



冬去春来，卤味再飘香 ——卤制品行业复苏专题报告

核心观点

卤制品线下销售为主，堂食场景缺失为疫情期间主要压制因素。我国卤制品市场集中度与行业门槛尚低，2020年市场CR4约4.4%，市占率排序依次为绝味食品（1.93%）、紫燕食品（0.98%）、煌上煌（0.75%）、周黑鸭（0.74%）。2022年，我国卤制品销售以线下门店为主，占比约63%，主因其消费动机以冲动型居多，且时段多集中在晚间，产品的即食性、可见性、可触达性对其销售额具有较大影响。2020年新冠疫情爆发后，我国社零总额及零售、餐饮市场受到显著冲击，卤制品较为依赖的堂食消费及社会面人员流通受到抑制，行业业绩明显承压。

政策利好释放，海外经验背书，2023年消费及餐饮复苏主线明确。2022年12月以来，多项政策将恢复和扩大消费摆在优先位置，利好消费及餐饮端加速恢复。参照美国、日本、新加坡采取共存政策后对餐饮端的提振节奏，防疫优化措施施行当月或次月，餐饮端呈现迅速反弹；同时，经历感染后，民众心理等方面有所准备，共存后的感染潮对餐饮消费的压制显著弱化。我国防疫措施优化后已经历首波感染潮，随后春节期间餐饮端强势复苏，消费场景逐步修复，后续感染潮预计冲击有限。随宏观经济与居民消费力提升，2023年内消费及餐饮复苏主线明确，卤制品行业景气有望上行。

线下客流回升、成本趋势下行，卤制品龙头有望展现较大业绩弹性。疫情期间，以绝味食品、周黑鸭、紫燕食品为代表的卤制品龙头逆势开店，仅煌上煌净开店数量呈现下滑。期间各公司单店业绩普遍承压，且2022H1疫情超预期爆发，业绩受损加剧。同时，原材料成本上涨，以及物流等费用增加，对企业利润空间有所挤压。预计随线下客流回升，上游鸭苗供给、屠宰开工率与物流情况边际改善，鸭副产品价格有望回调。另一方面，2023年以来，随巴西大豆增产，豆粕价格明显下行，后续或延续改善，卤制品龙头有望展现较大业绩弹性。

卤制品龙头看点各异，积极展店为共同主题。绝味食品方面，作为全国唯一万店卤味品牌，疫情期间门店数量快速扩张，业绩有望率先复苏。深耕鸭脖主业的同时，通过产业投资构建泛卤味生态，打造第二、第三增长曲线。周黑鸭方面，2019年开放特许经营，2022H1特许渠道收入同比+39.9%；收入占比为28.3%，“自营+特许”双轮驱动成效初现。品牌端贯彻年轻化营销策略，产品端积极打造以虾球为代表的新品驱动成长，渠道端则积极贯彻全渠道布局。紫燕食品方面，公司“经销商—终端加盟门店”两级销售模式有效降低门店开发成本，门店数量得以快速扩张，全国化发展和下沉市场渗透有望加速。同时，紫燕食品产品矩阵成熟稳定，募投项目扩充产能以支撑业绩扩张，发展势能充足。煌上煌方面，随线下客流恢复及全渠道布局深化，以及“千城万店”计划持续推行，同店及整体业绩有望边际改善。

投资建议

线下客流逐步恢复，单店及整体业绩有望回升，产品推新持续，叠加成本趋势下行，卤制品龙头业绩弹性有望率先释放。持续推荐：绝味食品。相关标的：周黑鸭、煌上煌、紫燕食品。

风险提示

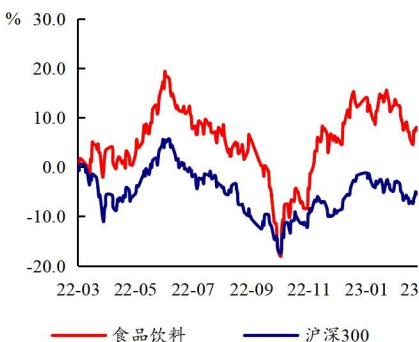
宏观经济下行；食品安全问题；原材料成本走高。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
资格证书 S1710521070001
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《【食品饮料】复苏在途，蓄势待发_20230306》2023.03.06
《【大消费】消费百花齐放，行业至暗时刻已过_20230224》2023.02.24
《【食品饮料】春节消费不断回暖，复苏持续演绎_20230130》2023.01.30
《【食品饮料】2023年春节消费数据点评_20230129》2023.01.29
《【食品饮料】拨云见日，消费迎向阳新生_20230116》2023.01.16

正文目录

1. 卤制品销售线下为主，疫情冲击影响显著.....	5
2. 海外经验参考：疫后餐饮端回暖迅速，复苏确定性较强.....	8
2.1. 我国防控措施历史性优化，居民消费有望提振.....	8
2.2. 海外参考：防控政策放宽后，餐饮端反弹迅速.....	10
3. 重点公司：逆势开店累积弹性势能，疫后弹性修复可期.....	14
3.1. 疫情期间开店持续，单店业绩承压.....	14
3.2. 重点卤制品企业疫后看点.....	18
3.2.1. 绝味食品：门店数量优势明显，泛卤味生态积极布局.....	18
3.2.2. 周黑鸭：特许打开增量，产品、渠道多方发力.....	23
3.2.3. 紫燕食品：经销模式推进扩张，全国化空间广阔.....	26
3.2.4. 煌上煌：线下客流回升助力业绩修复，全渠道营销有望打开增量空间.....	29
3.3. 重点公司经营情况对比.....	32
3.3.1. 品牌形象：周黑鸭品牌势能较高，绝味与紫燕次之，煌上煌紧随其后.....	32
3.3.2. 品类布局：绝味与紫燕积极布局泛卤味赛道，周黑鸭及煌上煌深耕主业.....	34
3.3.3. 区域分布：绝味全国化程度更高，周黑鸭、煌上煌、紫燕区域性特征明显.....	35
3.3.4. 财务分析：周黑鸭业绩波动较大，紫燕 ROE 行业领先.....	38
4. 风险提示.....	41

图表目录

图表 1. 佐餐卤制品占据主要市场销售份额.....	5
图表 2. 休闲卤制品相对佐餐类市场规模增速更高.....	5
图表 3. 我国卤制品整体与细分市场集中度均较低（2020 年）.....	5
图表 4. 我国卤制品销售渠道以线下为主（2021 年）.....	6
图表 5. 卤制品头部企业以线下直营、加盟模式为主.....	6
图表 6. 冲动为卤制品主要消费动机.....	6
图表 7. 卤制品消费以夜间时段居多.....	6
图表 8. 疫情爆发后我国社零增速显著降低.....	7
图表 9. 疫情期间餐饮消费较商品零售受损更大.....	7
图表 10. 营收端，仅绝味食品与紫燕食品增长连贯.....	7
图表 11. 2020 年与 2022 年卤制品行业营收增速下滑.....	7
图表 12. 卤制品头部企业近年归母净利润有所承压.....	8
图表 13. 2020 年与 2022 年卤制品行业归母净利润增速下行为主.....	8
图表 14. 2022 年 11 月 11 日以来，我国疫情防控政策出现较大优化.....	9
图表 15. 相较往年，2022 年中央经济会议将消费提至新的战略高度.....	10
图表 16. 美国疫情防控 2021 年后逐步放松，2022 年全面共存后感染高峰对零售与食品消费压制弱化.....	11
图表 17. 日本疫情防控 2022 年 3 月 22 日起趋于弱化，后期感染潮对餐饮消费无明显抑制.....	12
图表 18. 新加坡 2022 年 3 月起正式开启共存模式，共存后感染高峰对餐饮未造成重大冲击.....	13
图表 19. 我国卤制品龙头疫情期间净开店数上升为主（单位：家）.....	15
图表 20. 卤制品龙头疫情期间营收涨势受到扰动（亿元）.....	15
图表 21. 卤制品龙头疫情期间净利润显著下跌（亿元）.....	15
图表 22. 卤制品龙头单店营收下滑较显著（万元）.....	16
图表 23. 卤制品龙头单店净利润承压（万元）.....	16
图表 24. 鸭副产品为绝味食品主要成本（2018Q1-3）.....	17
图表 25. 毛鸭价格随供给端改善有望高位下行.....	17
图表 26. 鸭脖价格逐渐走高，后续有望回落（元/kg）.....	17
图表 27. 鸭掌价格仍处高位，回落预期较大（元/kg）.....	17

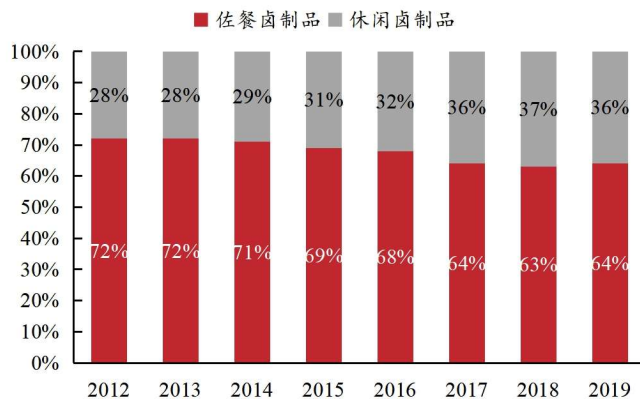
图表 28. 鸭锁骨价格近年偏稳 (元/kg)	17
图表 29. 豆粕价格进入 2023 年后持续下降	17
图表 30. 疫情期间绝味食品门店逆势扩张	18
图表 31. 绝味食品单店营收与店龄呈正相关	18
图表 32. 绝味食品 5 年以上门店营收贡献最大	18
图表 33. 绝味食品 5 年以上门店数量占比最高	18
图表 34. 沿街体与社区体为绝味主要创收门店类型	19
图表 35. 绝味食品沿街体与社区体门店数占比最高	19
图表 36. 绝味提供“增值服务”体系赋能被投资企业	19
图表 37. 绝味布局泛卤味生态, 打造第二、三增长曲线	20
图表 38. 精武鸭脖主营鸭脖类产品	20
图表 39. 精武鸭脖三线及以下城市门店占比更高	20
图表 40. 廖记棒棒鸡产品多为佐餐类卤制品	21
图表 41. 廖记棒棒鸡在新一线城市门店占比最高	21
图表 42. 盛香亭属于新式热卤范畴	22
图表 43. 盛香亭产品品类丰富	22
图表 44. 盛香亭在新一线城市门店数量占比最高	22
图表 45. 2022 年 9 月, 绝味发布新一轮股权激励计划	23
图表 46. 周黑鸭特许门店增长迅速 (家)	23
图表 47. 周黑鸭特许业务收入涨势迅猛	23
图表 48. 周黑鸭 2021H1 特许渠道收入占比约 16.4%	24
图表 49. 周黑鸭 2022H1 特许渠道收入占比增至 28.3%	24
图表 50. 周黑鸭特许经营模式分为发展式特许与单店特许	24
图表 51. 疫情期间周黑鸭出台多项加盟商帮扶措施	25
图表 52. 周黑鸭贯彻年轻化策略, 并积极打造新产品助力营销	25
图表 53. 周黑鸭积极推进社区门店铺开	26
图表 54. 周黑鸭员工股权激励计划范围持续扩大	26
图表 55. 佐餐卤制品行业紫燕食品市占率第一	27
图表 56. 紫燕食品门店数量快速增长	27
图表 57. 紫燕食品建立多样化立体式的两级销售网络	27
图表 58. 紫燕华东市场收入占比最高	28
图表 59. 紫燕食品五家生产基地辐射全国	28
图表 60. 紫燕产品矩阵成熟稳定	28
图表 61. 紫燕多个子品牌布局泛卤味赛道	28
图表 62. 2019 年-2021 年紫燕产能利用率较高	29
图表 63. 紫燕食品 IPO 募投项目新增产能 1.9 万吨	29
图表 64. 2021 年煌上煌营收出现下滑	30
图表 65. 2021 年煌上煌归母净利润受损明显	30
图表 66. 煌上煌门店数 2021 年起出现下降 (单位: 家)	30
图表 67. “Hey 煌上煌”线上小程序商城为煌上煌全渠道营销重要方式	31
图表 68. 煌上煌产能情况 (截至 2022H1)	32
图表 69. 煌上煌募投资金投资项目预计增加 1.2 万吨酱卤产品产能	32
图表 70. 四家卤制品上市企业品牌力居于前列	33
图表 71. 周黑鸭与紫燕百味鸡差评率较低	33
图表 72. 周黑鸭与紫燕品牌满意度领先	33
图表 73. 周黑鸭客单价为卤味龙头中最高 (元/斤)	33
图表 74. 周黑鸭与紫燕在口味、环境、服务与综合满意度均排名领先	34
图表 75. 绝味积极向佐餐卤、热卤、餐饮方面布局	34
图表 76. 紫燕旗下子品牌布局鲜卤、休闲卤、餐饮	34
图表 77. 周黑鸭专注鸭脖主业	35
图表 78. 煌上煌产品对休闲与佐餐场景兼有覆盖	35
图表 79. 区域方面, 绝味收入结构更为均衡, 周黑鸭、煌上煌、紫燕呈现一定的地域集中性 (2021 年)	36
图表 80. 绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品门店区域分配情况	37

图表 81. 主要卤制品企业中周黑鸭营收同比增速近年波动最为显著.....	38
图表 82. 各卤制品龙头毛利率呈梯级分布.....	39
图表 83. 疫情期间各卤制品龙头净利率均有所下滑.....	39
图表 84. 主要卤制品企业销售费用率趋势上升.....	39
图表 85. 2022H1 卤制品龙头企业毛销差呈现下跌.....	39
图表 86. 紫燕食品 ROE 处于行业领先状态.....	40
图表 87. 绝味食品应收账款周转率高于行业.....	41
图表 88. 紫燕食品存货周转率处于领先.....	41

1. 卤制品销售线下为主，疫情冲击影响显著

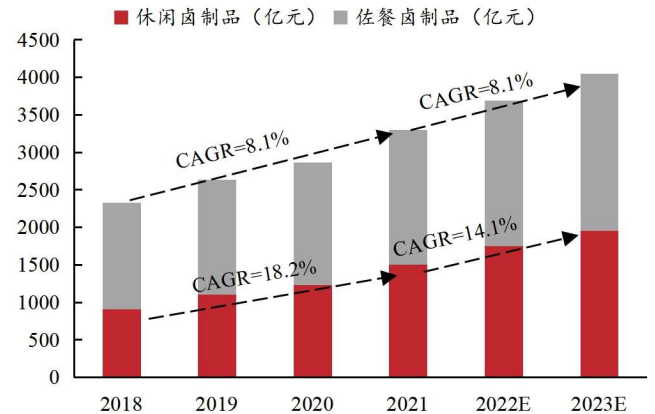
休闲卤制品为当前高增赛道，卤制品行业集中度低，未来有望向龙头企业集中。我国卤制品行业根据消费场景分为佐餐与休闲类卤制品，前者占据约64%卤制品市场份额（2019年），且品类与规模发展空间广阔，但当前处于发展初期，市场规模增速稍慢（2018-2021年CAGR约8.1%），代表企业为紫燕食品；休闲卤制品属新兴零食品类，市场份额约占36%，处于快速增长期（2018-2021年CAGR约18.2%），以绝味食品、周黑鸭、煌上煌为代表。当前我国卤制品市场集中度与门槛尚低，2020年CR4仅4.4%，市占率依次为绝味食品（1.93%）、紫燕食品（0.98%）、煌上煌（0.75%）、周黑鸭（0.74%）。考虑到跨区域规模化企业对比业内小作坊在品牌、产能、渠道、供应链等方面优势明显，未来卤制品市场份额预计向龙头企业进一步集中。

图表 1. 佐餐卤制品占据主要市场销售份额



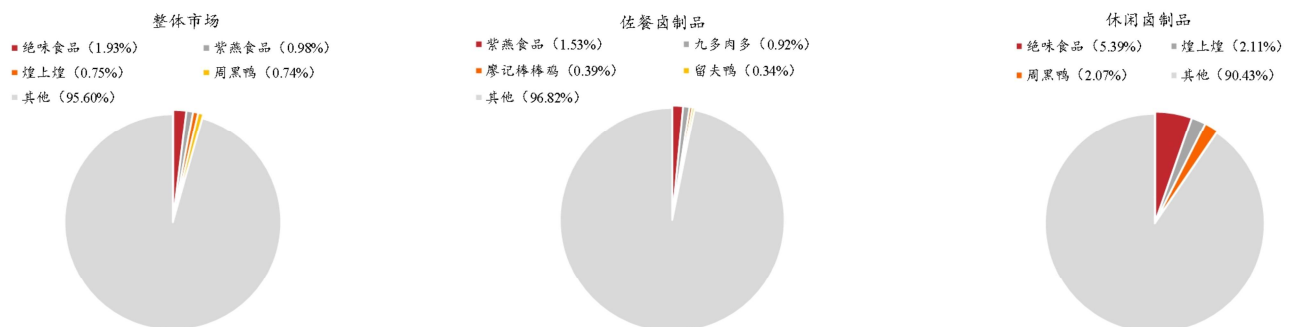
资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

图表 2. 休闲卤制品相对佐餐类市场规模增速更高



资料来源：艾媒咨询，东亚前海证券研究所

图表 3. 我国卤制品整体与细分市场集中度均较低（2020 年）

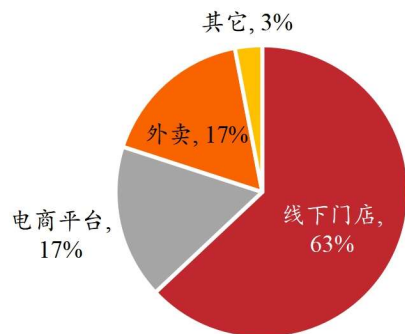


资料来源：前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

线下门店为当前卤制品销售主要渠道。我国卤制品销售以线下门店为主要渠道，2021年占比约63%，主要模式包括直营与加盟。究其原因，卤

制品消费动机中冲动型消费居多,且以下午 5-9 点下班时间为高峰消费时段,因此产品的即食性、可见性、可触达性对销售额具有较大影响,线下渠道推测将继续维持在销售渠道的主导地位。以绝味食品为例,其 2021 年线上销售额占比仅为 2.01%,虽较 2020 年 (0.74%) 进步显著,但仍处于较低水平。

图表 4. 我国卤制品销售渠道以线下为主 (2021 年)



资料来源: 观研报告网, 东亚前海证券研究所

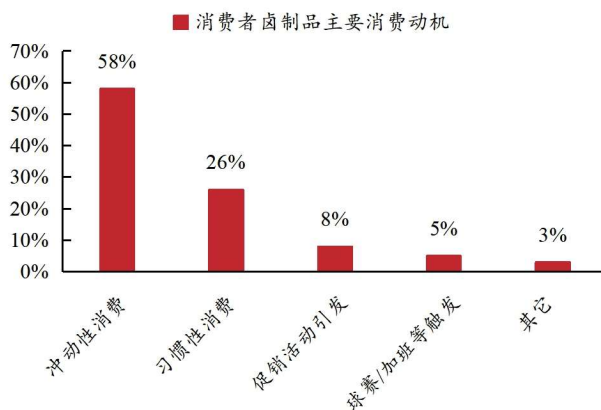
图表 5. 卤制品头部企业以线下直营、加盟模式为主

企业名称	门店数量 (家)	经营模式
绝味食品	14921	直营连锁引导、加盟为主
周黑鸭	3160	直营门店 1342 家, 特许经营 1818 家
煌上煌	4024	直营与加盟为主
紫燕食品	6030	加盟为主
久久丫	2572	直营与加盟为主

资料来源: 窄门餐眼, CBNDdata, 绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品公司公告, 东亚前海证券研究所

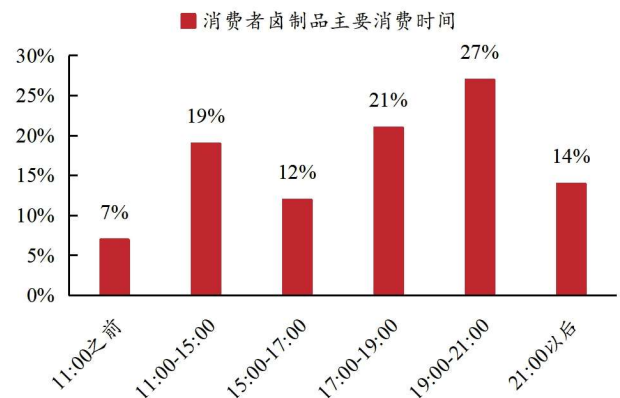
注: 门店数量: 久久丫截至 2023 年 3 月 23 日, 其余企业为 2022H1 数据

图表 6. 冲动为卤制品主要消费动机



资料来源: Mob 研究院, 东亚前海证券研究所

图表 7. 卤制品消费以夜间时段居多



资料来源: Mob 研究院, 东亚前海证券研究所

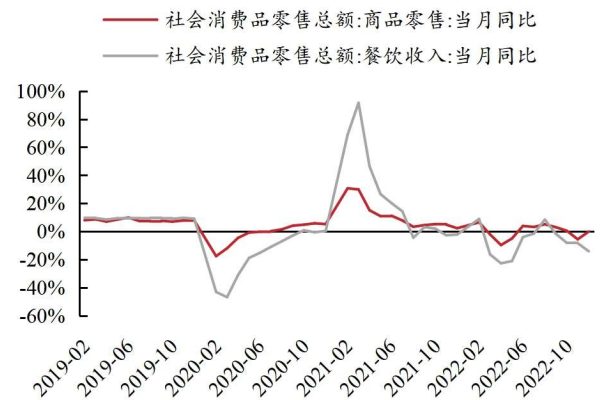
疫情对我国社零消费造成较大影响, 餐饮端较零售端受损更为严重。2020 年新冠疫情爆发后, 对我国社零总额及零售、餐饮市场造成较为显著的影响。2019/2020/2021/2022 年期间, 我国社零总额分别为 41.2/39.2/44.1/39.9 万亿元, 同比+8.0%/-3.9%/+12.5%/-0.1%, 其中商品零售总额分别同比+7.9%/-2.3%/+11.8%/+0.5%, 餐饮收入总额分别同比+9.4%/-16.6%/+18.6%/-5.4%, 餐饮端较零售端受损更为严重, 主要系餐饮较为依赖堂食消费及社会面人员流通, 而二者均受到限制。

图表 8. 疫情爆发后我国社零增速显著降低



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 9. 疫情期间餐饮消费较商品零售受损更大

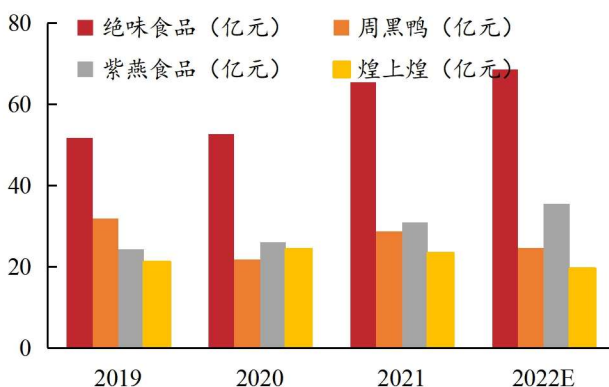


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

疫情防控对我国卤制品行业业绩产生明显压制。

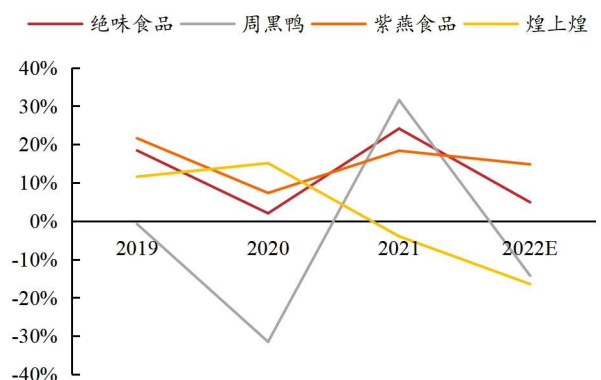
1) 营收方面, 主要卤制品企业绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌在疫情形势较为严峻的 2020 年与 2022E 年同比增速均以下滑为主, 2020 年营收分别同比 +2.0%/-31.5%/+7.3%/+15.1%, 分别同比 -16.4pct/-30.7pct/-14.3pct/+3.5pct; 2022 年营收增速预计分别同比 +7.5%/-8.5%/+15.2%/-3.7%, 预计分别同比 -16.6pct/-40.1pct/-3.1pct/+0.3pct。四大卤制品公司中, 仅绝味食品与紫燕食品展现出较为稳健的增长势头。

图表 10. 营收端, 仅绝味食品与紫燕食品增长连贯



资料来源: 绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所
注: 各公司 2022E 营业收入均采用 2023 年 3 月 28 日 Wind 一致预期

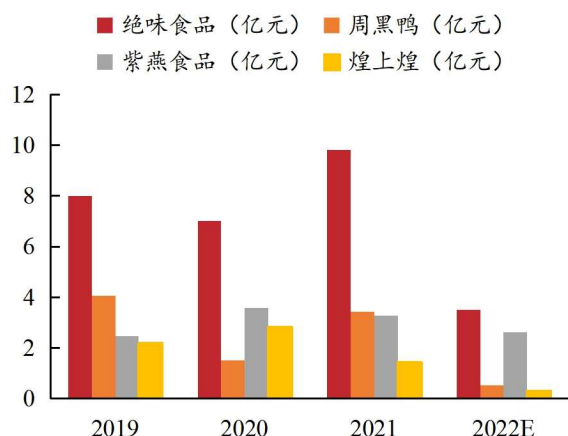
图表 11. 2020 年与 2022 年卤制品行业营收增速下滑



资料来源: 绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告, Wind, 东亚前海证券研究所
注: 各公司 2022E 营业收入均采用 2023 年 3 月 28 日 Wind 一致预期

2) 归母净利润方面, 绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌在 2020 年与 2022E 年同比增速同样以下滑居多, 2020 年各公司归母净利润分别同比 -12.5%/-62.9%/+45.0%/+28.0%, 分别同比 -37.5pct/-38.3pct/+2.0pct/-49.8pct; 2022 年各公司归母净利润分别同比 -47.0%/-67.0%/-21.5%/-5.1%, 分别同比 -86.9pct/-193.4pct/-12.8pct/+43.7pct, 收入端增速下行与成本高企使卤制品头部企业利润承压。

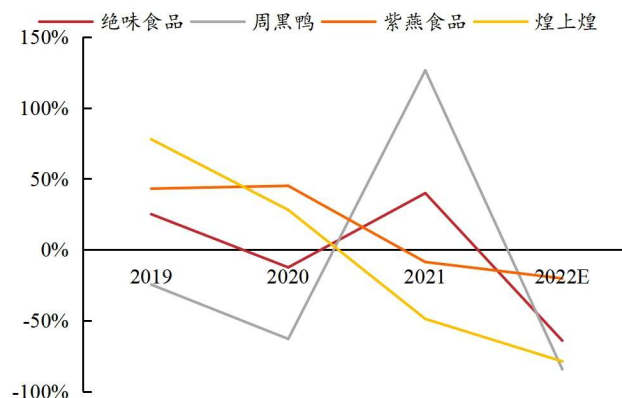
图表 12. 卤制品头部企业近年归母净利润有所承压



资料来源：绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

注：各公司 2022E 营业收入均采用 2023 年 3 月 28 日 Wind 一致预期

图表 13. 2020 年与 2022 年卤制品行业归母净利润增速下行为主



资料来源：绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告，Wind，东亚前海证券研究所

注：各公司 2022E 营业收入均采用 2023 年 3 月 28 日 Wind 一致预期

2. 海外经验参考：疫后餐饮端回暖迅速，复苏确定性较强

2.1. 我国防控措施历史性优化，居民消费有望提振

2022 年 11 月以来，我国疫情防控较大优化，社会面活动渐归正轨。考虑到奥密克戎毒株传播隐匿性加大、清零难度及社会防疫成本不断增加，2022 年 11 月 11 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，首次对防控机制作出较大优化指示，其中包括“不再判定密接的密接”、将“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”等措施。2022 年 12 月 7 日及 26 日，国务院及国家卫健委出台进一步优化防控“新十条”等相关政策，并宣布 2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，新冠病毒感染者不再实行隔离措施，并将“新型冠状病毒肺炎”更名为“新型冠状病毒感染”。自此，我国疫情防控迈入历史性新阶段，社会人员流动及企业生产活动逐渐回归正轨。

图表 14. 2022 年 11 月 11 日以来，我国疫情防控政策出现较大优化

时间	部门	政策	主要内容
2022/11/11	国务院联防联控机制综合组	《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》	及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接；将高风险区外溢人员“7 天集中隔离”调整为“7 天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出；将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类；一般不按行政区域开展全员核酸检测；取消入境航班熔断机制，并将登机前 48 小时内 2 次核酸检测阴性证明调整为登机前 48 小时内 1 次核酸检测阴性证明。
2022/12/7	国务院联防联控机制综合组	《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》（“新十条”）	按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域；不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次；具备居家隔离条件的无症状感染者和轻型病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治；连续 5 天没有新增感染者的高风险区，要及时解封。
2022/12/26	国务院联防联控机制综合组	《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》	2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”；对新冠病毒感染者不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；不再划定高低风险区；检测策略调整为“愿检尽检”；取消入境后全员核酸检测和集中隔离。
2022/12/26	国家卫健委	国家卫生健康委员会公告（2022 年第 7 号）	将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染；自 2023 年 1 月 8 日起，解除对新型冠状病毒感染采取的《中华人民共和国传染病防治法》规定的甲类传染病预防、控制措施；新型冠状病毒感染不再纳入《中华人民共和国国境卫生检疫法》规定的检疫传染病管理。

资料来源：政府网站，东亚前海证券研究所

2023 年消费受政策面重点关注，年内有望受益提振。疫情防控措施优化后，我国社会运行的重心得以更好聚焦经济发展。2022 年 12 月中央经济会议开创性提出“把恢复和扩大消费摆在优先位置”与“多渠道增加城乡居民收入，支持住房改善、新能源汽车、养老服务等消费”。其中“多渠道增加城乡居民收入”或表明 2023 年增发消费券可能性加大。同月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》，将“促进消费投资，内需规模实现新突破”作为“十四五”时期实施扩大内需战略的主要目标第一条。政策面，2023 年我国居民消费已得到重点关注，后续各省市相关政策预计跟进，年内消费有望受益提振。

图表 15. 相较往年，2022 年中央经济会议将消费提至新的战略高度

	2020	2021	2022
中央经济会议关于消费的主要内容	坚持扩大内需这个战略基点。在消费领域，增强全民节约意识，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，必须在扩大国内需求、畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节。要扩大消费同改善人民生活品质结合起来。有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力。	在消费领域，增强全民节约意识，要把恢复和扩大消费摆在优先位置。倡导简约适度、绿色低碳的生活方式。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节。	坚持把恢复和扩大消费摆在优先位置。增强消费能力，改善消费条件，创新消费场景。多渠道畅通国内大循环，重在突破供给约束堵点，重在打通生产、分配、流通、消费各环节。要扩大消费同改善人民生活品质结合起来。有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力。

资料来源：政府网站，东亚前海证券研究所

2.2. 海外参考：防控政策放宽后，餐饮端反弹迅速

疫情防控优化后的复苏节奏上，我们分别选取美国、日本、新加坡作为参考，以其严格指数（Wind 整理，基于 9 个指标，包括学校关闭、工作场所关闭、公共活动取消、国内国际旅行限制等）及同期食品餐饮销售额/指数作为判断防控措施严格程度及同期食品饮料相关行业销售情况的指标。

美国：疫情爆发以来，美国疫情防控大致可分为三个阶段，分别为：

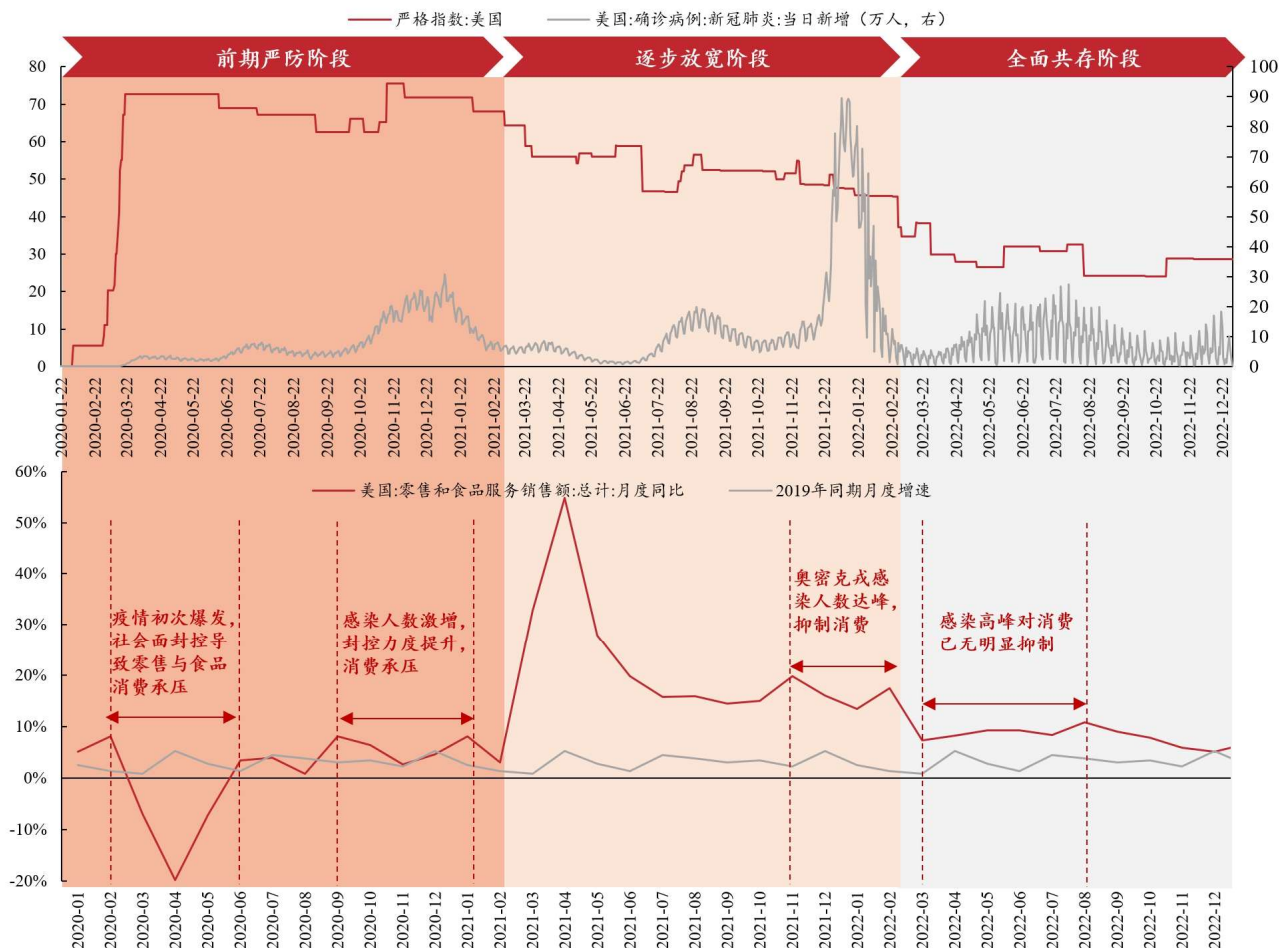
1) 前期严防阶段（2020.3-2021.2）：本阶段美国疫情防控经历了严格防控、逐步取消居家令、由于 Alpha 毒株再度收紧的过程。2020 年海外疫情爆发之初，3-5 月美国零售和食品服务销售额月度同比转负，分别同比 -6.9%/-19.7%/-7.2%，5 月底各州取消严格居家令后，6 月零售和食品服务销售额月度同比增速转正（同比+3.5%），并至今维持同比增长态势，且多数时间增速超过 2019 年同期。前期严防阶段，美国月均零售和食品服务销售额同比+0.6%，相比 2019 年同期（月均 3.1%）受冲击明显，其中 2020 年 4 月及 11 月 2 次感染高峰导致当月同比增速受损，较高峰爬坡前（2 月及 9 月）分别环比-27.9pct/-5.4pct。

2) 逐步放宽阶段（2021.3-2022.2）：随着疫苗推出与接种工作的展开，美国疫情管控措施逐步放宽，2021 年 3-11 月零售和食品服务销售额回升并稳定在月均 6354 亿美元左右。2021 年 12 月起，由于奥密克戎毒株传播，零售和食品服务销售额阶段性下滑至 5800 亿美元左右。此阶段美国月均零售和食品服务销售额同比+22.0%，远高于 2019 年同期水平（月均 3.1%），主因防控措施弱化后借助 2020 年低基数下实现高增，其中 2022 年 1 月奥密克戎感染高峰导致当月同比增速较高峰爬坡前（2021 年 11 月）环比-6.5pct。

3) 全面共存阶段（2022.3 至今）：2022 年 2 月以来，各州逐步公开防疫措施降级要求，3 月白宫发布“国家 COVID-19 准备计划”，宣布美国进入“新常态”，当月美国零售和食品服务销售额环比增加 1027 亿美元至 6800 亿美元左右，并至 2022 年 12 月呈现上升趋势。增速方面，2022 年 3 月至

12月美国月均零售和食品服务销售额同比+8.2%，较2019年（月均同比+3.3%）实现明显增长。值得注意的是，相较前两个阶段感染高峰对同期零售与食品服务增速的压制，全面共存后增速未受到明显压制，2022年5-8月感染高峰期零售和食品服务销售额月度同比增速自9.4%升至11.0%。

图表 16. 美国疫情防控 2021 年后逐步放松，2022 年全面共存后感染高峰对零售与食品消费压制弱化



资料来源：Wind，人民网，政府官网，Hanson 临床科研，东亚前海证券研究所

日本：日本疫情防控大致可分为三个阶段，分别为：

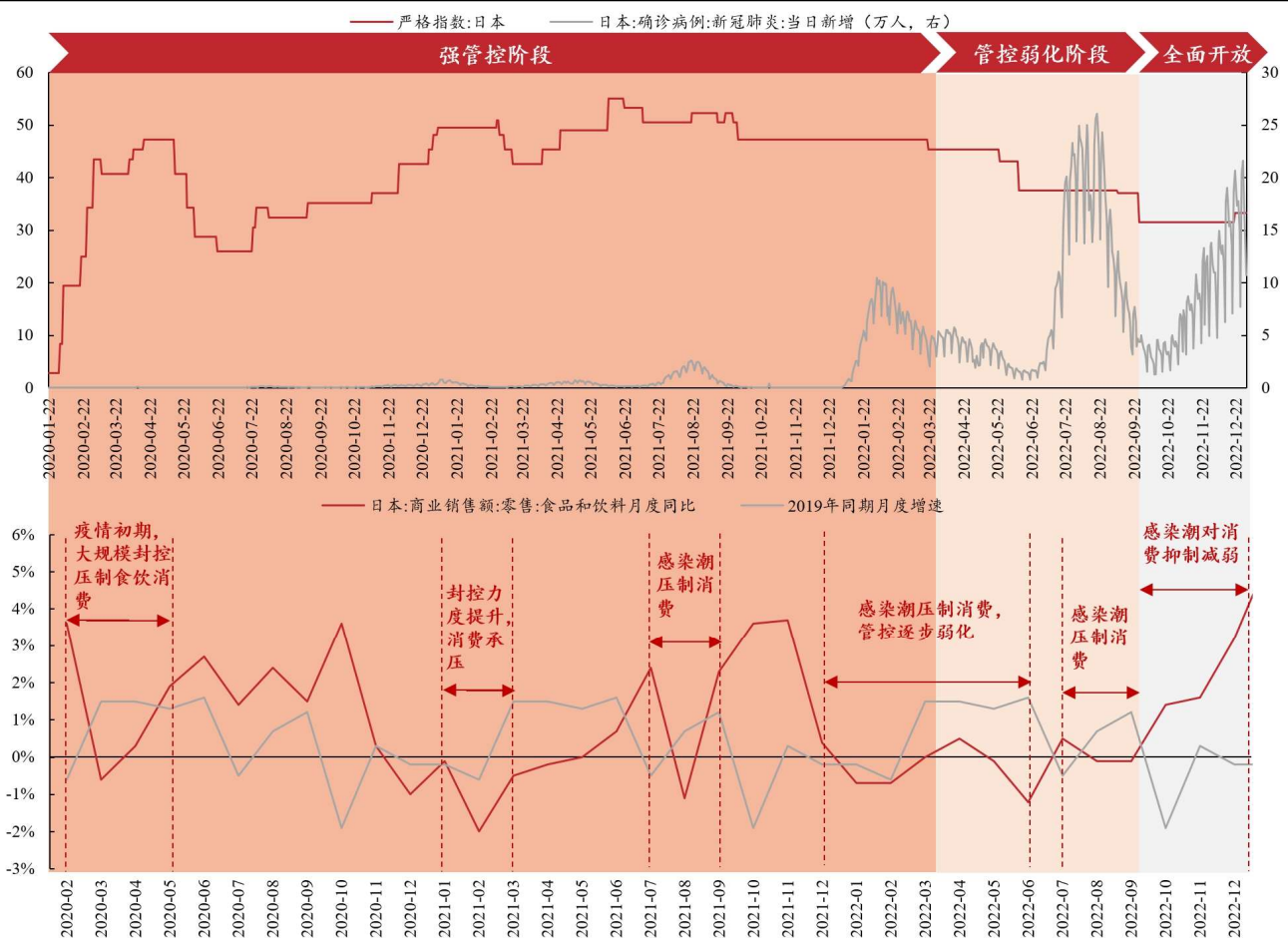
1) 强管控阶段 (2020.3-2022.3)：这一时期日本先后实施4次紧急事态宣言，分别于2020年4月7日、2021年1月8日、4月25日、7月12日实施，单次持续时长为1-2个月，整体管控维持较高水平，仅2020年5月25日解除首次紧急事态宣言后出现短暂弱化。食品饮料零售额方面，日本月度同比增速波动较小，介于-2.0%与3.7%之间，其中几次增速下挫主因防控措施阶段性加强与感染高峰所致，但下挫后次月增速大多呈现反弹，恢复节奏较快。

2) 管控弱化阶段 (2022.4-2022.9)：2022年3月22日，日本全面解除蔓延防止措施，原则上取消各地大型活动入场人数限制及餐饮店营业时间

要求。措施解除后,2022年3月/4月食饮零售额月度分别环比+0.7pct /0.5pct,成效较为明显。6月增速再次下滑(-1.2%),推测系6月10日放开入境游致民众担忧,叠加感染潮尚未结束所致。7月增速恢复至0.5%,但由于爆发大规模感染,7-9月月均增速同比-0.1%,略微承压。

3) 全面开放阶段(2022.10至今):2022年10月11日起,日本全面取消为防疫采取的边境限制措施,正式迈入全面共存阶段,食饮零售额月度同比增速由10月1.4%增至12月3.2%,高于2019年同期水平(月均同比-0.6%)。此外,2022年10月爆发的新一波感染潮并未显示对食饮零售额增速的压制迹象。

图表 17. 日本疫情防控 2022 年 3 月 22 日起趋于弱化,后期感染潮对食饮消费无明显抑制



资料来源: Wind, 乐吃购! 日本, 人民网, 央视网, 东亚前海证券研究所

新加坡: 新加坡的防疫三阶段可以分为:

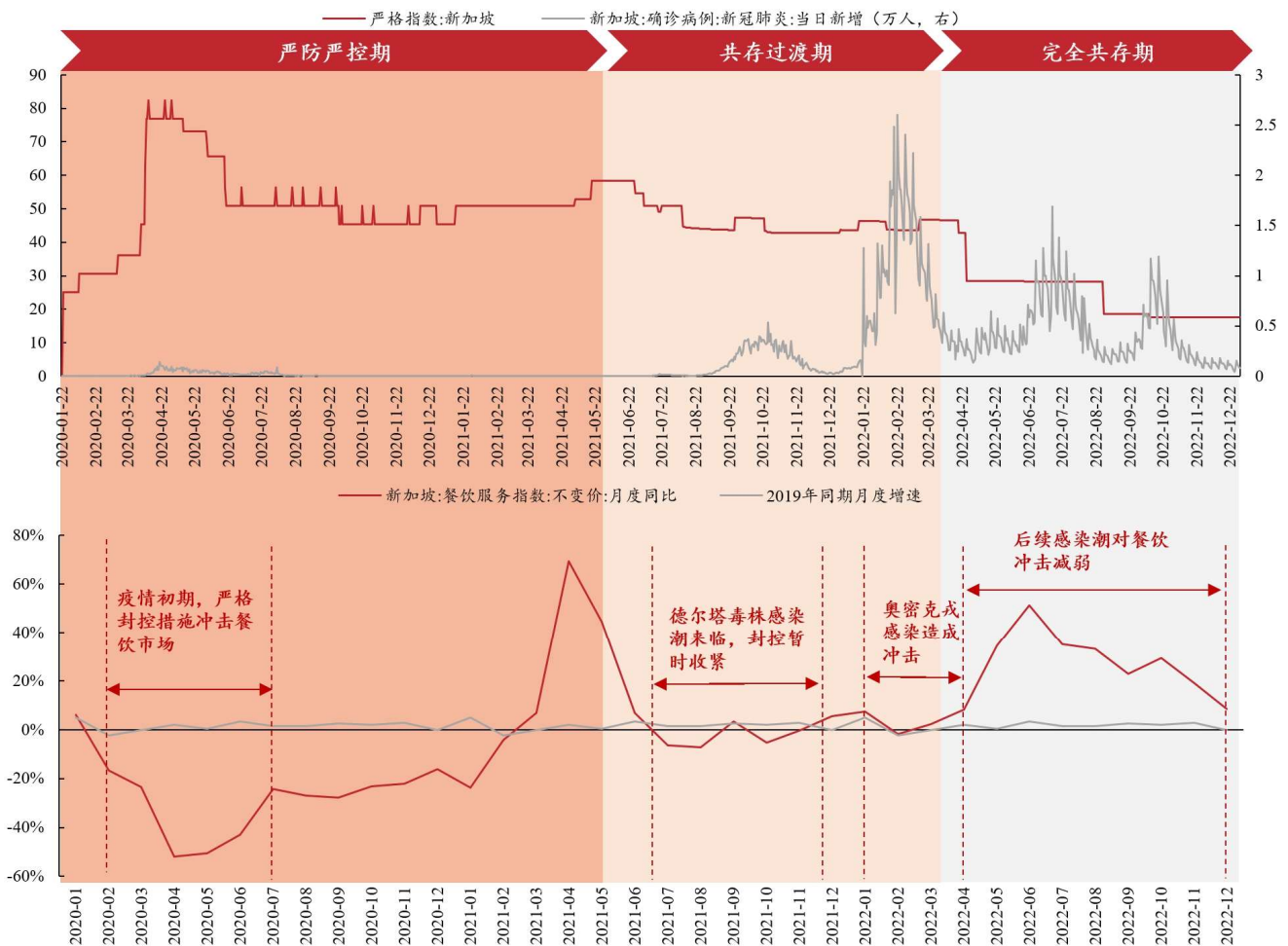
1) 严防严控期(2020.3-2021.5): 此阶段新加坡采取与封城类似的严格熔断(circuit breaker)措施,有效地抑制了疫情蔓延,但对餐饮市场亦造成较大冲击,2020年内餐饮服务指数月均同比-26.6%,其中4月同比-51.8%。2020年6月防控措施边际弱化,当月餐饮服务指数环比+7.6pct至-43.0%,

后续增速呈现回升态势。

2) 共存过渡期 (2021.6-2022.2): 2021 年 6 月, 新加坡联合抗疫工作小组发表题为《与新冠共处、如常生活》的文章, 正式考虑与病毒共存, 并制定了四个阶段的放开计划, 而新型德尔塔变异株造成民众担忧使防疫政策暂时收紧。2021 年 10 月 9 日, 新加坡官宣放弃“清零”, 次月新加坡餐饮服务指数同比跌幅缩减 4.8pct 至 -0.5%, 后续转正, 仅 2022 年 2 月奥密克戎感染高峰增速短暂降至 -1.8%。

3) 完全共存期 (2022.3 至今): 2022 年 3 月 24 日上午, 新加坡总理李显龙发表电视讲话, 宣布坚定向共存方向发展。此后, 新加坡餐饮服务指数涨幅明显, 4-12 月月均同比+26.9%, 远超 2019 年同期水平 (月均同比+1.7%), 餐饮消费实现恢复与增长。其中, 4-6 月月度同比增速分别为 +8.2%/+34.4%/+51.2%, 而随后 7 月及 10 月感染高峰当月分别同比 +35.1%/+29.4%, 共存后感染高峰对餐饮消费未造成重大冲击。

图表 18. 新加坡 2022 年 3 月起正式开启共存模式, 共存后感染高峰对餐饮未造成重大冲击



资料来源: Wind, 凤凰网, 前瞻经济学人, 东亚前海证券研究所

上述国家防疫措施大幅弱化后餐饮端回暖迅速, 且后续感染潮未对餐

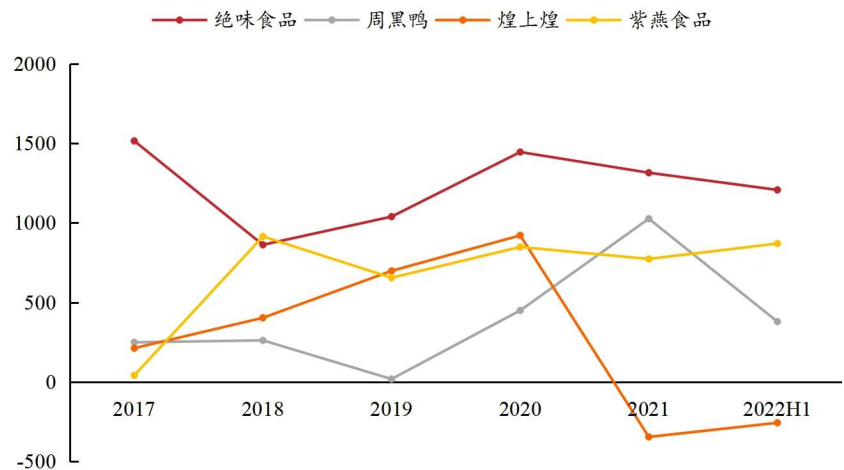
饮消费造成显著冲击。通过对美国、日本、新加坡采取共存策略后对餐饮端的提振节奏分析，在防疫措施大幅弱化后的当月或次月餐饮端便迅速释放回暖信号，反弹节奏较快。同时，考虑到前述国家在采取共存策略前均已经历大规模感染潮，民众心理及其它方面有所准备，因而共存政策推出后的感染潮在前期冲击程度与疫后修复节奏上，均并不构成对餐饮消费的重大威胁，餐饮消费恢复与增长势头良好。我国防疫措施优化后已经历首波感染潮，随后春节期间餐饮端强势复苏，消费场景逐步修复。参照美国、日本、新加坡经验，后续感染潮预计对我国餐饮端冲击有限，随宏观经济与居民消费力不断提升，2023 年内消费及餐饮复苏主线明确，卤制品行业景气有望恢复。

3. 重点公司：逆势开店累积弹性势能，疫后弹性修复可期

3.1. 疫情期间开店持续，单店业绩承压

疫情期间，我国卤制品头部企业净开店数量有所提升，仅煌上煌呈现下降。对于以线下为主的卤制品市场，门店数量为企业抢占市场的主要手段。疫情期间，我国卤制品头部企业门店数量以增长为主，且疫情期间增长速度普遍有所提升。其中，绝味食品 2018、2019 年净开店数量各为 862/1039 家，而 2020、2021 年净开店数量各为 1445/1315 家；周黑鸭 2018、2019 年净开店数量各为 261/18 家，而 2020、2021 年净开店数量各为 449/1026 家，扩店节奏亮眼；紫燕食品 2018、2019 年净开店数量各为 914/655 家，而 2020、2021 年净开店数量各为 848/773 家。四大卤制品企业中，仅煌上煌净开店数量出现下滑，其 2019、2020、2021 年净开店数量各为 698/921/-346 家，且 2022H1 门店数继续减少 257 家。

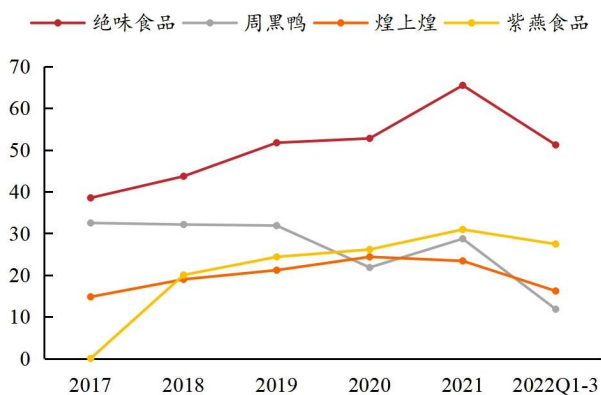
图表 19. 我国卤制品龙头疫情期间净开店数上升为主（单位：家）



资料来源：绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告，长江商报，斑马消费，餐饮 O2O，东亚前海证券研究所

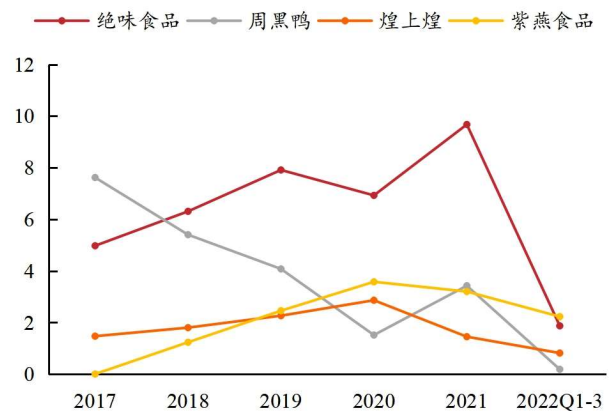
疫情期间，卤制品龙头经营均受到明显扰动。营收方面，四大卤制品企业在经历 2020 年短暂冲击后，次年基本回归增长轨道，绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品 2019-2021 年 CAGR 分别为 12.5%/-5.1%/5.1%/12.7%，其中绝味食品、紫燕食品增长态势较好。2022Q1-3 由于疫情超预期爆发，上述企业营收均出现下滑，较 2021 年底营收分别 -21.8%/-58.8%/-30.8%/-11.3%。净利润方面，绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品 2019-2021 年 CAGR 分别实现 10.6%/-8.3%/-20.0%/14.1%，其中绝味食品、紫燕食品保持增长，上述企业 2022Q1-3 净利润则全线下跌，较 2021 年底分别 -80.7%/-94.6%/-43.7%/-30.4%。

图表 20. 卤制品龙头疫情期间营收涨势受到扰动（亿元）



资料来源：Wind，绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告，长江商报，斑马消费，餐饮 O2O，东亚前海证券研究所
注：周黑鸭 2022Q1-3 采用 2022H1 数据

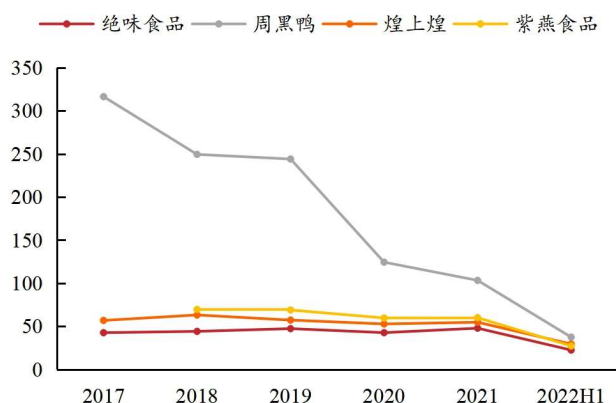
图表 21. 卤制品龙头疫情期间净利润显著下跌（亿元）



资料来源：Wind，绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告，长江商报，斑马消费，餐饮 O2O，东亚前海证券研究所
注：周黑鸭 2022Q1-3 采用 2022H1 数据

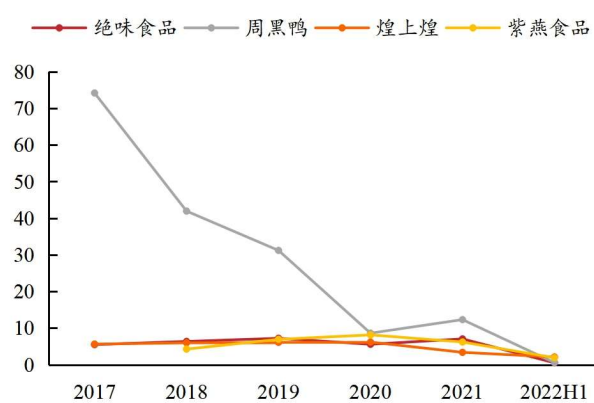
单店营收利润均承压，卤制品龙头疫后或展现较大业绩弹性。单店营收（出厂价口径）方面，2022H1 绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品分别实现 22.4、37.4、29.4、27.1 万元，较 2021 年末分别下降 53.2%/63.8%/46.2%/54.7%，2022H1 各企业单店营收受损较为严重，其中周黑鸭单店收入虽居首位，但 2017 年以来下滑趋势较为显著，主要系近年收入端增长承压，同时开店力度加大所致。单店净利润方面，2022H1 上述企业分别实现 0.5、0.6、2.1、1.9 万元，较 2021 年末分别下降 92.5%/95.3%/37.6%/69.3%，疫情期间营收下滑、原材料成本上涨，以及能耗、人工、物流等费用增加，对企业利润空间造成明显挤压。预计随防控措施优化，线下客流量回升，成本趋势性下调，卤制品龙头有望展现较大业绩弹性。

图表 22. 卤制品龙头单店营收下滑较显著（万元）



资料来源：Wind，绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告，长江商报，斑马消费，餐饮 O2O，东亚前海证券研究所

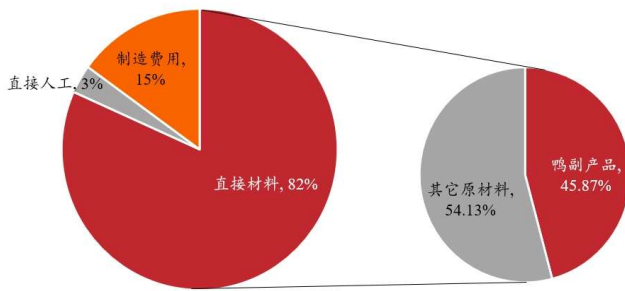
图表 23. 卤制品龙头单店净利润承压（万元）



资料来源：Wind，绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌公司公告，长江商报，斑马消费，餐饮 O2O，东亚前海证券研究所

2022 年卤制品行业成本高企，后续成本压力有望缓解。成本方面，参考绝味食品 2018Q1-3 数据，其原材料成本占总生产成本 82%左右，其中鸭副产品（鸭脖、鸭锁骨、鸭掌等）占原材料采购金额 45.87%左右，主要来自毛鸭。我国鸭苗价格近年由于价格走低出现产能去化，供给端紧缩推动 2022H2 以来毛鸭价格上涨，同时，中游屠宰企业疫情期间开工率下降，供给趋紧下鸭副产品价格进一步抬升，卤制品行业毛利率承压。此外，豆粕等饲料价格上涨亦加剧成本端压力。2022 年 12 月疫情防控优化冲击暂时性导致需求缺失，鸭产品价格短暂下跌。进入 2023 年，根据禽报网，鸭苗供给边际改善趋势明显，鸭副产品价格后续有望下行。此外，随巴西大豆增产，豆粕价格明显下行，3 月 23 日现货价为 3902 元/吨，较年初下跌 18.2%，亦为推动成本端后续改善的一大因素。

图表 24. 鸭副产品为绝味食品主要成本 (2018Q1-3)



资料来源：绝味食品债券跟踪评级报告，东亚前海证券研究所

图表 25. 毛鸭价格随供给端改善有望高位下行



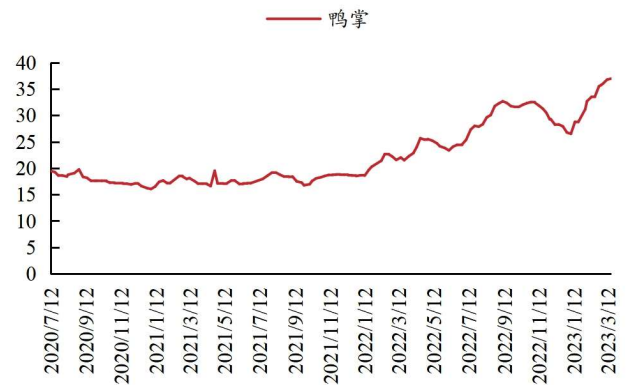
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 26. 鸭脖价格逐渐走高，后续有望回落 (元/kg)



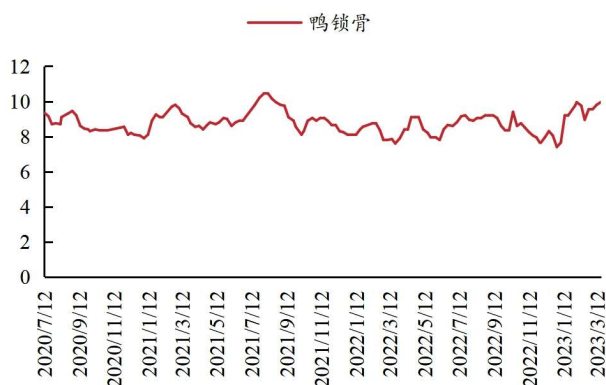
资料来源：水禽行情网，东亚前海证券研究所

图表 27. 鸭掌价格仍处高位，回落预期较大 (元/kg)



资料来源：水禽行情网，东亚前海证券研究所

图表 28. 鸭锁骨价格近年偏稳 (元/kg)



资料来源：水禽行情网，东亚前海证券研究所

图表 29. 豆粕价格进入 2023 年后持续下降



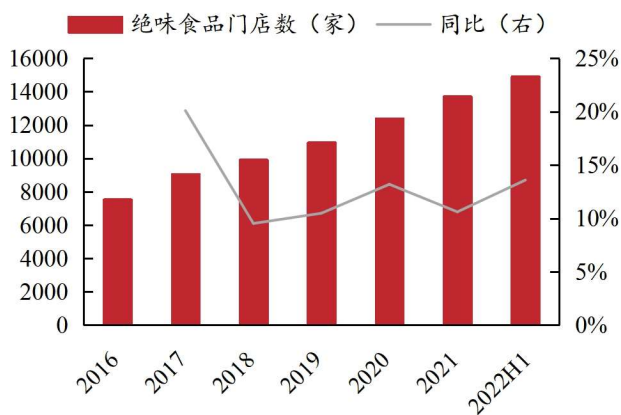
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2. 重点卤制品企业疫后看点

3.2.1. 绝味食品：门店数量优势明显，泛卤味生态积极布局

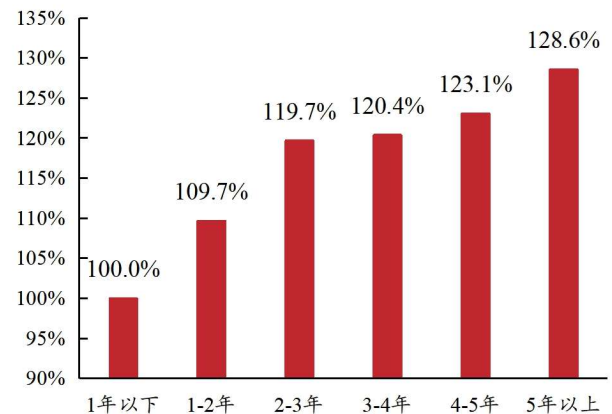
门店数量逆势增长，疫后恢复弹性可期。绝味食品作为全国唯一万店卤味品牌，坚持“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的标准化门店拓展理念，疫情期间门店数量快速扩张，截至2022H1门店数达14921家，较2021年末净增长1207家。门店方面，绝味单店营收与店龄呈正相关，而2021年绝味店龄5年以上门店数量及营收占比均最高，分别占39%/46%，老店构成了绝味营收的中坚力量。同时，绝味门店以沿街体及社区体为主，此类门店受疫情影响程度相对较小，可提供部分业绩韧性，2021年末其数量、营收合计占比分别为69%/67%。疫情期间，绝味加大对加盟商的补贴与扶持，对防止加盟商流失起到一定缓解作用，随疫情形势向好，2023年绝味在前期韧性基础上，业绩有望迎来较好的恢复弹性。

图表 30. 疫情期间绝味食品门店逆势扩张



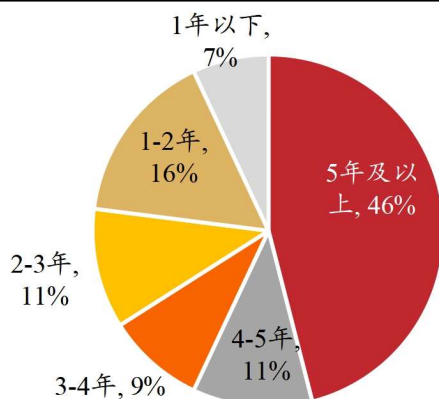
资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表 31. 绝味食品单店营收与店龄呈正相关



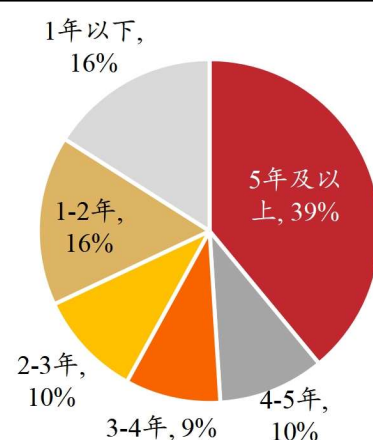
资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表 32. 绝味食品 5 年以上门店营收贡献最大



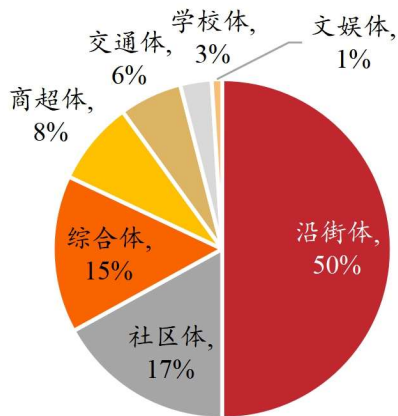
资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所
注：数据截至 2021 年底

图表 33. 绝味食品 5 年以上门店数量占比最高



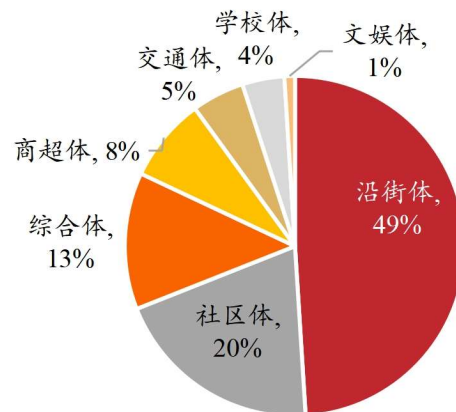
资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所
注：数据截至 2021 年底

图表 34. 沿街体与社区体为绝味主要创收门店类型



资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所
注：数据截至 2021 年底

图表 35. 绝味食品沿街体与社区体门店数占比最高



资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所
注：数据截至 2021 年底

布局第二、三增长曲线，产业投资有望提供新增长势能。深耕鸭脖主业的同时，绝味通过“产业投资+增值服务”方式，着手构建“美食生态”，打造第二、第三增长曲线，重点针对卤味、调味品、轻餐饮等产业进行投资与赋能。绝味至今已对外投资上游、下游的多个项目，包括千味央厨、淳百味、幸福商城、么麻子等知名餐饮及调味品牌、江西阿南与江西鲜配等知名冷链配送企业，以及长沙颜家、福州舞爪、卤江南等同类卤味食品企业。2023 年 1 月，绝味以募集资金对全资子公司广东阿华食品、广西阿秀食品增资，两家子公司均主营食品生产与经营。考虑到绝味主要在与核心战略相关的产业方向进行投资，有望发挥绝味在专业领域的能力积累，为绝味带来新的增长势能。

图表 36. 绝味提供“增值服务”体系赋能被投企业



资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表 37. 绝味布局泛卤味生态，打造第二、三增长曲线

所属行业	被投资企业	产品种类	投资比例	主要品牌	品牌logo
卤味	武汉零点绿色食品股份有限公司	休闲卤制品	52.65%	精武鸭脖	
	福州舞爪食品有限公司	休闲卤制品	8.23%	舞爪	
	长沙颜家食品销售有限公司	休闲卤制品	21.11%	颜家辣酱鸭	
	江苏卤江南食品有限公司	佐餐卤制品	15.20%	卤江南	
	江苏满贯食品有限公司	佐餐卤制品	43.75%	阿满百香鸡	
	廖记食品连锁股份有限公司	佐餐卤制品	11.74%	廖记棒棒鸡	
	长沙市拿云餐饮管理有限公司	新式热卤	10.00%	盛香亭热卤	
餐饮及调味料	江苏和府餐饮管理有限公司	连锁面食	6.86%	和府捞面	
	福建淳百味餐饮发展有限公司	餐饮运营	10.00%	沙县小吃	
	北京很久以前餐饮管理有限公司	连锁餐饮	9.82%	很久以前羊肉串	
	么麻子食品股份有限公司	藤椒风味调味料	13.68%	么麻子	
	江苏美鑫食品科技有限公司	复合调味料	10.90%	美鑫	
	内蒙古塞飞亚农业科技发展股份有限公司	肉鸭养殖及加工	24.17%	塞飞亚草原鸭	
	郑州千味央厨食品股份有限公司	速冻面食制品	3.78%	千味央厨	
	深圳市幸福商城科技股份有限公司	连锁餐饮	3.34%	幸福西饼	
物流及信息技术	江西阿南物流有限公司	物流运输	20.00%		
	北京快行线冷链物流有限公司	物流运输	6.46%		
	江西鲜配物流有限公司	物流运输	6.67%		
	鲜生活冷链物流有限公司	物流运输	0.10%		

资料来源：Wind，绝味食品公司公告，36 氪、企查查、公司官网，东亚前海证券研究所

被投企业中，赛道布局横跨休闲卤味、佐餐卤味、新式热卤等领域，其中代表品牌包括精武鸭脖、廖记棒棒鸡与盛香亭等。

➤ **精武鸭脖历史悠久，专注鸭脖，深耕低线城市。**精武鸭脖成立于 1991 年，主要经营休闲鸭脖类产品，截至 2023 年 3 月 23 日，其在全国范围内已有 548 家门店，覆盖了全国 30 个省份和 189 个城市。精武鸭脖 2002 年起专注鸭脖卤制，在鸭脖领域处于领先地位，在三线及以下城市门店占比更高。其中湖州、武汉和杭州为门店数量最多的城市。精武鸭脖的平均客单价在 20 元左右，显著低于卤味龙头企业 30+ 元的客单价水平。

图表 38. 精武鸭脖主营鸭脖类产品



资料来源：精武鸭脖公司官网，东亚前海证券研究所

图表 39. 精武鸭脖三线及以下城市门店占比更高

	门店数(家)	占比	人均
一线	9	2%	21 元
新一线	75	14%	20 元
二线	75	14%	20 元
三线	157	29%	20 元
四线	120	22%	19 元
五线	108	20%	21 元
其他	4	1%	26 元

资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所
注：数据截至 2023 年 3 月 23 日

➤ **廖记棒棒鸡实力雄厚，规模庞大，主要在新一线城市铺设门店。**廖记棒棒鸡于1993年创立，以选材地道，烹饪考究，口感麻、辣、鲜、香而深受消费者喜爱，产品多为佐餐类卤制品。截至2023年3月23日，廖记棒棒鸡在全国拥有724多家连锁店，遍布30个省，92座城市，在新一线城市门店占比最高，代表城市包括成都、武汉和重庆等，平均客单价在35元左右。廖记棒棒鸡拥有3000+名员工，累计售出30亿份廖记棒棒鸡，并提供全程支持、系统化培训等以吸引加盟商。廖记棒棒鸡与绝味食品达成战略合作伙伴关系，在产品线上实现了互补和优势共享。

图表 40. 廖记棒棒鸡产品多为佐餐类卤制品



资料来源：廖记棒棒鸡公司官网，东亚前海证券研究所

图表 41. 廖记棒棒鸡在新一线城市门店占比最高

	门店数 (家)	占比	人均
一线	63	8.7%	50 元
新一线	466	64.4%	33 元
二线	49	6.8%	43 元
三线	90	12.4%	31 元
四线	34	4.7%	38 元
五线	19	2.6%	40 元
其他	3	0.4%	35 元

资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所
注：数据截至2023年3月23日

➤ **盛香亭聚焦热卤、鲜卤，性价比较高，提价空间较大。**盛香亭于2016年4月成立，以“老味道，新创造”的主张，通过新食材、新工艺、新吃法来颠覆传统卤味产品，属于新式热卤范畴。截至2023年3月23日，盛香亭在全国拥有363家门店，分布于14个省份与60座城市，其中以长沙市为代表的新一线城市门店数量占比最多。此外，盛香亭平均客单价25元左右，价格在热卤行业中偏低，未来有较大的提价空间。

图表 42. 盛香亭属于新式热卤范畴

产品形态	特点	消费场景	代表品牌
短保冷卤	中央厨房预制，门店分销，低温保存数天，可作佐餐菜品和休闲零食	外带、外卖	绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌、廖记棒棒鸡、物只卤鹅
热卤	菜品温热，现点即做，菜品丰富，搭配主食可作为正餐	堂食、外带、外卖	盛香亭热卤、研卤堂、热卤食光
长保常温卤味零食	食品工厂制作，常温保存，保质期较长，开袋即食，常作为休闲零食	商超零售、电商平台	王小卤、卤味觉醒、小鲜卤

资料来源：红餐大数据，东亚前海证券研究所

图表 43. 盛香亭产品品类丰富



资料来源：盛香亭公司官网，东亚前海证券研究所

图表 44. 盛香亭在新一线城市门店数量占比最高

	门店数 (家)	占比	人均
一线	81	22.3%	26 元
新一线	158	43.5%	25 元
二线	27	7.4%	26 元
三线	34	9.4%	24 元
四线	55	15.2%	24 元
五线	8	2.2%	26 元

资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

注：数据截至 2023 年 3 月 23 日

消费场景回归，提价+补贴减少，业绩有望改善。为应对疫情下卤制品消费场景缺失以及原材料成本上涨，绝味食品于 2022 年初对部分产品提价 5%，7 月又对部分产品提价 7%-10%，同时对加盟商进行补贴，致使盛香亭销售费用有所提升。伴随疫情防控措施优化，线下消费逐渐恢复，卤味食品需求有望回暖，叠加前期提价效果兑现及盛香亭对加盟商补贴收窄，业绩有望改善。

实施股权激励计划，充分绑定员工利益。2022 年 9 月 24 日，绝味食品发布 2022 年股票期权激励计划（草案），拟向 2 名高管、公司其他核心成

员（共计 176 人）授予共计 913.50 万份股票期权，行权价格为 37.61 元/股，考核要求以 2021 年营收为基数，2023/2024/2025 年营收增长率不低于 19%/39%/67%。预计新股权激励计划将有效绑定员工利益，释放管理效益。

图表 45. 2022 年 9 月，绝味发布新一轮股权激励计划

行权安排	考核目标
第一个行权期	以 2021 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 19%。
第二个行权期	以 2021 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 39%。
第三个行权期	以 2021 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 67%。

资料来源：绝味食品公司公告，东亚前海证券研究所

3.2.2. 周黑鸭：特许打开增量，产品、渠道多方发力

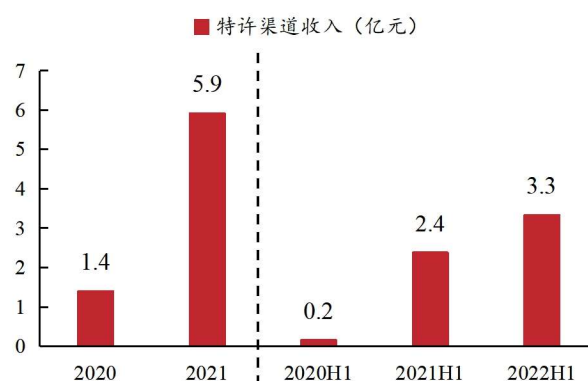
疫情期间逆势开店，特许经营业务增长亮眼。疫情以来，周黑鸭逆势开店，总门店数自 2019 年末 1306 家升至 2022H1 末 3160 家，涨幅约 242%，主要得益于周黑鸭 2019 年 11 月正式开放特许经营模式。收入方面，特许渠道收入增长较为亮眼，2022H1 实现收入 3.3 亿元，同比+39.9%；2022H1 收入占比为 28.3%，同比+11.9pct，为周黑鸭收入贡献增长最快的业务渠道，“自营+特许”双轮驱动模式成效初现。

图表 46. 周黑鸭特许门店增长迅速（家）



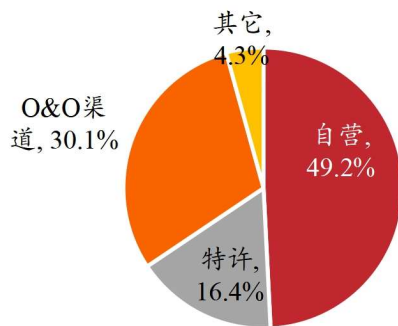
资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

图表 47. 周黑鸭特许业务收入涨势迅猛



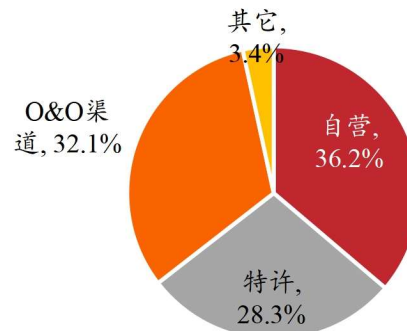
资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

图表 48. 周黑鸭 2021H1 特许渠道收入占比约 16.4%



资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

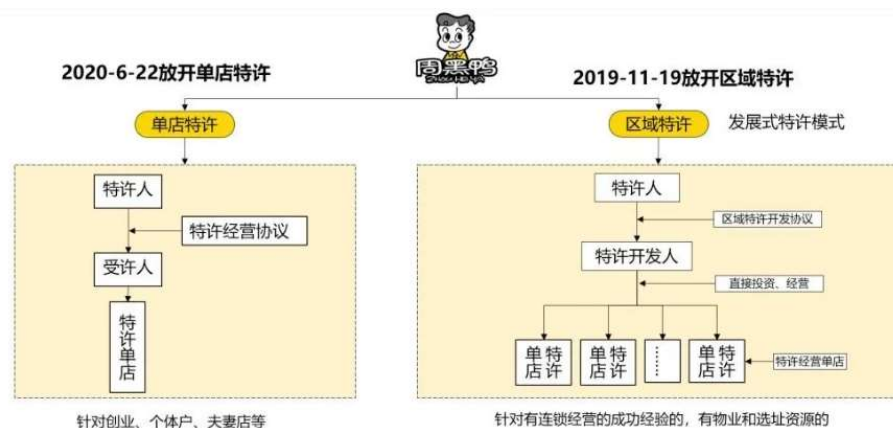
图表 49. 周黑鸭 2022H1 特许渠道收入占比增至 28.3%



资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

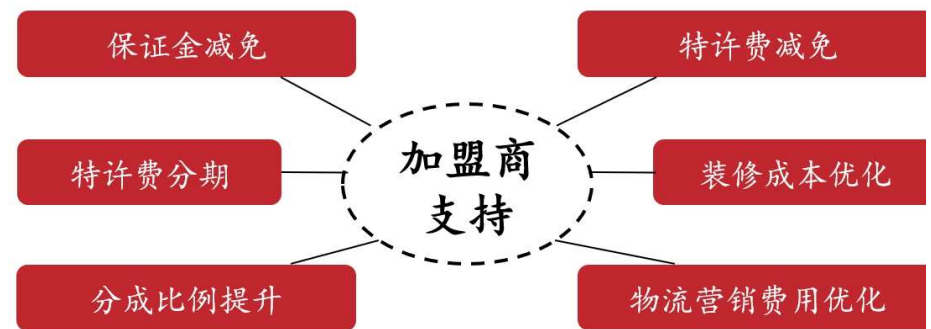
单店特许发展迅猛，万店目标前途可期。周黑鸭特许经营模式具体可分为发展式特许（区域特许）与单店特许 2 种模式。其中发展式特许于 2019 年 11 月 19 日首先开放，主要选取经验、资源丰富的加盟商进行空白市场开发，并允许单个加盟商经营多家门店，门槛相对较高；2020 年 6 月 22 日周黑鸭开放单店特许，向个体户、夫妻店等开放加盟机会，旨在直营点覆盖的区域进行市场补充加密，强化高势能商圈、社区的布局。2022 年上半年公周黑鸭推出单店特许经营 2.0 模式，从重资产模式向“小而美”门店转变，开店成本从 20+万元降至 8-10 万元（不含租金及人力），增强了加盟商盈利与疫情下抗风险能力。同时，特许城市由 99 个增至近 300 个，并向县域市场下沉，覆盖面持续扩大。疫情期间，周黑鸭在入门特许费、保证金、补贴等方面对经销商予以帮扶，与经销商共渡难关。线下客流恢复后，门店数的前期扩张有望增大业绩反弹势能，且周黑鸭 2023 年开店计划持续，未来锚定万店目标，业绩增长确定性较大。

图表 50. 周黑鸭特许经营模式分为发展式特许与单店特许



资料来源：餐饮 O2O，东亚前海证券研究所

图表 51. 疫情期间周黑鸭出台多项加盟商帮扶措施



资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

品牌、产品、渠道多方发力，建立全方位增长势能。2019 年张宇晨出任 CEO 后，开启第三次创业之路与新一轮改革。**品牌方面**，2022 年周黑鸭启用杨超越为品牌形象代言人，贯彻年轻化营销策略，并成立“内容推广中心”，借助抖音、小红书等短视频、直播平台，丰富内容营销矩阵，帮助在新世代消费者群体中建立年轻时尚的品牌形象。**产品方面**，在传统鸭类单品外积极打造以虾球为代表的明星大单品，发展第二增长曲线。2021H1 周黑鸭推出 16 款新品，并填补 9.9-25 元中低价格带空白，其中五香鸭脖实现月销售额破千万元；2022H1 虾球类产品单月最高销量亦突破 100 万盒。**渠道方面**，周黑鸭积极贯彻全渠道布局，以多元触达消费者。线下社区场景方面，加快推进“小而美”社区门店铺开，积极赋能万店计划。线上渠道方面，不断丰富电商、外卖、社区生鲜渠道布局，已入驻叮咚买菜、盒马集市等生鲜电商平台，社区生鲜渠道实现覆盖 170+个城市、4000+个前置仓。线上夯实电商平台运营，同时继续加大短视频、直播平台投入，截至 2022 年 8 月 3 日，周黑鸭抖音人群总资产居食品饮料行业前 5%。品牌、产品、渠道全方位建设下，周黑鸭基本面有望持续向好。

图表 52. 周黑鸭贯彻年轻化策略，并积极打造新产品助力营销



资料来源：餐饮 O2O，东亚前海证券研究所

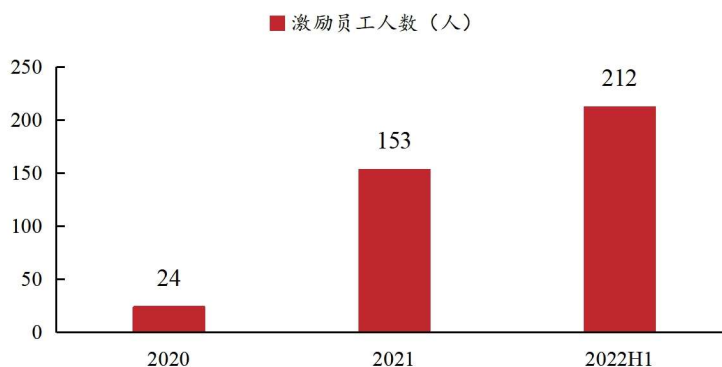
图表 53. 周黑鸭积极推进社区门店铺开



资料来源：创业邦，东亚前海证券研究所

组织力、供应链能力优化，构筑可持续发展基石。组织力方面，2020 年周黑鸭推动集团组织架构向矩阵式转型，提高战略执行效率；同年启动首个员工股权激励计划并持续扩大激励范围，2022H1 受激励员工数为 212 名，较 2021 年底增加 59 名，同时设置多元化奖励机制，调动核心及一线员工积极性。供应链方面，2021 年搭建全链条供应链体系，降本增效敏捷物流。周黑鸭在华北、华中、华南及华东设有四个空间洁净度为十万级标准、高度自动化的生产中心，华西工厂投产后调配效率进一步提升，目前可实现 94% 的门店 24 小时送达，100% 的门店 48 小时送达。

图表 54. 周黑鸭员工股权激励计划范围持续扩大



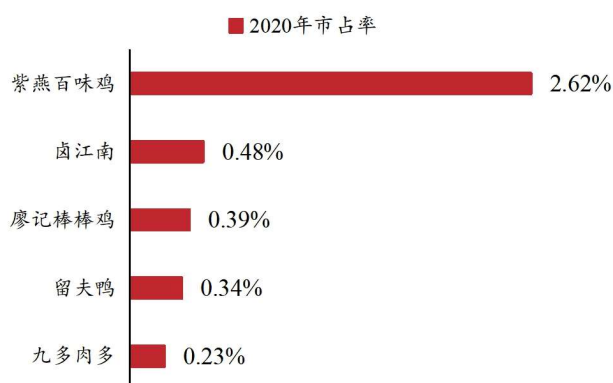
资料来源：周黑鸭公司公告，东亚前海证券研究所

3.2.3. 紫燕食品：经销模式推进扩张，全国化空间广阔

稳居行业龙头，门店数量迅速扩张。根据紫燕食品招股书，2020 年紫燕在佐餐卤制品市场占有率为 2.62%（零售额口径），位居第一，下位四个

品牌合计市占率约 1.44%，分别为卤江南（0.48%）、廖记棒棒鸡（0.39%）、留夫鸭（0.34%）和九多肉多（0.23%）。在此基础上，紫燕持续推进门店数量扩张。2016 年渠道改革后，紫燕采用以经销为主的连锁经营模式，建立了“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”的两级销售网络，降低紫燕终端加盟门店的开发成本，同时经销商可自行设立或发展下游门店，紫燕门店数量得以快速扩张。截至 2022 年 9 月，门店总数为 6030 家，较 2021 年底增加 870 家。门店网络不断拓展下，紫燕跨区域发展和下沉市场渗透有望加速。

图表 55. 佐餐卤制品行业紫燕食品市占率第一



资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表 56. 紫燕食品门店数量快速增长



资料来源：紫燕食品公司公告，窄门餐眼，东亚前海证券研究所
注：2022 年门店数采用窄门餐眼 2023 年 3 月 2 日数据

图表 57. 紫燕食品建立多样化立体式的两级销售网络

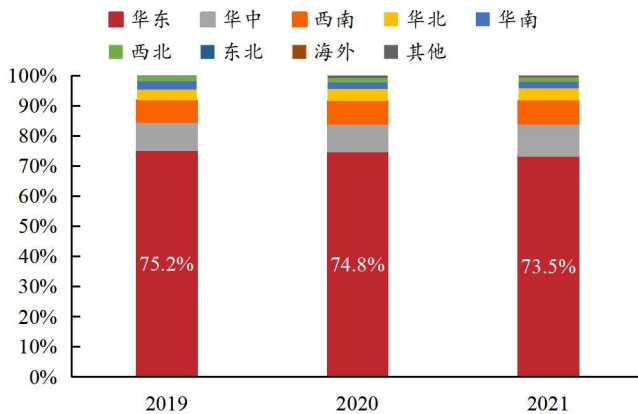


资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

立足华东辐射全国，业绩有望大幅提升。目前紫燕的主要市场仍在华东地区，2021 年收入占比约 73.51%，同时其他市场占比逐步提升。考虑到卤制品对新鲜度和配送半径的要求，随着紫燕门店的快速扩张，2019 年来紫燕对各区域生产基地进行集中化整合，将产能较低的老生产基地产能移至临近大型生产基地，形成了以宁国、武汉、连云港、山东、重庆等 5 家工厂辐射全国的产能布局，实现前天下单、当天生产、当日或次日配送到店，保证了产品的新鲜度，为紫燕在不同区域销售规模的扩张

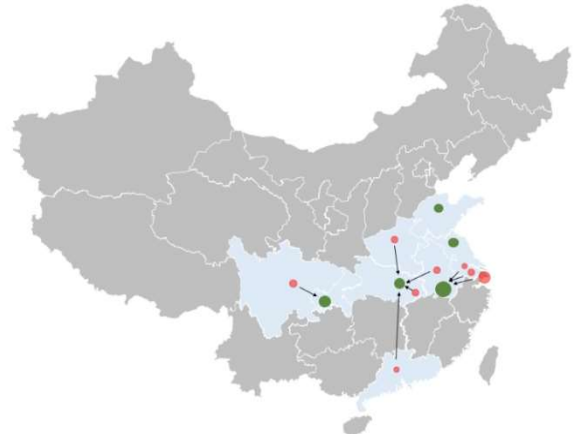
提供有力供应链保障。

图表 58. 紫燕华东市场收入占比最高



资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

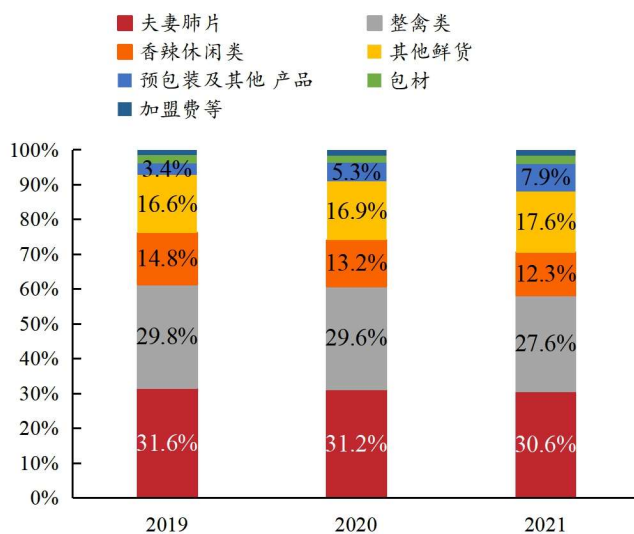
图表 59. 紫燕食品五家生产基地辐射全国



资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所
注：红点表示老工厂，绿点表示新工厂

大单品突出，产品矩阵成熟稳定，泛卤味布局长远。紫燕营业收入主要来自于夫妻肺片、整禽类、香辣休闲类、其他鲜货等鲜货产品。其中夫妻肺片、以紫燕百味鸡为代表的整禽类产品 2021 年营收占比分别为 30.6%/27.6%，同比-0.6pct/-2pct，近年占比总体稳定。深耕佐餐卤味的同时，紫燕食品在泛卤味方面亦进行布局，其中包括紫燕鲜卤坊、椒言椒语等鲜卤品牌，麻甲线、万美人等休闲卤味，以及赛八珍贡鹅、嗨辣麻唇等卤味餐饮。消费升级趋势下居民对便捷美味与食品安全卫生要求不断提升，紫燕作为国内规模化的佐餐卤制品企业，产品品类布局丰富，在行业快速增长下业务预计持续增长。

图表 60. 紫燕产品矩阵成熟稳定



资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

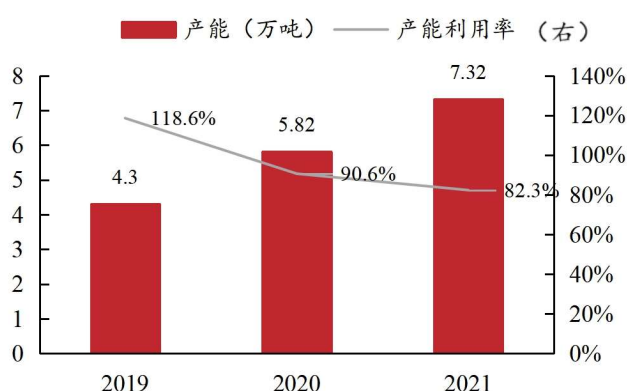
图表 61. 紫燕多个子品牌布局泛卤味赛道



资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

募投项目新增 1.9 万吨产能，护航未来业绩发展。2019 年来，紫燕产能利用率趋于饱和，随生产基地集中化整合、新建大型基地逐步投产后，产能情况有所缓解。2022 年紫燕募集 5.65 亿资金用于产能扩建等项目，以支撑未来门店扩张下业绩增量。其中，宁国生产基地二期扩建项目预计新增产能 11,000 吨，荣昌生产基地二期扩建项目预计新增产能 8,000 吨，合计新增 1.9 万吨年产能。此外，紫燕还将募投资金用于仓储、产品研发、信息化建设及品牌推广，全面提升综合竞争力。

图表 62. 2019 年-2021 年紫燕产能利用率较高



资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表 63. 紫燕食品 IPO 募投项目新增产能 1.9 万吨

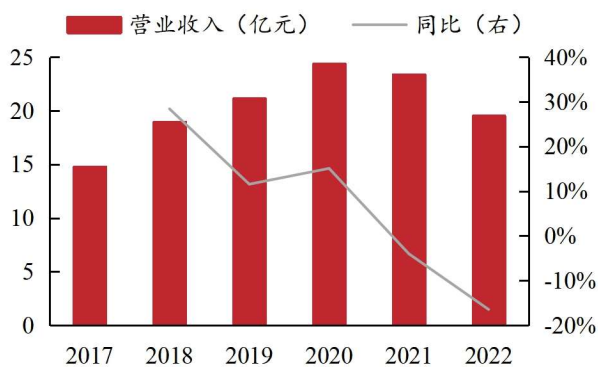
项目名称	总投资额 (亿元)	新增年产能 (吨)	投产日期
宁国食品生产基地二期	2.49	11000	2024 年
荣昌食品生产基地二期	1.71	8000	2024 年
仓储基地建设项目	1.26		2024 年
研发检测中心建设项目	0.88		2024 年
信息中心建设项目	0.45		2024 年
品牌建设及市场推广项目	1.20		

资料来源：紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

3.2.4. 煌上煌：线下客流回升助业绩修复，全渠道营销有望打开增量空间

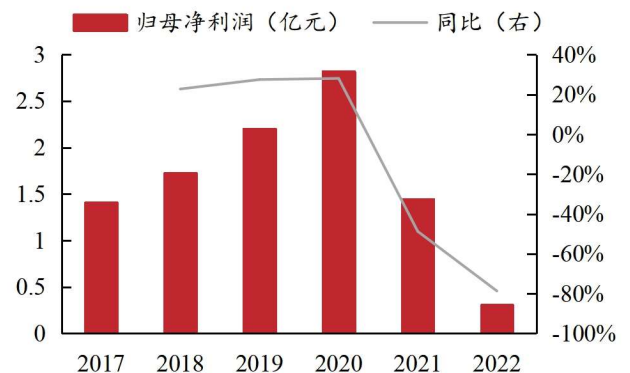
随线下客流与居民消费水平回升，叠加原材料价格趋缓，业绩有望触底反弹。煌上煌主营酱卤肉制品加工与米制品业务，2021 年营收占比分别为 76.8%/17.7%。渠道方面包含直营、特许加盟以及经销、商超相结合 3 种模式，其中酱卤肉制品业务以特许加盟为主。伴随门店数量不断提升，煌上煌营收/归母净利润在 2020 年达到历史高点 24.4/2.8 亿元，2016-2020 年 CAGR 分别实现 18.9%/33.7%。由于疫情反复，线下人流量与居民消费水平显著承压，2021 年煌上煌门店总数首次下滑，且 2022H1 期间延续下降趋势，分别减少 346/257 家，叠加原材料采购价格上涨与人工、租金、促销费用持续增加，导致 2022 年煌上煌营收/归母净利（据业绩快报）分别降至 19.5/0.3 亿元，2020-2022 年年均降幅分别为 10.5%/67.0%。随着线下客流与居民消费水平回升，以及原材料价格高位回落，2023 年煌上煌业绩有望触底反弹。

图表 64. 2021 年煌上煌营收出现下滑



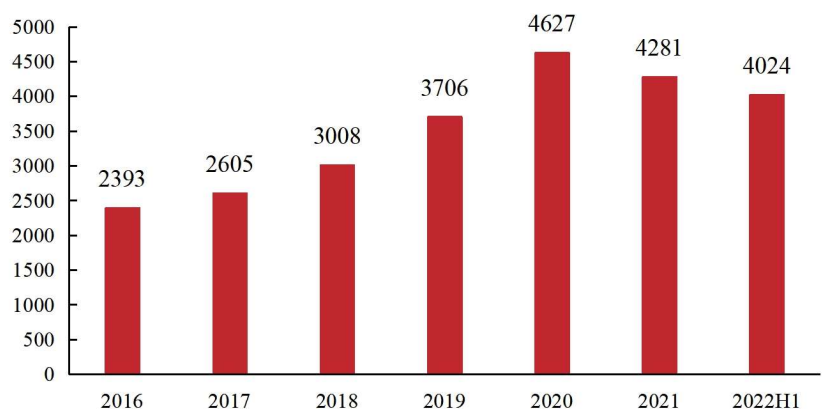
资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所
注：2022 年采用公司业绩快报数据

图表 65. 2021 年煌上煌归母净利润受损明显



资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所
注：2022 年采用公司业绩快报数据

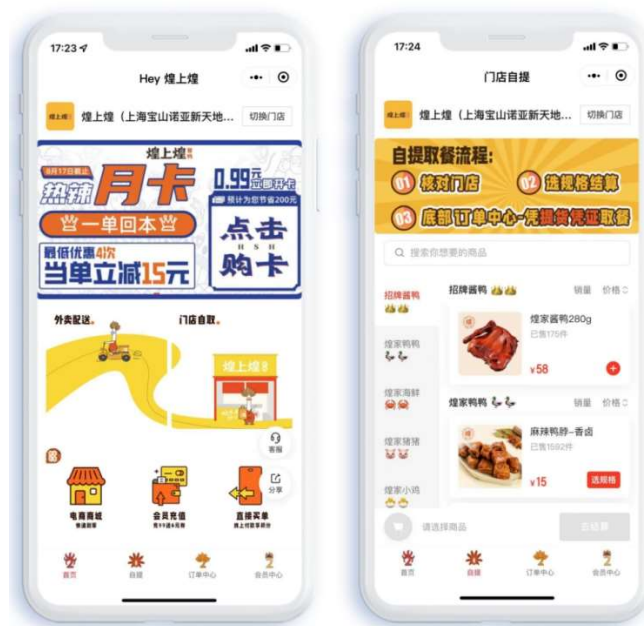
图表 66. 煌上煌门店数 2021 年起出现下降 (单位：家)



资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

积极转战新零售，进行全渠道营销。疫情期间线下人流受阻，煌上煌转战线上及互联网平台，积极布局新零售，进行全渠道营销。其中包括：1) 搭建“Hey 煌上煌”线上小程序商城，引流线下门店并添加顾客至微信群，后续通过优惠券推送提高复购率，2022 年 7 月，小程序商城月度 GMV 突破 1000 万元；2) 重构内容营销矩阵，聚焦“两微一抖”等平台，实现加盟商门店一店一播，同时通过微信公众号、抖音等渠道进行宣传及福利种草，进一步实现消费转化；3) 公域向私域流量沉淀，即在美团外卖、小红书、抖音、B 站等平台付费投放以增加品牌曝光后，以“Hey 煌上煌”小程序商城承接客流，丰富私域流量池，提高数字化营销效能。

图表 67. “Hey 煌上煌” 线上小程序商城为煌上煌全渠道营销重要方式



资料来源：微盟智慧零售，东亚前海证券研究所

募投项目提升产能，彰显未来乐观预期及野心。2022 年 12 月 19 日，公司拟向实控人徐桂芬家族控制下新余煌上煌投资管理中心（有限合伙）定向发行 0.45 亿股股票，认购金额为 4.50 亿元。此次募集资金扣除发行费用后将用于：1）丰城煌大食品有限公司肉鸭屠宰及副产物高值化利用加工建设项目（一期）；2）浙江煌上煌食品有限公司年产 8000 吨酱卤食品加工建设项目；3）海南煌上煌食品有限公司食品加工及冷链仓储中心建设项目，建设期均为 2 年，达产后公司酱卤产品产能将达 11.7 万吨，可为煌上煌“千城万店”扩张计划提供产能保证，彰显煌上煌对未来前景的乐观预期与野心。

图表 68. 煌上煌产能情况（截至 2022H1）

	基地	产能（吨）	投产日期
现有基地	南昌	30000	2015 年扩建
	东莞	12000	2006 年
	福清	8000	2011 年
	沈阳	8000	2013 年
	许昌	5000	2015 年
	小计	63000	
新建基地	咸阳	6000	2022 年 8 月
	重庆	10000	预计 2022 年 12 月
	嘉兴	8000	预计 2023 年底
	河北	10000	规划中
	山东	8000	规划中
	小计	42000	

资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

图表 69. 煌上煌募投资金投资项目预计增加 1.2 万吨酱卤产品产能

项目名称	计划投资总额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）	酱卤产能增加（吨）
丰城煌大食品有限公司肉鸭屠宰及副产物高值化利用加工建设项目（一期）	12,161.13	8,500.00	
浙江煌上煌食品有限公司年产 8000 吨酱卤食品加工建设项目	20,766.00	15,000.00	8000
海南煌上煌食品有限公司食品加工及冷链仓储中心建设项目	22,831.66	21,500.00	4000

资料来源：煌上煌公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 重点公司经营情况对比

3.3.1. 品牌形象：周黑鸭品牌势能较高，绝味与紫燕次之，煌上煌紧随其后

周黑鸭品牌势能较高，绝味与紫燕处第二梯队、煌上煌仍有提升空间。品牌力方面，根据 NCB D 发布的《2021 年中国卤味熟食行业发展研究报告》，最受欢迎卤味熟食品牌前四名依次为周黑鸭、绝味鸭脖、紫燕百味鸡、煌上煌。差评率方面，周黑鸭与紫燕百味鸡处于行业较低水平，均在 3.5% 左右，绝味鸭脖接近行业多数水平（5.1%），煌上煌差评率偏高（7.6%）。根据 NCB D 2020H1 数据，在口味、环境、服务与综合满意度方面，主要品牌排名依次为周黑鸭、紫燕百味鸡、绝味鸭脖、煌上煌。同时，周黑鸭客单价亦为同行业最高，2022H1 约为 38.13 元，明显高于煌上煌（32.63 元）、

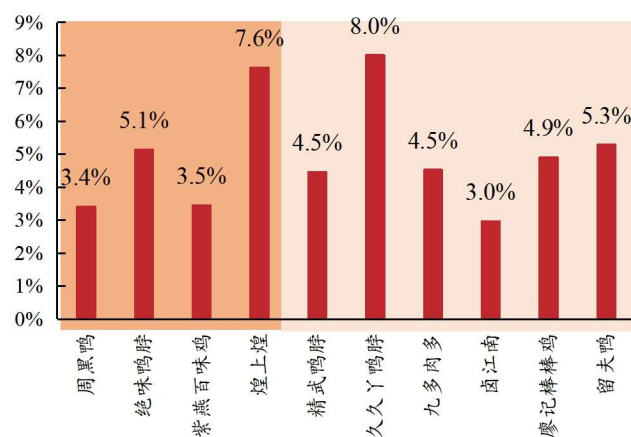
绝味（32.03 元）与紫燕（29.70 元）。综合考虑，在品牌形象上，周黑鸭暂处第一梯队、绝味与紫燕处第二梯队、煌上煌仍有提升空间。

图表 70. 四家卤制品上市企业品牌力居于前列

排名	品牌名称	欢迎指数
1	周黑鸭	85.23
2	绝味鸭脖	81.75
3	紫燕百味鸡	81.13
4	煌上煌	77.67
5	精武鸭脖	73.81
6	久久丫	71.24
7	九多肉多	69.58
8	卤江南	68.96
9	廖记棒棒鸡	68.33
10	留夫鸭	67.62

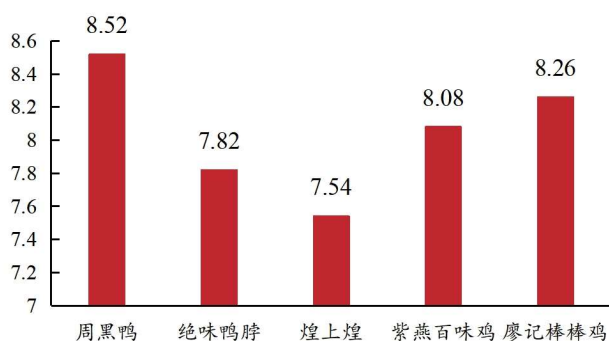
资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所
注：采用 2021 年数据

图表 71. 周黑鸭与紫燕百味鸡差评率较低



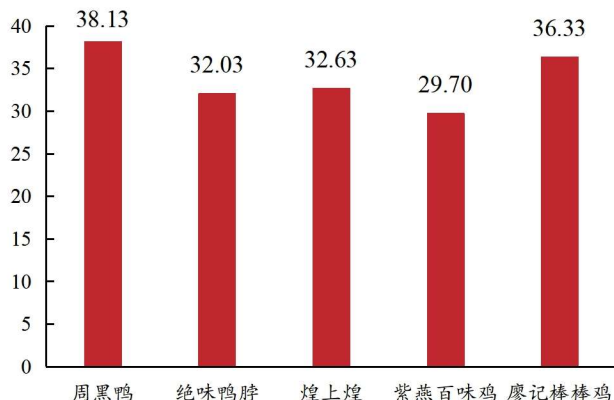
资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所
注：采用 2021 年数据

图表 72. 周黑鸭与紫燕品牌满意度领先



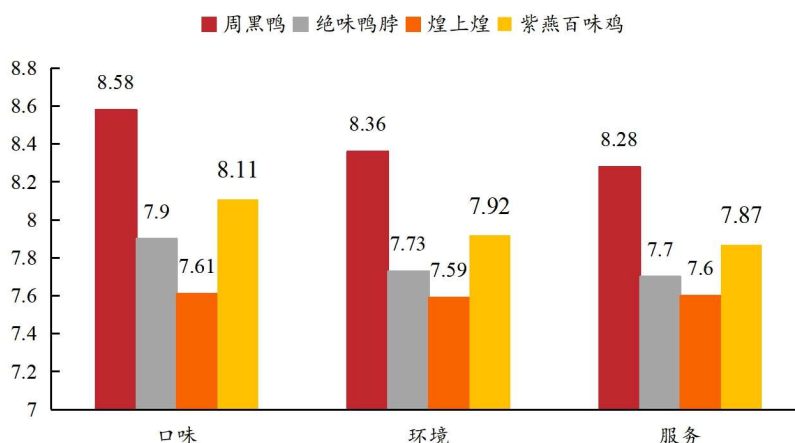
资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所
注：采用 2020H1 数据

图表 73. 周黑鸭客单价为卤味龙头中最高（元/斤）



资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所
注：采用 2020H1 数据

图表 74. 周黑鸭与紫燕在口味、环境、服务与综合满意度均排名领先



资料来源：NCBD，东亚前海证券研究所

注：采用 2020H1 数据

3.3.2. 品类布局：绝味与紫燕积极布局泛卤味赛道，周黑鸭及煌上煌深耕主业

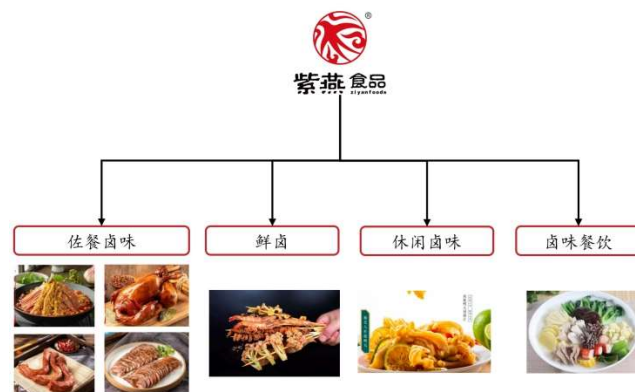
绝味与紫燕在主打品牌之外，积极布局泛卤味品类。品类布局上，绝味坚持“深耕鸭脖主业，构建美食生态”战略，在稳固鸭脖类产品基本盘的同时，通过产业投资积极布局泛卤味赛道。其中包括廖记棒棒鸡、阿满百香鸡等佐餐类卤味，以及盛香亭等新式热卤，在餐饮及调味料方面亦与和府捞面、幺麻子等品牌合作。另一方面，紫燕食品在其主打佐餐类品牌“紫燕百味鸡”之外，同样涵盖泛卤味布局子品牌。绝味与紫燕泛卤味生态逐步构建，在增强业绩抗风险能力同时，亦提供额外的潜在业绩增长点。

图表 75. 绝味积极向佐餐卤、热卤、餐饮方面布局



资料来源：公司官网，京东，东亚前海证券研究所

图表 76. 紫燕旗下子品牌布局鲜卤、休闲卤、餐饮

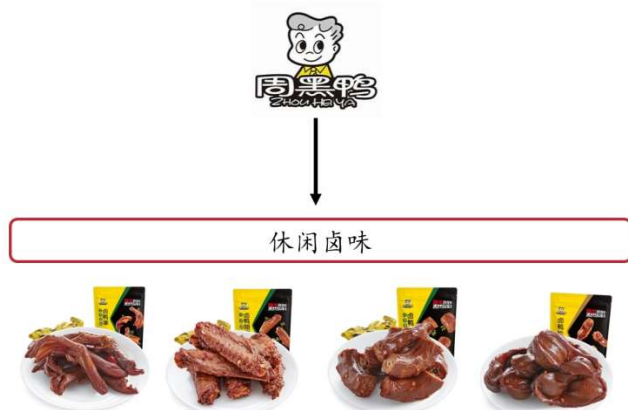


资料来源：公司招股书，凤凰网、SFE 上海国际连锁加盟展，东亚前海证券研究所

周黑鸭与煌上煌深耕主业，暂未正式开启泛卤味拓展计划。周黑鸭产品方面继续深化大单品打造，近年推出加五香、宝藏山胡椒等新口味，并成功打造虾球类爆款单品，同时推出鸭血粉丝煲向即热食品领域尝试，但相比绝味与紫燕，其产品类目依然聚焦休闲卤味，暂未明显向其它赛道布

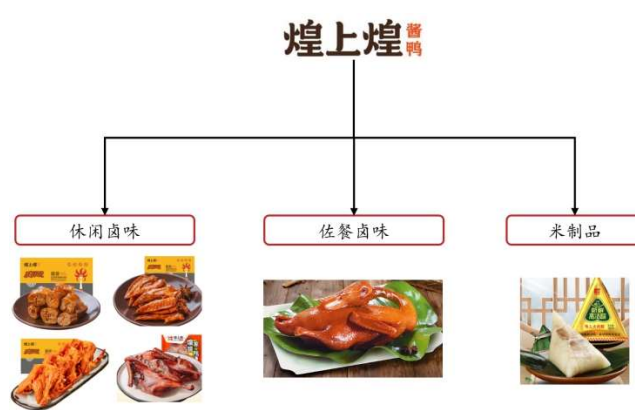
局。同样地，煌上煌以酱卤肉制品与米制品传统业务为主，虽对休闲与佐餐两大场景兼有覆盖，但暂未正式开启泛卤味领域拓展计划。

图表 77. 周黑鸭专注鸭脖主业



资料来源：京东，东亚前海证券研究所

图表 78. 煌上煌产品对休闲与佐餐场景兼有覆盖



资料来源：公司官网，京东，东亚前海证券研究所

3.3.3. 区域分布：绝味全国化程度更高，周黑鸭、煌上煌、紫燕区域性特征明显

绝味区域收入份额较均匀，门店铺设全国化程度更高。绝味食品区域收入结构以华中、华东、华南为主，2021 年收入占比分别为 29.7%/20.6%/21.3%，其次为西南地区（14.6%）与华北地区（11.5%），整体份额较为均匀。门店方面，截至 2023 年 3 月，绝味门店已覆盖 347 座城市，相对其他卤制品龙头（200 座左右）具有明显优势，门店分布集中于广东/江苏/浙江/湖南，已分别开设 1294/900/827/817 家，但邻近各省市大多在 400-800 家左右，相对其他卤制品龙头区域集中化较低，全国化程度更高。此外，绝味在下沉市场渗透率亦有优势，其在线三及以下城市门店数占比合计约 39.7%，高于其他竞对（紫燕 27.2%，周黑鸭 31.6%，煌上煌 33.2%），便于其向全国剩余低线城市拓展。

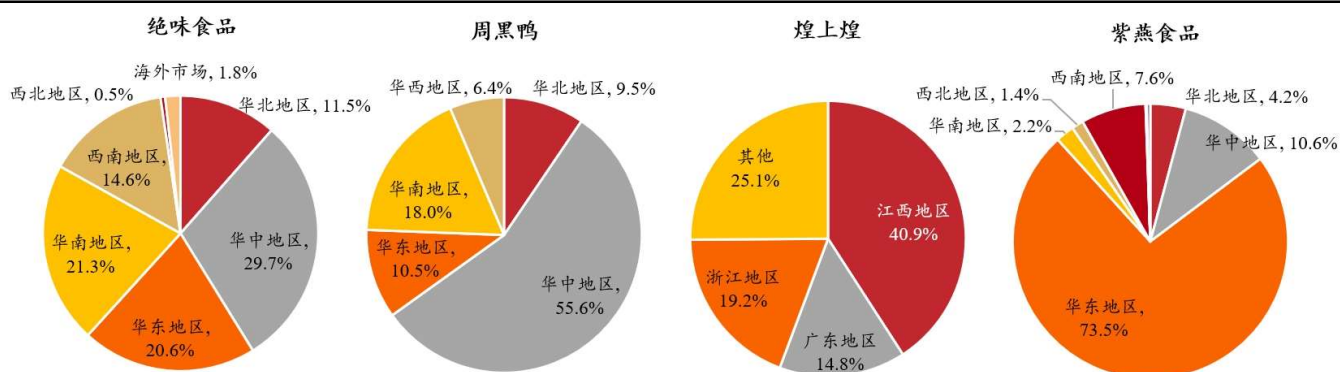
周黑鸭收入及门店分布集中于华中大本营地区，门店选址对应高端品牌形象。周黑鸭收入集中于以湖北省大本营为主的华中地区，2021 年占比为 55.6%，门店分布同样高度集中于湖北，2023 年 3 月已开设 826 家门店，门店数量第二梯队为邻近省市河南（226 家）、湖南（215 家）及广东（521 家），其余省市均未超过 200 家，分布较为集中，推测主要为周黑鸭早期坚持直营与强管控风格所致。另一方面，周黑鸭门店选址偏向高线城市、商圈及人流密集地，其中一线及新一线城市门店数量占比为 54.8%，商场店、交通枢纽店为四家卤制品龙头中最高，占比分别为 28.48%/2.47%，周黑鸭品牌形象较为高端。

煌上煌门店集中于江西、广东，全国化拓展空间较大。收入方面，煌上煌集中于大本营江西地区与接壤的广东、浙江地区，2021 年营收占比分别为 40.9%/14.8%/19.2%，门店方面同样高度集中于江西（491 家）及广东（547 家）两省，第二梯队为福建（154 家）、辽宁（132 家）及山东（109 家），其余省份均未过百，门店全国化拓展空间较大。同时，门店集中化开

设造就煌上煌在江西及广东区域发展相对充分，其中二线城市门店占比 37.46%，高于其余卤制品龙头；商场店与乡镇店占比同时达到较高水平，分别为 20.05%/25.32%，在卤制品头部企业中较为罕见。

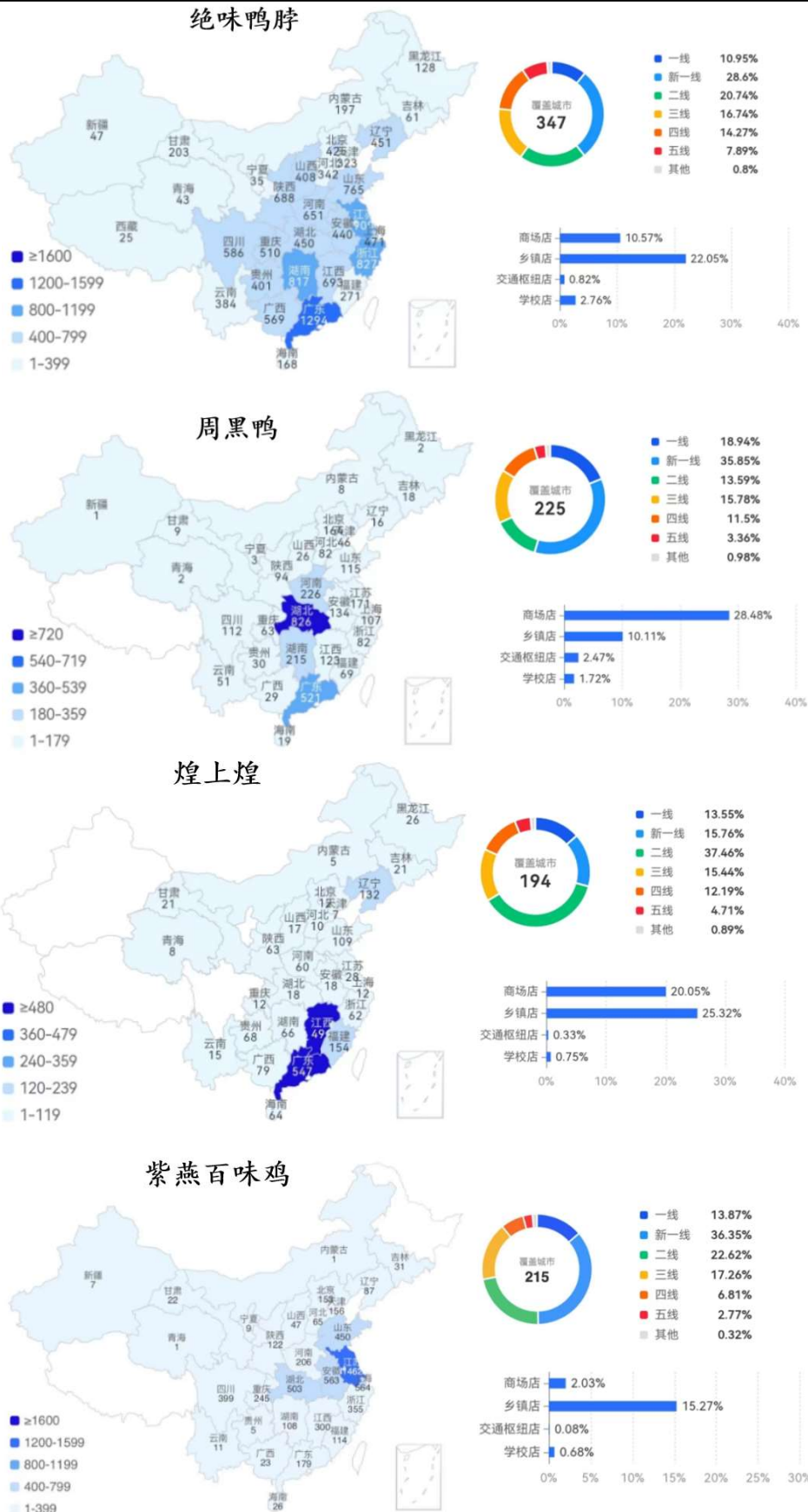
紫燕业务集中于华东地区，需求态势向好，全国化值得期待。紫燕食品收入多集中在华东地区，2021 年收入占比达 73.5%，门店集中分布于江苏（1462 家）、上海（564 家）、安徽（563 家）、湖北（503 家）等中东部省份。紫燕门店在华东新一线及二线城市占比较高，合计达 59.0%，由于华东地区经济发达，人口稠密，消费能力较强，紫燕整体需求支撑较好，未来随全国化程度加深，业务版图有望持续扩张。

图表 79. 区域方面，绝味收入结构更为均衡，周黑鸭、煌上煌、紫燕呈现一定的地域集中性（2021 年）



资料来源：绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品公司公告，东亚前海证券研究所

图表 80. 绝味食品、周黑鸭、煌上煌、紫燕食品门店区域分配情况



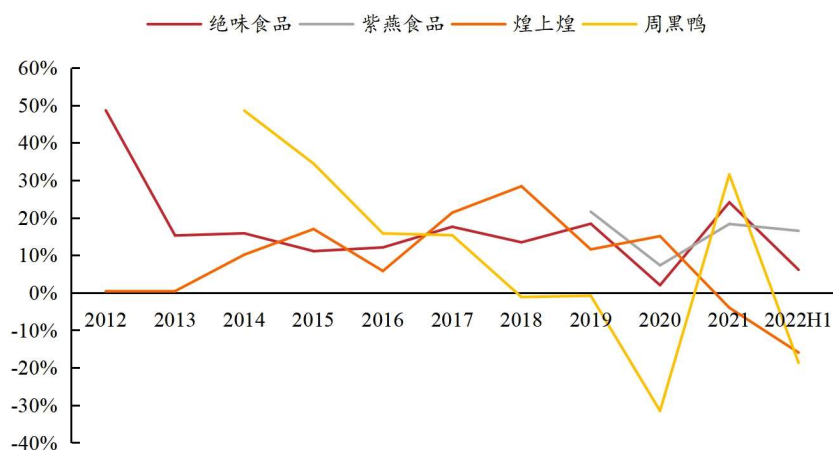
资料来源：窄门餐眼，东亚前海证券研究所

注：数据截至 2023 年 3 月 23 日

3.3.4. 财务分析：周黑鸭业绩波动较大，紫燕 ROE 行业领先

营收同比增速上，近 10 年周黑鸭波动最大，疫情期间降幅最为显著。营收方面，2012-2022H1，周黑鸭的营收同比增速的变动幅度为主要卤制品企业中最大，其同比增速 2014 年达到高点 48.58%，2020 年触底-31.53%。同时，其营收同比增速 2021 年出现短暂上升后，在 2022H1 又迅速下降并再次转负。2022 年业绩下滑原因主要系新冠疫情持续且反复，造成线下客流量下降，部分门店甚至暂时歇业。另一方面，紫燕食品、绝味食品、煌上煌的营收同比增速的变动幅度相对较小。但受疫情影响，紫燕食品、绝味食品、周黑鸭的营收同比增长率在 2020 年均出现不同程度的下降，其中周黑鸭下降的幅度最为明显。

图表 81. 主要卤制品企业中周黑鸭营收同比增速近年波动最为显著



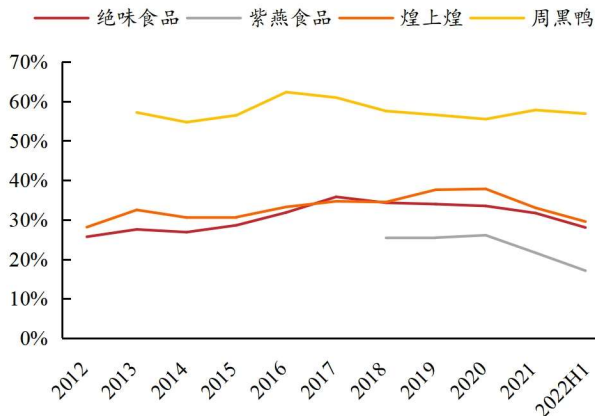
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

各卤制品龙头公司毛利率呈现梯级分布，周黑鸭领先。四大卤制品龙头毛利率水平呈现梯级分布态势，周黑鸭行业领先，2016 年达到高点 62.32%，煌上煌、绝味食品、紫燕食品的销售毛利率同期均位于 25%-38% 区间，主因企业之间销售模式差异：周黑鸭以直营模式为主，绝味食品、紫燕食品以加盟模式为主，煌上煌加盟、直营模式兼具。同时，2022 年以来原材料成本上涨对主要卤制品企业毛利率亦造成显著压力。

净利率方面，周黑鸭近年呈现下滑，疫情期间各卤制品龙头均有所承压。2012-2021 年，周黑鸭由于直营模式下租赁开支与销售人员薪资开支较高，净利率逐年下降，2021 年略有回升。绝味食品净利率表现突出，除 2020 年稍有下跌外，净利率处于持续提升的过程，从 2012 年的 7.71% 提升至 2021 年的 14.77%。紫燕食品与煌上煌 2020 年前以净利率上升为主，2021 年均有所下跌。2022H1 绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌净利率均出现明显下跌，

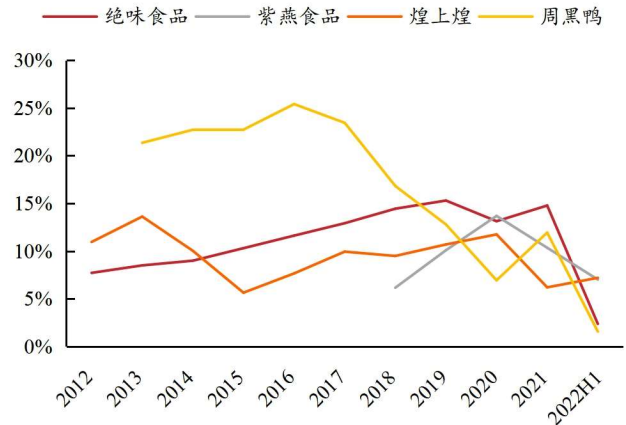
同比分别降至 2.4%/1.6%/7.1%/7.2%，分别-13.4pct/-14.2pct/-4.3pct/-4.2pct。

图表 82. 各卤制品龙头毛利率呈梯级分布



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

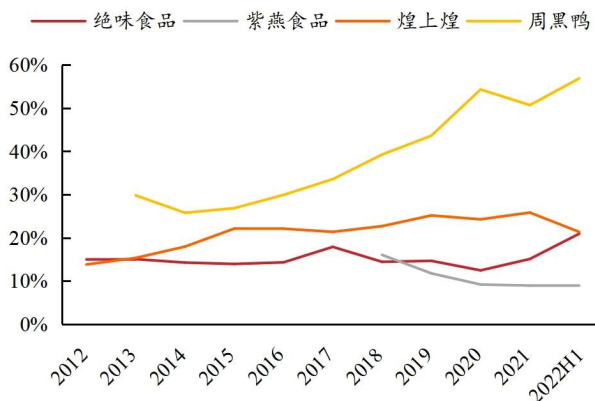
图表 83. 疫情期间各卤制品龙头净利率均有所下滑



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

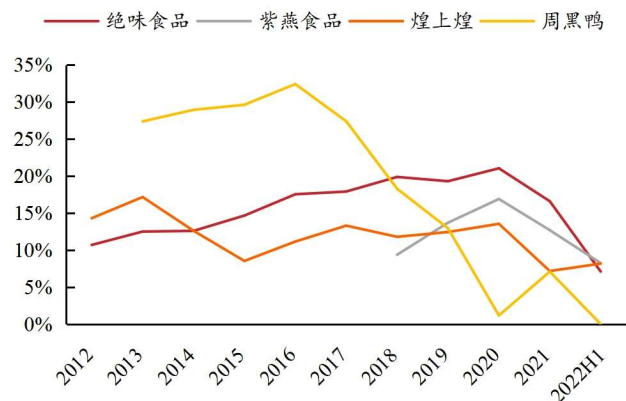
主要卤制品企业销售费用率趋势上升，周黑鸭费用率较高。销售费用率方面，四大卤制品龙头近年总体呈现上涨趋势，仅紫燕食品呈现下滑，主因其采用经销商模式，经销商承担了主要宣传推广、门店管理等费用。2022H1 绝味食品、周黑鸭、紫燕食品、煌上煌销售费用率分别为 20.9%/56.8%/8.9%/21.4%。毛销差方面，上述企业 2022H1 分别实现 7.1%/0.01%/8.2%/8.2%，周黑鸭由于其直营模式承担较多费用，盈利端有所承压，疫后有望迎来恢复，剩余 3 家卤制品龙头毛销差则在 7%-8%左右，整体较为相近。

图表 84. 主要卤制品企业销售费用率趋势上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 85. 2022H1 卤制品龙头企业毛销差呈现下跌

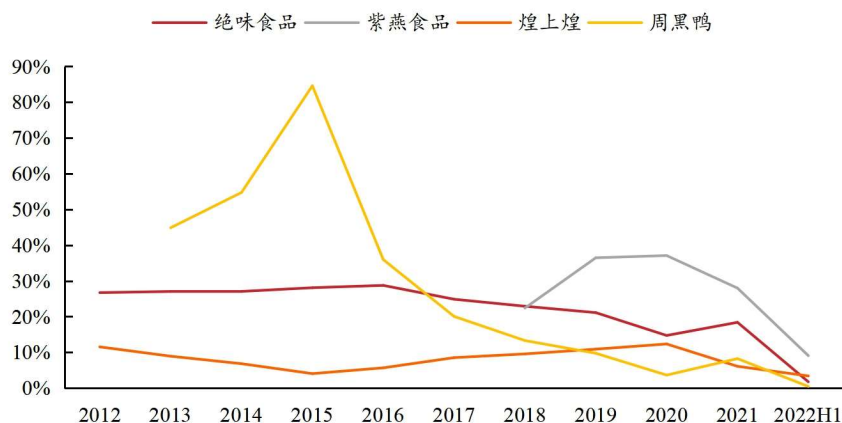


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

ROE 方面，紫燕食品行业领先，周黑鸭逐年下滑。2015-2020 年，周黑鸭的 ROE 逐年下降，绝味食品、煌上煌的 ROE 变化幅度不明显。周黑鸭 ROE 逐年下降主因激烈市场竞争下加快门店扩张，导致销售费用增加，

叠加营收端增长承压，导致净利率及 ROE 下降。对比来看，2018-2022H1，紫燕食品的 ROE 高于绝味食品、煌上煌和周黑鸭。紫燕食品高 ROE 主要来自于其高周转运作模式，其应收账款及存货周转率均高于竞对（详见下文），经营效率优势凸显。

图表 86. 紫燕食品 ROE 处于行业领先状态

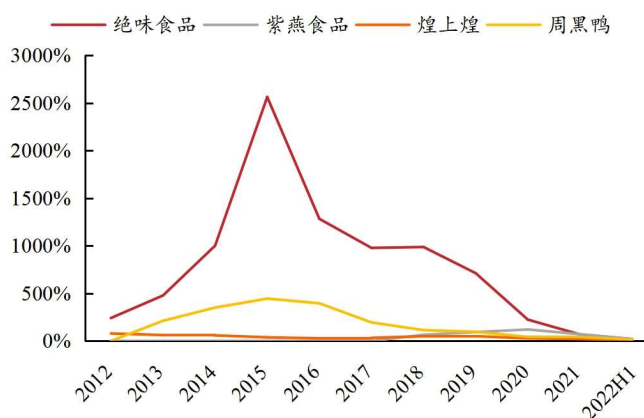


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

应收账款周转率方面，绝味食品领跑整个行业。2012-2021 年，绝味食品应收账款周转率均值高达 853%，而紫燕食品、煌上煌的应收账款周转率位于 20%-120%之间，周黑鸭的应收账款周转率一般位于 40%-450%之间。绝味食品应收账款周转率处于高位主要系机场、高铁和电子商务公司是绝味食品应收账款的主要业务场景，绝味已建立了较完备的回款追踪体系，保证应收帐款不存在重大坏账风险，优秀的经营管理水平使其应收帐款的周转率较同行相对较高。

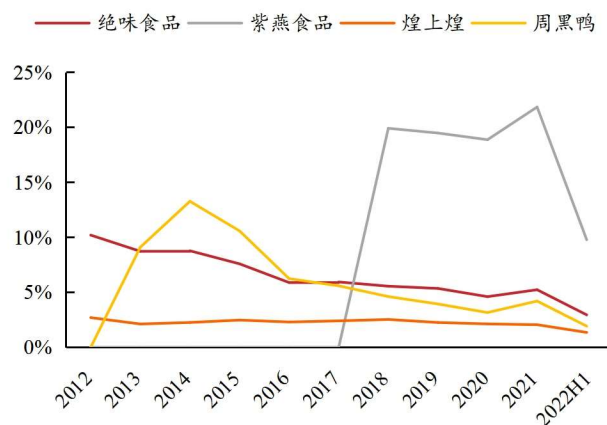
存货周转率方面，紫燕食品表现亮眼。2018-2021 年期间，紫燕食品存货周转率较行业领先，其均值为 20.02%，而绝味食品、煌上煌、周黑鸭的存货周转率均低于 20%。主因紫燕食品原料采购时间短，库存管理效率高。

图表 87. 绝味食品应收账款周转率高于行业



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 88. 紫燕食品存货周转率处于领先



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 风险提示

宏观经济下行: 卤制品作为可选性消费, 其行业景气程度与宏观经济及居民消费力恢复程度具有正相关性, 若国内经济复苏节奏不及预期, 卤制品行业消费增速可能放缓。

食品安全问题: 卤制品具有即食性特点, 产品的新鲜度和品质是消费者是否购买的重要因素。如果卤制品行业曝出食品安全问题, 或产生比较严重的负面影响, 导致消费者购买意愿降低。

原材料成本走高: 卤制品属于农副食品加工业, 其上游原材料占营业成本的比重较大。如果原材料成本改善幅度不明显甚至走高, 将对于行业的盈利能力和生产成本的控制产生较大影响。

特别声明

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

分析师声明

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

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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

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

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>