商超店)/高铁比例为 50%/40%/10%, 三家卤味品牌中绝味沿街社区门店占比更高。疫情下公司开店策略以社区沿街店为主, 高势能门店拓展有所放缓, 并且更加聚焦下沉市场。从单店收入来看, 高势能综合体和交通体单店收入较高, 分别为 55.1 和 57.3 万/年, 分别高出社区店 35%/41%, 渠道调研反馈 2021 年高势能门店普遍下滑 6-7 成, 疫情前高势能门店单店水平约为社区店的 2 倍左右。

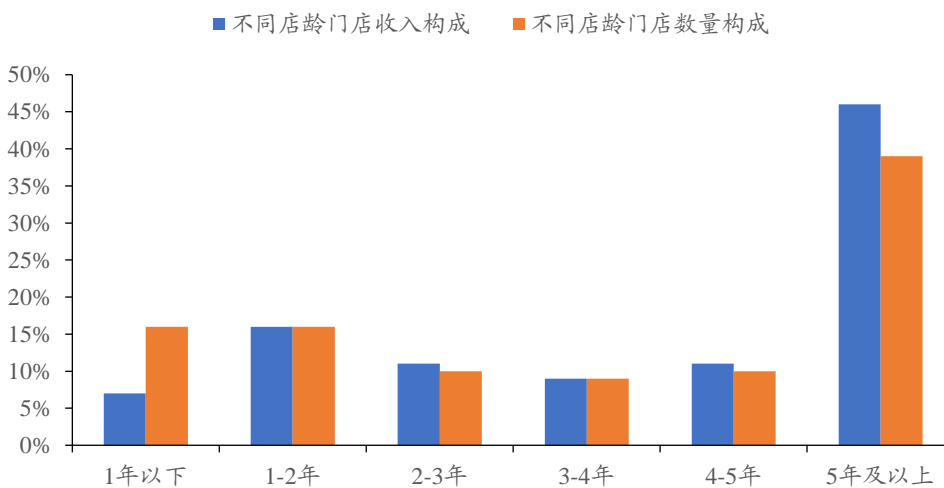
表 4: 2021 年绝味不同渠道结构收入、门店数量占比以及单店收入 (万/年)

| 渠道类型 | 收入占比 | 收入(亿元) | 门店数量占比 | 门店数量(家) | 单店收入(万/年) |
|------|------|--------|--------|---------|-----------|
| 沿街体 | 50% | 32.74 | 49% | 6720 | 48.7 |
| 社区体 | 17% | 11.13 | 20% | 2743 | 40.6 |
| 综合体 | 15% | 9.82 | 13% | 1783 | 55.1 |
| 商超体 | 8% | 5.24 | 8% | 1097 | 47.8 |
| 交通体 | 6% | 3.93 | 5% | 686 | 57.3 |
| 学校体 | 3% | 1.96 | 4% | 549 | 35.8 |
| 文娱体 | 1% | 0.65 | 1% | 137 | 47.8 |
| 合计 | 100% | 65.49 | 100% | 13714 | 47.8 |

数据来源: 公司公告, 东北证券

5 年以上门店占比高，成熟门店为中坚力量。从店龄结构来看，店龄较长的门店占比较高，3 年以上门店收入贡献达 76%，5 年以上贡献 46%。2021 年公司 5 年及以上 /4-5 年 /3-4 年 /2-3 年 /1-2 年 /1 年以下门店收入占比分别为 46%/11%/9%/11%/16%/7%，数量占比为 39%/10%/9%/10%/16%/16%。公司经销商团队中以多年陪伴绝味成长的老经销商为主，目前整体仍维持在 3000+家，经销商带店率在 4 左右，经销商团队较为稳定，近年公司主要以老商开新店为主，成熟门店和优质老商仍是绝味的中坚力量。单店收入随着店龄实现正向增长，如 1-2 年/2-3 年 /3-4 年 /4-5 年 /5 年及以上门店单店收入分别较 1 年以下门店增长 9.7%/19.7%/20.4%/23.1%/28.6%。当存量门店随着时间加长，单店均实现良性增长，从新开店到步入 5 年以上每年单店均能实现个位数增长，1-2 年/2-3 年/3-4 年/4-5 年 /5 年及以上门店同比上一年度增长 9.7%/9.1%/0.59%/2.2%/4.5%。

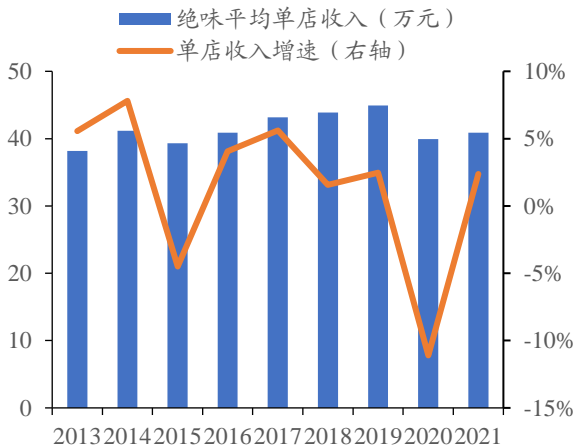
图 57：不同店龄门店收入/数量占比



数据来源：公司年报，东北证券

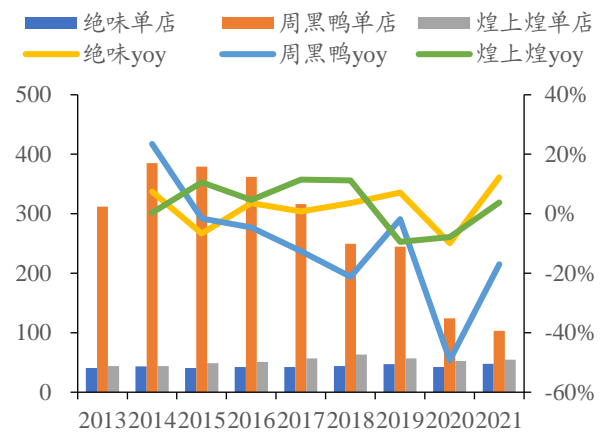
16-19 年单店增速为 3.2%，2021 年单店仍未恢复至疫情前水平。公司从 2016 年至 2019 年单店 CAGR 为 3.2%，对标周黑鸭/煌上煌单店 CAGR 分别为-12.2%/4.8%，2020/2021 年单店增速分别为-11.1%/2.36%，分别恢复至 2019 年同期水平的 88.9% 和 91%，2021H1 公司单店已经恢复至 2019 年同期水平，但下半年全国疫情陆续散点爆发，单店环比 2021H1 有所下滑，使全年单店仍未恢复至 2019 年同期水平。2021 年重点城市购物中心日均客流量大部分仍未恢复至 2019 年同期水平，北上广深相较 2019 年仍下滑 10%+，2021 年营业性客运量 83 亿人次，同比下滑 14.1%，2021H2 同比下降 31.6%。商场综合体和交通体门店受冲击最大，2021 年绝味高势能门店预估恢复至 2019 年同期 6-7 成。社区、沿街店恢复较好，对比 2019 年实现正增长。

图 58: 绝味单店收入 (万元) 及其增速



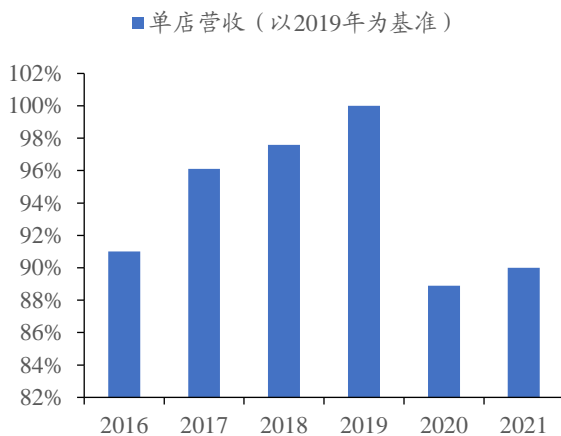
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 59: 三家单店收入 (万元) 及增速



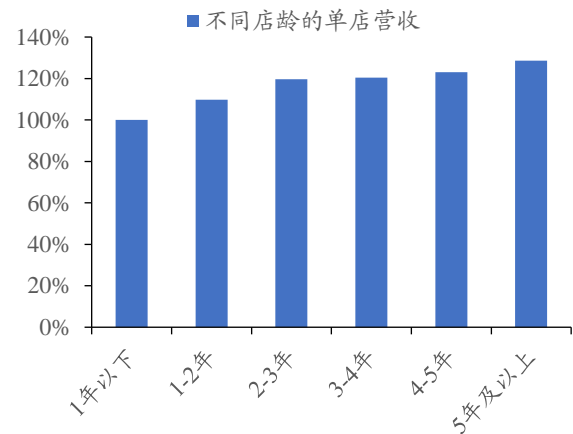
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 60: 2016 年以来绝味单店营收均值比较



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 61: 绝味不同店龄的单店营收比较



数据来源: 公司公告, 东北证券

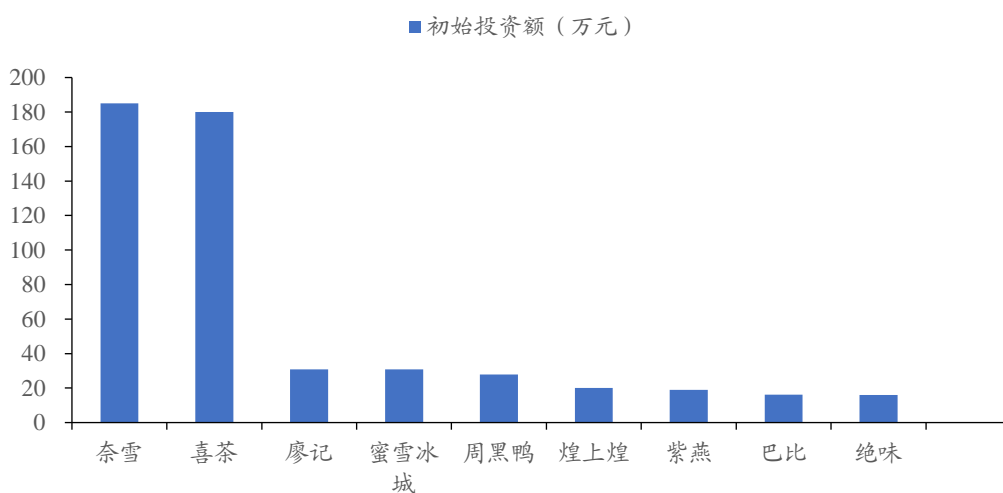
3.1. 探究绝味后来居上成为万店品牌的秘诀?

为什么绝味加盟模式和单店模型能够跑通, 成为一家万店品牌? 1) 绝味加盟商模式相比直营模式, 店铺人员积极性更高, 加盟商本质上是给自己打工, 因此可以看到很多加盟店开店时间比直营门店更长, 灵活性更高 (如世界杯等赛事关店时间延迟)。2) 绝味经销商实力强体量较大, 很多加盟商在当地享有一定人脉和资源, 可以拿到位置较好的门店资源, 近几年公司不断汰换筛选出头部长长期陪伴认同绝味价值理念的优质经销商。绝味经销商人均拥有 4 家门店, 高于周黑鸭和煌上煌的 3.9/2.8 家。3) 绝味门店面积小租金低, 操作简单所需店员数量少, 门店投资回报周期短, 回报率和利润率高, 同时门店初始投入额相对较低, 因此加盟商开店积极性高。4) 产品和门店操作标准化程度高, 易于复制。5) 绝味对加盟商的管理和互利互惠的共同成长机制。6) 供应链、信息化建设和规模优势。

加盟商投资门槛低、回报周期短、盈利能力较优。 2005 年绝味确立以加盟模式为主体, 向加盟商提供货品设备、供应链服务和输出品牌。绝味盈利主要来自于供货和加盟费, 不依靠和加盟商的利润分成, 更多凭借门店供货供应链的收益, 因此绝味需要不断扩张门店数量, 降低加盟商门槛和保障加盟商合理较高的利润

率，让加盟商有足够积极性拓店。绝味加盟商开店初始投入约 15-20 万元，对比其他连锁卤味和茶饮品牌，绝味开店资金门槛相对较低，明显低于廖记、周黑鸭、煌上煌的 30、25-30、20-30 万元。绝味开店初始投入主要包括加盟费、保证金、设备费、装修费和加盟费各区域有所差异，分 3 年支付，每年支付 4000-8000 元。保证金约 5000 元，以 15-20 平米门店为例装修费约 3-6 万元，设备费 1.5 万，预估首次进货预估 2 万元左右。2) 投资回报周期来看，绝味投资回报周期 12-18 个月（以往正常情况，近期疫情导致延长 3 个月左右），在连锁小吃业态中处于中等水平，和蜜雪（12-18）、周黑鸭（加盟 16）、煌上煌（10-20）回报周期类似。3) 绝味单店销售额 80 万元，周黑鸭（加盟）和煌上煌均为 90 万元左右。绝味加盟商的毛利率为 40%，净利率为 13% 左右，盈利能力处于连锁业态中等水平。

图 62：各品牌初始投资额（万元）



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

表 5：绝味初始投资金额

| 项目 | 金额（元） | 备注 |
|------|---------------|---------------------------|
| 加盟费 | 4000-8000/年 | 三年为一个周期进行收取，2-3 万左右 |
| 保证金 | 3000-5000 | 退盟时退还 |
| 装修费 | 30000-60000 | 绝味食品提供统一的装修，经销商承担装修费 |
| 设备费 | 15000 | |
| 首次进货 | 20000 左右 | 绝味食品提供统一原材料，初始预付货款大约 2 万元 |
| 初始投入 | 150000-200000 | |

数据来源：渠道调研、东北证券

绝味单店模型拆解：根据渠道调研了解到，绝味门店年度销售额 80 万左右，加盟商进货价约 6 折左右，毛利率 40% 左右。另外扣除每年 9 万左右的租金和 9.6 万的人工成本（约 2 位店员，工资 4000/月），以及 1.8 万的水电杂费，经销商净利率在 13% 左右。

表 6：卤味品牌门店

| | 绝味 | 周黑鸭 | 煌上煌 |
|------------|-------|---------------------|----------------------|
| 初始投资额 (万元) | 15-20 | 20-25 (加盟) | 20-30 |
| 投资回报周期 | 12-18 | 16 (18 以内, 加盟) | 10-20 |
| 经销商毛利率 | 40% | 40% (加盟); 55% (直营) | 40% (省内 30%, 省外 40%) |
| 经销商净利率 | 13% | 15% | 15% |
| 单店零售额 (万元) | 80 | 90 (加盟); 155 (直营) | 90 |
| 加盟商带店率 | 4-5 | 3.83(特许) | 2.8 |
| 关店率 | 2-3% | 6% (整体); 5% 以内 (加盟) | 12-15% |

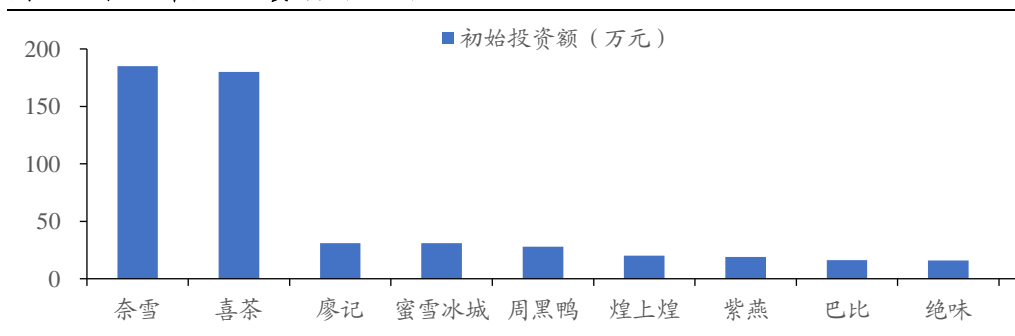
数据来源：渠道调研、东北证券

表 7：单店模型比较

| 项目 | 紫燕 | 绝味 | 巴比 | 蜜雪冰城 |
|--------------------|-------|--------|-------|-------|
| 年收入 (万元) | 100 | 80 | 120 | 100 |
| 客单价 | 31 | 27 | 6 | 7 |
| 面积 (平米) | 12-15 | 12-15 | 20 | 20-30 |
| 员工数 | 1-2 | 2 | 3 | 3-4 |
| 投资回收期 (月) | 18 | 12-18 | 8-12 | 12-18 |
| 初始投入额 (万元) | 20 | 15-20 | 15-25 | |
| 原材料成本占比 (%) | 65% | 60% | 50% | 55% |
| 毛利率 (%) | 35% | 40% | 50% | 45% |
| 租金成本占比 (%) | 7.2% | 11% | 10% | 10% |
| 租金成本 (万元) | 7.2 | 9 | 12 | 10 |
| 员工成本占比 (%) | 10% | 12.00% | 15% | 15% |
| 员工成本 (万元) | 10 | 9.6 | 18 | 15 |
| 水电杂费占比 (%) | 1.8% | 3% | 3% | 8% |
| 水电杂费 (万元) | 1.8 | 2.7 | 3.6 | 8 |
| 经营利润 (万元) | 16 | 10.7 | 26.4 | 12 |
| 经营税率 | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 经营净利润 (按 5% 所得税计算) | 16.2 | 10.2 | 25 | 11.4 |
| 净利率 | 15.2% | 13% | 20.8% | 11.4% |

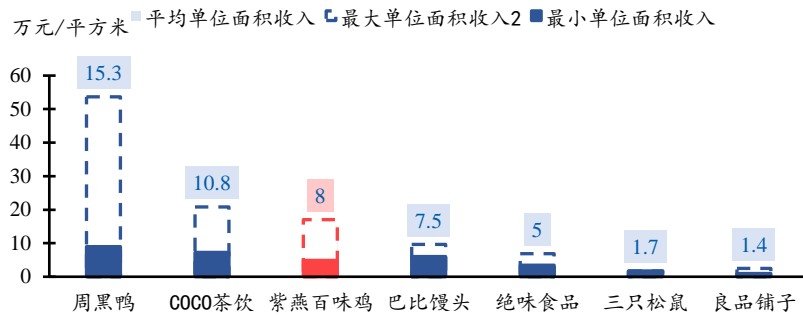
数据来源：渠道调研，窄门餐眼，东北证券

图 63：各品牌初始投资额 (万元)



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

图 64：坪效处于可比连锁门店中上游水平



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

3.2. 深度覆盖渠道精耕，星火燎原助力发力下沉市场

疫情期间发力下沉市场，以社区沿街为开店主体。2020 年之前绝味开店策略重点在一二线城市布局，因为一二线城市消费者的消费力强，以及是各品牌重要战略点位的竞争区域，有利于树立品牌效应。2020 年疫情发生后，公司开店策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”。后续疫情持续反复，公司经过 2021 年下半年的调研中发现绝味在低线县域市场的门店需求坚挺，甚至部分表现优于一二线城市的高势能点位。因此 2021 年下半年将开店侧重于社区、沿街体，同时选择下沉市场为主。2021 年下半年海纳百川项目启动，收购 400 多家超浔黑鸭。2022 年公司推出星火燎原计划，鼓励店长回乡以加盟商身份进行开店。从目前绝味门店结构来看，一二线市场占比高达 60%，相较于蜜雪和正新仍有较大下沉空间。

绝味在下沉市场开店在享受下沉市场的红利之外同时也会面临一定挑战。我们认为下沉市场开店主要具备以下三点优势：一是下沉市场相对受疫情影响较小。二是县域市场经济和消费中心较为集中，足够支撑 1-3 家门店；三是绝味品牌在下沉市场具备较强的号召力和影响力，品牌效应凸显。但在开拓下沉市场中仍会面临一些挑战，一是下沉市场竞争格局更加激烈，绝味和大量规范性差的中小连锁和夫妻老婆店共同竞争；二是下沉市场消费力不足；三是下沉市场相较于绝味规划的物流路线存在一定的偏差，造成物流费用上升。公司针对三个问题逐一进行解决和击破，目前下沉市场开拓主要集中在东部和中部市场。

下沉市场资金投入和成本更低，门店经营质量较优。我们对于下沉市场与高线市场普通门店成本费用进行分析，1) 县级市场投资门槛低，设备投资成本低于 2 万元、装修成本低于 5 万元，设备、装修费用比一二线城市整体低 3-4 万元。若不考虑开店政策补贴，绝味在一二线城市开店初始投入至少 25 万元。县级市场加盟商初始投入 10 万元，仅为一二线城市开店投入的一半，投资资金门槛低。2) 运营成本费用低，县级门店加盟费、管理费、押金和门店转让费都相对较低，例如租金，省会城市房租 20 万，下沉市场平均 10 万。通过渠道调研，对下沉市场和省会市场的单店销售额、投资回报周期进行对比。某省会城市社区店单店销售额 2100 元/天，省会城市商场店单日销售额 6000 元/天，而下沉市场商场店为 4000 元/天。从加盟商投资回报周期来看，根据西北区域渠道调研反馈，该地区下沉市场商场店和社区店投资回报周期均略短于省会城市，华北地区反馈下沉市场门店净利率略优于整体净利率。

表 8: 绝味在省会城市和下沉市场不同门店投资回报周期

| 投资回报周期(月) | 省会城市 | 下沉市场 |
|-----------|-------|------------|
| 商场店 | 12 | 11-12 |
| 社区店 | 15-18 | 12-18 |
| 交通枢纽 | 9-10 | - (几乎难以回本) |

数据来源：渠道调研、东北证券

注：不考虑疫情情况下

星火燎原助力下沉，鼓励店员返乡开店。2022 年公司推出星火燎原项目，向部分店长开放返乡加盟绝味的机会（五线城市以下），让原先店员从原先上班族转变为创业者，鼓励店员返乡开店来补充下沉市场开店动力。星火燎原项目报名要求为 1) 店员需在县乡市场拿到合适的店面，同时在公司准备下沉的地区；2) 店员所在门店 2022H1 单店营收提升 5%；3) 店员返乡创业前需要找到替任者。公司为加盟商提供开店补贴，加盟商仅需 5 万元即可开店，同时给加盟商提供低息贷款，减少资金压力。原先绝味体系店员转变为加盟商后，圆店员圆老板梦对其实现正向激励，回乡开店人情往来对门店业绩具备一定支撑，要求报名期单店提升可对门店经营产生激励。

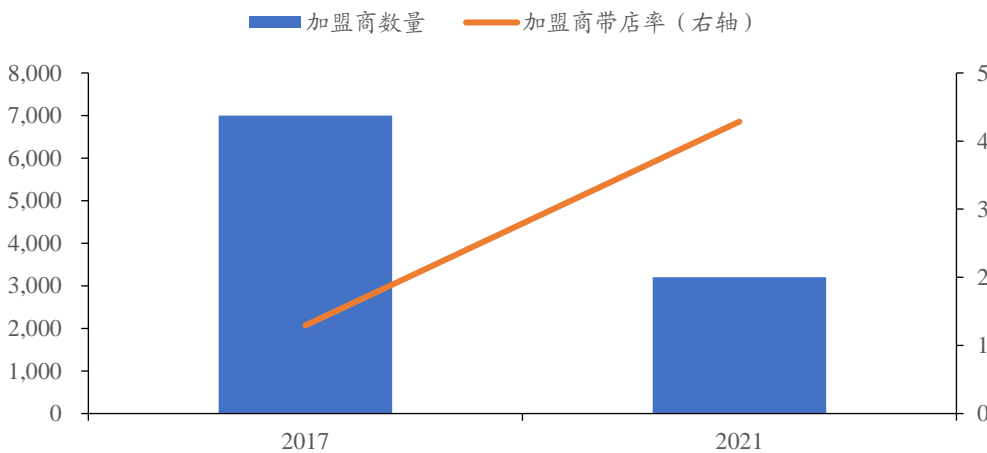
4. 加盟商管理激励体系卓越，铸就优秀高效团队

董事长戴总在 2018 年分享绝味快速扩张的三大秘诀，通过信息化技术实现对门店、人员以及市场的管理，组建绝味管理学院培养大量加盟商和管控人才，建立一套独特的加盟商运营管理体系。

4.1. 公司以加盟商利益优先，加盟商团队认同感强

加盟准入体系严格，以成熟加盟商为主，长期陪伴绝味成长。公司在 2017 年拥有 7000 多家加盟商，人均带店率为 1.3，从 2017 年至今绝味门店数量接近翻倍，加盟商不断优化精简淘汰掉一些尾部经销商，目前加盟商数量仅为 3000 多个，绝味带店率从 1.3 提升至 4+。绝味拥有严格的加盟准入体系，近几年以原有老商开店为主。以往每年绝味接收的加盟咨询信息有 7000-8000 条，但每年能真正进入绝味体系的新加盟商数量较少。根据渠道调研反馈，绝味每年新加盟商的开店数量仅占到全年新开店数量的 5%-8%，原有加盟商的新开店数占比超过 80%。目前绝味加盟商团队多数为陪伴绝味成长多年的成熟优质经销商，绝味对加盟商人性化的管理和共同成长学习的分享机制以及以加盟商利益为先的经营理念，让加盟商在和绝味合作过程中充分信任和认同感较高。同时加委会和管理学院等也推动加盟商自身的优化学习和塑造强烈的凝聚力归属感。绝味的经营理念、企业文化以及管理方式赋予了一批优质且深度绑定的加盟商。

图 65：绝味加盟商数量和带店率



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

困难时期加大补贴，和加盟商共克时艰。绝味在疫情期间加大对加盟商的补贴力度，通过加大货折力度、补贴装修费用、减免门头费、现金补贴亏损店面等方式来对加盟商进行补贴以缓解疫情下的经营压力，如 2020H1 疫情补贴和 2022Q1 开业竞赛补贴。如西北地区对疫情关店的加盟商一家店补贴 5000 元，2021Q1 开店经销商克申领 1.5-2 万元装修补贴，各区域补贴方式会有所差异。绝味在 2021Q4 对线上产品提价和 2022Q1 对全品相提价 3-5%，提价后公司主动让利给加盟商。回顾历史，绝味共 3 次大型补贴均发生在禽流感期间，绝味成立初期遭遇禽流感后公司选择出钱给经销商补贴，在每次大型补贴后都带来公司市占率的显著提高。每次危机和行业困难期公司选择优先保加盟商利益，加大补贴和加盟商共克时艰，造就了加盟商团队对于公司的高度信任和认可。2005 年绝味营收仅 6600 多万，每次危机下绝味抓住机会逆势成长，后来者居上成为行业龙头。

四大维度筛选加盟商。新商家申请加盟绝味时，由公司拓展专员和其进行简单沟通，后续子公司负责人再和意向加盟商见面沟通。绝味通过加盟商评估表评估该加盟商是否可以加盟绝味。绝味在筛选新加盟商重点考虑以下几个因素：1) 加盟商的资金实力；2) 加盟商的拿店能力和店铺资源；3) 是否具备一定门店管理经营能力；4) 是否认同公司长期发展理念；4) 加盟商是否具备一定加盟和开店经验。

4.2. 操作标准化程度高，提供全方位加盟体验

各个环节最大程度标准化，提供加盟商全方位的加盟体验。绝味除了能够保证加盟商较高的利润空间外，也提供了全方位的加盟体验，各个环节实现了最大程度的标准化。加盟商在总部指导下，门店选址、建店、开业、后期维护等采用一系列标准化操作，同时给予导购、收银、店长等统一培训指导，引入加盟商的内部信息化管理系统，实现公司对于门店销售情况、库存和客户群体的统一管理。

三图三表公司指导开店，提高加盟商开店成功率。公司根据三图三表协助加盟商选择店铺位置，加盟商提出开店申请时，公司层面对其门店进行评估，如门店位置、人流情况、经销商的人力和租金等成本情况，以及与其他门店是否有冲突等。后续对加盟商匹配度以及进行新店实地调研制定出详细调查表，上报后给予公司经理审核。公司通过三图三表评估点位以及数据评估帮助加盟商建立开店损

益模型，加盟商在该区域开店需达到公司的平均损益以上才符合开店条件，方可进入开店流程。公司在经销商大会上提出新一年度适合开店的商圈和区域，对加盟商的开店位置进行指导和建议，避免其盲目开店。绝味开店评估体系有助于提高加盟商的开店成功率，整体看来以往绝味关店率约 2.7% 左右，处于行业较低水平。

开店和日常经营指导。公司为加盟商提供开店前的专业指导和培训，针对加盟商开展一周的课程培训，以店员身份在实体店学习和工作 2 天以上，培训各类操作和销售流程以及对产品价格熟悉。正式开业后公司为新开店门店提供营销支持，给予开业折扣，并派专员到门店对加盟商进行指导，帮助门店引流。日常经营中，公司通过微信群、门店巡查、加盟商委员会等形式，帮决加盟商解决问题。

绝味多重门店管理方式。绝味对于门店管理主要分为三大方式，1) 线上信息化系统：公司从线上信息化系统及时了解门店报货情况，当报货低于红线时会进行沟通，报货过高说明可开设分店；2) 分公司管理：分公司设有区域经理和区域专员，一个专员负责 20 个门店，每周/月走访 1-2 次；3) 加盟商管理走访：加盟商每月走访负责门店。

各区域统一管理，对经销商利益进行保护。公司对于各区域内加盟商品牌形象、产品定价、装修风格和管理政策均进行统一，由于对于价格方面，绝味规定同一个区域内所有门店或者第三方外卖平台产品零售价、进货价保持一致。为了保护区域加盟商利益，公司为每个加盟商门店设一定保护半径，保护半径之内禁止其他加盟商在此范围内开业。对于同一位置申请开店的加盟商，根据拿到地段租赁合同先后采取公平竞争方式。

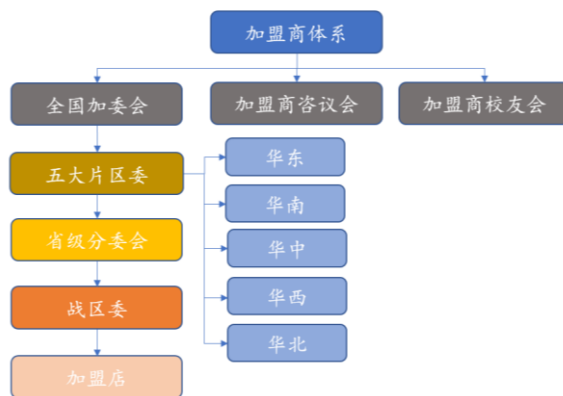
4.3. 加盟商一体化管理体系，激发加盟商活力

一司一班一会构筑绝味强大管理体系。绝味管理主要通过一司一班一会制度，一司为分期管理加盟商，一班为 EDP 和 EMBA 研修班；一会为加盟商委员会，保证店铺互相监督、平稳提升。公司建立绝味管理学院，通过线上学习社群、平台，线下集中培训、工作坊，岗位上的导师指导、任务体验，提升加盟商的业务水平并为绝味储备输送大量优秀人才。

绝味是如何将加盟商团结起来并且成为企业发展的合伙人呢？绝味 2012 年设立加盟委员会，由加盟商组成来实现加盟商的内部自治管理，公司希望通过加委会加强厂商之间的联系沟通，建立有效的厂商互动平台，加盟商自发对公司加盟商的管理上群策群力，赋予加盟商公司发展合伙人的角色共同参与企业管理和决策。加盟商体系由原来的二级体系变为全国总会、片区委、省级分委会和战区委四级体系，全国共分成 5 个片区和 128 个战区，由当地战区委员带动战区内门店的巡检和帮扶工作，管理下沉至战区并且工作更加细致。目前加委会共 3000 多个成员，核心成员约 100+ 位。全国总会和公司高层每年进行两次对话沟通，全国委与五大片区每半年度举办一次述职大会，五大片区每季度开展地域走访交流学习，分会委和战区委每月召开例会，并根据情况召开专项沟通会。核心加盟商委员可参与公司核心经营讨论，而战区委员可以管理和指导战区里的门店，加盟商层级自上而下进行梯队式管理。绝味通过加委会收集加盟商关于门店经营、产品策略的意见以及针对出现问题和困难的加盟商进行点对点帮扶。加委会多次自发组织互帮互助行动，如 2018 年 7 月单月实现自主巡检帮扶门店 3510 次，加委战狼赛期间 71% 的战区营收持续提升，最高提升 45%，单店相比有明显提升。每年 3 月和 8 月加委会带领加盟商对门店进行巡检，通常由两个战区的加委会成员互换区

域进行检查，要求加委会成员发现、记录和当场解决问题。绝味赋予加委会更多职能，如组织战区 PK 任务（如销售 PK 赛等）和优秀店员评比活动，为了促进战区凝聚力和激发加盟商积极性。同时加委会中管理好的加盟商可以享受进货优惠价格，表现好的加盟商每年享有公司提供去新加坡南阳理工、香港理工大学进修 EMBA 的机会。此套体系让加盟商享受到一定的管理权和良性的成长激励，推动加委员的凝聚力越来越强。加委会人员进行轮换，一些轮换出去的加盟商组成咨议会，为公司提供一些决策建议。

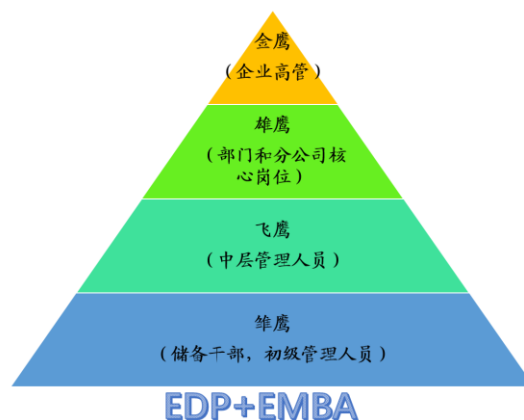
图 66：加盟商体系



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

健全人才培养体系，绝味管理学院构建人才孵化器。2009 年绝味开设管理学院，初期以为培养高级事业经理人为目标，为绝味发展过程中输送了大量优秀的管理人才。后续形成金鹰、雄鹰、飞鹰和雏鹰以及 EDP+EMBA 的 4+2 阶梯式人才培养体系，培养从储备干部到企业高管的人才梯队。人才培养体系后续纳入加盟商，加盟商可与公司成员共同享受培养和学习机制，每年公司为优秀加盟商提供 1.5 年左右的南阳理工大学和香港理工大学 EMBA 进修机会，为其承担学费，有利于提升加盟商积极性形成正向激励。

图 67：绝味学院管理体系



数据来源：渠道调研，公司官网，东北证券

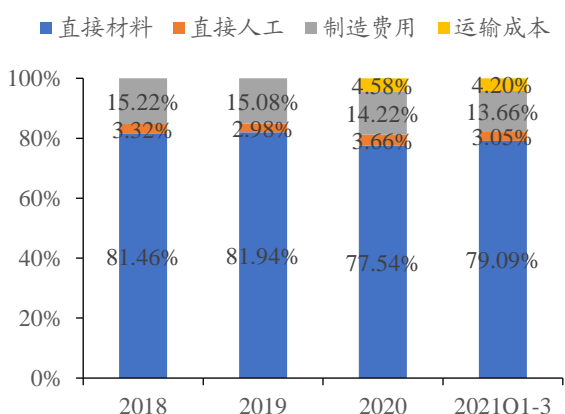
5. 供应链能力决定规模和效率优势

管理层前瞻布局，供应链布局和效率行业领先。董事长戴总出身于医药行业，医药行业属于政府强监管行业，2017年已经实现了生产全程可追溯。未来随着安全健康要求不断提升食品行业或会向强监管和生产全程可溯源追踪方向演变。绝味早期意识到食品安全和供应链重要性，在2008年携手美国冷链巨头英格索兰引入全程冷链系统，2009年和德国SAP公司合作引入SAP-ERP信息化系统，2016年和日本咨询公司船井综研合作全面梳理和提升绝味的供应链体系，而周黑鸭2018年才开始引入SAP系统。得益于管理层超前的战略眼光和前瞻布局，绝味在供应链建设上先人一步，目前在生产、配送运输和信息化建设等方面均明显领先于同行。

5.1. 采购规模化效应带来成本低于同行

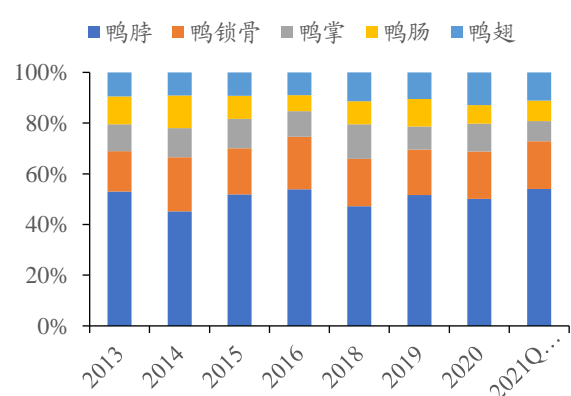
鸭副占原材料采购比例达40%+，规模化采购成本优势凸显。公司卤制品生产成本中直接材料占比最高约80%左右，2018年至2021Q1-3直接材料占主营业务成本的比例分别为81.46%、81.94%、77.54%、79.09%，其中鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅等鸭副材料占原材料采购总额的40%+，其中约一半是鸭脖。2020年鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅占原材料采购金额的20.45%、7.46%、5.72%、4.11%、6.8%。绝味食品原材料采购分为统一采购与地方采购，其中以统一采购为主，采购金额占整体的95%左右，鸭副产品统一采购会选择多家供应商来降低断供风险，供应商集中度较高采购规模效应较强，2018年至2021Q1-3前五名供应商合计采购额占比分别为40.83%、44.65%、42.32%和36.57%。绝味鸭副采购量约占据行业供给量的1/3，2021年绝味、周黑鸭和煌上煌销量分别为14.2、3.53、3.67万吨，绝味对上游议价能力较强，规模效应带来采购成本明显低于同行。2015年绝味鸭副采购均价仅为周黑鸭的70%，2016-2019年绝味单吨成本约为周黑鸭和煌上煌的70%和90%。

图 68: 绝味卤制品成本中主要成本结构



数据来源: wind, 东北证券

图 69: 绝味直接材料主要结构

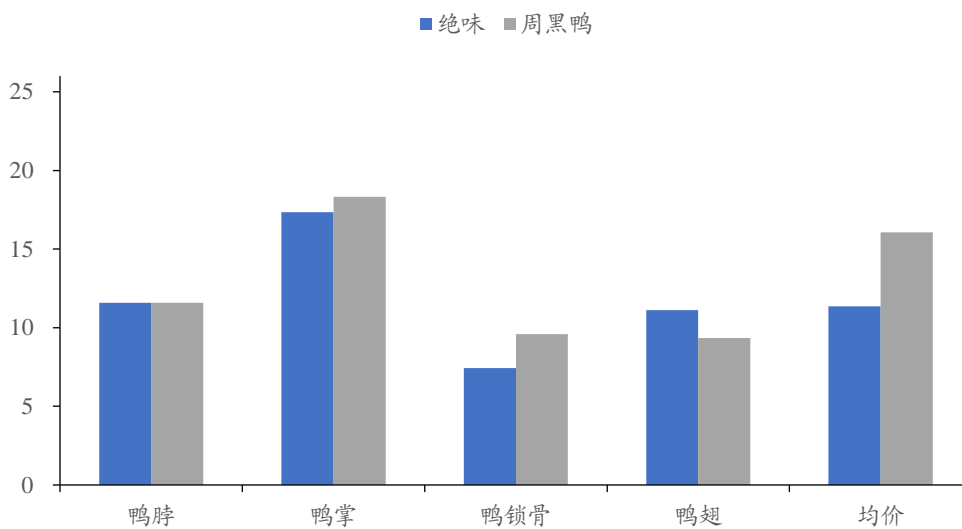


数据来源: wind, 东北证券

疫情后毛鸭价格和鸭副价格出现背离，鸭副价格持续上涨达历史高点。鸭副材料中占比前两大为鸭脖和鸭掌，因此我们重点分析鸭脖和鸭掌价格变化。2018年至

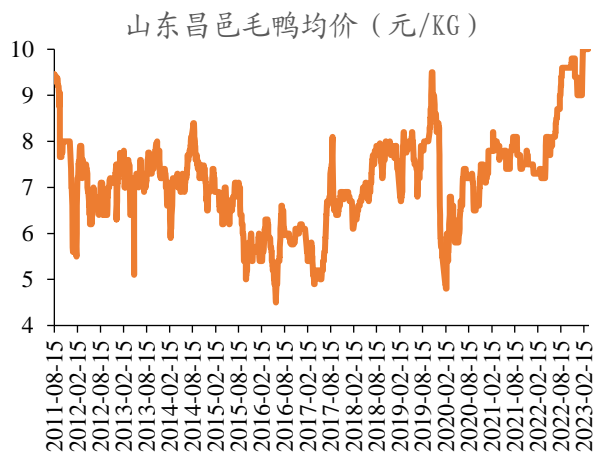
2021 年前三季度鸭脖价格逐年上涨，价格分别为 5.25、7.59、9.99、10.50 元/千克，主要系鸭脖市场需求旺盛供不应求导致鸭脖采购价格上涨。鸭掌价格逐年下降，价格分别为 25.90 元/千克、20.39 元/千克、16.75 元/千克、16.21 元/千克，鸭掌需求更多来自于餐饮端，疫情导致餐饮近两年来需求下滑因此鸭掌采购价格不断下降。历史上鸭副价格变动方向跟毛鸭价格变动方向和趋势较为一致，2020 年后鸭脖等鸭副价格和毛鸭价格有一定背离主要是餐饮端需求较差，导致毛鸭供过于求整体价格疫情期间较为疲软，如 2020 年毛鸭价格下降 16.7%，而休闲卤味行业需求相对餐饮需求更具韧性，鸭脖等鸭副需求仍然较好，鸭脖 2020 年采购价格同比上涨 31.7%。使得上游厂商由于整鸭价格下滑较多会通过上调鸭副价格来提升一定利润，因此造成 2020 年起鸭脖价格和毛鸭价格出现倒挂。2020 年底至今毛鸭价格一直处于震荡，2022 年 4 月开始毛鸭价格出现上涨，鸭副价格从 2021Q3 开始陆续进入上涨通道，至 2023Q1 已达价格历史高点。

图 70：2015 年绝味和周黑鸭原材料采购单价（元/kg）



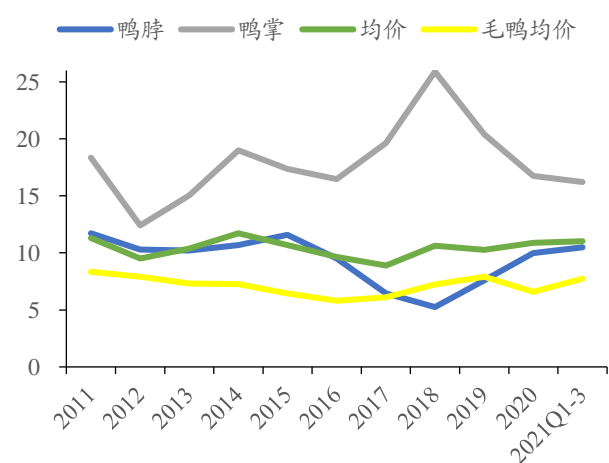
数据来源：公司公告，东北证券

图 71：毛鸭均价（元/kg）



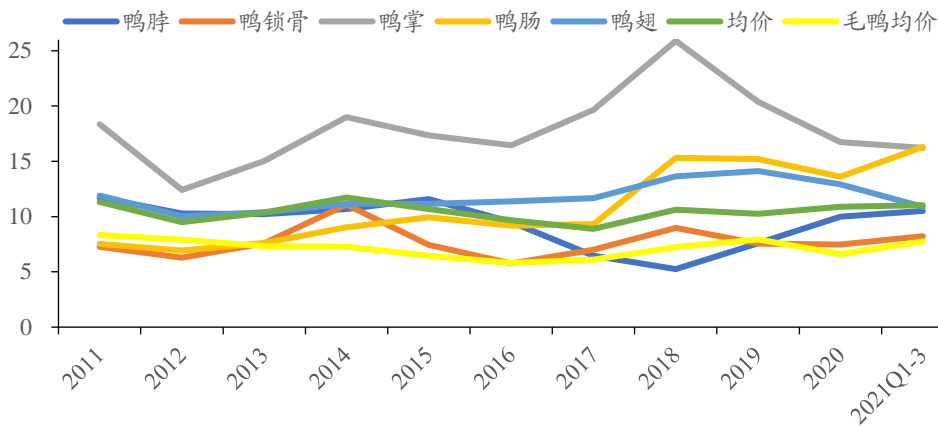
数据来源：wind，东北证券

图 72：绝味核心原材料采购价格和毛鸭价格(元/kg)



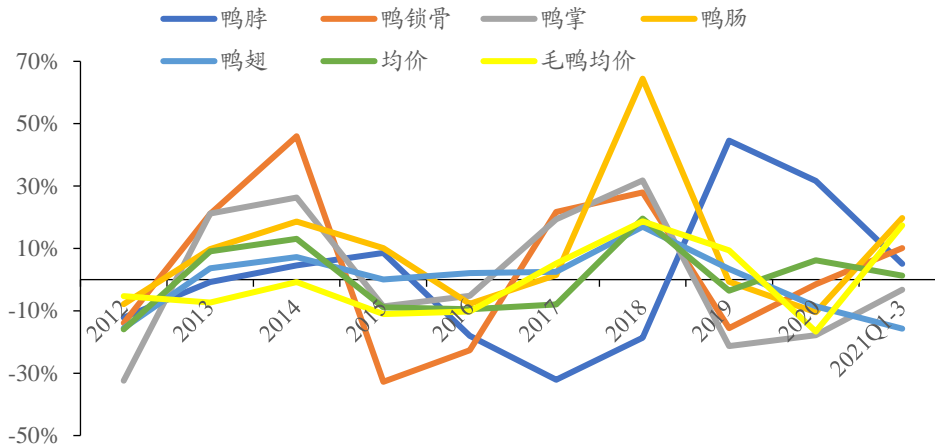
数据来源：wind，东北证券

图 73：绝味采购单价（元/kg）和毛鸭价格（元/kg）



数据来源：公司公告，东北证券

图 74：绝味采购单价（元/kg）和毛鸭价格（元/kg）变化



数据来源：公司公告，东北证券

5.2. 全国化生产布局保障高效日配，运输费率不断下降且优于同行

全国化生产布局和较短运输半径保障日配，工厂数量行业领先。伴随全国门店扩张，工厂布局数量和覆盖半径决定了销售区域扩张边界，配送效率和供应链建设是短保行业的至关重要环节，同时也决定了效率和成本管控的差异。绝味这几年不断扩建全国化生产基地缩小服务半径，同时打造出一套柔性供应链体系，截至目前绝味在全国共有 6 大核心工厂、21 个生产基地（含有 2 个在建），年产能 20 万吨左右，其中主业产能占比 90%。冷链配送半径为 300~500 千米，搭配高效率的冷链运输系统实现了“当日订单，当日生产，当日配送，24 小时内开始售卖”，目前全国所有门店已经实现当日配送。对比卤味同行业竞品，周黑鸭/煌上煌/紫燕全国工厂数量为 5/6/6 个，绝味仍有较大差距。公司拟通过非公开发行股票方式募集 11.8 亿元资金用于广东与广西生产扩建，计划新增产能 9.07 万吨，目前江苏、辽宁、广西、广东和四川等智能生产基地正建设当中，后续整体工厂数量将达到 25 个。

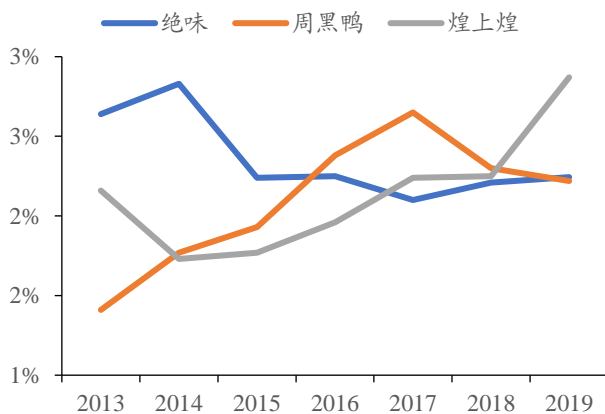
图 75：绝味全国化工厂布局



数据来源：公司公告，东北证券

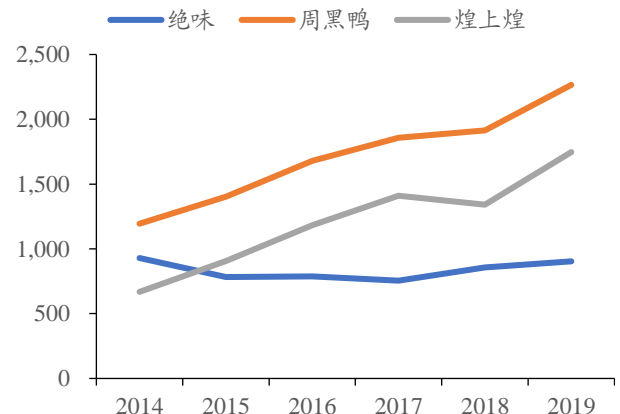
绝味运输费率逐年下降，对比同行单吨运输成本较低。绝味随着供应链和全国化工厂布局，运输费率逐年下降，从 2013 年的 2.64% 下降至 2019 年的 2.24%，单吨运输费用从 2014 年的 929 元/吨下降至 904 元/吨。对比三家运输费率变化，2019 年绝味、周黑鸭、煌上煌运输费率分别为 2.24%、2.22%、2.87%，单吨运输费用分别为 904、2265、1746 元/吨，周黑鸭和煌上煌单吨运输成本为绝味的 2.5 和 1.9 倍，绝味全国化的布局和自有物流供应链极大程度降低了单位运输成本。

图 76：绝味、周黑鸭、煌上煌运输费率



数据来源：wind，东北证券

图 77：绝味、周黑鸭、煌上煌单吨运输费用 (元/吨)



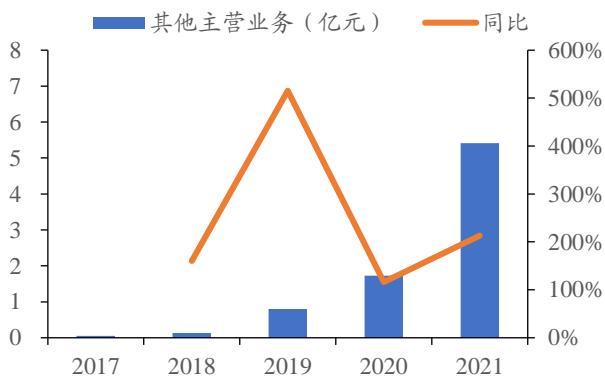
数据来源：wind，东北证券

5.3. 自建绝配供应链，冷链物流仓配能力全国 TOP 30

绝味自建供应链体系，服务能力外溢向外赋能。绝味在 2008 年确立饱和开店策略后着重供应链建设，2008 年携手美国冷链巨头英格索兰引入全程冷链系统，2009 年和德国 SAP 公司合作引入 SAP-ERP 信息化系统。2018 年绝味成立全资子公司“上海绝配柔性供应链服务有限公司”，建立专门的数字化体系，通过整合第三方冷链伙伴，成为集冷链运输、大型仓储、城市分拨、城际运输、生鲜配送、卤味代

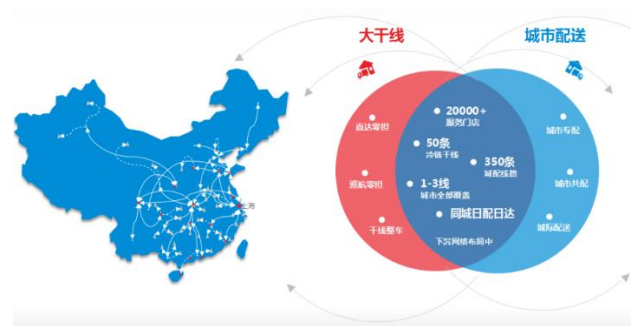
工、央厨产业园为一体的餐饮和零售供应链服务企业。同时绝味投资了4家物流企业快行线、阿南物流、鲜配物流和餐北斗。绝配除了满足旗下门店的物流配送外，供应链能力已经外溢，其富余能力开始赋能幸福西饼、盛香亭、喜姐炸串、乡村基、巴比馒头等60多家同业公司，其中包括部分绝味食品参投企业。例如在采购方面，绝味为廖记、精武等参投企业共同采购。同时绝味拥有富余加工生产能力，为三只松鼠、廖记、精武鸭脖等第三方和参投企业等代工。公司其他主营业务中主要为绝配供应链收入，2017-2020年其他主营业务收入从0.05亿元提升至1.73亿元，CAGR为226%。2021年绝配供应链收入约2.7亿左右，采购收入预估2.7亿。

图 78: 其他主营业务收入和同比



数据来源：公司公告，东北证券

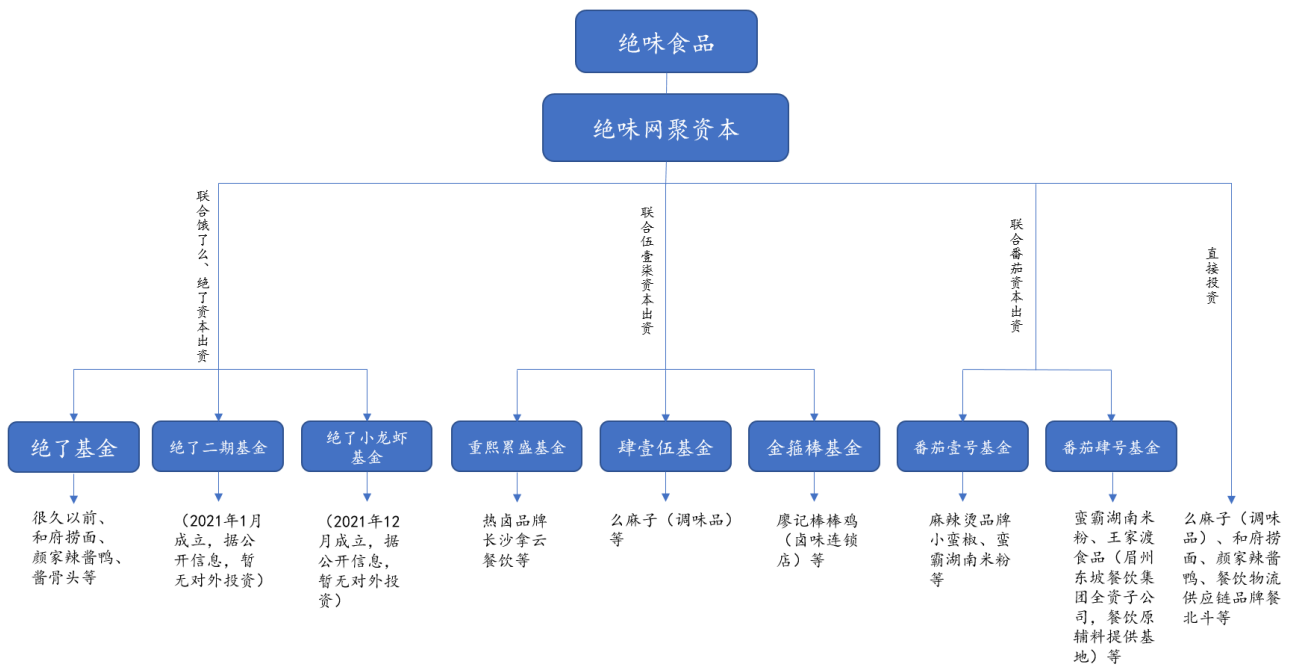
图 79: 绝配供应链体系



数据来源：绝配公众号，东北证券

绝配解决冷链最后一公里难题，全国供应链百强 TOP 30。绝配解决了绝配供应链作为餐饮、生鲜全链一站式服务商，拥有遍布全国的低温仓储、冷链运输、生鲜配送网络，突破“最后一公里”的冷链配送瓶颈，2020年进入全国供应链百强 TOP 30。绝配服务客户包括大量连锁知名餐饮零售品牌，同时也为绝味被投资企业提供共采、共产、共仓、共配、共销、共智等六大服务。绝配拥有全国20个生产加工中心，提供优质、高效的卤制品代工服务。仓储方面，在山东、武汉拥有6万吨级大型冷库，同时拥有上海、天津、溧阳45万平央厨/厂综合产业园（含物业、环保、办证、质检功能）。在物流配送方面，绝配拥有50个城市分流、分拨仓，直达全国20个省会城市、延伸50个周边城市的冷链运输整车、零担线路。目前配送近20000+家门店，覆盖全国1000+城市和地区（300+一二线城市，700+乡镇县）。绝配建立CDC+工厂仓+城市仓+合作云仓的多层次云仓布局，覆盖全国食品生产消费地，通过智能化信息系统管理，高效协同，提高运输效率，为客户企业降本增效。此外提供个性化城配服务，客户门店大部分分布各大商场，根据客户配送要求，合理规划配送时间节点及配送线路，保障末端配送时效及品质。

图 82：网聚资本投资资金情况



数据来源：天眼查，东北证券

四大增值服务全方位赋能，助力被投资企业长期发展。网聚资本下设有3个团队进行投资项目的跟进。首先是价值发现，公司成立8-9人的团队来寻找投资项目，会将行业内前10位的公司纳入考虑。第二是合规和资本化服务，团队人数约10人，职责为协助企业上市，团队综合实力较强。第三是投后服务，该服务分为4个板块：1) 组织能力建设：该板块负责人员为4名全职员工，主要负责中高端人才招聘，人才体系搭建，股权激励、薪酬绩效及企业文化建设，在人才体系搭建方面，绝味帮助被投资企业建立商学院，如和府捞面的和府大学，廖记棒棒鸡的廖记管理学院等，保证被投资企业人才可持续。2) 资本化服务：该板块由10+位人员负责，主要职责为规划资本战略、推荐资本伙伴等，确保投入三年内上报材料。3) 市场和销售：该板块由5-6人负责，主要职责为帮助梳理市场策略，对接加盟商资源，提供数字化增长服务。4) 供应链协同：公司与被投资企业实现共采共产共仓共配共销共智，在生产、安全监测、环保、新品研发等方面进行协助。绝味在各个方面为被投资企业提供增值服务，与企业实现“六共”协同，促进被投资企业发展。

图 83: 绝味对投资企业赋能四大维度



数据来源：公司公告，东北证券

一控一参一合布局餐桌卤味行业，廖记单店模型打磨完成。餐桌卤味市场规模约是休闲卤味的两倍，行业发展晚于休闲卤味，竞争格局相对分散。绝味重点布局餐桌卤味板块，先后通过一控一参一合方式投资餐桌卤味前五家中的廖记棒棒鸡、卤江南和阿满，同时投资江苏满贯和热卤盛香亭。1) 廖记，2022年4月全国门店数量878家，2018/2019/2020年净增124/172/218家。2020年廖记收入12亿左右，以西南和湖北为主要市场，门店结构中以商场店为主，社区店占比低于10%。2021年在全国10多个城市进行40家廖记新店型的打样，2021年8月进行总结复盘，后续聚焦在川渝地区开展门店2.0的复盘和打样。目前单店运营情况比去年有明显提升，目前基本上可以实现各个环节的标准化。近期再针对门店2.0进行复盘和优化，今年争取开始复制扩张。2) 阿满目前门店数量200+家，在南京开有200多家店，产品定位较高主打中高端，2021年东北收入3+亿。目前阿满单店模型已打磨完成，后续待疫情缓和有望加速复制。3) 卤江南主要聚焦江苏的下沉市场，受疫情影响相对有限，目前门店数量1000多家。4) 江苏满贯旗下门店超过百家，今年公司会继续协助满贯进行更快速复制和扩张。5) 热卤方面，盛香亭目前门店数量1000多家，主要分布在华中地区，重点是新一线和二三线城市，目前新增麻辣烫系列。2022年受疫情扰动整体影响相对可控，今年有望加速复制。

表 9: 绝味部分投资情况

| 类型 | 被投资企业 | 投资金额 (亿元) | 持股比例 | 简介 |
|----------|----------------|--------------|--------|--------------------------------|
| 投资 基金 | 广州绝了股权投资基金合伙企业 | 2.00 | 65.57% | 受托管理连锁餐饮业的股权投资基金;投资咨询服务;股权投资业务 |
| | 宁波番茄叁号股权投资合伙企业 | 0.50 | 87.61% | 受托管理连锁餐饮业的股权投资基金;投资咨询服务;股权投资业务 |

| | | | | |
|----------------|--------------------|------|--------|---|
| | 宁波番茄肆号股权投资合伙企业 | 0.10 | 33.33% | 受托管理连锁餐饮业的股权投资基金;投资咨询服务;股权投资业务 |
| | 湖南肆壹伍私募股权基金企业 | 2.97 | 65.35% | 主要投资方向为餐饮产业链相关的企业 |
| | 湖南重熙累盛私募股权基金企业 | 0.28 | 77.35% | 从事非上市类股权投资活动及相关咨询服务 |
| | 广州绝了小龙虾产业投资基金合伙企业 | 0.20 | 79.00% | 提供水产品加工、销售企业的股权投资服务 |
| | 湖南金箍棒私募股权基金企业 | 3.85 | 66.08% | 从事非上市类股权投资活动及相关咨询服务 |
| | 广州绝了二期股权投资基金合伙企业 | 1.00 | 49.50% | 从事股权投资、投资管理、资产管理等活动 |
| 餐桌 卤味 | 福州舞爪食品有限公司 | 0.01 | 8.46% | 卤味连锁品牌,以线下连锁实体店的方式运营 |
| | 江苏卤江南食品有限公司 | 0.91 | 11.22% | 新一代卤味连锁专卖品牌,定位餐桌卤味食品 |
| | 江苏满贯食品有限公司 | 0.33 | 51.65% | 主营餐桌卤制食品的生产及销售,以及连锁加盟体系的运营和管理 |
| | 武汉零点绿色食品股份有限公司 | | 38.38% | 集卤味休闲食品的研发、运营、销售为一体 |
| | 长沙颜家食品销售有限公司 | | 21.11% | 以酱鸭为主的食品代理、生产及终端销售商 |
| | 长沙市拿云餐饮管理有限公司 | | 10.00% | 主营盛香亭热卤 |
| 复合 调味 料 | 江苏美鑫食品科技有限公司 | 0.10 | 10.90% | 主要产品为火锅底料、调味料(品)、酱料 |
| | 徐州市美鑫食品有限公司 | | 12.00% | 主要产品为火锅底料、调味料(品)、酱料 |
| | 么麻子食品股份有限公司 | 1.30 | 13.68% | 主营调味香料、调味油、饼干糕点、其他调味品、其他食用菌等 |
| 轻餐 饮 | 福建淳百味餐饮发展有限公司 | 0.10 | 10.00% | 专注沙县小吃食品研发加工、连锁门店运营、电子商务信息、文化创意产业整合 |
| | 深圳市幸福商城科技股份有限公司 | 0.15 | 3.34% | 从事烘焙食品的研发、生产和销售 |
| | 江苏和府餐饮管理有限公司 | 2.31 | 16.92% | 中式面食直营连锁餐饮品牌 |
| 产业 链上 下游 | 内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司 | 1.68 | 24.17% | 肉鸭养殖及熟食加工、饲料加工企业 |
| | 上海绝配柔性供应链服务有限公司 | | 74.75% | 集冷链运输、大型仓储、城市分拨、城际运输、生鲜配送、央厨产业园为一体的餐饮、零售供应链服务企业 |
| | 北京快行线冷链物流有限公司 | 0.10 | 6.46% | 提供第三方冷链物流解决方案及运营服务 |
| | 郑州千味央厨食品股份有限公司 | 0.50 | 3.85% | 主营餐饮、酒店、团体食堂、零售熟食、外卖、乡厨等社会服务型餐饮 |
| | 江西阿南物流有限公司 | 0.09 | 20.00% | 主营冷链宅配、医药配送、电商物流等第三方物流服务 |
| | 江西鲜配物流有限公司 | 0.01 | 6.67% | 冷鲜物流服务提供商 |
| | 武汉食和岛网络科技有限公司 | | 4.00% | 以“新菜、招标、订货、论坛”为核心的食材展业综合服务公司 |
| | 深圳市餐北斗供应链管理有限公司 | | 1.51% | 主营海上、陆路、航空国际货物运输代理业务 |
| | 鲜生活冷链物流有限公司 | | 0.10% | 城市仓配冷链供应链服务商 |

资料来源:公开资料整理,东北证券

7. 盈利预测

盈利预测：预计 2022-2024 年 EPS 为 0.39/1.36/1.90 元，对应 PE 为 111X/32X/23X，维持“买入”评级。

8. 风险提示

食品安全风险；上游原材料价格波动；门店恢复不及预期

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 货币资金 | 1,065 | 67 | 1,900 | 2,802 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 155 | 42 | 223 | 102 |
| 存货 | 854 | 1,306 | 1,106 | 1,615 |
| 其他流动资产 | 194 | 257 | 279 | 318 |
| 流动资产合计 | 2,267 | 1,672 | 3,508 | 4,837 |
| 可供出售金融资产 | | | | |
| 长期投资净额 | 2,120 | 2,200 | 2,300 | 2,350 |
| 固定资产 | 1,807 | 1,921 | 2,034 | 2,124 |
| 无形资产 | 249 | 286 | 295 | 316 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 5,134 | 5,384 | 5,617 | 5,800 |
| 资产总计 | 7,401 | 7,056 | 9,125 | 10,638 |
| 短期借款 | 203 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 473 | 652 | 622 | 820 |
| 预收款项 | 0 | 30 | 18 | 25 |
| 一年内到期的非流动负债 | 97 | 97 | 97 | 97 |
| 流动负债合计 | 1,450 | 1,458 | 1,518 | 1,848 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 234 | 234 | 234 | 234 |
| 长期负债合计 | 234 | 234 | 234 | 234 |
| 负债合计 | 1,685 | 1,692 | 1,752 | 2,082 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 5,702 | 5,353 | 7,373 | 8,573 |
| 少数股东权益 | 14 | 10 | 0 | -18 |
| 负债和股东权益总计 | 7,401 | 7,056 | 9,125 | 10,638 |

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|--------------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 6,549 | 6,693 | 8,018 | 9,486 |
| 营业成本 | 4,474 | 5,085 | 5,691 | 6,511 |
| 营业税金及附加 | 51 | 52 | 62 | 73 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 524 | 676 | 690 | 787 |
| 管理费用 | 418 | 549 | 544 | 626 |
| 财务费用 | 9 | -4 | -1 | -5 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 224 | 13 | 112 | 74 |
| 营业利润 | 1,262 | 322 | 1,147 | 1,558 |
| 营业外收支净额 | 40 | 9 | -3 | 38 |
| 利润总额 | 1,302 | 331 | 1,144 | 1,596 |
| 所得税 | 334 | 85 | 296 | 413 |
| 净利润 | 967 | 245 | 848 | 1,183 |
| 归属于母公司净利润 | 981 | 249 | 858 | 1,201 |
| 少数股东损益 | -14 | -4 | -10 | -18 |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|
| 净利润 | 967 | 245 | 848 | 1,183 |
| 资产减值准备 | 10 | 6 | 4 | 5 |
| 折旧及摊销 | 292 | 26 | 24 | 20 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 16 | 5 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -224 | -13 | -112 | -74 |
| 运营资本变动 | -9 | -192 | 52 | -97 |
| 其他 | 34 | -8 | 4 | -37 |
| 经营活动净现金流量 | 1,086 | 68 | 820 | 999 |
| 投资活动净现金流量 | -1,058 | -260 | -148 | -97 |
| 融资活动净现金流量 | -43 | -806 | 1,161 | 0 |
| 企业自由现金流 | 744 | -122 | 699 | 905 |

| 财务与估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|
| 每股指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 每股收益 (元) | | | | |
| 每股净资产 (元) | 1.60 | 0.39 | 1.36 | 1.90 |
| 每股经营性现金流量 | 9.28 | 8.48 | 11.68 | 13.58 |
| 成长性指标 | 1.77 | 0.11 | 1.30 | 1.58 |
| 营业收入增长率 | | | | |
| 净利润增长率 | 24.1% | 2.2% | 19.8% | 18.3% |
| 盈利能力指标 | 39.9% | -74.6% | 244.2% | 40.0% |
| 毛利率 | | | | |
| 净利润率 | 31.7% | 24.0% | 29.0% | 31.4% |
| 运营效率指标 | 15.0% | 3.7% | 10.7% | 12.7% |
| 应收账款周转率 (次) | | | | |
| 存货周转率 (次) | 5.27 | 5.28 | 5.94 | 6.17 |
| 偿债能力指标 | 68.83 | 76.45 | 76.30 | 75.23 |
| 资产负债率 | | | | |
| 流动比率 | 22.8% | 24.0% | 19.2% | 19.6% |
| 速动比率 | 1.56 | 1.15 | 2.31 | 2.62 |
| 费用率指标 | 0.89 | 0.13 | 1.46 | 1.63 |
| 销售费用率 | | | | |
| 管理费用率 | 8.0% | 10.1% | 8.6% | 8.3% |
| 财务费用率 | 6.4% | 8.2% | 6.8% | 6.6% |
| 分红指标 | 0.1% | -0.1% | 0.0% | -0.1% |
| 分红比例 | | | | |
| 股息收益率 | 1.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 估值指标 | | | | |
| P/E (倍) | 42.71 | 110.55 | 32.12 | 22.95 |
| P/B (倍) | 7.36 | 5.15 | 3.74 | 3.21 |
| P/S (倍) | 6.41 | 4.12 | 3.44 | 2.91 |
| 净资产收益率 | 18.5% | 4.7% | 11.6% | 14.0% |

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现为东北证券食品饮料行业首席分析师，5年买方研究经验，2015年起从事卖方研究工作，荣获2020年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一，2020年Wind资讯金牌分析师食品饮料行业第二，2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队，2018年每市食品饮料行业年度组合收益第四，2018年投研社最受机构欢迎分析师，2018年进门财经百佳分析师，2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第七，2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第三，2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第二，“2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

郭梦婕：复旦大学环境科学硕士，华东师范大学本科，现任东北证券食品饮料组分析师。曾任平安健康互联网有限公司产品运营和开发，2019年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | | | |
|----------------------|------|----------------------------|--|
| 股票 投资 评级 说明 | 买入 | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。 | 投资评级中所涉及的市场基准： A股市场以沪深300指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为市场基准。 |
| | 增持 | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。 | |
| | 中性 | 未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。 | |
| | 减持 | 未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 | |
| | 卖出 | 未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。 | |
| 行业 投资 评级 说明 | 优于大势 | 未来6个月内，行业指数的收益超越市场基准。 | |
| | 同步大势 | 未来6个月内，行业指数的收益与市场基准持平。 | |
| | 落后大势 | 未来6个月内，行业指数的收益落后于市场基准。 | |

东北证券股份有限公司

网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址 | 邮编 |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号 | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座 | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 799 号 | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

机构销售联系方式

| 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|---------------|-------------|---------------------|
| 公募销售 | | | |
| 华东地区机构销售 | | | |
| 王一 (副总监) | 021-61001802 | 13761867866 | wangyi1@nesc.cn |
| 吴肖寅 | 021-61001803 | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn |
| 李瑞暄 | 021-61001802 | 18801903156 | lirx@nesc.cn |
| 周嘉茜 | 021-61001827 | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn |
| 陈梓佳 | 021-61001887 | 19512360962 | chen_zj@nesc.cn |
| 屠诚 | 021-61001986 | 13120615210 | tucheng@nesc.cn |
| 康杭 | 021-61001986 | 18815275517 | kangh@nesc.cn |
| 丁园 | 021-61001986 | 19514638854 | dingyuan@nesc.cn |
| 吴一凡 | 021-20361258 | 19821564226 | wuyifan@nesc.cn |
| 王若舟 | 021-61002073 | 17720152425 | wangrz@nesc.cn |
| 华北地区机构销售 | | | |
| 李航 (总监) | 010-58034553 | 18515018255 | lihang@nesc.cn |
| 殷璐璐 | 010-58034557 | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn |
| 曾彦戈 | 010-58034563 | 18501944669 | zengyg@nesc.cn |
| 吕奕伟 | 010-58034553 | 15533699982 | lyyw@nesc.com |
| 孙伟豪 | 010-58034553 | 18811582591 | sunwh@nesc.cn |
| 陈思 | 010-58034553 | 18388039903 | chen_si@nesc.cn |
| 徐鹏程 | 010-58034553 | 18210496816 | xupc@nesc.cn |
| 曲浩蕴 | 010-58034555 | 18810920858 | quhy@nesc.cn |
| 华南地区机构销售 | | | |
| 刘璇 (总监) | 0755-33975865 | 13760273833 | liu_xuan@nesc.cn |
| 刘曼 | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn |
| 王泉 | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn |
| 王谷雨 | 0755-33975865 | 13641400353 | wanggy@nesc.cn |
| 张瀚波 | 0755-33975865 | 15906062728 | zhang_hb@nesc.cn |
| 王熙然 | 0755-33975865 | 13266512936 | wangxr_7561@nesc.cn |
| 阳晶晶 | 0755-33975865 | 18565707197 | yang_jj@nesc.cn |
| 张楠淇 | 0755-33975865 | 13823218716 | zhangnq@nesc.cn |
| 钟云柯 | 0755-33975865 | 13923804000 | zhongyk@nesc.cn |
| 杨婧 | 010-63210892 | 18817867663 | yangjing2@nesc.cn |
| 梁家滢 | 0755-33975865 | 13242061327 | liangjy@nesc.cn |
| 非公募销售 | | | |
| 华东地区机构销售 | | | |
| 李茵茵 (总监) | 021-61002151 | 18616369028 | liyinyin@nesc.cn |
| 杜嘉琛 | 021-61002136 | 15618139803 | dujiachen@nesc.cn |
| 王天鸽 | 021-61002152 | 19512216027 | wangtg@nesc.cn |
| 王家豪 | 021-61002135 | 18258963370 | wangjiahao@nesc.cn |
| 白梅柯 | 021-20361229 | 18717982570 | baimk@nesc.cn |
| 刘刚 | 021-61002151 | 18817570273 | liugang@nesc.cn |
| 曹李阳 | 021-61002151 | 13506279099 | caoly@nesc.cn |
| 曲林峰 | 021-61002151 | 18717828970 | qulf@nesc.cn |
| 华北地区机构销售 | | | |
| 温中朝 (副总监) | 010-58034555 | 13701194494 | wenzc@nesc.cn |
| 王动 | 010-58034555 | 18514201710 | wang_dong@nesc.cn |
| 闫琳 | 010-58034555 | 17862705380 | yanlin@nesc.cn |
| 张煜苑 | 010-58034553 | 13701150680 | zhangyy2@nesc.cn |