下载日志已记录，仅供内部参考

食品饮料 | 休闲食品

非金融|首次覆盖报告

2026 年 10 月 31 日

绝味食品(603517.SH)

——卤味领军品牌治理改善，门店调改蓄势成长新周期

投资评级：买入（首次）

证券分析师

张东雪

SAC：S1350525060001

zhangdongxue@huayuanstock.com

周翔

SAC：S1350525070003

zhouxiang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 10 月 30 日
收盘价（元）	10.75
一年内最高/最低（元）	14.64/9.26
总市值（百万元）	6,514.52
流通市值（百万元）	6,514.52
总股本（百万股）	606.00
资产负债率（%）	27.34
每股净资产（元/股）	9.65

资料来源：聚源数据

投资要点：

经营复盘，公司系中国卤味食品行业的领军品牌。自 2005 年品牌创立以来，公司专注休闲卤制食品的研产销，以"绝味鸭脖"为核心品牌，形成鲜货卤味为主、包装食品与供应链物流为辅的业务矩阵。2010 年以来，公司凭借加盟连锁模式+供应链深度布局在全国快速开店，2023 年底门店约 1.6 万家。然而，2024 年以来受需求降级等影响，绝味门店业务迎来调整，收入亦出现下滑；公司积极调整经营模式，同时梳理内部治理结构。

我国卤味食品市场容量大，近年品类表现分化、渠道变革催生结构性增长机遇。我国卤味食品市场进入稳健发展期，根据红餐产业研究院的数据，2024 年卤味食品市场约 1573 亿元，需求增速放缓至 3.7%。品类端，热卤与佐餐卤味需求相对较优，而休闲卤味近年承压。卤味门店系行业主流渠道，但因需求降级、场景迁移以及渠道分流等因素深度调整，其中头部品牌加速从传统窄品类、单场景的休闲卤味档口加速向兼顾现煮新鲜口感、全时段主食矩阵的综合性卤味店转型；同时，会员超市、新鲜零食等新零售渠道加速崛起，并将卤味熟食作为战略性品类布局，带来结构性增长机遇。

行业整合空间大，供需逻辑重构下，头部品牌加速转型。国内卤味行业门槛低，市场相对分散，对头部品牌而言，整合空间亦较大；从门店视角看，2022 年休闲卤味 CR3 约 17%，而佐餐卤味 CR5 仅 5%。竞争方面，早期行业竞争比拼单店模型效率、门店覆盖密度以及供应链能力等，但伴随消费者需求逻辑重构、新零售渠道加速崛起，行业竞争开始转向比拼门店模式创新，以及与渠道“价值共创”过程中的综合服务能力。

公司业务端加速门店转型同时探索 B 端，治理结构改善蓄势成长新周期。作为休闲卤味赛道的细分龙头之一，公司具备全国化的生产基地布局与三级冷链日配网络，且在连锁运营端拥有成熟的加盟管控体系与数字化运营工具。面对卤味行业品类与渠道变革，公司正通过加速传统门店转型、探索新鲜零食等新店型以及拥抱新零售等 B 端渠道，蓄势新一轮成长周期。治理结构方面，公司已符合申请撤销其他风险警示的条件且已于 2026 年 10 月 20 日撤销其他风险警示，同时近期发布期权激励计划。

盈利预测与评级：我们预计 2026–2028 年公司归母净利润分别为 2.1/3.1/4 亿元，同比表现分别为扭亏为盈/+48%/+31.6%，当前股价对应的 PE 分别为 31/21/16 倍。可比公司周黑鸭、煌上煌、紫燕食品 2026 年 PE 均值约为 24 倍，鉴于公司治理结构改善，经营调整蓄势成长新周期，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,257	5,467	5,033	5,413	5,963
同比增长率（%）	-13.84%	-12.62%	-7.94%	7.57%	10.16%
归母净利润（百万元）	227	-191	207	307	404
同比增长率（%）	-34.04%	-184.11%	208.55%	47.97%	31.57%
每股收益（元/股）	0.37	-0.32	0.34	0.51	0.67
ROE（%）	3.61%	-3.22%	3.41%	4.87%	6.13%
市盈率（P/E）	28.68	-34.10	31.42	21.23	16.14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 50.3/54.1/59.6 亿元，分别同比-7.9%/+7.6%/+10.2%。利润端，伴随公司规模效应释放与内部经营效率提升，我们预计公司净利润率逐步恢复，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.1/3.1/4 亿元，同比表现分别为扭亏为盈/+48%/+31.6%。我们选取卤味食品行业其他知名品牌企业周黑鸭、煌上煌、紫燕食品作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值约为 24 倍。公司治理结构改善，经营调整蓄势新店型，有望进入新的成长周期，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

面对卤味行业品类与渠道变革，公司加速门店转型，积极探索新店型，同时拥抱新零售 2B 渠道。预计 2026-2028 年卤制食品营收分别为 39.3/41.6/45.7 亿元，同比分别为-12.5%/+5.9%/+9.9%，其中预计卤味食品批发（传统门店）营收分别为 32.1/30.4/30.7 亿元，同比分别为-18.2%/-5.5%/+1%，同时期卤味 2B 渠道营收分别为 2.9/3.4/4.0 亿元，同比增速分别为+10%/+15%/+20%。

投资逻辑要点

我国卤味食品市场容量大、行业整合空间广，头部品牌成长天花板较高。绝味作为休闲卤味赛道的细分龙头之一，具备全国化的生产基地布局与三级冷链日配网络，且在连锁运营端拥有成熟的加盟管控体系与数字化运营工具；目前公司通过加速传统门店转型、探索新鲜零食等新店型以及拥抱新零售等 B 端渠道，蓄势新一轮成长周期。治理结构方面，目前公司已符合申请撤销其他风险警示的条件且已于 2026 年 10 月 20 日撤销其他风险警示，同时发布期权激励计划，调动管理层以及业务骨干积极性。

核心风险提示

食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 绝味经营复盘：卤味行业的领军品牌 5
2. 卤味市场容量大，行业整合空间广阔 7
2.1. 卤味市场容量大，品类分化、渠道变革催生结构机遇 7
2.2. 行业整合空间大，连锁品牌加速转型 10
3. 业务全方位调整，内部蓄势成长新周期 11
3.1. 聚焦“卤味+”主业：加速门店转型、积极拥抱 B 端新零售 11
3.2. 治理结构改善，聚焦主业、期权激励蓄势新一轮成长周期 13
4. 盈利预测与评级 14
4.1. 盈利预测 14
4.2. 相对估值 14
5. 风险提示 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 2005-2023 年公司历史发展复盘 6
图表 2： 2020 年以来公司收入规模及变化 6
图表 3： 2020 年以来公司归母净利润及变化 6
图表 4： 卤味食品产业链全景：上游原料 → 中游加工与冷链 → 下游零售终端 7
图表 5： 近年我国卤味市场增速整体放缓 8
图表 6： 消费者对休闲卤味价格敏感度上升 8
图表 7： 卤味市场细分品类情况 9
图表 8： 卤味细分市场结构变化趋势 9
图表 9： 2022 年卤味市场各渠道销售结构 10
图表 10： 卤味新渠道加速崛起 10
图表 11： 全国卤味门店总数量整体呈收缩趋势/万家 10
图表 12： 2025 年全国卤味品牌门店数区间占比 11
图表 13： 2022 年我国佐餐卤味食品集中度相对较低 11
图表 14： 品类视角，公司收入结构变化 12
图表 15： 2025 年卤味食品业务中各渠道收入结构 12
图表 16： 对比其他万店业态，绝味传统鸭脖门店近年单店模型竞争力较弱 12
图表 17： 公司新鲜零食门店图 13
图表 18： 新鲜零食业态 vs 量贩零食 13
图表 19： 可比公司估值表 14

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 绝味经营复盘：卤味行业的领军品牌

自 2005 年品牌创立以来，绝味食品专注休闲卤制食品的研产销，以"绝味鸭脖"为核心品牌，形成鲜货卤味为主、包装食品与供应链物流为辅的业务架构。2010 年以来，公司凭借加盟连锁模式+供应链深度布局在全国快速开店，2019 年底门店破万，2023 年底约 1.6 万家，门店规模位居行业领先地位。然而，2024 年以来受需求降级、场景迁移以及渠道分流等影响，绝味传统门店业务迎来调整，收入亦出现下滑；公司对此积极调整经营思路，转向单店质量与孵化新增长曲线。

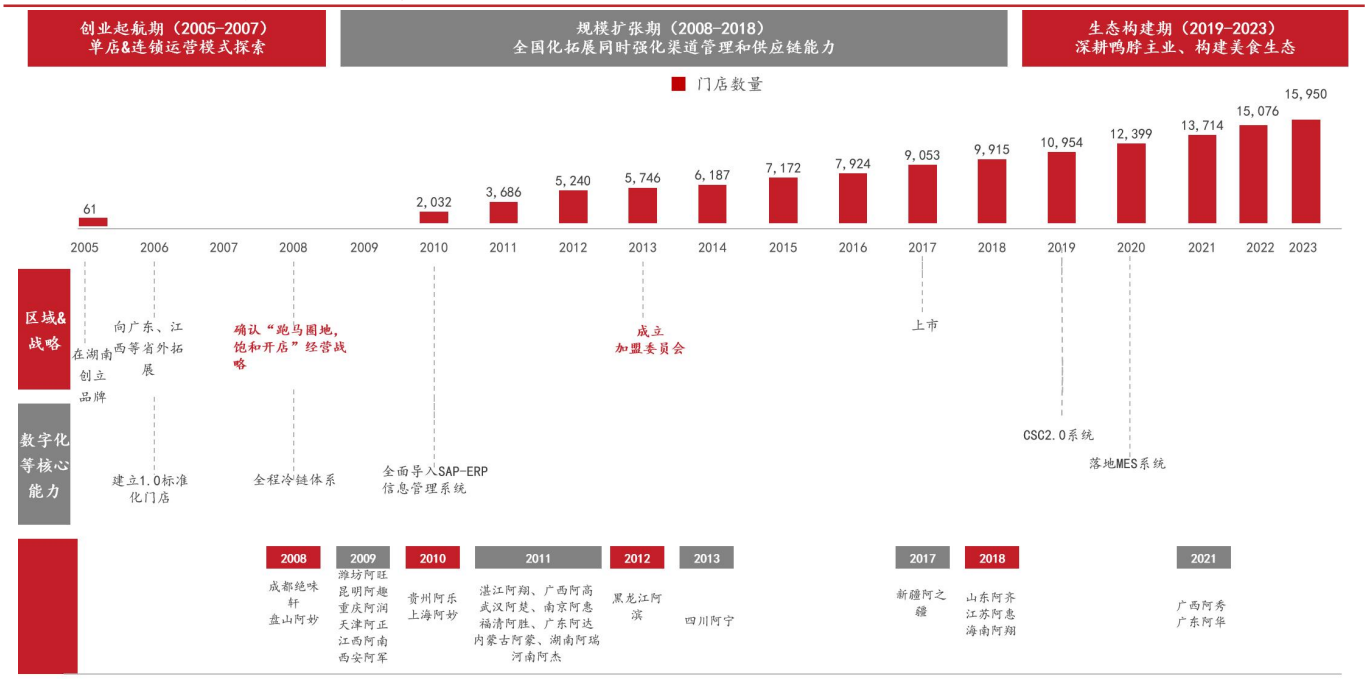
- **2005–2018 年，从打磨单店模型到供应链布局先行、匹配成熟加盟机制，公司实现全国化开店复制，营收规模稳健增长**：公司品牌创立于 2005 年，创始人戴文军先生在长沙开出首店，探索单店模型；2008 年确立“跑马圈地，饱和开店”的经营战略，同时将标准店升级至 2.0 店型；截至 2010 年底，公司总门店扩至 2032 家。为布局全国市场，公司加码省外生产基地/供应链建设，同时成立加盟商委员会，以保障加盟效率与质量；具体而言，公司采取“一个市场、一个生产基地、一条配送链”的生产经营模式，即先建设生产基地与冷链配送体系，再布局门店网络，从而保障加盟门店存活率；截至 2016 年，公司总门店数近 8000 家，2019 年成功破万家。

- **2019–2023 年深耕鸭脖主业，探索美食生态圈**：消费升级背景下，“大单品、高溢价”的小店型充分受益，例如 2015–2019 年公司快速扩店，同时单店平均收入 CAGR 约 1.9%。公司凭借门店模型优势（对比大部分行业竞争对手，绝味门店投资额更少/门槛更低，选址要求更低，加盟商盈利好、回本快等），在 2020–2022 年逆势扩店，2023 年前后门店总数达 1.6 万家，营收规模到达阶段性高点，2023 年约 72.6 亿元。另一方面，公司探索构建美食生态圈，例如先后投资廖记棒棒鸡、幺麻子、和府捞面等餐饮美食公司，然而上述投资标的因需求环境与经营调整，2022–2024 年投资收益累计亏损超 3.7 亿元。

- **2024 至今，经营收缩，聚焦卤味+，内部调整蓄势新周期**：卤味主业方面，受需求降级、客流分散与场景迁移等影响，卤味线下门店经营承压，卤味头部企业普遍出现闭店问题，而公司营收从 2023 年 72.6 亿元下滑至 2025 年 54.7 亿元。面对单店经营承压等挑战，公司积极推出调改策略、提升单店经营质量，同时积极孵化新店型。同时，公司也逐步退出持续亏损的美食生态投资（例如和府捞面、塞飞亚等），进一步聚焦主业。另一方面，公司因信息披露违法违规等问题触发其他风险警示（ST），截至 2026 年 4 月，自查后公司已补缴税款及滞纳金合计 3.42 亿元，叠加主业承压与投资亏损，从而导致 2025 年归母净利润出现亏损；对此，公司亦在积极梳理内部治理结构，配合店改蓄势新周期。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1：2005-2023 年公司历史发展复盘



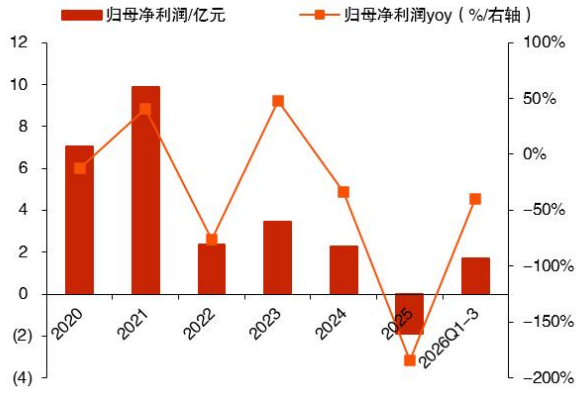
资料来源：ifind，公司公告，团餐头条公众号、35 斗公众号等，华源证券研究所

图表 2：2020 年以来公司收入规模及变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

图表 3：2020 年以来公司归母净利润及变化



资料来源：ifind，华源证券研究所

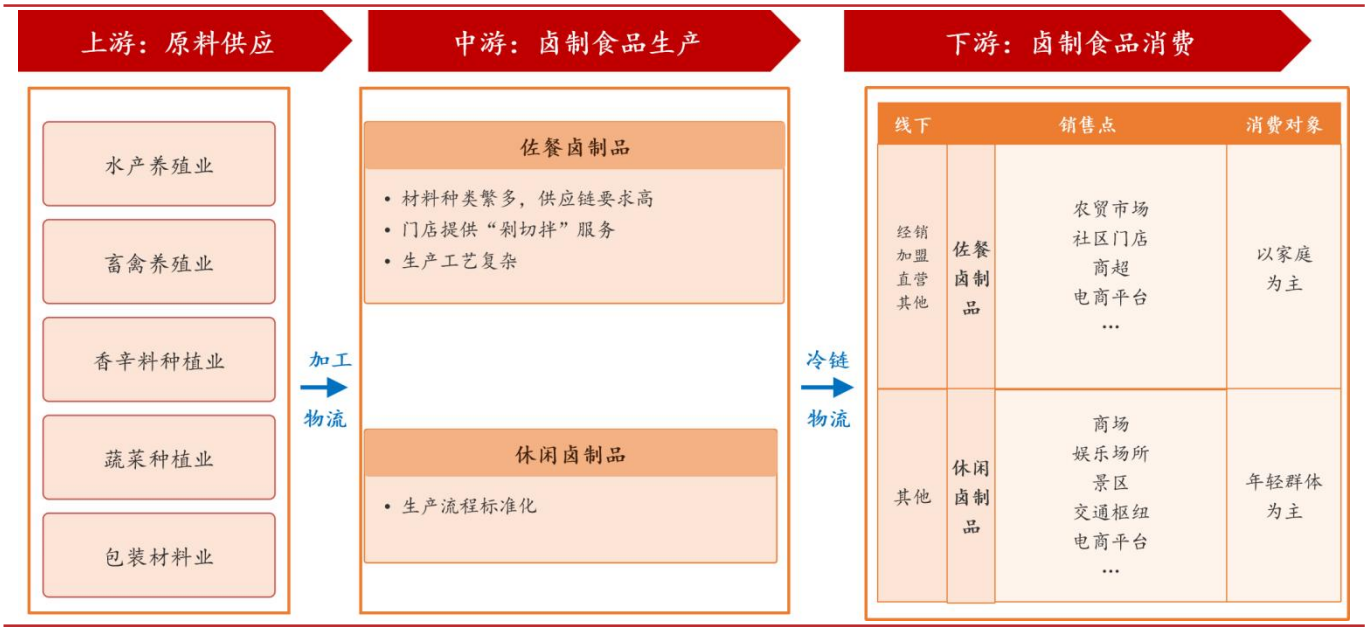
下载日志已记录，仅供内部参考

2. 卤味市场容量大，行业整合空间广阔

卤味/卤制食品是指以禽肉、畜肉、水产、蔬菜、豆制品等食材为主，经卤煮、调味等工艺加工制成的“色、香、味、型”俱全的传统美食。从产业价值链分布看，上游养殖屠宰同质化明显，益客食品、华英农业等禽类企业 2025 年毛利率约 2%-6%，而鸭副是养殖企业的副产品，议价能力弱；中游卤制加工是价值创造的重要环节，例如绝味、煌上煌、紫燕的 2025 年毛利率在 22%-33%，而头部企业主要靠中央工厂标准化与冷链日配实现高效周转，但其重资产、低技术门槛的属性决定了中游主要赚“效率钱”；而下游零售门店加价率相对较高，以周黑鸭门店为例，毛利率达 50%以上。

从产品加价率看，参考禽肉行情指南公众号，2026/10/19 的鸭脖原料售价约 3.1-3.6 元/kg；绝味食品的门店零售约 82 元/kg（价格有浮动），而绝味公司禽类 2025 年禽类制品（以鸭脖为主）出厂均价为 48.4 元/kg，同期毛利率约 37.15%，谨慎假设鸭脖类产品的原材料成本占比超 30%，则鸭脖原料（卤制折损后）成本约 9.1 元/kg，最终测算得从加工原料到终端价格增长约 8 倍。因此，我们认为行业价值链主导环节（加价率最高）在渠道，而匹配消费新趋势的渠道及上游供应链才能行稳致远、持续增长。

图表 4：卤味食品产业链全景：上游原料 → 中游加工与冷链 → 下游零售终端



资料来源：中商情报网公众号、前瞻产业研究院等，华源证券研究所

2.1. 卤味市场容量大，品类分化、渠道变革催生结构机遇

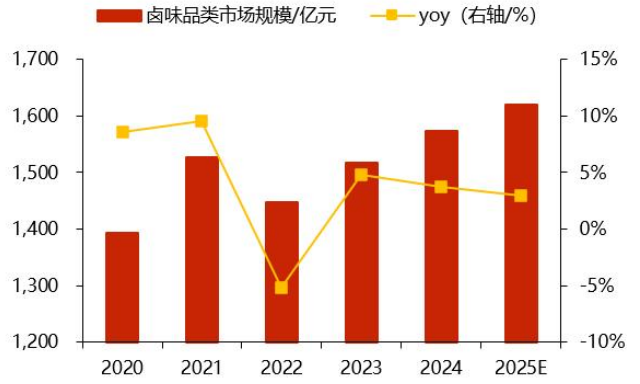
我国卤味食品市场容量大，且已从过去高速扩张阶段转向结构型增长。

根据红餐产业研究院发布的《卤味品类发展报告 2025》，近年我国卤味市场（仅统计餐饮端）扩张速度放缓，2024 年卤味市场约 1573 亿元，市场增速从 2021 年近双位数放缓至 3.7%，预计 2025 年市场规模达 1620 亿元，需求增速进一步降至 3%。同时，受消费降级、

下载日志已记录，仅供内部参考

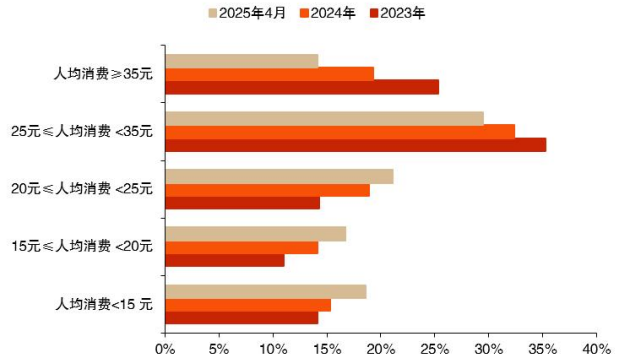
场景变化等影响，卤味门店的人均消费金额整体呈下降趋势，从 2023 年至 2025 年，卤味人均消费在 25（含）~35 元（不含）、35 元及以上的门店占比在下降；人均消费在 25 元以下（不含）的门店占比在升高，而 2020 年卤味客单价达 50 元以上。

图表 5：近年我国卤味市场增速整体放缓



资料来源：红餐产业研究院，华源证券研究所

图表 6：消费者对休闲卤味价格敏感度上升



资料来源：红餐产业研究院，华源证券研究所
注：本图数据为卤味门店按人均消费的占比

根据产品属性/消费场景差异，卤味食品可细分为休闲卤味、佐餐卤味、热卤三大细分赛道。其中，**休闲卤味属于可选消费，近年受需求降级影响大；佐餐卤味受益于“在家吃饭”场景与外卖渠道发展，相对稳定增长；而热卤需求场景丰富，适配多时段用餐，市场景气度相对较高。**

- 休闲卤味多为消费者在闲暇时享用的卤制产品，代表产品包括卤鸭脖、卤鸭翅，代表品牌有绝味、周黑鸭以及煌上煌等；然而，近年在可选消费降级、存量竞争加剧的背景下，休闲卤味市场承压，尤其是现制卤味零售门店因消费频次低、可替代性强出现大幅调整。
- 佐餐卤味通常指餐桌上的凉菜和配菜，例如夫妻肺片、口水鸡等产品，常见于农贸市场、社区与商超等场所；对比休闲卤味，该品类具备较强的刚需属性，近年通过口味创新+性价比等持续拓展家庭餐桌场景，预计市场规模稳步扩容。
- 热卤则以现捞现拌、热食为特色，主打“逛吃”体验感，正快速切入购物中心与社区场景，故保持相对较高的需求景气度；根据弗若斯特沙利文 2025 年披露的数据，我国热卤市场规模从 2019 年 112 亿增长至 2024 年 220 亿，年复合增速达 14.5%，预计 2029 年市场规模达 422 亿。

“卤味+”产品创新方向：健康化以及优质原料再创新。在卤味赛道，鸭货是传统的超级爆品，尤其是卤鸭脖，卤味品牌为了满足消费者多样化的需求，不断进行产品创新，打造出更多新爆品，如小龙虾、鸡爪、肥肠。

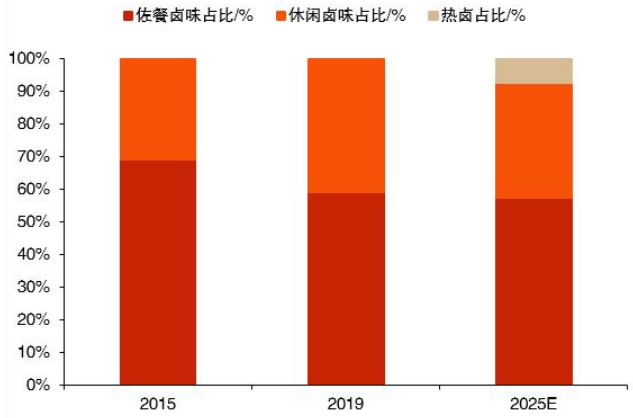
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：卤味市场细分品类情况

细分赛道	主要应用场景/产品	代表品牌
休闲卤味	在闲暇时享用的卤制产品。如卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸡爪等	**鲜货卤味**：绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌 **包装卤味零食**：王小卤
佐餐卤味	主要作为餐桌上的凉菜和配菜存在。如夫妻肺片、窑鸡、卤鹅等	紫燕百味鸡、九多肉多、窑鸡王
热卤	以现捞现拌、热食为特色，主打“逛吃”或快餐场景。如卤面、卤猪蹄等	李华泽热卤鸭货、研卤堂香糯热卤、盛香亭热卤

资料来源：红餐产业研究院，华源证券研究所

图表 8：卤味细分市场结构变化趋势



资料来源：海纳百卤公众号、弗若斯特沙利文，华源证券研究所测算

注：假设 2019-2025 年佐餐卤味市场规模 CAGR 为 4%，同期休闲卤味市场规模 CAGR 为 2%。

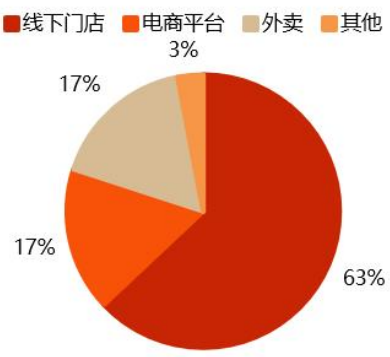
卤味门店渠道深度调整，其中头部品牌加速从传统窄品类、单场景的休闲卤味档口加速向兼顾现煮新鲜口感、全时段主食矩阵的综合性卤味店转型；同时，会员超市、量贩以及新鲜零食等新零售渠道加速崛起，并将卤味熟食作为战略性品类布局，从而带来结构性增长机遇。

根据海纳百卤公众号，卤味市场销售渠道可分为线下门店/电商平台/外卖以及其他渠道。其中，2022 年卤味门店渠道市场份额占比达 63%，但受需求降级、场景迁移以及新兴渠道分流等影响，卤味门店（尤其聚集在高线市场的窄品类的休闲卤味零售档口）经营承压，门店总数出现下滑；截至 2025 年 4 月全国卤味门店数量超过 24 万家，较行业巅峰期超 27 万家下降超 10%；根据 NCBD（餐宝典）发布《2025-2026 餐饮闭店率白皮书》，2025-2026 年国内卤味品类的整体闭店率达 27.9%。卤味门店未来转型方向：1）场景延伸、卤味正餐化；例如煌上煌、久久丫等品牌相继推出了“热卤+主食/饮品”的组合；2）聚焦乡镇、社区等下沉市场、主打平价/低尝鲜成本的区域品牌表现较好，例如衢州鸭头、四川的董记霸王卤。

伴随卤味品牌完成供应链、冷链、口味标准化等建设，卤味食品从门店端“位置生意”加速向新零售“货架生意“发展，其中卤味货架具体包括商超熟食区、会员店冷柜、零食量贩的“新鲜零食”货架和即时零售的前置仓等。具体而言，头部商超将热卤纳入现场加工的动线里，例如永辉的熟食供应商大会、盒马工坊的鲜卤产品、山姆的卤味拼盘、胖东来的卤味档口等；金粒门等新鲜零食品牌将卤味作为货盘中核心品类，并加速全国化扩张步伐；而美团通过"闪电仓"切入即时熟食零售，以前置仓加快配送时效，快速覆盖社区场景。**总之，上述新零售渠道加速崛起，并将卤味熟食作为战略性品类布局，从而为卤味供应链带来结构性增长机遇**，例如周黑鸭上半年持续深化与山姆、胖东来、永辉等头部渠道的合作，全国销售点位已超 5 万个，鲜卤鸭四宝依托山姆渠道首发，凭场景定位与风味口感吃到了会员店红利。

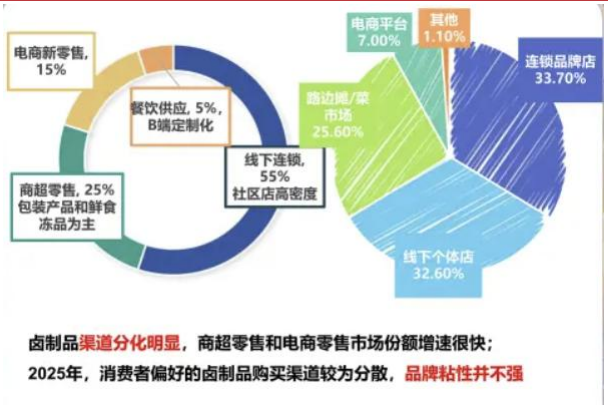
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 9：2022 年卤味市场各渠道销售结构



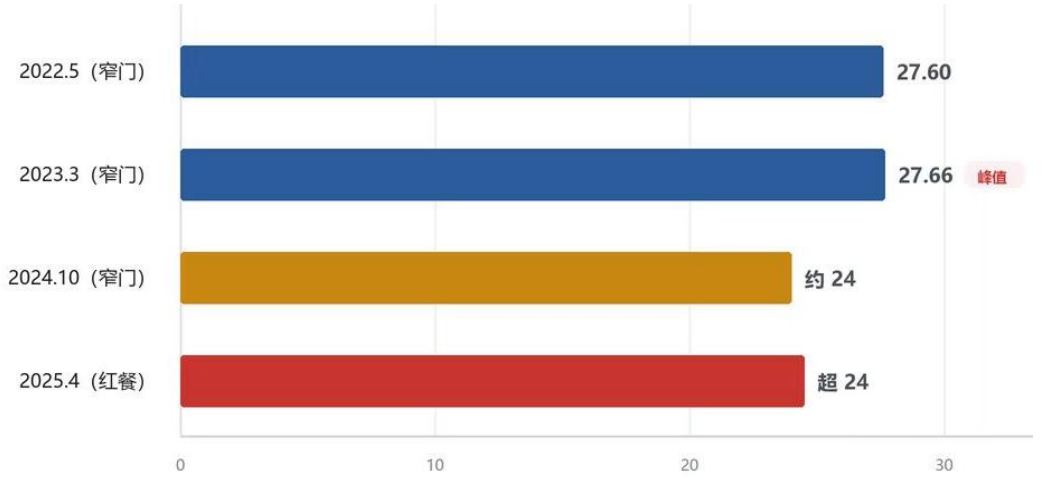
资料来源：海纳百卤公众号，华源证券研究所

图表 10：卤味新渠道加速崛起



资料来源：海纳百卤公众号，华源证券研究所

图表 11：全国卤味门店总数量整体呈收缩趋势/万家



资料来源：红餐产业研究院、窄门餐眼等，华源证券研究所

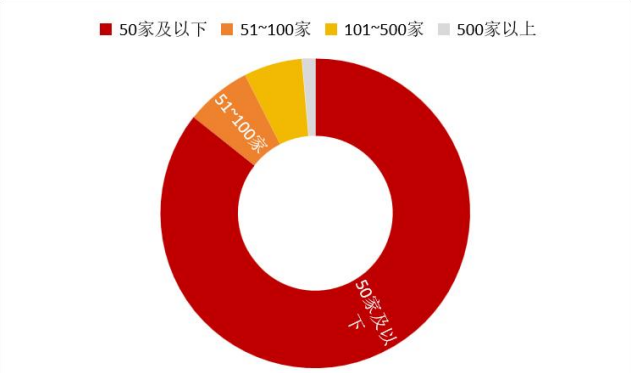
2.2. 行业整合空间大，连锁品牌加速转型

卤味需求分散、供给门槛低，故行业竞争格局保持高度分散态势；且在需求逻辑重构、新零售渠道崛起背景下，头部卤味品牌加速门店升级、供应链重塑以及经营模式转变。

以核心渠道门店端为例，目前门店仍以小型连锁品牌为主，根据红餐产业研究院，截至 2025 年 4 月全国门店数在 50 家以下的卤味品牌占 85.6%，而在 500 家以上的品牌仅占 1.4%；其中休闲卤味领军品牌绝味食品 2025 年底仍有上万家门店，佐餐卤味领军品牌紫燕食品 2024 年中门店数超 6300 家。从品类视角看，休闲卤味市场集中度相对较高，2022 年休闲卤味门店 CR3 约 17%，但近年头部连锁品牌战略收缩影响，预计行业集中度有所下降；另外，佐餐卤制食品因消费者区域口味差异大，标准化程度低，市场格局更为分散，根据头豹研究院与弗若斯特沙利文，2022 年行业 CR3 约 4.2%，CR5 约 5.1%(同年紫燕食品市占率约 3.1%)。

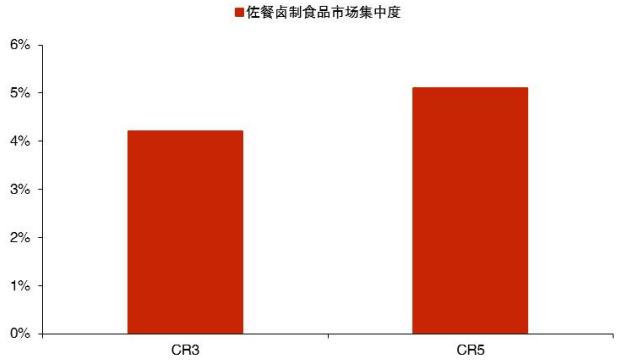
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：2025 年全国卤味品牌门店数区间占比



资料来源：红餐产业研究院，华源证券研究所，数据统计截至 2025 年 4 月

图表 13：2022 年我国佐餐卤味食品集中度相对较低



资料来源：头豹研究院、弗若斯特沙利文，华源证券研究所

竞争方面，以往卤味市场高景气期间，市场参与者加速开店“跑马圈地”以占据线下优势点位，期间行业竞争比拼单店模型效率、门店覆盖密度以及大量门店背后的供应链支持等（全国化工厂、冷链供应体系、快速响应的数字化系统等），供给端价值创造主导权集中在品牌环节。但随着消费者需求逻辑重构，传统门店经营承压同时新零售渠道加速崛起，行业竞争开始转向比拼门店模式创新，以及与渠道“价值共创”过程中的综合服务能力。具体而言，绝味、周黑鸭、煌上煌、紫燕等头部品牌积极进入即时零售平台，卤味行业的竞争维度，已经从"线下门店密度"扩展到"即时到家覆盖能力"。

3. 业务全方位调整，内部蓄势成长新周期

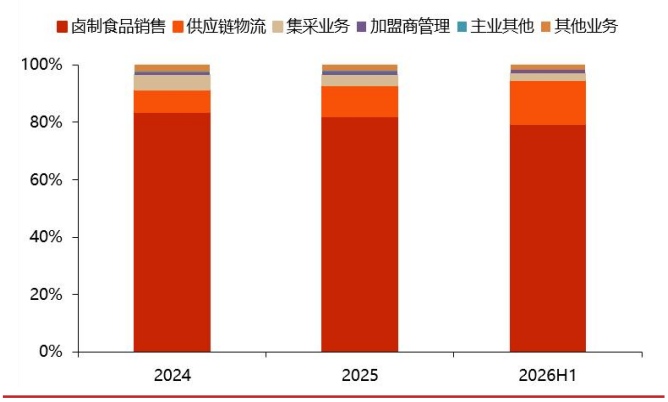
3.1. 聚焦“卤味+”主业：加速门店转型、积极拥抱 B 端新零售

公司主业系向以加盟商为代表的客户销售卤制食品，截至 26 年 H1，公司卤制食品/供应链物流/集采业务总营收占比分别为 79.4%/15.3%/2.4%，而同期卤制食品毛利润占比达 90.7%，系公司主要盈利来源；而卤制食品又可分为批发（加盟门店端）、零售（直营）以及 2B 渠道，其中 2025 年加盟门店批发销售占比约 88%，是公司主要收入来源。**面对卤味行业品类与渠道变革，公司加速门店转型，积极探索新店型，同时拥抱新零售 2B 渠道。**

- **公司加速传统门店转型，积极打造覆盖全时段/多场景、区域差异化的多元店型**。公司主业卤制食品收入从 2023 年阶段高点 60.5 亿元降至 2025 年 44.9 亿元，26H1 仍延续下滑，主要系卤味需求逻辑重构下公司传统鸭脖店单店模型竞争力不足（门店销售承压，回本周期延长），公司大幅收缩传统卤味鸭脖店（从 2023 年巅峰约 1.6 万家减少至 2025 年底超 1 万家）。

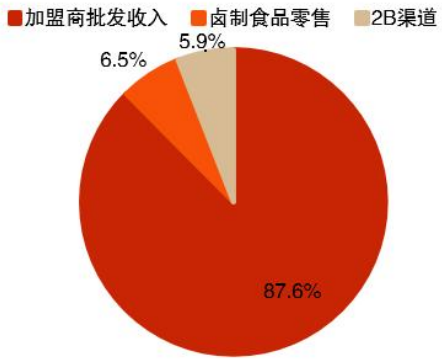
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 14：品类视角，公司收入结构变化



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 15：2025 年卤味食品业务中各渠道收入结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 16：对比其他万店业态，绝味传统鸭脖门店近年单店模型竞争力较弱

万店品牌 业态对比	量贩零食 （鸣鸣很忙）	平价茶饮 （蜜雪）	连锁火锅食材超市 （锅圈）	卤味连锁 （绝味食品）	早餐包点 （巴比传统外带店）
营业面积/平米	150+	12~40	40-100	10~15	15-30标准店
投资额合计（万元）	55~60	23-37	约23	8-15（普标店）	19
平均回本周期	18-24个月	12-24个月	18-24个月	14-25个月	6-12个月
年收入（万元）	456.3	149	约100	/	110左右
日销/万元	1.3	0.4	0.28	/	0.31
客单价/元	34.4	客单价11.4 杯单价6左右	70-150	38（预计下降）	预计5~10
日客单量/流量	368	362	40	/	407
业务特征	（高频低客单价）→客流驱动增长 门店直接销售	高频低客单价，客流驱动成长 门店机械化制作+销售	低频高客单价 旺季集中在10月-次年2月 门店直接销售	消费场景&偏好改变，目前行业处于调整期 门店直接销售	以便捷早餐、外带为主 门店师傅制作+销售
品类sku	1800+丰富	精简性价比	数百个sku，冻品火锅+烧烤	/	80%现制现售 60%传统产品+40%创意产品
盈利能力	毛利率约18% 净利率6%-8%	综合毛利率约55%	毛利率约30%-35%	/	净利率约20%-25%
预计年净利润/万元	32	22	约10	7	22-27.5
加盟商带店率	1.99 （2024年）	2.2 （2024年）	1.62 （2022年）	约4.5 （2023年）	/

资料来源：加盟星，窄门餐眼，鸣鸣很忙官网，鸣鸣很忙招股书，观研天下、餐饮 020、FBIF 食品饮料创新、智谷商业评论、蓝鲸新闻、IPO 早知道、财经杂志、中国商报、国际金融报、餐饮见闻、新浪财经等公众号，锅圈公司公告等，华源证券研究所

注：（1）各业态选取万店代表品牌作为样本，年收入是指加盟单店收入，而量贩鸣鸣很忙客单价取 24 年数据；锅圈和巴比食品在计算日客单量时，锅圈客单价采用 70 元，巴比食品客单价采用均值 7.5 元。

（2）本表根据大量公开信息整理，可能与实际情况存在一定偏差。

- **新店型：公司在探索孵化鲜食类门店业态。**近年来，新鲜零食业态通过“新鲜和健康”等卖点持续出圈，并凭借“高投入、高盈利”的单店表现吸引大量加盟商关注；根据零售商业财经公众号，该业态目前市场规模约 180-250 亿元。2026 年各家品牌在全国优质商场加速开店。对此，公司也在积极尝试鲜食类店型，其中新鲜零食商圈标准单店面积超过 200 平方米，SKU 接近 200 个，品类矩阵以鲜卤熟食、短保烘焙等为主，目前已在长沙、武汉、成都、北京等核心城市开店。我们认为公司在新鲜零食业态方面升级，尤其是社区化改造开发方面仍具备较大潜力，首先，公司供应链优势显著，具备全国化的生产基地布局与三级冷链日配网络，可支撑新鲜零食门店完成货盘体系构建；其次，公司在连锁运营端拥有成熟的加盟管控体系与数字化运营工具，从而支撑门店连锁化扩张。

下载日志已记录，仅供内部参考

- **公司积极拥抱渠道变革，打造多元增长点**：公司渠道结构已从单一加盟门店向 B 端代工、量贩零食、商超等多元化方向延伸；截至 2025 年，公司前三大销售客户为王小卤、鸣鸣很忙、沃尔玛。而在相关多元化方面，公司布局佐餐卤赛道三大公司，例如投资品牌“廖记棒棒鸡”（直接及间接单笔投资最大的一个品牌），参股江苏卤江南食品有限公司和江苏满贯食品有限公司。

图表 17：公司新鲜零食门店图



资料来源：运营管理部公众号，华源证券研究所
注：绝味新鲜零食首都机场三号航站楼

图表 18：新鲜零食业态 vs 量贩零食

业态对比	新鲜零食	量贩模式
主打优势	“明厨现制+清洁标签+新鲜健康”	"好快多省"优势
门店运营	高投入、重人力、高损耗	中等投入、低损耗
产品特色	SKU数量约100-300个 **自有品牌**：现制短保品（贡献收入）+定制长保品（贡献盈利）	SKU数>1800个 以**非自有品牌的标品**为主
门店设计	**全开放、全透明的**可视化设计，通过试吃等活动强化互动体验	注重**门店陈列**，突出品类丰富度与价格优势
门店面积/㎡	250-300	150+
客单价/元	45-60	30-35
客流量	预计高	/
盈利能力	毛利率约30%-40%	毛利率约18%

资料来源：联商网公众号等，华源证券研究所
注：本表根据公开信息整理，可能与实际情况存在一定偏差。

3.2. 治理结构改善，聚焦主业、期权激励蓄势新一轮成长周期

公司落地期权激励计划，ST 摘帽，内部治理结构持续改善。

前文提到，2025 年 9 月公司因信息披露违法违规等问题触发其他风险警示（ST），截至目前，公司收到《行政处罚决定书》已满 12 个月；公司已就行政处罚决定所涉事项对相应年度财务会计报告进行追溯重述，同时就投资者诉讼事项合理计提预计负债 100 万元，自 10 月 20 日起公司股票已撤销其他风险警示（ST 摘帽）。另外，公司在今年 7 月发布激励计划：拟授予激励对象的股票期权 3300 万份，每份期权对应购买一股的权利，约占草案公布日总股本的 5.45%；其中，首次授予股票期权 2640 万份（占拟授予期权总数的 80%），行权价格为 9.27 元/份；同时，公司预留 660 万份期权；而首次授予股票期权的业绩考核为每次行权满足当年营收或利润考核条件之一即可，2026 年收入同比增长≥6%，或净利润实现扭亏为盈；2027 年营收或净利润同比增长≥6%；2028 年营收或净利润同比增长≥6%。

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 50.3/54.1/59.6 亿元，分别同比-7.9%/+7.6%/+10.2%；就主要业务而言，预计 2026-2028 年卤制食品营收分别为 39.3/41.6/45.7 亿元，同比分别为-12.5%/+5.9%/+9.9%，其中预计卤味食品批发（传统门店）营收分别为 32.1/30.4/30.7 亿元，同比分别为-18.2%/-5.5%/+1%，同时期卤味 2B 渠道营收分别为 2.9/3.4/4.0 亿元，同比增速分别为+10%/+15%/+20%。

利润端，伴随公司规模效应释放与内部经营效率提升，我们预计公司净利润率逐步恢复，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.1/3.1/4 亿元，同比表现分别为扭亏为盈/+48%/+31.6%。

4.2. 相对估值

我们选取卤味食品行业其他知名品牌企业周黑鸭、煌上煌、紫燕食品作为可比公司，根据 ifind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值约为 24 倍。公司治理结构改善，经营调整蓄势新店型，有望进入新的成长周期，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 19：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE		
		2026-10-30	26E	27E	28E	26E	27E	28E
1458.HK	周黑鸭	0.78	0.08	0.10	0.12	9	8	7
002695.SZ	煌上煌	10.79	0.24	0.29	0.34	44	37	32
603057.SH	紫燕食品	17.26	0.91	1.10	1.25	19	16	14
平均						24	20	17

资料来源：ifind，华源证券研究所
注：EPS 单位为元/股，可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期；收盘价单位都是人民币元

5. 风险提示

食品安全风险：若上市公司出现较大的食品安全问题，则将对收入和品牌形象带来较大冲击。

行业竞争加剧风险：随着越来越多的市场参与者进入，行业竞争加剧或导致销售、盈利不及预期的风险。

原材料价格波动风险：若上游原材料涨价且无法传导至终端消费，或会影响公司整体利润率水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,003	755	812	1,166
应收票据及账款	195	152	163	180
预付账款	92	80	86	94
其他应收款	96	73	79	87
存货	800	778	832	912
其他流动资产	64	62	64	67
流动资产总计	**2,250**	**1,899**	**2,036**	**2,506**
长期股权投资	2,210	2,280	2,310	2,335
固定资产	2,289	2,236	2,225	2,191
在建工程	660	560	395	230
无形资产	361	340	325	309
长期待摊费用	36	26	14	2
其他非流动资产	348	350	349	347
非流动资产合计	**5,905**	**5,792**	**5,618**	**5,415**
资产总计	**8,155**	**7,692**	**7,654**	**7,921**
短期借款	586	351	76	0
应付票据及账款	579	500	535	586
其他流动负债	835	585	618	676
流动负债合计	**1,999**	**1,436**	**1,229**	**1,262**
长期借款	166	133	100	66
其他非流动负债	113	113	113	113
非流动负债合计	**280**	**246**	**213**	**180**
负债合计	**2,279**	**1,683**	**1,442**	**1,442**
股本	606	606	606	606
资本公积	2,440	2,440	2,440	2,440
留存收益	2,896	3,041	3,256	3,539
归属母公司权益	5,942	6,087	6,302	6,584
少数股东权益	-66	-78	-90	-105
股东权益合计	**5,876**	**6,009**	**6,212**	**6,479**
负债和股东权益合计	**8,155**	**7,692**	**7,654**	**7,921**

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,467**	**5,033**	**5,413**	**5,963**
营业成本	**3,843**	**3,759**	**4,020**	**4,405**
税金及附加	62	45	49	54
销售费用	546	483	487	537
管理费用	494	453	433	417
研发费用	45	40	43	48
财务费用	22	25	12	2
资产减值损失	-85	-40	-27	-30
信用减值损失	-6	-6	-6	-7
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-50	79	39	34
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	0	6	6	6
其他收益	18	15	15	15
营业利润	**331**	**282**	**396**	**520**
营业外收入	11	20	20	20
营业外支出	324	30	17	15
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	**18**	**272**	**399**	**525**
所得税	225	76	104	136
净利润	**-207**	**196**	**295**	**388**
少数股东损益	-16	-12	-12	-16
归属母公司股东净利润	**-191**	**207**	**307**	**404**
EPS(元)	-0.32	0.34	0.51	0.67

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	-207	131	248	344
折旧与摊销	348	322	346	371
财务费用	22	25	12	2
投资损失	50	-79	-39	-34
营运资金变动	442	-226	-12	-7
其他经营现金流	112	87	57	54
经营性现金净流量	**768**	**259**	**613**	**730**
投资性现金净流量	**-134**	**-152**	**-143**	**-143**
筹资性现金净流量	**-346**	**-355**	**-413**	**-233**
现金流量净额	**285**	**-248**	**57**	**354**

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	-12.62%	-7.94%	7.57%	10.16%
营业利润增长率	-28.28%	-14.84%	40.42%	31.28%
归母净利润增长率	-184.11%	208.55%	47.97%	31.57%
经营现金流增长率	-29.72%	-66.24%	136.63%	18.96%
盈利能力				
毛利率	29.70%	25.31%	25.74%	26.14%
净利率	-3.79%	3.89%	5.45%	6.51%
ROE	-3.22%	3.41%	4.87%	6.13%
ROA	-2.34%	2.70%	4.01%	5.10%
估值倍数				
P/E	-34.10	31.42	21.23	16.14
P/S	1.19	1.29	1.20	1.09
P/B	1.10	1.07	1.03	0.99
股息率	0.00%	0.95%	1.41%	1.86%
EV/EBITDA	21	11	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。
本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。
本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；
投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。