

2017年12月06日

公司研究

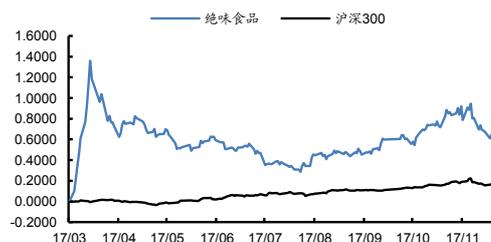
评级: 买入 (维持)

研究所  
证券分析师: 余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
联系人: 李鑫鑫  
13246620312 lixx@ghzq.com.cn

## 休闲卤制品龙头, 规模优势降本提效

### ——绝味食品 (603517) 深度报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

| 表现     | 1M   | 3M   | 12M  |
|--------|------|------|------|
| 绝味食品   | -4.0 | 11.4 | 64.7 |
| 沪深 300 | 0.5  | 5.0  | 16.8 |

#### 市场数据

2017-12-05

|              |               |
|--------------|---------------|
| 当前价格 (元)     | 37.81         |
| 52 周价格区间 (元) | 19.13 - 58.44 |
| 总市值 (百万)     | 15502.10      |
| 流通市值 (百万)    | 1890.50       |
| 总股本 (万股)     | 41000.00      |
| 流通股 (万股)     | 5000.00       |
| 日均成交额 (百万)   | 99.87         |
| 近一月换手 (%)    | 99.23         |

#### 相关报告

《绝味食品 (603517) 季报点评: 门店增长带动收入增长, 全年业绩高增速无忧》——2017-10-31

《绝味食品 (603517) 动态研究: 加盟拓店有序推进, 成本控制稳步进行》——2017-10-28

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 投资要点:

- 休闲卤制品千亿市场空间, 未来增速 18.8%, 市占率低, 双雄格局出现。2015 年休闲卤制品行业规模 521 亿元, 2020 年达 1235 亿元, 增速 18.8%, 为休闲食品中增速最快的子行业。目前行业仍以小作坊模式为主, 市占率较低, CR5 占比 21.4%, 周黑鸭、绝味市占率 7.4%、6.8%, 远高于前五其他公司市占率, 双雄格局已出现。消费场景休闲化、低城市消费升级、辣上瘾高复购率特性三因素推动行业持续增长。
- 公司是加盟模式为主, 市占率第一的行业龙头, 公司原材料价格波动转嫁能力强。公司加盟模式为主, 现拥有门店 8920 家, 加盟占比 98%, 覆盖全国 29 个省市和香港地区, 同时在海外开店。公司市占率 7.4%, 位居行业第一。历史来看, 公司原材料转嫁能力强, 在原材料涨价时期, 依旧能实现毛利率的上升。不考虑应对措施, 以 2017H 毛利率为基数, 鸭价格上行 1pct, 毛利率下降 0.27pct。
- 公司门店数量年增 800-1200 家可带来 10%+ 的收入增长。不考虑人口增长, 预计门店总数天花板中性预测为 2 万家, 按年均新增门店 1200 家计算, 可支撑 8-10 年开发, 折算至全国为不到 0.5 家店/县/年, 年增门店数量预期可实现。此外, 公司规划未来发展 180 家直营门店, 布局核心商圈和交通枢纽。从产能上来说, 公司在全国拥有 22 个工厂, 扩产后产能可支持每年 1100 家门店扩张。
- 客单价和客流量提高, 可带动单店收入增长 3%-5%。2015 年自营门店单店收入 148.30 万元, 周黑鸭单店收入在 380 万元, 公司直营单店收入为周黑鸭的 39.03%。公司通过涨价、调整优势单品价格、满减送等方式提升客单价。门店升级、线上为线下门店引流等方式提高客流量。客单价叠加客流量的增加, 结合历史单店收入增速, 未来公司单店收入有望保持 3%-5% 的增长。
- 规模优势叠加品类调整, 未来毛利率有望继续提升, 费用控制仍有空间。规模优势下, 单位成本下行, 品类调整, 公司高毛利产品占比提高, 毛利率有望持续走高。加盟模式销售费用率低于直营模式, 广告投放策略调整、大区考核等有望提升未来费效比, 工厂自动化提升, 管理费用率有望下降。
- 盈利预测和投资评级: 维持买入评级。公司为休闲卤制品行业龙头,

受益于消费升级和行业集中度提升，公司有望享受行业高增长，渠道下沉有序进行，稳健增长可期，成本转嫁能力强，盈利能力仍可提升，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.23 元、1.55 元、1.87 元，对应 PE 分别为 30X、24X、20X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**渠道拓展不及预期；单店收入增长不达预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；2018 年战略投资者解禁；食品安全问题等。

| 预测指标      | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 3274   | 3892   | 4594   | 5361   |
| 增长率(%)    | 12%    | 19%    | 18%    | 17%    |
| 净利润（百万元）  | 380    | 503    | 634    | 765    |
| 增长率(%)    | 26%    | 32%    | 26%    | 21%    |
| 摊薄每股收益（元） | 1.06   | 1.23   | 1.55   | 1.87   |
| ROE(%)    | 25.95% | 26.91% | 27.43% | 28.41% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1、 休闲卤制品行业千亿市场规模，未来仍有很大增长空间.....           | 6  |
| 1.1、 行业市场空间千亿，2010-2015 年增速 17.6%.....     | 6  |
| 1.2、 绝味和周黑鸭双雄格局确立，未来龙头优势日益凸显.....          | 7  |
| 1.3、 消费场景休闲化、低线城市消费升级、高复购率特性三因素推动行业发展..... | 8  |
| 2、 加盟模式为主的休闲卤制品龙头.....                     | 10 |
| 2.1、 公司市占率第一，加盟模式为主.....                   | 10 |
| 2.2、 管理层与供应商均入股的民营企业.....                  | 11 |
| 2.3、 鸭价上行，涨价、囤货降低价格波动对成本的影响.....           | 12 |
| 3、 跑马圈地扩店，成本费用控制有方.....                    | 14 |
| 3.1、 门店数量年增 800-1200 家可带来 10%+收入增长.....    | 15 |
| 3.2、 客单价和客流量提高可带动单店收入提升 3%-5%.....         | 19 |
| 3.3、 规模优势提升毛利率，费用控制有空间.....                | 22 |
| 4、 盈利预测与评级.....                            | 24 |
| 4.1、 关键假设.....                             | 24 |
| 4.2、 盈利预测及投资建议.....                        | 25 |
| 5、 风险提示.....                               | 25 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 中国休闲食品行业零售值及增速 .....     | 6  |
| 图 2: 中国休闲卤制品行业零售值及增速 .....    | 6  |
| 图 3: 按总收益市占率 (2016H) .....    | 7  |
| 图 4: 品牌化增速远超非品牌增速 .....       | 7  |
| 图 5: 中国人均可支配收入不断提升 .....      | 8  |
| 图 6: 中国休闲食品人均开支远低于国际水平 .....  | 8  |
| 图 7: 我国城镇化率提升 .....           | 9  |
| 图 8: 周黑鸭仿冒门店横行 .....          | 9  |
| 图 9: 公司、周黑鸭、煌上煌收入情况 .....     | 10 |
| 图 10: 公司与周黑鸭门店数数目 .....       | 10 |
| 图 11: 2016Q3 公司业务拆分 .....     | 11 |
| 图 12: 公司销售产品历年拆分 .....        | 11 |
| 图 13: 公司营收及增速分析 .....         | 11 |
| 图 14: 公司净利润及增速分析 .....        | 11 |
| 图 15: 公司股权结构图 .....           | 12 |
| 图 16: 2009 年以来鸭价走势 .....      | 12 |
| 图 17: 年平均鸭价变动 .....           | 12 |
| 图 18: 公司涨价能力强 .....           | 13 |
| 图 19: 公司历年存货情况 .....          | 13 |
| 图 20: 绝味直接材料中鸭类占比 50%左右 ..... | 14 |
| 图 21: 公司毛利率情况 .....           | 14 |
| 图 22: 绝味食品收入按区域分布 .....       | 15 |
| 图 23: 各区域收入增长拆分 .....         | 15 |
| 图 24: 门店在一线城市仍有下沉空间 .....     | 17 |
| 图 25: 门店在三四线城市有空白市场 .....     | 17 |
| 图 26: 公司单店收入呈逐年攀升态势 .....     | 20 |
| 图 27: 公司直营单店收入较低 .....        | 20 |
| 图 28: 公司客单价较低 .....           | 21 |
| 图 29: 公司第四代门店时尚感十足 .....      | 22 |
| 图 30: 公司上海地铁站宣传广告 .....       | 22 |
| 图 31: 公司鸭掌、鸭肠毛利较高 .....       | 23 |
| 图 32: 公司鸭掌、鸭肠在鸭副中占比不断提高 ..... | 23 |
| 图 33: 公司销售费用拆分 .....          | 24 |
| 图 34: 公司管理费用拆分 .....          | 24 |
| 表 1: 卤制品行业发展历程 .....          | 6  |
| 表 2: 经营模式小作坊占主流 .....         | 7  |
| 表 3: 以辣元素主打的网红级休闲食品 .....     | 9  |
| 表 4: 公司毛利率受鸭价影响分析 .....       | 14 |
| 表 5: 公司门店数目及单店收入 .....        | 14 |
| 表 6: 门店各省分布及单店覆盖人数 .....      | 16 |
| 表 7: 公司门店数目天花板区间测算 .....      | 17 |
| 表 8: 公司直营店开店计划 .....          | 18 |
| 表 9: 公司产能支撑门店数量测算 .....       | 18 |

|   |    |
|---|----|
| 表 10: 公司生产基地布局计划.....                         | 19 |
| 表 11: 绝味食品盒装单价较周黑鸭低 10%-15%，散装低 30%-40% ..... | 20 |
| 表 12: 绝味食品收入预测.....                           | 25 |
| 表 13: 盈利预测 .....                              | 25 |
| 表 14: 绝味食品盈利预测表 .....                         | 27 |

# 1、休闲卤制品行业千亿市场规模，未来仍有很大增长空间

## 1.1、行业市场空间千亿，2010-2015 年增速 17.6%

四十年历经四个阶段，目前以休闲消费为主。休闲卤制品行业 20 世纪 80 年代起步，经历了逐渐起步阶段、企业数量急剧增长阶段、市场规模进一步扩张，竞争加剧四个阶段。2010 年以来，行业内企业品牌竞争加剧，卤制品从佐餐走向休闲。目前按消费场景来分，休闲卤制品主要包括休闲食品市场、餐饮消费市场和场景消费市场，其中休闲食品消费市场占比 70%。

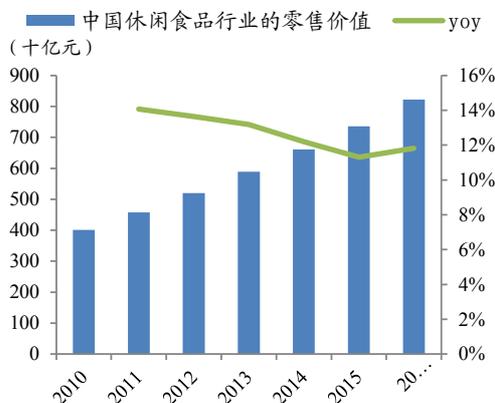
表 1: 卤制品行业发展历程

| 时间          | 阶段        | 特点   |
|-------------|-----------|--|
| 1980s       | 逐渐起步阶段    | 江浙地区率先出现较具规模的生产企业，但产品结构单一、风味较清淡、技术水平较低。          |
| 1990s       | 企业数量急剧增长  | 行业内企业数量急剧增长，打破江浙企业领先的局面，技术水平有所提升。                |
| 2000-2010 年 | 市场规模进一步扩张 | 生产模式由传统作坊向流水线生产过渡，行业龙头出现，行业内企业开始关注品牌建设，连锁经营成为主流。 |
| 2010 年以来    | 激烈竞争      | 公司品牌意识加强，卤制品休闲化由佐餐走向零食。                          |

资料来源：绝味食品招股说明书，国海证券研究所整理

休闲卤制品 2015 年行业规模 521 亿元，预计 2020 年规模 1235 亿元，2015-2020 年增速达 18.8%，远高于其他休闲品类。根据 Frost & Sullivan 数据，我国休闲食品零售价值 2010 年 4014 亿元，2015 年 7355 亿元，CAGR12.9%；其中休闲卤制品零售价值 2010 年为 232 亿元，2015 年为 521 亿元，CAGR17.6%，远高于休闲食品行业增速。预计 2020 年规模为 1235 亿元，2015-2020 年 CAGR18.8%。其中，2016 年休闲卤制品销售价值为 642 亿元，较上年增长 23.2%。

图 1：中国休闲食品行业零售值及增速



资料来源：Frost & Sullivan，周黑鸭招股说明书，国海证券研究所

图 2：中国休闲卤制品行业零售值及增速



资料来源：Frost & Sullivan，周黑鸭招股说明书，国海证券研究所

## 1.2、绝味和周黑鸭双雄格局确立，未来龙头优势日益凸显

行业集中度低，绝味、周黑鸭市占率分别为 7.4%、6.8%，双雄格局出现。根据 Frost & Sullivan 数据，按总收益计算，CR10 占比 23.7%，CR5 占比 21.4%，行业集中度低，其中前五分别为绝味、周黑鸭、紫燕、煌上煌和久久丫，市占率分别为 7.4%、6.8%、3.4%、2.4%和 1.4%，绝味和周黑鸭市占率远高于行业内其他品牌，双雄格局出现。

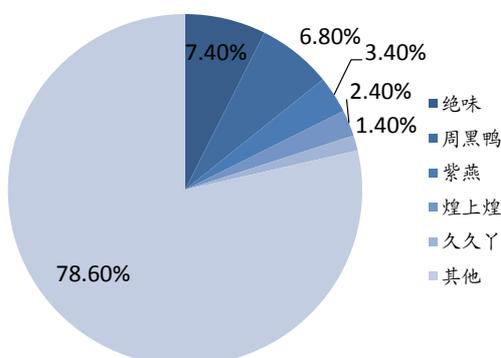
品牌卤制品增长快，龙头具有极强的品牌优势，市占率提升空间大。我国休闲卤制食品行业经营模式有三类，小作坊经营模式、区域性连锁品牌经营模式和全国性连锁品牌经营模式，其中大量市场份额由非品牌化的小型加工生产商分摊。但相对来说，品牌化增长迅速，2010 年品牌休闲卤制品零售价值 5.9 亿元，2015 年 24.1 亿元，2010-2015 年 CAGR32.6%，增速为非品牌休闲卤制品增速的 3 倍，预计 2020 年将达 85.5 亿元。绝味、周黑鸭等公司凭借公司的品牌优势，将受益于品牌卤制品的发展，市场份额不断提升。

表 2: 经营模式小作坊占主流

| 模式          | 特点   | 局限       |
|-------------|--|----------|
| 小作坊经营模式     | 地域性强、品种相对较少、产品品质控制能力差、品牌知名度低，但占比最大           | 食品销售半径有限 |
| 区域性连锁品牌经营模式 | 中等规模，集中加工生产                                  | 规模化产能有限  |
| 全国性连锁品牌经营模式 | 品牌知名度高、全国范围内设有营销网点、工艺水平先进、食品安全管理体系较完善、产品品种丰富 | ——       |

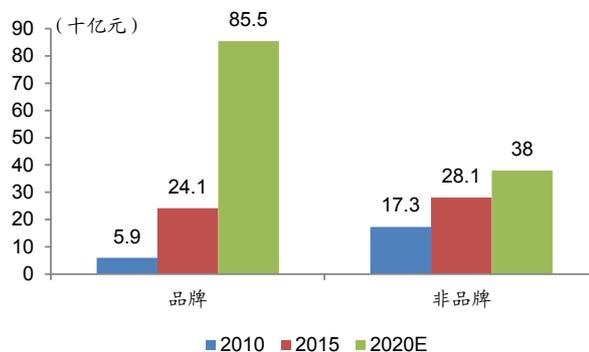
资料来源：绝味食品招股说明书，国海证券研究所

图 3: 按总收益市占率 (2016H)



资料来源：Frost & Sullivan，国海证券研究所

图 4: 品牌化增速远超非品牌增速



资料来源：Frost & Sullivan，国海证券研究所

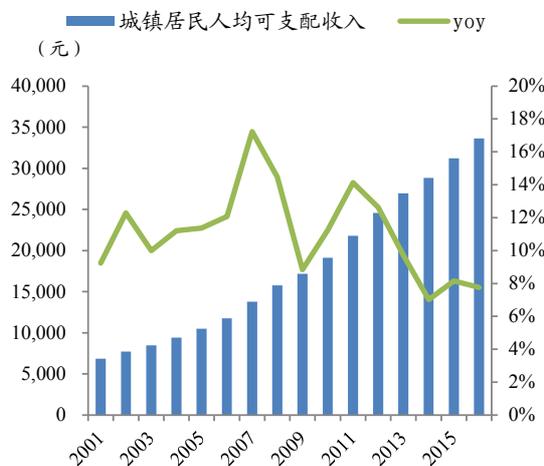
### 1.3、消费场景休闲化、低线城市消费升级、高复购率特性三因素推动行业发展

#### 1.3.1、消费场景休闲化，行业受益于休闲食品开支提升

卤制品休闲化带来更多的消费场景和消费频次。《2016 年中国食品&饮料趋势及消费者洞察》报告指出，吃零食已成为人们的一种生活方式。卤制品休闲化将不再仅限于正餐时食用，而是可以多种场合闲暇时享用，包括于正餐之间、社交及体育活动那个及旅游时作为零食享用。这意味着休闲卤制品拥有了更多消费场景，更高的消费频次，也意味着更大的市场空间。

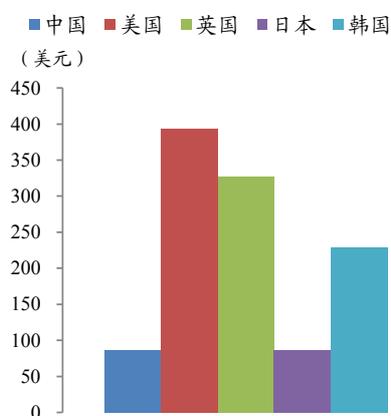
休闲卤制品行业将受益于休闲食品人均开支的增加。2010 年以来，我国人均可支配收入不断增加，2010-2016 年 CAGR11.05%，人均可支配收入的提升，引领居民消费从必须消费走向可选消费。2010 年至 2016 年我国城镇化率由 49.95% 提升至 57.35%，城镇化率的提升使得休闲食品主要消费人群的基数扩大。同时，中国休闲食品人均消费 2015 年为 86.2 美元，远低于同期美国、英国、日本及韩国的 394.2 美元、327.5 美元、286.3 美元和 228.5 美元。受益于人均可支配收入的增加、城镇化率的提升，休闲食品消费开支将不断提升。休闲卤制品作为休闲食品品类之一，将受益于休闲食品人均开支的不断增加。

图 5：中国人均可支配收入不断提升



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 6：中国休闲食品人均开支远低于国际水平



资料来源：Frost & Sullivan，国海证券研究所

#### 1.3.2、低线城市消费升级，市场空间打开

休闲卤制品品牌企业目前主要在覆盖一二线城市，三四线城市覆盖率较低，并以仿冒品居多，正品进驻有很大替代空间。周黑鸭主要布局高铁、机场、商场等高人流量区域，绝味在一二线城市布局较集中，三四线城市存很大空白。煌上煌主要布局江西及华东、华南地区，久久丫、留夫鸭主要布局上海及周边。全国来看，三四线城市依旧有很大开拓空间。同时，三四线城市假冒品牌不断，随着品牌企业的进驻，正品有望实现替代，占领三四线市场。

从消费趋势上说，一线城市起消费引领作用，消费趋势会向低线城市蔓延，市场空间打开。一方面，一线城市消费超前，一二线城市人口回乡，带回较前卫的消费理念和消费习惯，三四线城市对新品类和品牌认知加深，形成强烈需求；另一方面，我国城镇/农村居民可支配收入提升，以及城镇化过程中货币拆迁直接带来居民财富增加，居民购买力提升。

图 7：我国城镇化率提升



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 8：周黑鸭仿冒门店横行



资料来源：百度图片，国海证券研究所

### 1.3.3、辣上瘾提高复购率，提升行业天花板

吃辣会上瘾，产品一旦上瘾，就可享受消费者更高的复购率，行业天花板提升。辣椒在明末清初传入我国，500年的发展征服了全世界 3/4 的人口。辣椒能够刺激唾液分泌，使人增进食欲，促进人体血液循环，使人兴奋，大提精神。“吃辣会上瘾”，辛辣不但能带来味蕾刺激，更是一种对精神的强烈刺激。《上瘾 500 年》中指出产品一旦上瘾，就摆脱了昙花一现的流行式命运，也能够享受消费者更高的复购率。

纵观食品圈，麻辣口味迎合消费者口味偏好，具有网红属性。2016 年餐饮消费调查报告指出，麻辣以 21.7% 的比例成为消费者最喜欢的味型。中国用户偏爱的网红级休闲食品，如泡椒凤爪、鸭脖子、小龙虾、辣条都具有麻辣、爽脆的口感。麻和辣都不是一种味道，而是一种轻微刺痛感。卤制品享有的麻辣口感也让它具有了网红属性。

表 3：以辣元素主打的网红级休闲食品

| 品类   | 代表品牌 | 客单价     | 源点市场  | 主要原材料  | 食用场景                     | 特色                                      | 核心用户群           |
|------|------|---------|-------|--------|--------------------------|---|-----------------|
| 泡脚凤爪 | 有友   | 7-10 元  | 重庆、四川 | 进口冷冻鸡爪 | 休闲零食，看剧神器                | 爽脆、酸辣，有嚼劲。主要工艺是用盐水与泡椒腌制而成。同类型的工艺还有泡酸笋等。 | 25-35 女性白领用户群为主 |
| 鸭脖子  | 周黑鸭  | 20-30 元 | 湖北、江西 | 鸭脖子    | 休闲零食，但在某些时候可以作为正餐的辅助菜品，是 | 依靠卤制工艺将大量调味品与鸭脖子结合起来，有嚼劲。               | 25-35 主力白领，女性居多 |

|     |    |        |       |     |                          |                          |               |
|-----|----|--------|-------|-----|--------------------------|--------------------------|---------------|
|     |    |        |       |     | 下酒菜必备。                   |                          |               |
| 小龙虾 | 无  | 50-80元 | 湖北、江苏 | 小龙虾 | 夜宵党必备，可以说与湖北等地区的夜宵文化有正相关 | 容易进味，吸收大量调味料，与火锅一定程度异曲同工 | 25-35岁男性为主    |
| 辣条  | 卫龙 | 5-10元  | 河南    | 面粉  | 办公室以及校园休闲零食              | 有嚼劲，有大量调味品               | 15-35岁男女用户群皆有 |

资料来源：新消费内参，国海证券研究所

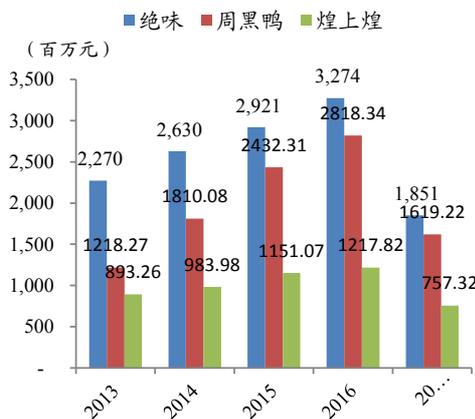
## 2、加盟模式为主的休闲卤制品龙头

### 2.1、公司市占率第一，加盟模式为主

公司成立于2005年，2017年3月于上交所上市。经过12年的发展，公司已成长为国内休闲卤制品行业龙头。2016年公司在休闲卤制品行业市占率8.90%，位居行业第一。2016年公司实现营收32.74亿，2011-2016年营收复合增长19.84%。相较来说，周黑鸭位居行业第二，营收28.18亿元，煌上煌位居第四，营收12.18亿元。

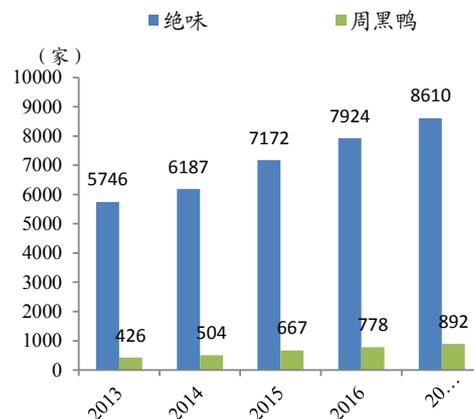
截至2017年三季度，公司门店8920家，覆盖全国29个省市、自治区。公司门店以加盟模式为主，占比约为98%。公司门店发展迅速，2013年门店数目5746家，2016年7924家，门店每年净增长约800家。相较来说，周黑鸭以直营为主，2017H门店数目892家，约为绝味食品门店数目的1/10。

图9：公司、周黑鸭、煌上煌收入情况



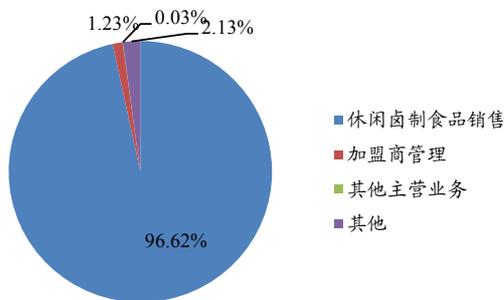
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图10：公司与周黑鸭门店数数目



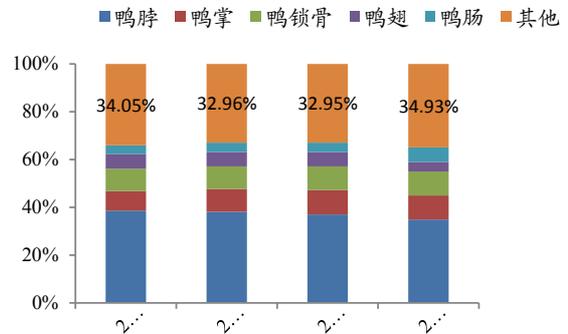
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 11: 2016Q3 公司业务拆分



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 12: 公司销售产品历年拆分



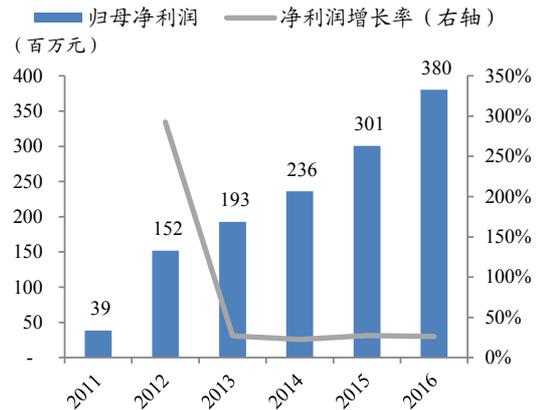
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 13: 公司营收及增速分析



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 14: 公司净利润及增速分析



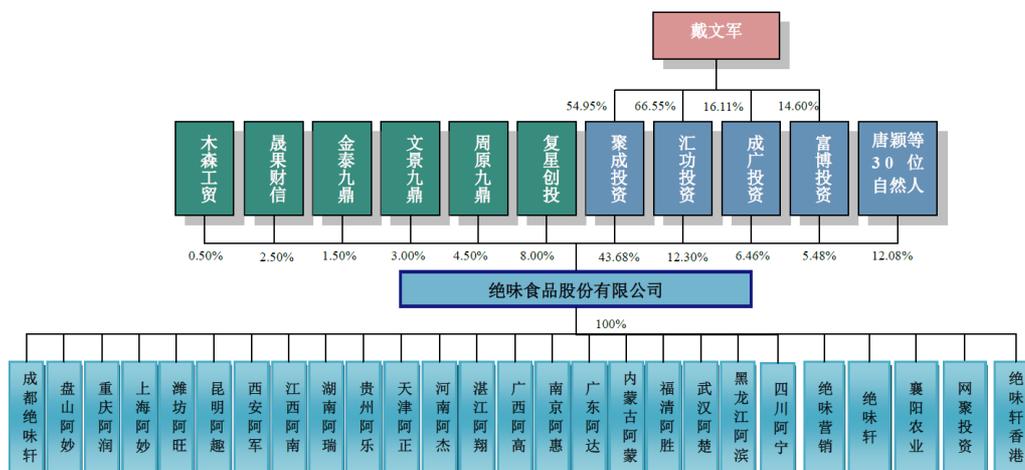
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 2.2、管理层与供应商均入股的民营企业

民营企业, 实际控制人戴文军先生, 持股 34.03%。公司实际控制人戴文军通过聚成投资、汇功投资、成广投资和富博投资间接持有公司 34.03% 的股份, 实际控制公司 67.92% 的股份。

上市前已对公司高管、加盟商、供应商等进行股权激励。2011 年, 公司通过汇功投资、成广投资、富博投资进行股权激励, 激励对象包括公司中高级管理人员、部门经理、子公司经理、技术人员、加盟商、供应商股东等。

图 15: 公司股权结构图



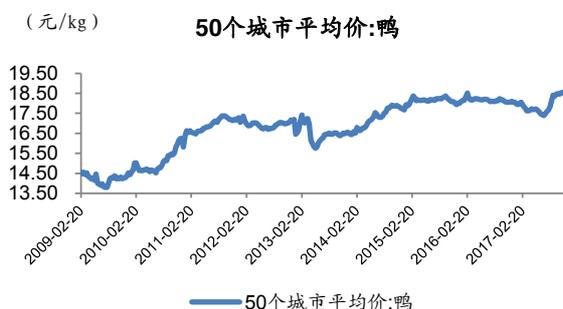
注：发行人子公司绝味营销在全国各市场还设有子公司，协助管理各区域市场的直营门店和加盟门店。

资料来源：绝味食品招股说明书、国海证券研究所

## 2.3、鸭价上行，涨价、囤货降低价格波动对成本的影响

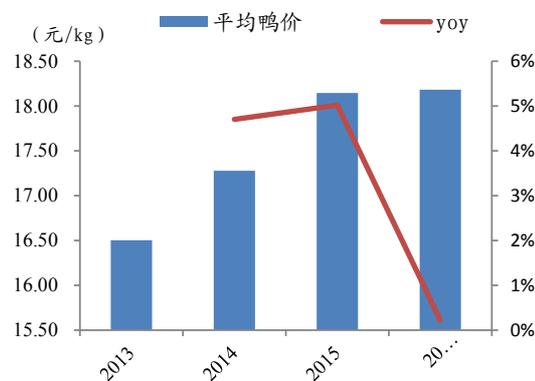
此次鸭价受环保因素影响大，未来可能继续上涨。2009 年以来，鸭价经历了两轮上行周期，分别是 2009-2011 年和 2013-2015 年，持续时间均为 2 年左右，分别由 13.79 元/kg 涨至 17.37 元/kg、15.76 元/kg 涨至 18.28 元/kg，涨幅分别为 25%和 16%。2017 年 8 月以来由于环保因素，开启了新一轮鸭价上涨周期，据国海证券农业组判断，鸭养殖对水污染更大，受环保督察影响较大，预计鸭价涨幅在 10%以上。

图 16: 2009 年以来鸭价走势



资料来源：wind，国海证券研究所

图 17: 年平均鸭价变动



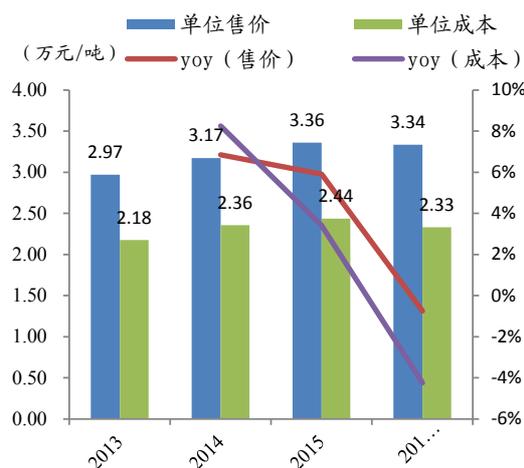
资料来源：公司公告，国海证券研究所

历史来看，公司转嫁原材料变动能力强。分析 2013 年以来鸭价、单位成本和单位售价变化幅度，我们发现单位成本变化幅度低于鸭价变化幅度，单位售价变化幅度高于单位成本变化幅度，从历史数据上印证了公司原材料价格的转嫁能力。短期来看，三季度以来鸭价上行 6.61pct，公司毛利短期仅下行 0.2pct，短期来看成本控制能力强。

(1) 公司大规模采购、囤货可降低价格波动影响。2015 年鸭价上涨 5.02%，单位成本上涨 3.41%，2016Q3 鸭价上涨 0.21%，单位成本下降 4.25%，单位成本的变化低于鸭价变化幅度，公司对上游价格控制能力强。这一方面来源于大规模采购，对上游客户拥有更大的议价权；另一方面来自公司的囤货。囤货可将鸭价对成本影响延后 2-3 个月，公司会在年末囤货，公司存货的安全库存在 45 天左右，一年周转 8-9 次。

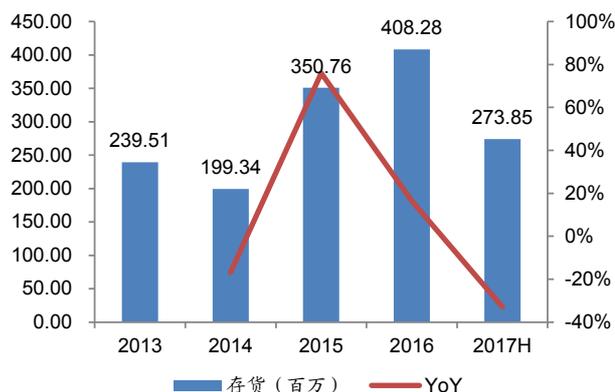
(2) 公司涨价能力强。2015 年成本增长 3.41%，售价增长 5.91%，2016Q3 成本下降 4.25%，售价下降了 0.75%，公司提价幅度远大于成本增长幅度，说明公司对下游的涨价能力强。这一方面源于公司的加盟模式，对加盟商提价并不会迅速反映到终端，引起销量的变化；另一方面是公司产品以散装为主，消费者对散装提价并不敏感。

图 18: 公司涨价能力强



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 19: 公司历年存货情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

不考虑应对措施，以 2017H 毛利率为基数，鸭价上行 1pct，毛利率下行 0.27pct。

以 2017 年中报毛利率 35.63% 为基数，按鸭肉在原材料中占比 50%，原材料在成本中占比 83% 来计算，鸭价格上升 1pct，毛利率将降低 0.27pct。2017 年 6 月 30 日以来，50 个城市鸭平均价上涨 6.61pct，若不考虑囤货等应对措施，因鸭价格上涨带来的毛利率下降为 1.77pct。

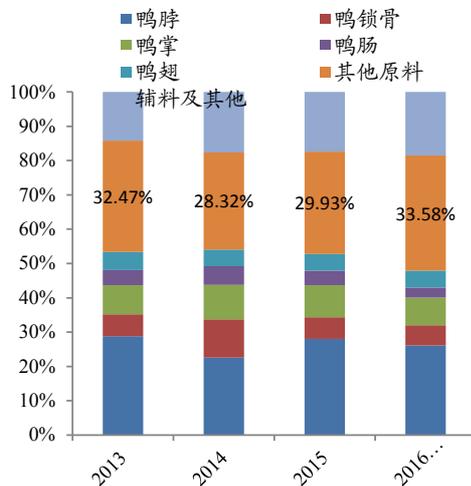
综合考虑鸭价变动，囤货、涨价等因素影响，公司毛利下行可能并不会太大。2015 年鸭价平均上行 5.02%，通过涨价、囤货等方式转移，公司毛利率上移，由 26.85% 上移至 28.59%。综合考虑此次鸭价变动，公司毛利下行可能并不会太大。

表 4: 公司毛利率受鸭价影响分析

| 鸭肉价格波动幅度    | 1%     | 3%     | 5%     | 7%     | 6.61%  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 鸭肉在原材料中占比   | 50%    |        |        |        |        |
| 原材料在成本中占比   | 83%    |        |        |        |        |
| 毛利率 (2017H) | 35.63% |        |        |        |        |
| 毛利率变动       | -0.27% | -0.80% | -1.34% | -1.87% | -1.77% |
| 变动后毛利率      | 35.36% | 34.83% | 34.29% | 33.76% | 33.86% |

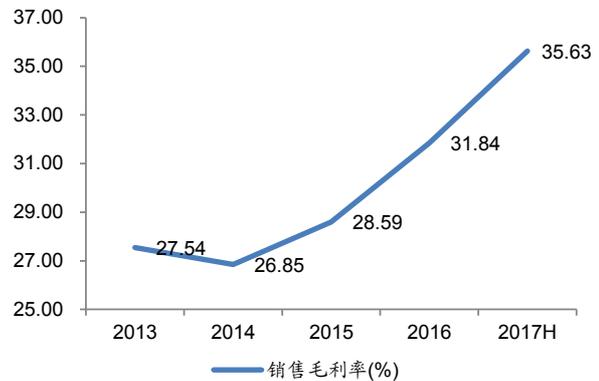
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 20: 绝味直接材料中鸭类占比 50%左右



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 21: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

### 3、跑马圈地扩店，成本费用控制有方

公司秉承“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化门店的运营管理。大力发展加盟门店。2017 年三季度，公司拥有门店 8920 家，其中直营店 100 家左右，其余均为加盟店。2015 年公司加盟门店单店收入 37 万元，自营门店单店收入在 140 万元，单店收入约为周黑鸭的 40%左右。同时，2013 年以来，公司加盟门店、自营门店单店收入呈现逐年上涨态势。

表 5: 公司门店数目及单店收入

|             | 2013  | 2014  | 2015  | 2016Q3 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 加盟渠道收入 (亿元) | 20.45 | 23.60 | 26.29 | 22.19  |
| 加盟店数目 (个)   | 5600  | 6029  | 7044  | 7643   |
| 加盟单店收入 (万元) | 36.52 | 39.15 | 37.32 | 29.03  |
| 自营渠道收入 (亿元) | 1.49  | 1.86  | 1.90  | 1.26   |
| 自营店数目 (个)   | 146   | 158   | 128   | 115    |

|            |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 自营单店收入(万元) | 101.79 | 117.53 | 148.30 | 109.40 |
| 收入合计(亿元)   | 21.94  | 25.46  | 28.19  | 23.44  |
| 门店总数(个)    | 5746   | 6187   | 7172   | 7758   |
| 单店收入(万元)   | 38.18  | 41.15  | 39.31  | 30.22  |

资料来源:公司公告,国海证券研究所

收入分布来看,华东、华中地区收入占比高,西北地区占比低。公司门店覆盖全国 29 个省份和香港地区,目前已实现全国化,其中,华东、华中收入占比最高,为 28%和 24%,其次为华南、西南和华北,分别为 15%、15%和 13%,现阶段布局最少的是西北地区,占比仅为 5%。

收入增速来看,华南地区收入增长最快,其次为华东和华中地区,增速主要来自门店增长。历年来华南地区收入增长在全国六大区域中最高,年增长在 20%-30%左右,西南地区、西北地区收入增长较慢,在 5%左右。以 2016 年为为例,华南地区收入增长 18%,其中门店贡献 16%,单店贡献 2%,收入增长主要来源于门店增长。此外,华中地区收入增长中单店增长贡献为负,主要由于该地区门店布局较密,湖南二次开发行动尚未启动。

图 22: 绝味食品收入按区域分布

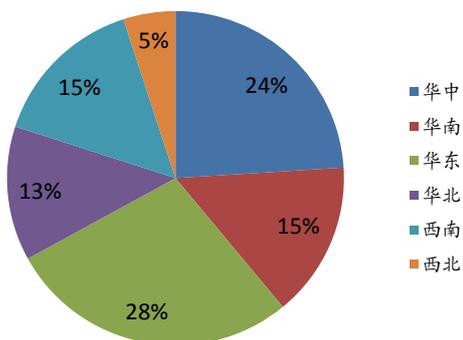
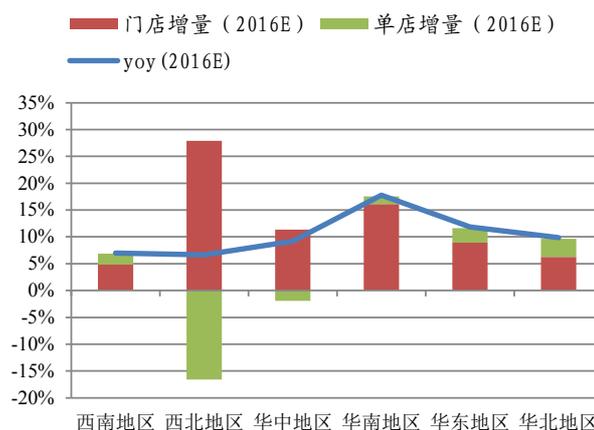


图 23: 各区域收入增长拆分



资料来源:公司公告,国海证券研究所

资料来源:公司公告,国海证券研究所

### 3.1、门店数量年增 800-1200 家可带来 10%+收入增长

#### 3.1.1、快速开店跑马圈地布局,高势能门店进行品牌输出

##### (1) 快速开店跑马圈地布局

上海、重庆、北京等地区覆盖高,该地区仍有下沉空间。以 2016 年 9 月公司的门店数目、2016 年总人口计算每个省/地区单店覆盖人数,我们发现上海地区绝味鸭脖门店密度最高,每个门店覆盖人数为 4.95 万人,其次为重庆地区、江西、北京和福建,单店覆盖人数分别为 7.04 万人、8.65 万人、11.26 万人、11.36

万人。草根调研发现，覆盖率高的地方，如上海、北京城市郊区门店覆盖极低，仍有下沉空间。即使是在发源地湖南，门店覆盖率为 14.18 万人/家，位居全国均上水平，在重点区域门店密度大，下属县市覆盖低。

**部分省份市场覆盖率极低，有大量空白市场尚待开发。**目前新疆、西藏尚未有门店覆盖。门店密度最低的为湖北地区，主要为公司战略性放缓开发所致，其次为安徽地区，再次东北三省、山东、河北等地区。以山东省为例，公司目前仅在青岛、烟台、济南有门店覆盖，有大量空白区域尚待开发。

**表 6: 门店各省分布及单店覆盖人数**

|                 | 自营        | 加盟         | 门店数目<br>(家) | 总人口<br>(万人) | 单店覆盖人数<br>(万人/家) |
|-----------------|-----------|------------|-------------|-------------|------------------|
| 广东(含海南)         | 6         | 791        | 797         | 11916       | 14.95            |
| 河南(含山西)         | 10        | 543        | 553         | 13214       | 23.90            |
| <b>江西</b>       | <b>4</b>  | <b>527</b> | <b>531</b>  | <b>4592</b> | <b>8.65</b>      |
| <b>上海</b>       | <b>2</b>  | <b>487</b> | <b>489</b>  | <b>2420</b> | <b>4.95</b>      |
| 湖南              | 20        | 461        | 481         | 6822        | 14.18            |
| 江苏              | 2         | 451        | 453         | 7999        | 17.66            |
| <b>重庆</b>       | <b>4</b>  | <b>429</b> | <b>433</b>  | <b>3048</b> | <b>7.04</b>      |
| 辽宁(含吉林、<br>黑龙江) | 4         | 420        | 424         | 10910       | 25.73            |
| 陕西(含甘肃)         | 5         | 413        | 418         | 6423        | 15.37            |
| 山东              | 13        | 402        | 415         | 9947        | 23.97            |
| <b>福建</b>       | <b>1</b>  | <b>340</b> | <b>341</b>  | <b>3874</b> | <b>11.36</b>     |
| 天津(含河北)         | 7         | 316        | 323         | 9032        | 27.96            |
| 四川              | 4         | 302        | 306         | 8262        | 27.00            |
| 浙江              | 0         | 296        | 296         | 5590        | 18.89            |
| 广西              | 3         | 246        | 249         | 4838        | 19.43            |
| 内蒙(含宁夏、<br>青海)  | 4         | 243        | 247         | 3788        | 15.34            |
| 云南              | 4         | 221        | 225         | 4771        | 21.20            |
| 贵州              | 1         | 223        | 224         | 3555        | 15.87            |
| 安徽              | 3         | 212        | 215         | 6196        | 28.82            |
| <b>北京</b>       | <b>15</b> | <b>178</b> | <b>193</b>  | <b>2173</b> | <b>11.26</b>     |
| 湖北              | 3         | 142        | 145         | 5885        | 40.59            |
| 合计              | 115       | 7643       | 7758        |             |                  |

资料来源：绝味食品招股说明书，国家统计局，国海证券研究所

**公司未来可通过高覆盖地区门店下沉，低覆盖地区空白覆盖来拓店。**以上海地区、山东省潍坊市作为高覆盖地区和低覆盖地区的典型代表，我们搜索门店分布。我们发现上海地区周边县区门店覆盖依旧很低，存在一定的渠道下沉空间。潍坊市尚有大量空白区域尚未开发，潍坊市经济排名全省第四，仅次于青岛、烟台和济南，下辖 12 个县市区，门店数目仅有 50 家，门店密度为 20 万人/店。除市区外，其他县市拥有门店数目在 1-3 家，其中昌乐县门店数目为 0，有大量空白区域尚待开发。

图 24: 门店在一线城市仍有下沉空间



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

图 25: 门店在三四线城市有空白市场



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

不考虑人口增长, 预计门店总数天花板中性预测为 2 万家。以 2016 年总人口数为基数, 分别选单店覆盖人口最少的上海地区为基准作为预测的乐观情形, 预计全国开店天花板为 2.76 万家。以重庆地区单店覆盖人口作为中性情形, 预计开店天花板为 1.97 万家。以福建地区单店覆盖人口作为悲观情形, 预计天花板为 1.25 万家。若考虑人口增长, 门店天花板将继续上移。

表 7: 公司门店数目天花板区间测算

| 情形分析 | 门店数目 (家) | 总人口 (万人) | 参考地区  | 单店覆盖人数 (万人/店) |
|------|----------|----------|-------|---------------|
| 乐观   | 27596    | 137984   | 上海    | 5             |
| 中性   | 19712    | 137984   | 重庆/江西 | 7             |
| 悲观   | 12544    | 137984   | 福建    | 11            |

资料来源: 国海证券研究所

公司门店年增 800-1200 家, 尚需 8-10 年达到合理预测上限。截至 2017 年三季报, 公司门店数目接近 9000 家, 以 2 万家中观估计预测为上限, 公司尚有 11000 家的增长空间, 可支撑 8-10 年门店拓展。

年增 1200 家店, 均至全国为不到 0.5 家店/县/年。截至 2017 年 4 月, 全国县级行政区划单位有 2877 个, 其中市辖区 980 个, 县级市 366 个, 县 1372 个, 自治县 117 个, 旗 49 个, 自治旗 3 个, 特区 1 个, 林区 1 个。年增 1200 家店, 均至每个县城, 为每年在一个县城开 0.5 家店, 该开店增速有支撑。

## (2) 高势能门店进行品牌输出

目前公司拥有高势能门店 600 多家，占比 6.5%。2017 年一季度末，公司拥有交通枢纽门店（包括机场、高铁及城市综合体门店）574 家。截至 2017 年三季度末，公司拥有交通枢纽门店超过 600 家，其中直营门店 100 家左右，在 8920 家门店中占比约为 6.5%。

布局核心商圈和交通枢纽，未来发展 180 家直营门店，进行品牌宣传。核心商圈和交通枢纽由于位于人流量较大区域，能很好得进行品牌塑造和品牌输出。为了满足营销网络需求，公司计划在国内重点大中城市设立 180 家直营旗舰店，完善营销渠道。直营旗舰店包括交通枢纽店和核心商圈店两大类，交通枢纽店又分为高铁店和机场店，核心商圈店又分为地铁店和传统核心商圈店。

表 8: 公司直营店开店计划

|     | 交通枢纽店 |    | 核心商圈店 |        | 建店数量 |
|-----|-------|----|-------|--------|------|
|     | 高铁    | 机场 | 地铁    | 传统核心商圈 |      |
| 第一年 | 72    | 12 | 12    | 17     | 113  |
| 第二年 | 26    | 3  | 13    | 9      | 51   |
| 第三年 | 2     | -  | 5     | 9      | 16   |
| 合计  | 100   | 15 | 30    | 35     | 180  |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3.1.2、生产基地、物流、渠道管理能力支撑门店扩张

休闲卤制品是一种即食性产品，新鲜度是消费者关注的重要方面，及时的产品供应会有效确保产品质量。公司以各生产型子公司为生产基地，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建了一个“紧靠销售网店、快捷供应、最大化保鲜”的全方位供应链体系，实现直接、快捷、低成本的产品配送效果。

#### (1) 生产基地

绝味产能全国布局，22 个工厂遍布全国，可基本实现 300 公里最佳配送半径。截至 2016 年 Q3，公司共有 19 个生产基地，覆盖全国各大区，根据调研数据，目前公司在全国有 22 个工厂，4 个工厂在建，除新疆、西藏外，其他省份门店均得到有效覆盖。公司在每个大区均设有生产基地，冷链物流配送经济距离 300 公里，形成了“一对一”的供应链模式。

绝味产能 10 万吨，扩产后增至 15.35 万吨，可支持年均 1100 家门店扩张。公司 2015 年产能 10.5 万吨，公开发募项目拟新增产能 9.45 万吨，产能新增后原租赁厂房逐步停止使用，净增产能约 4.85 万吨，预计全部投产后，产能增至 15.35 万吨。产能全部投产后，若按 85% 的产能利用率计算，能支撑 11153 家门店的产品供应。目前公司拥有门店 8920 家，可支持 2018/2019 年 1100 家门店的扩张。

表 9: 公司产能支撑门店数量测算

|         | 2013   | 2014   | 2015   | 2016Q3 | 2019E |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 产能 (万吨) | 9.9    | 10.1   | 10.5   | 8.25   | 15.35 |
| 产量 (万吨) | 7.37   | 8.01   | 8.36   | 7.02   | 13.05 |
| 产能利用率   | 74.40% | 79.29% | 79.58% | 85.09% | 85%   |

|          |         |         |         |         |       |
|----------|---------|---------|---------|---------|-------|
| 销量 (万吨)  | 7.39    | 8.02    | 8.39    | 7.03    | 13.05 |
| 产销率      | 100.28% | 100.18% | 100.39% | 100.12% | 100%  |
| 门店数量 (个) | 5746    | 6187    | 7172    | 7758    | 11153 |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

表 10: 公司生产基地布局计划

| 序号 | 募投项目名称                            | 地区  | 产能规划  | 建设期 |
|----|-----------------------------------|-----|-------|-----|
| 1  | 湖南阿瑞食品有限公司建设年产 16,500 吨酱卤食品加工建设项目 | 湖南  | 16500 | 2 年 |
| 2  | 江西阿南食品有限公司年产 14,000 吨酱卤食品加工建设项目   | 江西  | 14000 | 2 年 |
| 3  | 黑龙江阿滨食品有限公司年产 8,000 吨酱卤食品加工建设项目   | 黑龙江 | 8000  | 2 年 |
| 4  | 上海阿康食品有限公司年产 10,000 吨酱卤食品加工建设项目   | 上海  | 10000 | 2 年 |
| 5  | 贵州阿乐食品有限公司年产 5,000 吨酱卤食品加工建设项目    | 贵州  | 5000  | 2 年 |
| 6  | 河南阿杰食品有限公司年产 12,000 吨酱卤食品加工建设项目   | 河南  | 12000 | 2 年 |
| 7  | 四川阿宁食品有限公司年产 1,7000 吨酱卤食品加工建设项目   | 四川  | 17000 | 2 年 |
| 8  | 西安阿顺食品有限公司年产 12,000 吨酱卤食品加工建设项目   | 西安  | 12000 | 2 年 |

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## (2) 物流及渠道管理能力

**冷链配送能力：**产品从工厂到门店采用全程冷链物流，22 个工厂可实现运输半径在 300 公里以内。公司通过与第三方物流合作运用专门物流公司进行冷链运输，同时公司把控物流管理和物流数据。

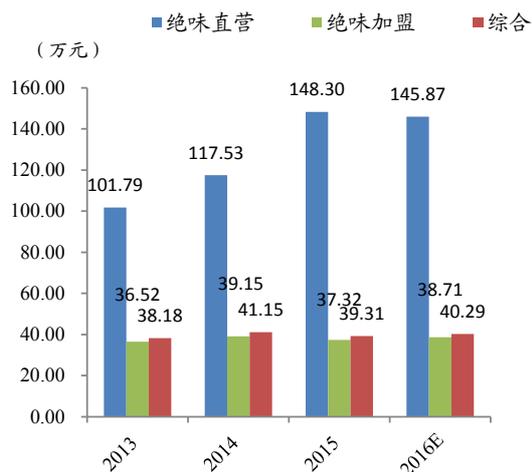
**渠道管控能力：**公司投入 1 个多亿，进行 SAP 信息化系统建设。目前，公司已建立 SAP-ERP 和 RMS 系统，用于工厂原材料至成品及门店销售情况的溯源，最大限度消除食品安全隐患，不断提高产品质量。同时，公司建立完善的人才培训体系，不定期对公司管理人员、加盟商进行管理培训，提高加盟商开店、管理运营能力。

## 3.2、客单价和客流量提高可带动单店收入提升 3%-5%

**单就直营门店来说，公司直营单店收入较周黑鸭低 40%。**2015 年自营门店单店收入 148.30 万元，周黑鸭单店收入在 380 万元，绝味单店收入约为周黑鸭的 39.03%。

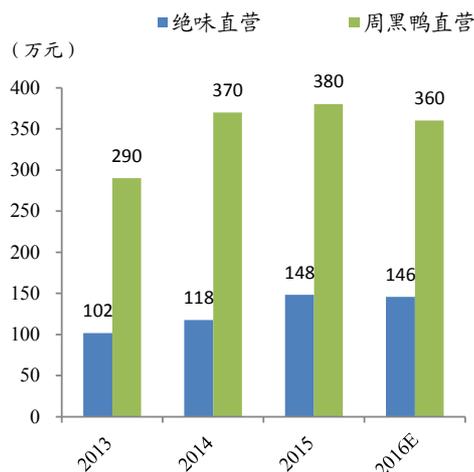
**公司加盟门店单店收入增速约为 3%-5%。**2014/2015/2016 年加盟门店单店收入分别为 39.15 万元、37.32 万元、38.71 万元，分别增长 7.20%、-4.67%、3.72%。由于 2014 年公司实施“关低效开高效”的门店调整策略，公司单店收入提升较多。2015 年由于新增大量加盟新店，导致单店收入下滑，2016 年步入正规。因此用 2016 年增速作为基准增速较为合理，公司能实现单店收入 3%-5% 的增长。

图 26: 公司单店收入呈逐年攀升态势



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

图 27: 公司直营单店收入较低



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所; 注: 2016 年数据为年化数据, 其中绝味使用 Q3 年化, 周黑鸭为中报前 12 个月

### 3.2.1、散卖及社区布局, 公司单店收入较低

门店收入较低, 主要原因有二: (1) 散装售卖单价较低, 客单价较低; (2) 社区门店较高铁、机场等高势能地区人流量少。

公司散装销售单价较周黑鸭低 30%-40%, 公司客单价低, 平均每单为 25 元左右。由于绝味食品采取散装销售模式, 销售单价较周黑鸭 MAP 模式较低, 从线下门店调研来看, 绝味产品销售单价较周黑鸭低 30%-40%。但同时散装模式下, 消费者可选择“少量多品种”进行品尝, 导致绝味食品客单价较低。据调研数据显示, 绝味客单价一般在 25 元左右。而周黑鸭客单价 2017 年上半年为 62.13 元, 绝味客单价约为周黑鸭的 50%。

布局社区, 客流量较少。由于公司加盟模式, 公司对加盟店客单价具体数据掌控不如周黑鸭强。公司主要布局社区门店, 相对于周黑鸭的机场、高铁、地铁等布局区域, 客流量较少。

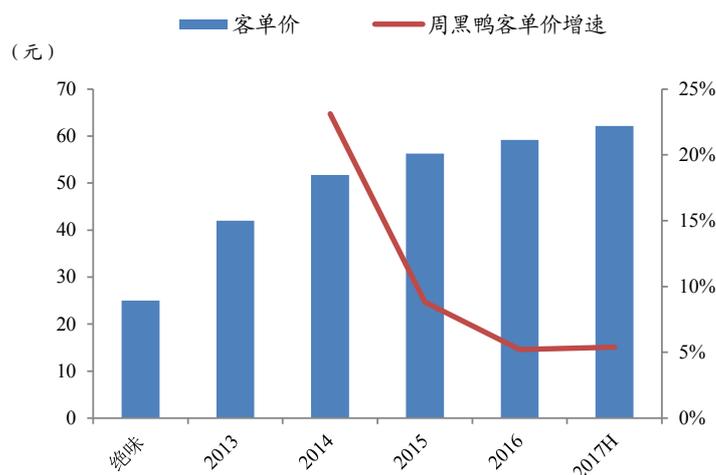
表 11: 绝味食品盒装单价较周黑鸭低 10%-15%, 散装低 30%-40%

|    | 绝味 (元/500g) |      | 周黑鸭 (元/500g) |       | 绝味折价率  |        |
|----|-------------|------|--------------|-------|--------|--------|
|    | 天猫锁鲜        | 门店散装 | 天猫盒装         | 门店盒装  | 天猫     | 门店     |
| 鸭脖 | 53.17       | 39.8 | 62.34        | 54.69 | 85.28% | 72.78% |
| 锁骨 | 55.65       | 38.8 | 62.29        | 62.50 | 89.34% | 62.08% |

|     |        |      |        |        |         |               |
|-----|--------|------|--------|--------|---------|---------------|
| 鸭翅  | 55.80  | 39.8 | 59.80  | 60.00  | 93.31%  | <b>66.33%</b> |
| 鸭舌  | 185.33 | 178  | 206.67 | 193.33 | 89.68%  | <b>92.07%</b> |
| 鸭掌  | 62.29  | 54.8 | 61.02  | 61.22  | 102.08% | <b>89.51%</b> |
| 鸡翅尖 | 55.80  | 36.8 | 57.14  | 53.57  | 97.65%  | <b>68.69%</b> |
| 鸭胗  | 93.82  | 74   | 101.39 | 80.36  | 92.54%  | <b>92.09%</b> |
| 鸭头  | 72.00  | 6元/个 | 58.75  | 39.29  | 122.55% | ——            |

资料来源：天猫旗舰店、门店调研、国海证券研究所

图 28：公司客单价较低



资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3.2.2、多管齐下提升单店收入

单店收入=客单价\*客流量=(销售单价\*单次购买量)\*客流量

其中，客单价=Σ产品结构\*产品价格=销售单价\*单次购买量；

#### (1) 客单价提升

公司产品以散装为主，消费者对散装提价并不敏感，以此可提客单价。公司产品 2-3 年会对价格进行整体调整，提价原因包括成本上涨、物价普遍上涨、竞争对手提价、优势门店提价等。散装产品相较于整装产品，消费者对提价感受度低。

产品结构不断调整，提高优势单品价格，可提升客单价。目前公司拥有五大口味，合计 200 多个单品，其中前 20 单品收入占比达 80%，主要以鸭脖为主，同时也有毛豆和藕片。高频消费中，每年的消费结构是固定的，公司会依据消费结构的变化，在产品结构上进行调整，提升优势单品价格，改善产品销售结构来提高客单价。

发放优惠券、消费满减等方式提高单次购买量，进而提升客单价。公司通过线下促销，满减等方式进行折扣回送，如公司在天猫旗舰店发放满 79 元减 5 元优惠券，满 99 元减 10 元优惠券，以及满 139 减 30、满 179 减 70 等满减活动，

优惠券与满减活动可同时使用。通过优惠券及满减活动，公司有效提高了消费者的单次购买金额。

## (2) 客流量提升

**四代门店升级，品牌美誉度提升。**公司针对消费者会出现口味疲劳，需要场景消费的特点，不断对门店进行升级换代。相较于之前的二代、三代门店，四代门店时尚气息浓郁，将公司“麻辣鲜香”特色渲染得淋漓尽致，更符合公司对 18-38 岁年轻女性的消费群体定位。时尚感十足的店面，也有利于吸引更多的消费者进店品尝试吃，提高进店客流量。

**线上宣传为线下门店引流，提高客流量。**线上引流方面，公司拥有专门团队运作。消费者在线上下单后，将通过信息化系统自动发送至临近门店，公司对线上渠道的考核指标是流水量，线上的收入和利润计入线下对应门店，未来线上在公司战略层面将起到引流作用。2016 年线上销量 5.5 亿元，2017H 公司微信公众号关注量将达 2000 万人，预计 2017 年线上引流销售额将达 10 亿元。当会员量达到一定数目时，公司将消费者对消费者数据进行分析。

图 29: 公司第四代门店时尚感十足



资料来源：长沙门店调研，国海证券研究所

图 30: 公司上海地铁站宣传广告



资料来源：新民网，国海证券研究所

## (3) 单店收入有望实现 3%-5%增长

客单价叠加客流量的增加，结合历史公司的增速，未来公司有望保持年均 3%-5% 的单店收入增长。

## 3.3、规模优势提升毛利率，费用控制有空间

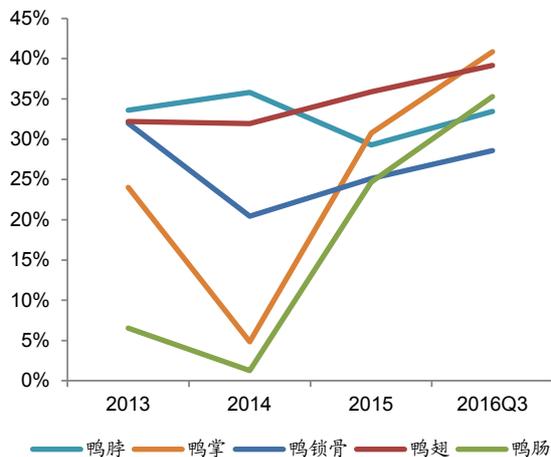
### 3.3.1、规模优势、品类调整提升毛利率

**规模优势降低平均单位成本。**2016 年公司采购规模 19 亿，位居全球鸭品采购量第一。大规模采购，可有效提高公司对上游的议价能力，降低采购成本。

**品类调整提高毛利率。**公司直接材料成本中鸭副产品占比呈现下降趋势，非鸭副产品，如蔬菜、豆干、海带等高毛利素食占比提高，由2014年的28.32%提升至2016Q3的33.58%。鸭副产品中，公司高毛利产品占比不断提升。其中，鸭掌毛利率由2013年的24%涨至2016Q3的40.87%，鸭掌在鸭副产品中占比由12.41%提升至15.47%；鸭肠毛利率由2013年的6.55%涨至35.29%，收入占比也由5.59%提升至9.41%。伴随着高毛利产品占比不断提升，未来毛利率有望提高。

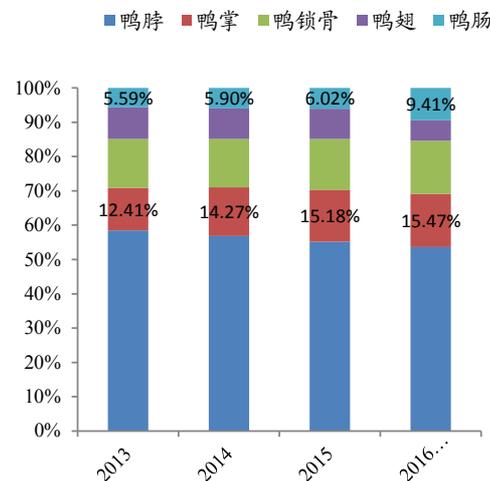
**毛利率有望维持在35%左右。**公司近年来毛利率维持在30%左右，毛利不断提升，2016年毛利率31.84%，2017年以来公司毛利率持续走高，上半年毛利率达到35.63%，受鸭价影响，公司毛利率可能会受一定影响，从公司历年经营数据来看，公司可通过涨价、囤货等方式转嫁成本影响，保持毛利率的稳定，我们预计公司毛利率有望继续维持在35%左右。

图 31：公司鸭掌、鸭肠毛利较高



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 32：公司鸭掌、鸭肠在鸭副中占比不断提高



资料来源：公司公告，国海证券研究所

### 3.3.2、费效比考核、自动化将带动费用下降

**广告投放策略调整、大区考核等有望提升未来费效比。**直营模式下的周黑鸭销售费用率在20%以上，加盟模式下的绝味销售费用率在10%左右，公司销售费用中占比最高的主要为广告宣传费和运输费。其中广告宣传费率为2.5%-3%，运输费率为2%-2.8%。未来随着公司调整广告投放策略，减少常规性投放、增加一些重大活动的费用投放，费效比提升。同时在对大区考核中，既有收入指标，也注重费用的考核，将有效提高费效比。

**工厂自动化提升，管理费用率有望下降。**2013年以来，公司管理费用率6%-7%，其中占比最高为职工薪酬，费用率2.2%-2.9%，主要为工厂自动化程度不高，工厂管理人员并入行政人员中，导致管理人员数量较多，职工薪酬占比较高。未来随着工厂自动化程度提升，管理费用有望下降。同时，大加盟商的数量和占比不断提升，管理输出的形式有助于加强管理和减少沟通成本，减低管理费用。

图 33: 公司销售费用拆分

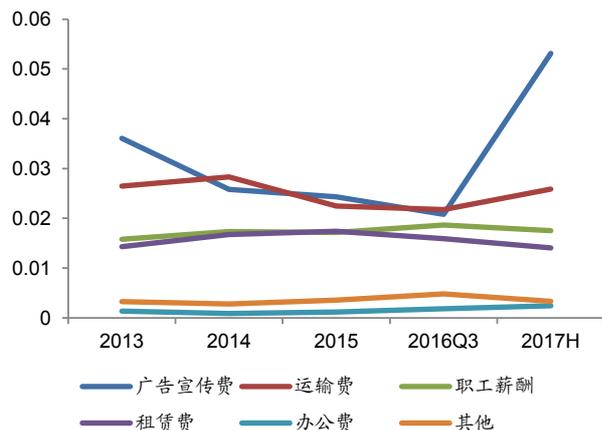
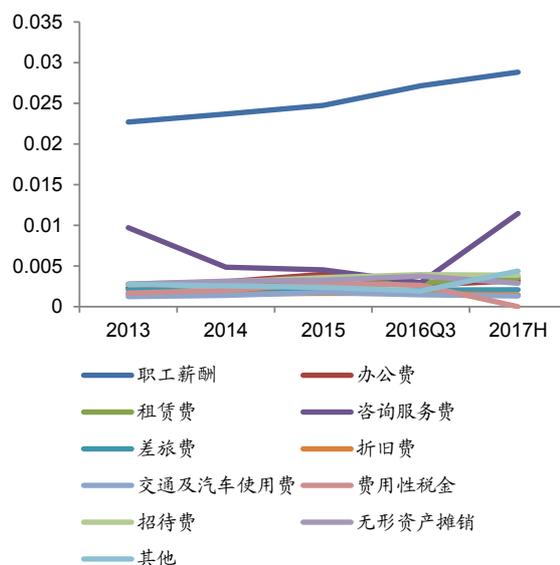


图 34: 公司管理费用拆分



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 4、盈利预测与评级

### 4.1、关键假设

#### (1) 收入假设

基于公司“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的业务拓展模式。公司未来加盟店将以每年 1150 家净增长, 直营门店保持与加盟店同等增速增长, 我们预计 2017/2018/2019 年门店数目分别增加 1091/1164/1164 家, 单店收入中性估计每年增长 4%。我们预计公司 2017-2019 年营业收入增长率分别为 19%、18%、17%。

#### (2) 毛利率假设

随着产品结构的调整及采购的规模效应, 公司毛利率将有一定提升。公司原材料主要为鸭副冻制品, 通过涨价、囤货等方式抑平原材料对毛利的影响。我们预计公司 2017/2018/2019 年毛利率分别为 35.27%/35.59%/35.95%。

#### (3) 费用率假设

销售费用来说，2017 年伴随着公司 IPO 上市，公司乘东风加大宣传力度，销售费用率大幅攀升。随着公司广告投放策略的改变，以及费效比纳入考核机制，我们预计 2018、2019 年销售费用率有一定下降。2018 年虽有世界杯的举行，但参考 2014 年经验，销售费用率并未有大规模提升。管理费用来说，随着自动化的推进，管理费用率将不断降低；财务费用来说，公司上市 IPO 后现金充裕，我们预计未来财务费用率也将呈现下行。因此，我们假定公司 2017-2019 年销售费用率分别为 11.08%、10.00%、9.98%，2017-2019 年管理费用率分别为 6.33%、6.24%、6.17%。

## 4.2、盈利预测及投资建议

表 12: 绝味食品收入预测

| 预测指标          | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 门店总数(个)       | 7924     | 9015     | 10179    | 11343    |
| 其中: 加盟(个)     | 7814     | 8905     | 10055    | 11205    |
| 直营(个)         | 110      | 110      | 124      | 138      |
| 新增门店(个)       | 752      | 1091     | 1164     | 1164     |
| 单店收入(万元/家)    | 40       | 43       | 45       | 47       |
| 休闲卤制食品销售(百万元) | —        | 3,761.37 | 4,436.44 | 5,170.94 |
| 加盟商管理(百万元)    | —        | 44.53    | 50.28    | 56.03    |
| 营业收入(百万元)     | 3,274.14 | 3,891.97 | 4,594.30 | 5,361.44 |
| 增长率(%)        | 12.08%   | 18.87%   | 18.05%   | 16.70%   |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

**盈利预测:** 基于以上假设，经模型测算得出公司 2017-2019 年归母净利润分别为 5.03 亿元、6.34 亿元、7.65 亿元，同比分别增长 32%、26%、21%，对应 2017-2019 年 EPS 分别为 1.23 元、1.55 元、1.87 元。

**投资建议:** 公司为休闲卤制品行业龙头，受益于消费升级和行业集中度提升，公司有望享受行业高增长，公司具有优良的加盟管理基因，渠道下沉有序进行，稳健增长可期，盈利能力仍可提升，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.23 元、1.55 元、1.87 元，对应 PE 分别为 30X、24X、20X，维持“买入”评级。

表 13: 盈利预测

| 预测指标      | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 3274   | 3892   | 4594   | 5361   |
| 增长率(%)    | 12%    | 19%    | 18%    | 17%    |
| 净利润(百万元)  | 380    | 503    | 634    | 765    |
| 增长率(%)    | 26%    | 32%    | 26%    | 21%    |
| 摊薄每股收益(元) | 1.06   | 1.23   | 1.55   | 1.87   |
| ROE(%)    | 25.95% | 26.91% | 27.43% | 28.41% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 5、风险提示

- 1) 渠道拓展不及预期;
- 2) 单店收入增长不达预期;
- 3) 行业竞争加剧;
- 4) 原材料等成本快速上升;
- 5) 2018 年战略投资者解禁;
- 6) 食品安全问题。

表 14: 绝味食品盈利预测表

| 证券代码:              | 603517.SH   |              |              |              | 股价:                | 37.81        |              |              |              | 投资评级: | 买入 |  |  |  | 日期: | 2017-12-05 |  |  |  |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|----|--|--|--|-----|------------|--|--|--|
| 财务指标               | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        | 每股指标与估值            | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| ROE                | 26%         | 27%          | 27%          | 28%          | EPS                | 1.06         | 1.23         | 1.55         | 1.87         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 毛利率                | 32%         | 35%          | 36%          | 36%          | BVPS               | 4.07         | 4.55         | 5.64         | 6.57         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 期间费率               | 15%         | 18%          | 17%          | 17%          | <b>估值</b>          |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 销售净利率              | 12%         | 13%          | 14%          | 14%          | P/E                | 35.00        | 30.16        | 23.91        | 19.81        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 9.08         | 8.12         | 6.56         | 5.63         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 收入增长率              | 12%         | 19%          | 18%          | 17%          | P/S                | 4.06         | 3.89         | 3.30         | 2.83         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 利润增长率              | 26%         | 32%          | 26%          | 21%          |                    |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2016</b>  | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 总资产周转率             | 1.67        | 1.57         | 1.36         | 1.34         | 营业收入               | 3274         | 3892         | 4594         | 5361         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 应收账款周转率            | 146.40      | 108.74       | 95.32        | 113.13       | 营业成本               | 2232         | 2519         | 2959         | 3434         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 存货周转率              | 5.47        | 7.05         | 7.05         | 7.05         | 营业税金及附加            | 32           | 45           | 54           | 63           |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 265          | 431          | 459          | 535          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 资产负债率              | 25%         | 24%          | 32%          | 33%          | 管理费用               | 200          | 246          | 287          | 331          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 流动比                | 1.96        | 2.23         | 2.06         | 2.14         | 财务费用               | 3            | (14)         | (27)         | (36)         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 速动比                | 1.06        | 1.62         | 1.66         | 1.76         | 其他费用 / (-收入)       | (33)         | 2            | (15)         | (9)          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
|                    |             |              |              |              | <b>营业利润</b>        | <b>508</b>   | <b>666</b>   | <b>847</b>   | <b>1027</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | 营业外净收支             | 9            | 17           | 14           | 13           |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 现金及现金等价物           | 400         | 803          | 1556         | 2076         | <b>利润总额</b>        | <b>517</b>   | <b>683</b>   | <b>862</b>   | <b>1040</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 应收款项               | 22          | 36           | 48           | 47           | 所得税费用              | 137          | 180          | 228          | 275          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 存货净额               | 408         | 364          | 427          | 496          | <b>净利润</b>         | <b>380</b>   | <b>503</b>   | <b>634</b>   | <b>765</b>   |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 其他流动资产             | 56          | 117          | 138          | 161          | 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>886</b>  | <b>1319</b>  | <b>2169</b>  | <b>2780</b>  | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>380</b>   | <b>503</b>   | <b>634</b>   | <b>765</b>   |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 固定资产               | 431         | 514          | 559          | 583          |                    |              |              |              |              |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 在建工程               | 290         | 275          | 275          | 275          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2016</b>  | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 无形资产及其他            | 133         | 143          | 153          | 146          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>494</b>   | <b>691</b>   | <b>1057</b>  | <b>983</b>   |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 长期股权投资             | 131         | 130          | 130          | 130          | 净利润                | 380          | 503          | 634          | 765          |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>资产总计</b>        | <b>1962</b> | <b>2473</b>  | <b>3378</b>  | <b>4006</b>  | 少数股东权益             | 0            | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 短期借款               | 30          | 0            | 0            | 0            | 折旧摊销               | 50           | 50           | 59           | 64           |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 应付款项               | 175         | 275          | 743          | 958          | 公允价值变动             | 0            | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 预收帐款               | 92          | 161          | 154          | 184          | 营运资金变动             | 63           | (199)        | (558)        | (336)        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 其他流动负债             | 155         | 155          | 155          | 155          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(232)</b> | <b>(67)</b>  | <b>(45)</b>  | <b>(24)</b>  |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>452</b>  | <b>591</b>   | <b>1053</b>  | <b>1298</b>  | 资本支出               | (185)        | (68)         | (45)         | (24)         |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 长期借款及应付债券          | 30          | 0            | 0            | 0            | 长期投资               | 27           | 1            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 其他长期负债             | 14          | 14           | 14           | 14           | 其他                 | (74)         | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>44</b>   | <b>14</b>    | <b>14</b>    | <b>14</b>    | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>142</b>   | <b>(160)</b> | <b>(190)</b> | <b>(383)</b> |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>负债合计</b>        | <b>497</b>  | <b>605</b>   | <b>1067</b>  | <b>1312</b>  | 债务融资               | 7            | (60)         | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 股本                 | 360         | 410          | 410          | 410          | 权益融资               | 0            | 0            | 0            | 0            |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| 股东权益               | 1465        | 1867         | 2311         | 2694         | 其它                 | 135          | (101)        | (190)        | (383)        |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>1962</b> | <b>2473</b>  | <b>3378</b>  | <b>4006</b>  | <b>现金净增加额</b>      | <b>403</b>   | <b>464</b>   | <b>822</b>   | <b>577</b>   |       |    |  |  |  |     |            |  |  |  |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，1年公募基金工作经验，现从事食品饮料行业研究。

邓安迪，美国杜兰大学金融学硕士，1年买方行业研究经验，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。