

食品加工

证券研究报告

2021年08月16日

紫燕食品：佐餐卤制品领军者，产能拓展+全渠道融合+强供应链构筑公司行业壁垒

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

深耕近三十年，成为卤味熟食行业佼佼者

紫燕食品主要从事卤制食品的研发、生产和销售，主打以鸡、鸭、鹅、猪、牛、蔬菜、水产品、豆制品等为原料的卤制品。形成了“以鲜货产品为主，预包装产品为辅”的上百种精选卤制产品矩阵，应用场景以佐餐消费为主，休闲消费为辅。此次募资有望帮助公司进一步扩大产能，提升公司营销与研发能力。

卤味食品行业迅猛发展，佐餐卤制品前景向好

卤制食品主要分为佐餐类与休闲类两种，公司主要经营佐餐卤制食品，具有较强的刚性需求属性，公司以可直接食用、保质期较短的鲜货产品销售为主。卤制食品其便捷、口味佳、营养高等属性契合了人们对于品质生活的追求以及快节奏的生活方式，先进的冷链运输以及食品保鲜能力同时扩大了其运输半径。此外，佐餐类卤味龙头企业少、竞争压力相对较小，跨区域经营企业将逐步取代小作坊经营类的企业。

门店加速扩张，强供应链为全国化保驾护航

公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，“公司——经销商——终端加盟门店”的两级销售网络有效加快门店扩张速度，同时降低公司在拓展新市场时时间和成本的不确定性。此外，公司构建了包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等在内的多样化立体式营销网络体系。公司集中采购与地方采购相结合的采购模式，以及全方位的冷链配送体系共同为公司连锁业态构筑壁垒。

门店高速扩张助力营收稳步提升，盈利能力居行业龙头水平

在需疫情对需求端、物流等多方面带来不利因素的影响下，公司营业收入仍保持逐年上升，随着疫情得到控制，2021年业绩较上年将大幅增长。盈利能力方面，公司毛利润逐步提升，各产品毛利率均在2020年有一定上涨。受益于连锁加盟模式，公司销售费用率远低于行业可比公司，期间费用率呈下降趋势，净利率呈明显上升趋势。

投资建议：

紫燕作为卤味熟食行业佼佼者，在佐餐卤制品这一竞争小且空间广阔赛道中形成了丰富的产品线以及雄厚的研发实力，同时，公司两级分销网络有效推动公司跨区域业务布局，在公司产能显著逐渐缓解的趋势下，公司毛利较高的预包装食品有望进一步放量，带动公司盈利能力增长。

风险提示：原材料供应风险、市场竞争加剧风险、销售渠道的管理风险、技术人才流失风险。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《食品加工-行业深度研究:卫龙美味:小辣条造就大玩家,黄金赛道的稀缺性龙头》 2021-05-21
- 2 《食品加工-行业专题研究:线上各平台趋于均衡,线下拓店渠道下沉趋势形成》 2021-05-12
- 3 《食品加工-行业研究简报:粮油行业巨轮,业绩稳健增长》 2020-07-21

内容目录

1. 紫燕食品：深耕近三十年，成为卤味熟食行业佼佼者	5
1.1. 门店数量高速增长进行时，股权集中实行企业家族式管理	5
1.2. 佐餐卤制食品占主导，休闲卤制食品为辅	7
1.3. 扩产能、助营销、搞研发	7
2. 卤味食品行业迅猛发展，佐餐卤制品前景向好	8
2.1. 需求端：卤制品行业持续扩容，餐桌卤味空间广阔	8
2.2. 供给端：技术升级助力卤制食品生产的规模化、自动化和标准化发展	12
2.3. 行业竞争格局分散，品牌间竞争相对缓和	14
3. 门店加速扩张，强供应链为全国化保驾护航	14
3.1. 产品端：产品线丰富，佐餐卤制品赛道方兴未艾	15
3.1.1 主打佐餐卤制食品，预包装产品为辅	15
3.1.2 募资有望释放产能突破限制，研发优势助力公司巩固行业地位	17
3.1.3 佐餐卤制品必选属性强，赛道竞争小，空间广阔	19
3.2. 渠道端：线下开店高速进行时，线上拥抱新零售，加速全渠道融合	20
3.3. 供应链端：各生产基地联动及完善的冷链配送网络保障产品质量	23
4. 财务分析：门店高速扩张助力营收稳步提升，盈利能力居行业龙头水平	24
4.1. 营业收入持续增长，主营业务突出	24
4.2. 毛利率端：主营业务毛利润逐年增长，各类产品毛利率稳步提升	25
4.3. 费用端：期间费用率显下降趋势，销售费用率位于行业最低	26
4.4. 盈利能力：净利率反超成为行业第一，盈利能力有望进一步提升	28
4.5. 现金流：现金流情况良好，具有较强的主业造血能力	29
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：公司发展经历三个阶段	5
图 2：紫燕百味鸡门店分布	5
图 3：紫燕食品生产基地转移情况	6
图 4：2020 年公司主要产品销售收入占比情况	7
图 5：各类别产品的售价（元/千克）及 YOY	7
图 6：2015-2020 居民人均可支配收入（元）	9
图 7：2015-2020 居民人均消费支出（元）	9
图 8：中国佐餐卤制食品行业按零售额计算的市场规模（单位：亿元）	10
图 9：中国城镇人口和乡村人口（单位：万人）	11
图 10：中国休闲及佐餐卤制品市场规模	11
图 11：公司宁国生产基地生产过程温度监测界面展示	12
图 12：公司产品冷链配送车辆监测界面展示	12
图 13：卤制食品行业供应链	13
图 14：2020 年佐餐卤制食品行业前五大品牌市场份额	14

图 15: 佐餐卤制食品和休闲卤制食品市场份额分布	15
图 16: 公司产品一览 (一)	16
图 17: 公司产品一览 (二)	16
图 18: 2018-2020 公司各类产品收入情况 (万元)	16
图 19: 2020 年各类产品收入 (万元)	16
图 20: 2020 年国内佐餐卤制食品市场前五大品牌市场份额情况	17
图 21: 公司主要产品工艺流程及产品流转图	17
图 22: 2018-2020 公司产能情况 (单位: 吨)	18
图 23: 2018-2020 公司产能利用率	18
图 24: 紫燕销售模式一览图	20
图 25: 2018-2020 主营营业收入按业务模式划分 (万元)	20
图 26: 2018-2020 应收账款 (万元) 及应收账款占营业收入比例	21
图 27: 2018-2020 应收账款周转率	21
图 28: 2018-2020 同行业公司应收账款占营业收入比例	22
图 29: 2018-2020 年预包装产品销售量、其对营业收入的贡献及销售 YOY	23
图 30: 2018-2020 年鲜货产品销售量、其对营业收入的贡献及销售 YOY	24
图 31: 公司 2018-2020 营业总收入 (单位: 万元)	24
图 32: 2018-2020 主营业务收入构成按销售渠道划分 (单位: 万元)	24
图 33: 公司 2018-2020 主营业务收入按产品分类 (单位: 万元)	25
图 34: 2018-2020 主要产品销售量 (吨) 及平均单价 (元/千克)	25
图 35: 2018-2020 主营业收入构成按销售区域划分 (单位: 万元)	25
图 36: 2018-2020 公司主营业务毛利润 (单位: 万元)	26
图 37: 2018-2020 主营业务毛利率按产品类别划分	26
图 38: 2018-2020 可比公司毛利率	26
图 39: 2018-2020 公司各项费用 (单位: 万元) 及期间费用 YOY	27
图 40: 2018-2020 公司各项费用率	27
图 41: 2018-2020 公司及同行业上市公司销售费用率	27
图 42: 2018-2020 公司及同行业上市公司管理费用率	28
图 43: 公司净利润持续增长 (单位: 万元)	28
图 44: 公司净利率增长趋势	28
图 45: 2018-2020 可比公司净利率对比	29
图 46: 公司现金流情况良好	29
图 47: 与其他公司经营现金流和净利润的对比情况	29
表 1: 产品产能利用率	6
表 2: 公司主要产品的销售收入及占比情况 (单位: 万元)	7
表 3: 募资主要用途 (单位: 万元)	8
表 4: 佐餐卤制食品和休闲卤制食品的区别	9
表 5: 小作坊经营模式、跨区域经营模式对比	14
表 6: 佐餐卤制食品与休闲卤制食品对比	15
表 7: 公司主要核心技术	18

表 8：公司正在从事的研发项目及进展情况.....	19
表 9：小作坊经营模式与跨区域经营模式对比.....	19
表 10：2016 年公司销售模式调整前后情况对比.....	21
表 11：国内主要卤制食品企业的主要产品品类及销售模式.....	22

1. 紫燕食品：深耕近三十年，成为卤味熟食行业佼佼者

紫燕食品主要从事卤制食品的研发、生产和销售，主要产品为夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡等以鸡、鸭、牛、猪等禽畜产品以及蔬菜、水产品、豆制品为原材料的卤制食品，应用场景以佐餐消费为主、休闲消费为辅，主要品牌为“紫燕”。

1.1. 门店数量高速增长进行时，股权集中实行企业家族式管理

公司成立以来，经历了如下三个发展阶段：

初创期（1996-1999）：1996年，现紫燕食品董事长钟怀军接手家族企业“钟记油烫鸭”，在南京成立紫燕品牌，并且及时调整品牌定位，避开竞争激烈的以鸭为代表的卤制品市场，进军以“鸡”为原料的卤制品市场，为紫燕食品成为如今卤制品市场的“一鸡独秀”打下坚实基础。

成长期（2000-2015）：2000年，紫燕百味鸡进军上海市场，在上海开设门店。之后，其以上海为中心，向华东各区域辐射，2008年门店数量突破1000家，五代门店形象问世，产品实现全面冷链配送；2012年加强全国战略，门店数量高速增长，截至目前在全国的终端门店数量已超过4300家，实现裂变式的扩张。同时，紫燕食品还在电商时代到来之时迅速入驻天猫、1号店、京东等电商平台，打造多渠道销售优势。

升级拓展期（2016-至今）：2016年，紫燕食品将销售模式从直接加盟式调整为“公司—经销商—终端加盟门店”两级销售网络，并在此基础上实现公司管理模式向集中化、规范化的过渡。2020年7月，紫燕食品完成股份制改造，正式成为股份制公司。

图 1：公司发展经历三个阶段



资料来源：紫燕官网，天风证券研究所

图 2：紫燕百味鸡门店分布



资料来源：盟享加，天风证券研究所

跨区域业务布局逐步完善，门店数量稳步增长。紫燕发源于四川，发展于江苏，总部在上海。目前公司在全国 20 个省、直辖市，100 多个城区开设“紫燕百味鸡”品牌连锁店超 4000 家，建立了多座大型标准工厂。其门店 2001 年突破 500 家，并向华东辐射；2003 年进军华中；2008 年门店突破 1000 家；2012 年加强全国化战略；2018-2020 年门店分别突破 2000、3000、4000 家，近年来门店扩张迅速。根据大众点评统计，2020 年底紫燕门店数量超过 4700 家，其中江苏超过 1000 家，上海、山东、安徽门店在 500 家左右，江西、四川、浙江、重庆、河南门店在 200 家左右，其成熟市场主要布局在华东、华中和川渝。同时，为解决公司产能自 2018 年以来处于满负荷状态的问题，公司对各区域生产基地进行了集中化整合，逐步开设新的大型生产基地，将产能较低的老的生产基地的产能逐步转移至临近的大型生产基地，形成了目前以宁国、武汉、连云港、山东、重庆等 5 家工厂辐射全国的产能布局。

表 1：产品产能利用率

项目	2020	2019	2018
产能（吨）	58,200.00	43,000.00	43,800.00
卤制食品产量（吨）	52,747.87	51,000.32	45,044.16
产能利用率	90.63%	118.61%	102.84%

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 3：紫燕食品生产基地转移情况



注：红点表示老工厂，绿点表示新工厂。

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

钟怀军、邓惠玲、钟勤川、钟勤沁、戈吴超五人直接及间接合计控制公司 88.58%的表决权从而共同控制紫燕食品。其中，钟怀军和邓惠玲系夫妻关系；钟勤川为钟怀军和邓惠玲之子、钟勤沁为钟怀军和邓惠玲之女；戈吴超系钟勤沁的丈夫。钟怀军直接持有公司 18.50% 的股份并通过上海怀燕、宁国筑巢、宁国衔泥和宁国织锦间接持有公司 2.28% 的股份，合计持有公司 20.77% 的股份并控制公司 23.37% 的表决权，钟怀军的配偶邓惠玲直接持有公司 15.90% 的股份，钟怀军与邓惠玲的儿女钟勤川、钟勤沁通过宁国川沁、宁国勤溯合计持有公司 43.08% 的股份，钟勤沁的配偶戈吴超直接持有公司 6.23% 的股份。钟怀军、邓惠玲、钟勤川、戈吴超、钟勤川合计持有公司 85.98% 的股份并控制公司 88.58% 的表决权，并已签署一致行动协议，是公司的共同实际控制人。

1.2. 佐餐卤制食品占主导，休闲卤制食品为辅

在产品上，公司主打卤制食品，以鸡、鸭、鹅、猪、牛、蔬菜、水产品、豆制品等为原料，结合公司独特的配方和标准化工艺，以川卤口味为基础，揉合粤、湘、鲁众味，形成了“以鲜货产品为主，预包装产品为辅”的上百种精选卤制食品，应用场景以佐餐消费为主，休闲消费为辅。2018-2020年，公司主营业务收入以鲜货产品为主，产品结构稳定。

表 2：公司主要产品的销售收入及占比情况（单位：万元）

产品类别	主要产品	2020 年度		2019 年度		2018 年度		图例
		金额	比例	金额	比例	金额	比例	
		235,978.98	90.31%	224,868.36	92.35%	187,568.01	93.67%	
鲜货产品	夫妻肺片	80,954.60	30.98%	76,525.43	31.43	62,828.41	31.38%	
	整禽类	76,931.54	29.44%	72,232.15	29.66%	58,490.01	29.21%	
	香辣休闲类	34,306.10	13.13%	35,882.31	14.74%	31,970.89	15.97%	
	其他鲜货	43,786.73	16.76%	40,288.48	16.52%	34,278.70	17.12%	
预包装产品		13,850.09	5.30%	8,115.10	3.33%	4,704.74	2.35%	

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 4：2020 年公司主要产品销售收入占比情况



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 5：各类别产品的售价（元/千克）及 YOY



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

1.3. 扩产能、助营销、搞研发

本次发行扣除发行费用后的募集资金拟全部用于公司主营及其相关业务。

战略性扩大产能，优化产品结构，加快全国业务布局。随着居民生活水平的提高、生活节奏的加快，便捷美味的卤制食品市场近年来得到了快速的发展。市场各大卤制食品企业开始或深入拓展下沉市场，针对三四线城市的消费特性，具有刚性消费特点的佐餐卤制食品将有望获得更快的增长。在此双重红利背景下，公司有必要进一步扩大产能，避免因产能不足对公司发展扩张形成的制约。此外，公司目前的优势市场主要集中在华东、华中和西

南地区，尚未形成全国性的社会知名度。未来，公司需以既有市场优势为基础，进一步渗透销售网络密度相对不足的城市，完善全国化门店网络，加快公司品牌在全国的深入布局。

提升公司运营效率，增强研发实力以满足可持续发展需要。近年来，由于受动物疫情或其他自然灾害、养殖成本、通货膨胀、市场供需等因素的影响，原材料的价格出现了一定的波动。因此，公司有必要通过原材料库存应对成本波动周期。募集资金后公司仓储基地建设项目将建成一座覆盖常温、冷藏/冷冻温层的大型原材料仓储基地，通过提高原材料库存管理能力加强成本管控。同时，随着卤制食品行业的升级发展，企业为了寻求更大的市场发展空间，对新产品、新工艺、新配方的开发和应用越来越深入。公司将打造一个集工艺设备研发创新、产品检验检测、研发人才培养、技术成果转化等功能于一体的研发检测中心，提升公司在卤制食品加工领域的综合研发实力，为公司业务的可持续性发展提供技术支撑。

强化信息管理优势，提升公司品牌影响力和消费者认知度。目前，公司信息化建设比较完善，已实现核心业务的全系统化管理，并完成了不同系统之间的集成整合，实现了财务和业务信息一体化。然而，业务规模、产品种类以及加盟门店数量的扩张，叠加以互联网电商平台为主的线上新型消费的迅速发展，都对公司现有信息化管理水平提出了更高要求。公司将推进公司内部流程管理、组织管理的整合升级，提升企业内部协同管理效率，同时对公司信息系统进行升级，实现线上线下系统的整合，优化数据的同步共享。公司还会加强对传统媒体如电视媒体广告投入、社区楼宇广告投放等平面媒体投放，并顺应行业发展趋势加大移动互联网等新媒体广告投入，从而进一步提高公司品牌影响力和消费者认知度。

表 3：募资主要用途（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金投资金额（万元）
1	宁国食品生产基地二期	24,940.00	24,940.00
2	荣昌食品生产基地二期	17,148.00	17,148.00
3	仓储基地建设项目	12,609.00	12,609.00
4	研发检测中心建设项目	8,780.00	8,780.00
5	信息中心建设项目	4,498.00	4,498.00
6	品牌建设及市场推广项目	12,000.00	12,000.00
	合计	79,975.00	79,975.00

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

2. 卤味食品行业迅猛发展，佐餐卤制品前景向好

2.1. 需求端：卤制品行业持续扩容，餐桌卤味空间广阔

卤制食品是以畜禽肉类、蔬菜、豆制品、水产品等食材，通过卤煮加工使其具有“色、香、味、型”俱全的特点。卤制品加工过程集煮制与调味二者于一身，煮制是对原料用水、蒸汽、油炸等加热方式进行加工的过程，调味是根据卤制品品种和调味料的特性和作用关系加入特定调味料的过程，上述过程奠定了产品的外观、色泽、口感、风味、鲜味及香气。

中国的卤味文化源远流长，目前随食品工业技术发展增长迅速。夏商时期卤烹便初具雏形，时人将盐香料等调味品置于铜器炊具中，加水与食物煮熟后用刀分割食之。在各地饮食文化不断发展与碰撞中，中国传统卤味工艺不断吸收、纳新，卤制用料不断丰富，卤制食品从口味上已发展出川卤、粤卤等多种卤制风味。其中，川卤属五香味型中最大宗的一类，具有耙、软、味美浓香、老少皆宜、携带食用方便等特点。国人对川卤的喜爱由来已久，西晋人常璩所著的《华阳国志》在追述当时饮食习俗就有“尚滋味，好辛香”的记载。随着食品工业技术的快速发展，至 20 世纪 90 年代，川味美食已经具有相当的市场规模，普及度越来越高。经过三十多年的发展，作为川味美食重要组成部分的川卤通过川渝地区企业家们的产业化运营逐步走向全国，闻名于中国的大江南北，成为近年来流行的佐餐、休闲食品之一。

按产品定位和消费场景划分，卤制食品主要可分为佐餐卤制食品与休闲卤制食品。佐餐卤

制食品的定位是作为凉菜用于佐餐；休闲卤制食品主要定位是休闲、娱乐。经过多年的发展，行业内主要的规模化佐餐卤制食品企业有江苏卤江南食品有限公司、廖记食品连锁股份有限公司、上海留夫企业管理咨询有限公司、河南九豫全食品有限公司等，国内以生产、销售休闲卤制食品为主的企业有煌上煌、绝味食品、周黑鸭、上海顶誉食品有限公司等，公司的产品以佐餐卤制食品为主，休闲卤制食品为辅。

表 4：佐餐卤制食品和休闲卤制食品的区别

项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	休闲、娱乐
消费场景	正餐	多为品牌连锁店经营
品牌效应	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存	多为品牌连锁店经营
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流较旺的地区（社区、商场、交通枢纽、公园景点等）
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄等为主，以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等
代表品牌	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等	周黑鸭、绝味、煌上煌等

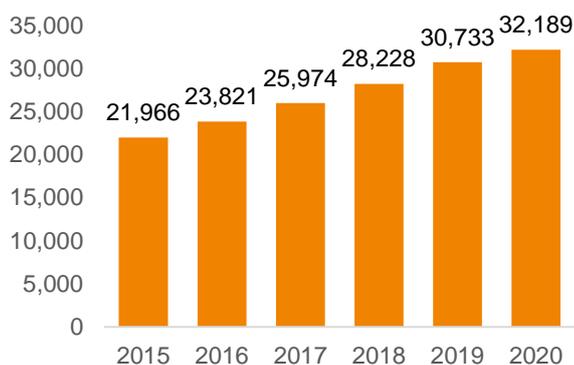
资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

卤制食品历史悠久、品类丰富，但市场十分分散，且不同区域存在一定的口味差异和消费偏好，对行业内企业做大做强带来较大的挑战。长期以来卤制食品，尤其是佐餐类卤制食品经营者多为个体工商户，通过“路边摊”“夫妻店”等方式经营，经营规模较小。20世纪90年代以来，随着自动化生产理念的逐步普及、食品保鲜技术的进步和冷链物流行业的快速发展，卤制食品正在经历产业化转型，部分优势企业率先实现标准化生产、跨区域布局、品牌化营销、连锁化运营的跨越式发展。未来，随着消费者食品安全意识的逐步提高以及我国食品安全控制标准的进一步提升，相当一部分规模小、技术弱的小规模工厂和家庭作坊式企业市场空间将会逐步萎缩，而规模化卤制食品企业成长空间将会更大。

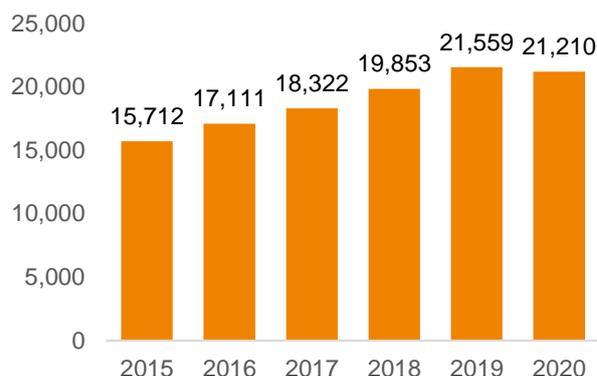
近年来，受益于我国宏观经济的稳定发展，我国居民人均收入水平及消费能力不断增长。根据国家统计局数据，中国国内生产总值由2015年的68.89万亿元增长至2019年的99.09万亿元。上述经济增长带动中国居民可支配收入不断增高，我国居民人均可支配收入由2015年的2.20万元增长至2020年的3.22万元。随着人均可支配收入水平不断上升，我国居民的人均消费支出相应从2015年的1.57万元增长至2020年的2.12万元。我国居民收入水平和消费能力的持续增加，推动了卤制食品市场规模的不断增长，根据紫燕招股说明书，预计2020年至2025年我国卤制食品行业市场复合增长率为10.92%，未来卤制食品行业增长空间较大。

图 6：2015-2020 居民人均可支配收入（元）

图 7：2015-2020 居民人均消费支出（元）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

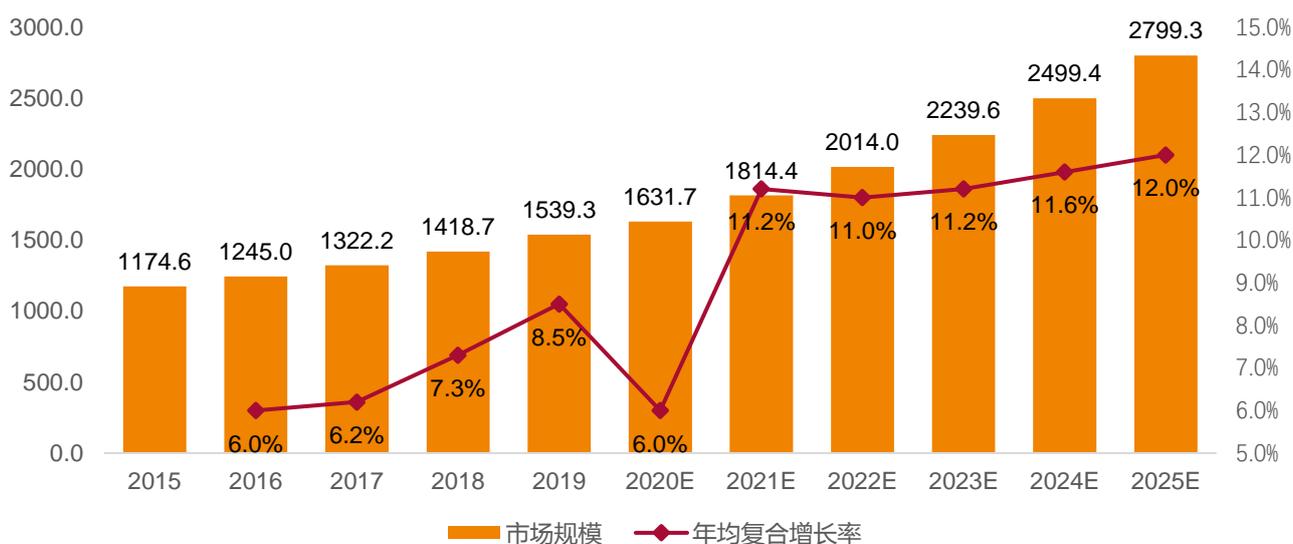


资料来源: Wind, 天风证券研究所

居民收入的提高以及我国城市生活节奏的加快推动了我国居民消费观念以及消费习惯的改变。一方面,随着具有较高收入水平和消费能力的中产阶级不断扩大,人们开始追求高品质生活,消费结构由生存型转向享受型;另一方面,快节奏的生活及工作压力导致职场人员缺乏足够的时间和精力去烹饪耗时较长的菜品。受到上述因素的影响,规模化卤制食品企业所拥有的集中、高效、快捷、安全的“中央厨房”逐渐承担起了家用厨房的重担,让人们在享受便捷生活时,拥有更好的饮食体验和营养搭配。

卤制食品因其便捷、口味、营养等属性,市场规模随着人们生活水平的提升而增长。未来,随着经济增长持续推动消费升级、城镇化率进一步提升、消费理念的变化、配套产业的逐步优化以及新零售模式的快速发展等驱动因素的影响,卤制食品市场规模将获得更快的增长。卤制食品能够很好地迎合现代化的消费需求,我国居民对卤制食品等产品的消费支出将持续增长。同时,随着市场对卤制食品的消费呈现多样化的发展态势,卤制食品行业产品持续改良,产品线不断细分、延伸,已发展出针对家庭、旅游、聚会、办公等场景消费需求开发出更多小包装、礼品化、高品质的高附加值产品,这为卤制食品生产企业扩大销售规模,培育更多主导产品,开发新产品提供了广阔的市场空间。根据 Frost&Sullivan 统计数据以及同行业可比上市公司绝味食品公开披露数据,2020 年中国卤制食品行业市场规模约在 2,500.00 亿元至 3,100.00 亿元之间,其中,佐餐卤制食品行业市场规模预计 2025 年可达到 2,799.32 亿元,2020 年至 2025 年复合增长率为 11.40%。

图 8: 中国佐餐卤制食品行业按零售额计算的市场规模 (单位: 亿元)

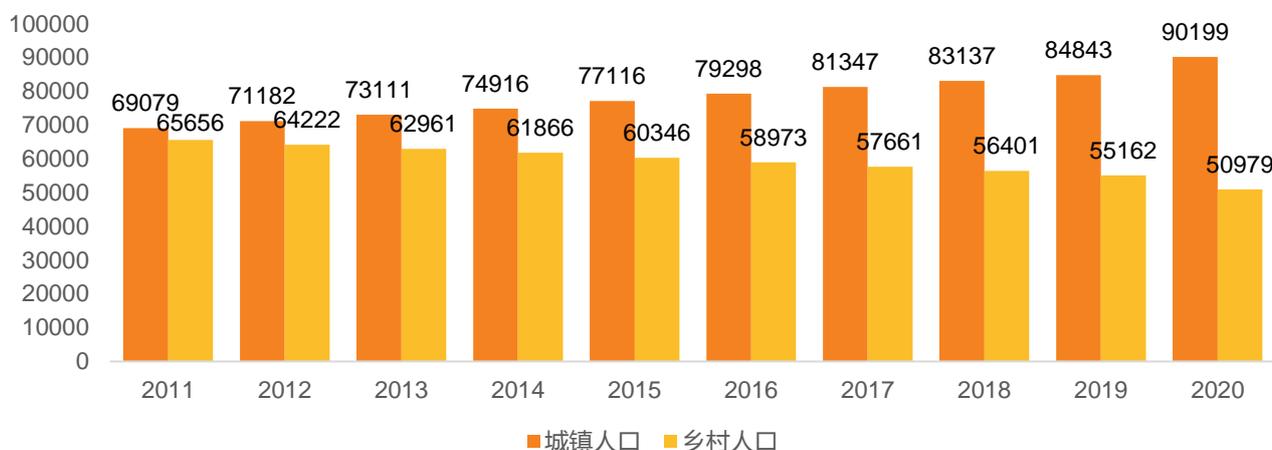


资料来源: 紫燕招股说明书, 天风证券研究所

城镇化率提升, 助推餐饮门店密度上升, 拓宽佐餐卤制品市场前景。卤制食品主要消费群体为城镇人口, 因此城镇人口的持续增加扩大了我国卤制食品的市场拓展空间。根据国家统计局的统计数据, 2011 年我国城镇人口首次超过农村人口, 至 2019 年, 我国城镇人口

进一步增加至 8.48 亿, 占总人口的比重已经达到 60.60%, 与发达国家 75% 的城镇化率相比, 我国未来城镇居民人数还将持续增加, 新进入城镇的群体所带来的消费贡献将推动城镇卤制食品消费的持续增加。从区域来看: 各地区 GDP 均实现稳健增长; 从城市层级来看: 下线城市仍存在广泛的蓝海市场。

图 9: 中国城镇人口和乡村人口 (单位: 万人)

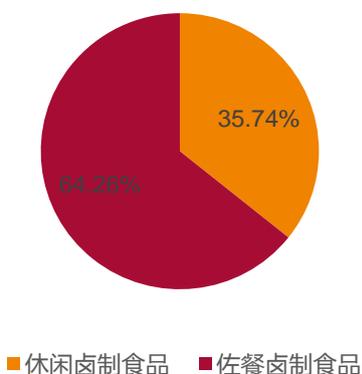


资料来源: Wind, 天风证券研究所

消费理念变化助力卤制食品迈入快速发展赛道, 餐桌卤味的必选属性相较于休闲卤味更强, 未来增长空间更加广阔。近年来, 随着我国经济的快速发展, 我国居民的生活方式及消费理念逐渐发生变化, 对食品消费的新鲜、便捷、卫生、营养等属性需求有所增加, 受益于此, 佐餐卤制食品逐渐渗透至人们的日常饮食中。近年来, 随着人们生活节奏的加快以及对高品质生活的追求, 厨务时间有所减少, 通过购买佐餐卤制食品等便捷化食品以减少家务劳动时间已形成一定的社会化趋势。佐餐卤制食品一方面既具备口味鲜香、食材营养、种类丰富的特点, 又顺应了人们追求方便快捷的心理, 满足了新时代人们的餐食节奏需求, 在为改善居民饮食和营养健康状况提供有力支持的同时, 自身市场规模也获得了快速增长。

相比休闲卤味, 佐餐卤制食品消费具有较强的刚性需求属性, 消费频次较高, 消费者基数庞大, 在中国卤制食品市场中占据大部分市场份额。根据紫燕招股说明书, 2019 年卤制食品中佐餐卤制食品市场规模占比达 64.26%, 占据卤制食品主要的市场份额。

图 10: 中国休闲及佐餐卤制品市场规模



资料来源: 紫燕招股说明书, 天风证券研究所

新零售模式的发展推动卤制食品市场需求的进一步增长。近年来, 在消费升级和技术升级的驱动下, 以消费者为核心, 以提升效率、降低成本为目的, 以技术创新为驱动, 要素全面革新的新零售模式应运而生。新零售模式的出发点在于为消费者创造价值, 越来越多的卤制食品企业通过大数据分析、融合线上线下业态等方式, 来逼近消费者内心、降低成本, 从而回归这一出发点。随着卤制食品行业的不断发展和深入, 卤制食品的流通渠道由传统

的单店小作坊经营模式发展到现今多层次、多渠道销售并存的状态。目前，国内卤制食品销售渠道包括线上渠道及线下渠道。其中，线下渠道主要有连锁门店、经销商、商超、街边店铺、团购等，线上渠道主要有线上 B2C 渠道、线上 B2B 渠道、线上直播带货以及 O2O 渠道等。卤制食品企业通过不断完善线上线下的全渠道网络建设，从而最大程度地覆盖消费者的主要生活场景，形成线上线下多触点、多维度、多内容、多品类的新零售经营业态。同时，通过对销售数据及市场需求的分析，卤制食品企业得以更清晰地了解消费者偏好特征，实现更具针对性的产品开发、品牌推广，与消费者形成双向互动，增强需求转化效果和品牌忠诚度，实现采购、开发、生产、销售全链条的良性循环。在新零售业态的浪潮中，卤制食品企业通过不断完善线上线下全渠道销售网络建设，打通空间壁垒、习惯壁垒及数据壁垒，全面、快速、准确地接触和了解消费者，在提升运营效率的同时，更好的承接和转化消费需求，从而实现行业的快速发展。

2.2. 供给端：技术升级助力卤制食品生产的规模化、自动化和标准化发展

标准化生产流程和现代化工艺构建高标准基础。随着行业的不断发展以及行业内企业的持续探索，我国卤制食品的生产技术水平在不断提升，卤制食品生产的规模化、自动化以及标准化水平也不断提高。早期的卤制食品生产以家庭小作坊为主，生产效率低且安全卫生得不到保证。随着行业生产技术的不断发展，各种机器设备先进程度的不断提升，以标准化生产流程及现代化工艺控制为基础的“中央厨房”将逐步替代家庭式小作坊，在提升全行业生产效率的同时，也保障了产品质量的可靠性、品质的高标准，为行业内企业的规模化、连锁化发展奠定了坚实的基础。

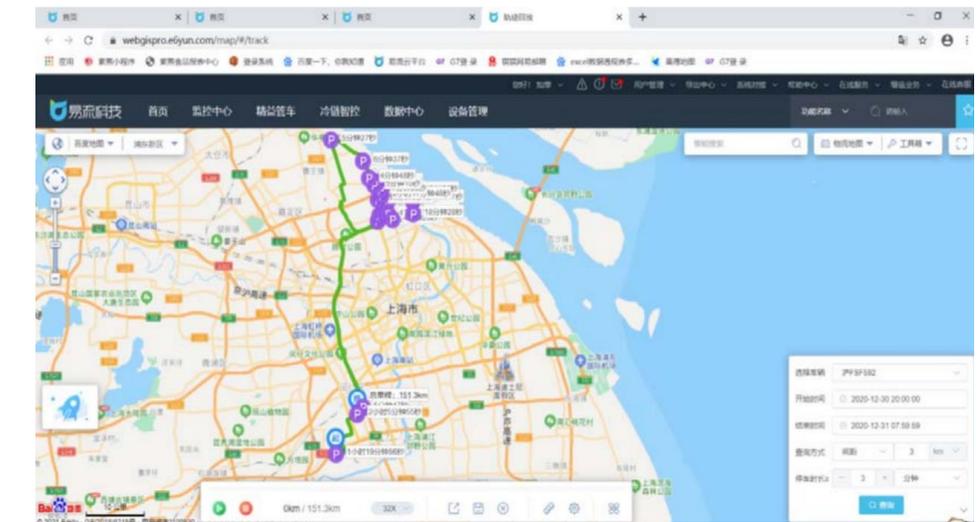
图 11：公司宁国生产基地生产过程温度监测界面展示

设备号	设备名称	所属车间	所属分线	最近上报时间	当前参数	电量	操作
03020180000118-7	大型搅拌机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:56	-	100%	详情 历史数据
03020180000452	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:55	15.31°C / 79kPa / 10kPa	-	详情
03020180000453	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:52	15.32°C / 90kPa / 8kPa	-	详情
03020180000454	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:54	15.07°C / 89kPa / 2kPa	-	详情
03020180000455	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:51	15.34°C / 89kPa / 12kPa	-	详情
03020180000456	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:53	15.25°C / 87kPa / 8kPa	-	详情
03020180000457	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:52	15.50°C / 82kPa / 8kPa	-	详情
03020180000458	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:52	15.09°C / 100kPa / 8kPa	-	详情
03020180000459-5	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:56	-	100%	详情 历史数据
03020180000460-5	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:55	-	100%	详情 历史数据
03020180000461	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:52	16.22°C / 89kPa / 8kPa	-	详情
03020180000462	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:53	15.00°C / 100kPa / 2kPa	-	详情
03020180000463	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:53	15.00°C / 92kPa / 8kPa	-	详情
03020180000464	中气调成机	中德工厂	中德工厂	2021-06-01 15:53	15.32°C / 99kPa / 5kPa	-	详情

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

冷链运输和先进保鲜技术扩大配送范围、实现销售渠道的多元化发展。此外，我国物流行业冷链运输的快速发展以及先进保鲜技术的推广应用，资料来源有效地扩大了配送范围，提升了产品配送效率，保障了食品安全，从而有效提升卤制食品行业销售网络的铺设和市场的反应速度，为卤制食品行业的发展创造了极为有利的条件。

图 12：公司产品冷链配送车辆监测界面展示



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

供应链配套产业的逐步发展，解决行业瓶颈。供应链为产品流、资金流和信息流的集成，强供应链运营体系为卤制食品跨区域加盟连锁发展提供了重要保障。近年来，随着国家对食品生产及流通环节的质量保障要求有所提高，规模化生产技术、仓储物流体系以及食品保鲜技术等供应链配套产业取得了长足的进步，为卤制食品行业的发展提供了有利的保障。在生产技术方面，伴随着标准化、自动化、真空快速冷却、巴氏杀菌、真空包装等先进技术的推广应用，传统的生产工艺和效率得到了优化和提升，产品品质也有了较大幅度的提高。在仓储物流方面，我国物流行业冷链运输的快速发展以及低温保鲜、高压保鲜等先进保鲜技术的推广应用，有效地提高了企业网络覆盖广度和深度，扩大了配送范围，提升了产品配送效率，保障了食品安全，解决了束缚行业发展的瓶颈性问题，为卤制食品行业的发展创造了有利条件。

图 13：卤制食品行业供应链



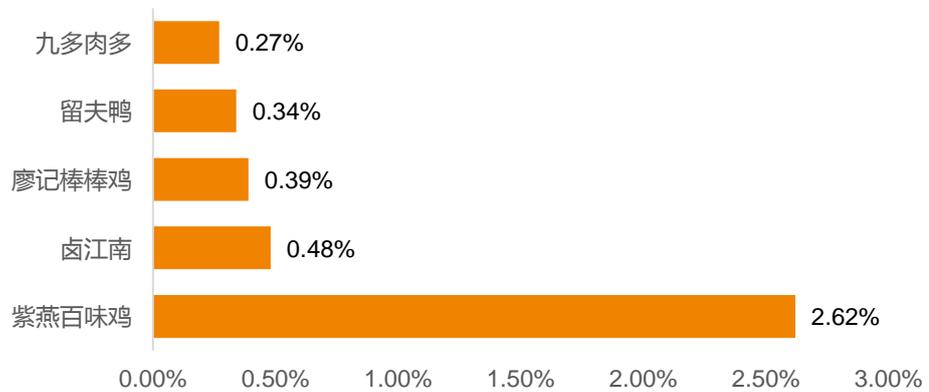
资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

销售渠道的多元化拓展，拓宽市场规模。近几年，随着仓储物流体系的逐步完善及食品保鲜技术的快速发展，卤制食品行业品牌企业持续进行连锁经营扩张，不断拓展门店网络，推动卤制食品市场进一步渗透至三四线城市，从而培养了新兴消费人群的佐餐卤制食品消费习惯，市场消费群体不断扩大。与此同时，随着互联网销售模式的迅速普及，卤制食品的销售渠道将更加多元。除 B2C 模式、B2B 模式等网络销售渠道外，随着外卖行业近几年的高速发展，卤制食品市场也在此环境下得到了更大的发展动力，与外卖平台的合作进一步促进了门店订单数量和销售额，从而促进了中国卤制食品市场规模的进一步扩大。

2.3. 行业竞争格局分散，品牌间竞争相对缓和

佐餐卤制品龙头企业少。目前，佐餐卤制食品领域的市场竞争更多源自于规模企业对于小微作坊式企业的挤压，品牌企业间竞争相对缓和。在休闲卤制食品领域，由于产品口味丰富度相对较低，工艺偏标准化，进入门槛相对较低，同时随着近年来品牌连锁企业的不断涌现，市场集中度不断提升，品牌企业间竞争更为激烈一些。

图 14：2020 年佐餐卤制食品行业前五大品牌市场份额



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

家庭式小作坊将不断减少。卤制食品企业主要有小作坊经营模式、跨区域经营模式，其中多数企业以小作坊经营模式为主；部分具备规模优势的生产企业逐步实现从小作坊经营模式到跨区域经营模式的转型。以标准化生产流程及现代化工艺控制为基础的“中央厨房”将逐步代替家庭式小作坊，行业集中度未来将有所提升。

表 5：小作坊经营模式、跨区域经营模式对比

经营模式	原材料采购	生产	销售
小作坊经营模式	原材料采购地域性较强，采购品类相对较少	以自主生产为主，主要采用家庭的小灶、铁锅等作为生产工具进行生产，产品品质控制能力差，产品质量单一	就近销售给当地农贸市场或自设门店、自设摊贩等，品牌知名度低
跨区域经营模式	以规模化采购为主，采购品类丰富，原材料品质管控及议价能力较强	生产方式有自主生产、委托加工、OEM 等方式。其中，自主生产主要采用规模化生产方式，工艺水平先进，产能产量较大，产品品种丰富，食品质量控制体系较完善	产品销售突破区域限制，销售渠道丰富，可通过线下门店、商超、经销商以及线上电商平台等渠道实现销售，品牌知名度较高

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

国家产业政策及法律法规的出台推动卤制食品安全质量的提升，部分小作坊企业被迫退出行业。近年来，国家监管部门也在不断出台保障食品安全措施、法律法规等对市场进行规范，持续加大市场管理和处罚力度，强化对市场上不合格小作坊企业、不合格产品和假冒伪劣产品的清理和打击，加速质量管理体系建设，提高全行业的产品质量水平。2017 年 2 月国务院印发《“十三五”国家食品安全规划》提出，全面实施食品安全战略，着力推进监管体制机制改革创新和依法治理，着力解决人民群众反映强烈的突出问题，推动食品安全现代化治理体系建设，促进食品产业发展，推进健康中国建设。在法律法规方面，国家陆续出台和完善了《中华人民共和国食品安全法》《食品经营许可管理办法》《食品生产许可管理办法》等一系列法律法规，对食品的生产、加工、销售等环节进行规范。随着我国食品卫生安全标准进一步提高，相当一部分小作坊企业食品卫和质量安全会因难以达到国家标准而被迫退出市场，从而保障行业整体的健康有序发展。

3. 门店加速扩张，强供应链为全国化保驾护航

3.1. 产品端：产品线丰富，佐餐卤制品赛道方兴未艾

3.1.1 主打佐餐卤制食品，预包装产品为辅

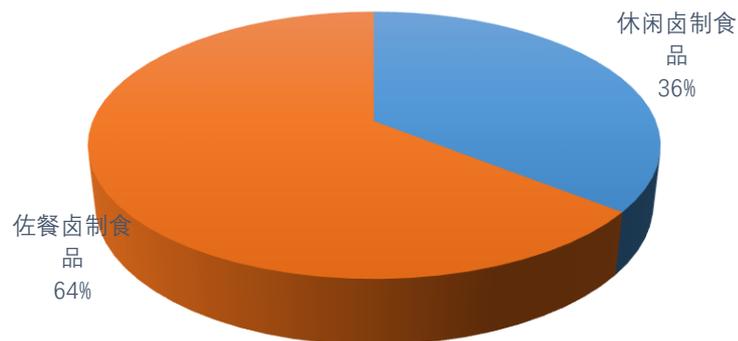
按产品定位和消费场景划分，卤制食品主要可分为佐餐卤制食品与休闲卤制食品。卤制食品是以畜禽肉类、蔬菜、豆制品、水产品等食材，通过卤烹加工使其具有“色、香、味、型”俱全的特点。卤制品加工过程集煮制与调味二者于一身，煮制是对原料用水、蒸汽、油炸等加热方式进行加工的过程，调味是根据卤制品品种和调味料的特性和作用关系加入特定调味料的过程，上述过程奠定了产品的外观、色泽、口感、风味、鲜味及香气。随着居民生活水平的提高、生活节奏的加快，便捷美味的卤制食品市场得到了快速的发展。卤制食品本身起源于餐桌，作为日常饮食消费产品，佐餐卤制食品消费具有较强的刚性需求属性，消费频次较高，消费者基数庞大，在中国卤制食品市场中占据大部分市场份额。根据紫燕招股说明书，2019年卤制食品中佐餐卤制食品市场规模占比达64.26%，占据卤制食品主要的市场份额。

表 6：佐餐卤制食品与休闲卤制食品对比

项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲、娱乐
品牌效应	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存	多为品牌连锁店经营
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流旺盛的地区（社区、商场、交通枢纽、公园景点等）
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄等为主，以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等
代表品牌	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等	周黑鸭、绝味、煌上煌等

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 15：佐餐卤制食品和休闲卤制食品市场份额分布



资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

公司主要产品为卤制食品，以鸡、鸭、鹅、猪、牛、蔬菜、水产品、豆制品等为原料，结合公司独特的配方和标准化工艺，以川卤口味为基础，揉合粤、湘、鲁众味，创造出以夫妻肺片招牌产品、整禽类产品、香辣休闲系列产品等为主的上百种精选美食，覆盖川卤、油卤、鲜卤、糟卤、盐卤、白卤、酱卤、老卤、热卤、冷卤等十大特色卤制风味，应用场景以佐餐消费为主，休闲消费为辅。公司经过三十余年卤制食品行业经验的积累，公司不断在产品风味及生产工艺上吸收、纳新，形成了“以鲜货产品为主、预包装产品为辅”的丰富的产品线，能满足消费者多元化的消费场景需求。公司的鲜货产品是指以散装或者简易包装方式出售的可直接食用的卤制熟食产品，保质期较短，以佐餐应用为主，主要通过

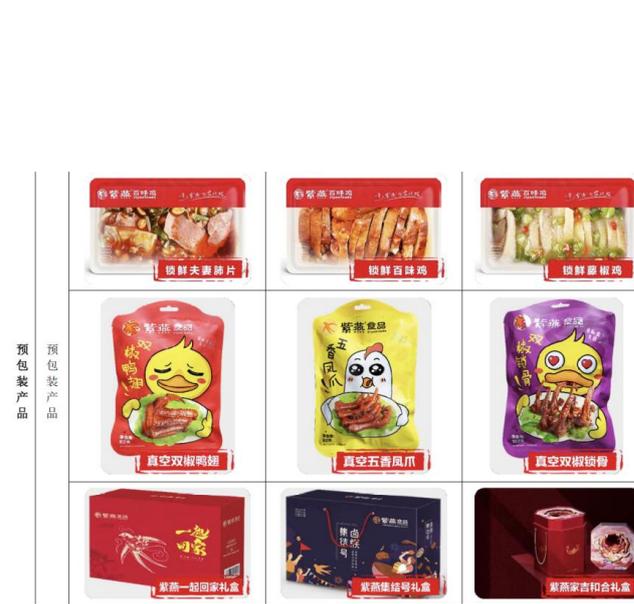
线下连锁门店销售给终端消费者。预包装产品保质期相对较长，公司采用锁鲜技术及真空包装技术逐步将鲜货品种复制到包装产品中，提高产品的便携性，将产品应用拓展至休闲享受及礼品赠送领域。

图 16：公司产品一览（一）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 17：公司产品一览（二）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

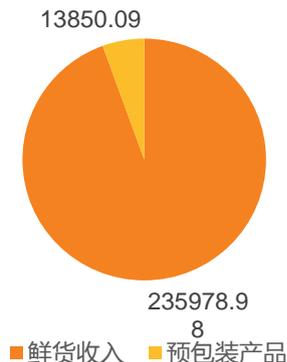
公司主营业务收入以鲜货产品为主，产品结构稳定。2018-2020 年，公司鲜货产品营业收入分别为 187,568.01 万元、224,868.36 万元、235,978.98 万元，预包装产品营业收入分别为 4,704.74 万元、8,115.10 万元、13,850.09 万元，鲜货产品收入保持持续增长。

图 18：2018-2020 公司各类产品收入情况（万元）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

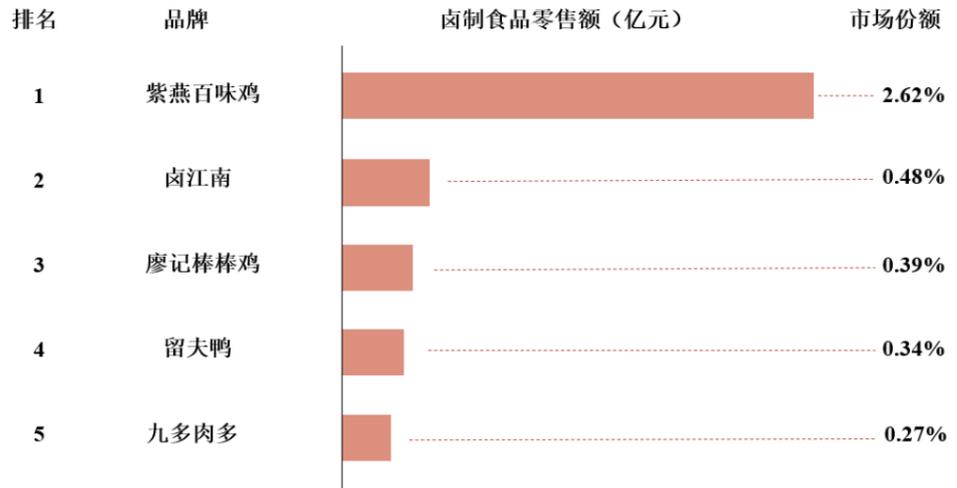
图 19：2020 年各类产品收入（万元）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

2020 年度，公司在佐餐卤制食品市场零售端的占有率为 2.62%。公司产品以佐餐应用场景为主，但目前卤制食品行业已上市的绝味食品、煌上煌及周黑鸭产品主要以休闲应用场景为主。在佐餐卤制食品领域，公司的主要竞争对手为江苏卤江南食品有限公司、廖记食品连锁股份有限公司、上海留夫企业管理咨询有限公司、河南九豫全食品有限公司等。

图 20：2020 年国内佐餐卤制食品市场前五大品牌市场份额情况

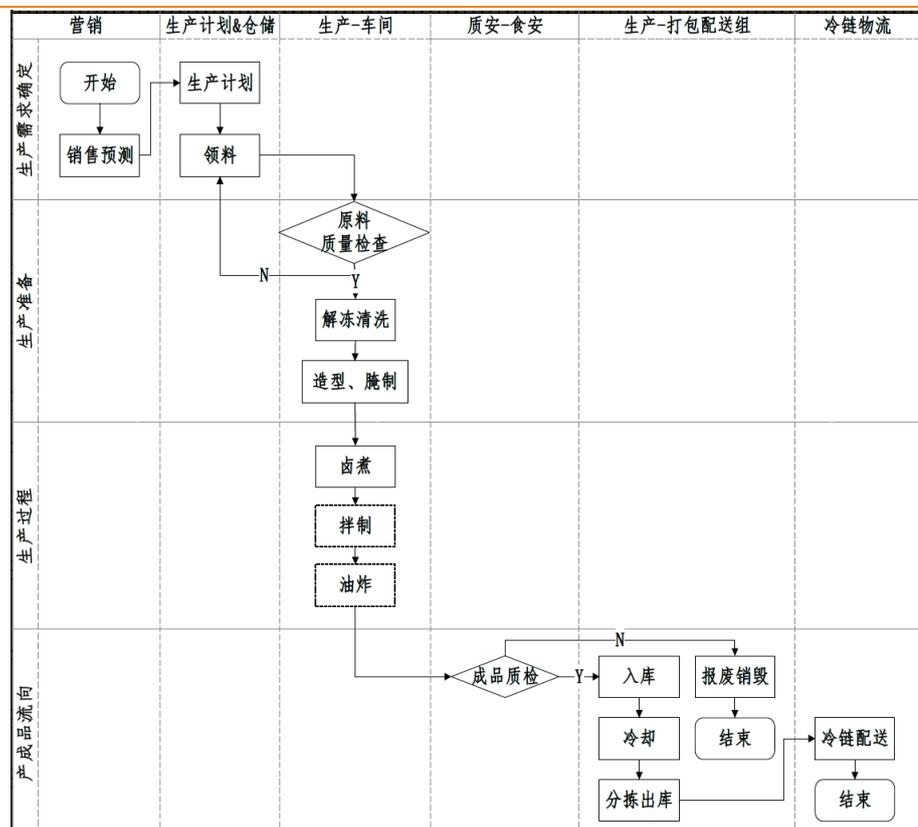


资料来源：Frost&Sullivan，天风证券研究所

3.1.2 募资有望释放产能突破限制，研发优势助力公司巩固行业地位

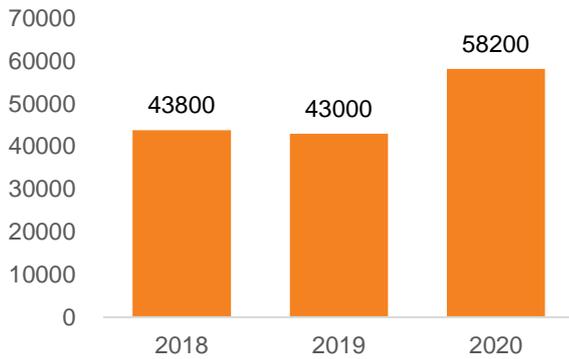
就目前的产能利用率来看，2018 年度及 2019 年度公司产能利用率均处于饱和状态，2020 年得到明显改善，未来数年里仍面临扩大产能的需求。公司卤制食品产能瓶颈主要为煮制环节，煮制环节主要由白水煮制线、夹层锅等机器设备的生产能力决定。以煮制环节产量为基础进行产能测算，2018 年以来，公司产能处于满负荷状态，为支撑公司业务规模的稳定增长，进一步解决公司产能瓶颈问题，提高生产过程的机械化、自动化水平，降低分散化管理成本，公司对各区域生产基地进行了集中化整合，逐步开设新的大型生产基地，将产能较低的老的生产基地的产能逐步转移至临近的大型生产基地，形成了目前以宁国、武汉、连云港、山东、重庆等 5 家工厂辐射全国的产能布局。

图 21：公司主要产品工艺流程及产品流转图



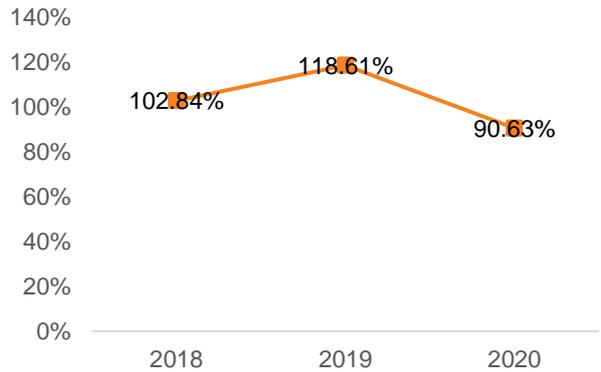
资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 22：2018-2020 公司产能情况（单位：吨）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 23：2018-2020 公司产能利用率



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

公司不断进行研发创新，丰富产品品类，多项专利巩固行业地位。突出的研发能力是公司成为卤制食品领先品牌的重要基础。卤制食品行业的技术水平集中体现在食品配方及加工工艺两方面。食品配方影响到产品的口感、口味，同时决定了产品的营养价值。卤制食品配方难以通过实验室研究直接获得，需要在长期的实践过程中积累，并根据消费者口味的变化及反馈及时对配方进行改良和革新。加工工艺是卤制食品行业技术水平的又一体现，规模化卤制食品企业一般采用中央工厂加工方式，对加工过程中人工操作较多的环节加大了自动化程度，通过使用解冻设备、冷库自动化输送线设备、真空滚揉设备、标准化煮制线设备、自动化包装机、自动发货系统等设备，结合统一、标准、规范化的操作流程，确保产品的质量和品质的统一。

表 7：公司主要核心技术

核心技术名称	技术简介	所处阶段
熟食切割技术	该技术通过一款自主研发、具备相关专利权的实用新型熟食切割装置使得拌于夫妻肺片中的原料食材经切割后的薄厚程度更加一致的效果,从而使产品能够充分、均匀地吸收汤汁,口味得以提升。	大批量应用
熟食输送带保鲜灭菌技术	该技术通过一款自主研发且具备专利权的熟食输送带保鲜灭菌装置,使包装好的食品沿输送带本体输送时,先后经过灭菌段、冷却段,完成灭菌、保鲜;在经过门型架时,通过紫外灯管产生的紫外线完成对包装袋正面灭菌,随后经由包装袋翻身组件将包装袋完成翻身,由后续紫外灯管完成背面灭菌,从而使使得食品袋及食品正反面均被充分灭菌。	大批量应用
夫妻肺片制备工艺技术	根据自主研发的用料配方,按一定比例将各原料切片后在0-4℃下冷藏存放,静置备用;之后加相应辅料及调料混合均匀后得到夫妻肺片。该技术不仅能够保证夫妻肺片色泽美观、口感麻辣鲜嫩,而且食用健康安全,高营养高蛋白,提高了夫妻肺片的食用价值。	大批量应用
百味鸡制备工艺技术	根据自主研发的用料配方,采用肉质新鲜的冰鲜鸡,配以香辛料和调味料,采用先大火煮再微火炖的方式,使整鸡入味,然后在-10±2℃的环境中快速冷却来保证鸡肉的水分不流失。该技术通过恒温油炸技术使产品外观看起来更加金黄有光泽,使顾客更有食欲,生产的百味鸡口感好、肉质鲜嫩、香气四溢;而整鸡从煮制到包装在空气中停留的时间短,也避免了更多的二次污染,延长其保质期。	大批量应用
藤椒鸡专用设备煮制技术	该技术利用新机械结构,通过设置输送组件、煮制组件和冷却消毒组件,输送组件对原料进行输送,使原料依次经过煮制组件和冷却消毒组件处,完成对原料的加工。该技术在需要增加产量时只需让输送组件输送更多的原料,不用再外加煮制设备,从而降低了生产成本。	大批量应用

手撕鸡及其制备工艺	制备方法包括调制用料配方、混料腌制、卤煮、干燥手撕、拌料调制。该技术使手撕鸡在食用时具有良好的嚼劲，且气味香浓，整体具有良好的食用效果。	大批量应用
虎皮鸡爪制备工艺	根据用料配方，将原料浸没于加热的植物油中20-35min 后通过调节油温对其进行油炸；沥油冷却后将该原料放入特制酱汁中进行腌制；最后通过调节温度对其进行加热得到成品。该技术操作方便，使得制备过程绿色环保且成品蛋白质丰富。	大批量应用

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 8：公司正在从事的研发项目及进展情况

项目名称	拟达到的目的	进展情况
香嫩鹅及其生产工艺	解决传统卤制品行业的鹅肉卤制后易干老发涩的技术障碍。	研发/生产阶段
藤椒鸡全自动生产线	从原料清洗、熟化到卤制、造型到包装，达到全程机械自动化，提高食品安全性和生产效率。	研发/生产阶段
酸辣海带丝标准量产制备方法	全程控温，规模化生产，提高口味稳定性，同时环保降排，生产效率提高三倍以上。	研发/生产阶段
汤料灌装生产线	实现焯水、熬制、过滤、管道传输到灌装全自动及全封闭。	研发/生产阶段
辅料切片机	使蔬菜在切割时不会偏移且切割位置准确，以此提高辅料制备效率。	研发/生产阶段
猪瘟的快速检测方法	解决因检测过程中样品内存在少量的脂肪和蛋白质杂质，导致检测容易产生较多误差的问题，从而提高原料安全性。	研发/生产阶段

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.1.3 佐餐卤制品必选属性强，赛道竞争小，空间广阔

佐餐卤制食品消费具有较强的刚性需求属性，消费频次较高，消费者基数庞大。休闲卤制品偏可选消费的属性，通常以鸭脖、鸭锁骨等不具备明显饱腹感的产品为主。餐桌卤味通常作为餐桌上的一个菜品，必选属性更强，通常以具备饱腹感的肉类产品为主，这也使其需求刚性更强，市场空间广阔，广泛应用于餐饮、家庭餐桌上。

跨区域经营企业逐步替代家庭式小作坊，佐餐卤味赛道品牌企业竞争小。卤制食品企业主要有小作坊经营模式、跨区域经营模式，其中多数企业以小作坊经营模式为主；部分具备规模优势的生产企业逐步实现从小作坊经营模式到跨区域经营模式的转型。目前，佐餐卤制食品领域的市场竞争更多源自于规模企业对于小微作坊式企业的挤压，品牌企业间竞争相对缓和。在休闲卤制食品领域，由于产品口味丰富度相对较低，工艺偏标准化，进入门槛相对较低，同时随着近年来品牌连锁企业的不断涌现，市场集中度不断提升，品牌企业间竞争更为激烈一些。因此相比于绝味鸭脖、煌上煌和周黑鸭这三家处于休闲卤味赛道的卤制食品行业上市企业，公司所处的佐餐卤味赛道未来成长性更为可观。

表 9：小作坊经营模式与跨区域经营模式对比

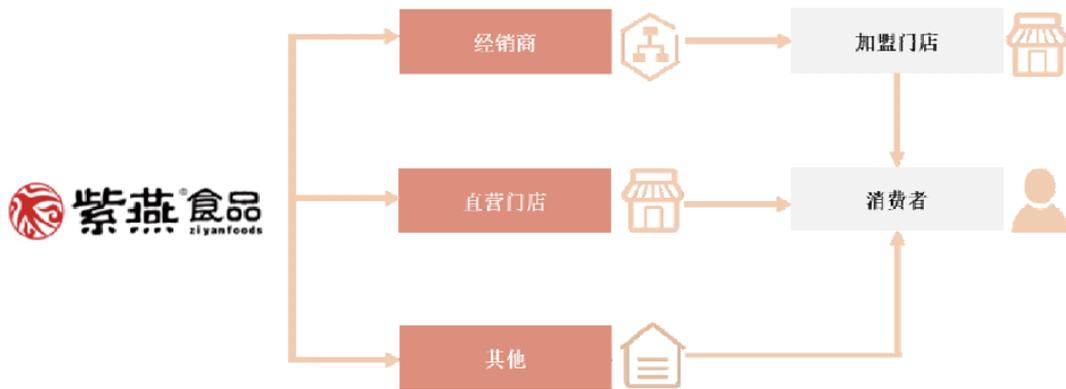
经营模式	原材料采购	生产	销售
小作坊经营模式	原材料采购地域性较强，采购品类相对较少	以自主生产为主，主要采用家庭的小灶、铁锅等作为生产工具进行生产，产品品质控制能力差，产品品质单一	就近销售给当地农贸市场或自设门店、自设摊贩等，品牌知名度低
跨区域经营模式	以规模化采购为主，采购品类丰富，原材料品质管控及议价能力较强	生产方式有自主生产、委托加工、OEM 等方式。其中，自主生产主要采用规模化生产方式，工艺水平先进，产能产量较大，产品品种丰富，食品质量控制体系较完善	产品销售突破区域限制，销售渠道丰富，可通过线下门店、商超、经销商以及线上电商平台等渠道实现销售，品牌知名度较高

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

3.2. 渠道端：线下开店高速进行时，线上拥抱新零售，加速全渠道融合

公司通过多触点销售渠道的配合，实现对各类消费者群体的深度及广度覆盖。公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，直营模式及其他模式占比较小。截至 2020 年 12 月 31 日公司在上海及武汉地区开设了 22 家直营门店。公司对各直营门店拥有控制权，统一财务核算，享有门店产生的利润，并承担门店发生的一切费用开支。公司主要采取经销模式销售，保留少数直营门店主要是出于店铺形象设计、获取消费者反馈、累积门店经营管理经验及人员培训等目的。

图 24：紫燕销售模式一览图



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 25：2018-2020 主营营业收入按业务模式划分（万元）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

公司所处行业为卤制食品零售业，终端销售渠道具有分布范围广、开拓及管理难度大等特点。公司销售模式的形成过程分为三个阶段：

(1) 初创期：公司在发展初期在各区域开设了上海紫燕、武汉川沁、苏州紫燕等独立的区域经营主体，各区域经营主体由区域管理团队进行管理，并负责区域内产品生产及配送、门店开拓及管理等工作。但随着业务规模的扩张，分散化管理模式已不能适应公司的发展及融资需求，公司管理模式逐渐向集中化、规范化过渡。

(2) 成长期：公司自 2010 年起以紫燕有限为母公司，逐步整合各区域经营主体，管理职能从区域管理团队统一收归至母公司，实现集团化运营。在此分散化经营阶段，公司于各个销售区域设立了管理团队，管理团队在各自区域深耕多年，掌握了较多的区域门店资源。

(3) 升级拓展期：2016 年，公司进一步对销售模式进行了调整，将直接加盟模式调整为

“公司——经销商——终端加盟门店”两级销售网络,在主要省/市区域设立经销商发展加盟门店,原管理团队市场开拓及门店管理的职能由经销商替代,且公司鼓励原区域管理人员在销售模式调整过程中从公司离职后成为公司经销商,发挥他们所积累的经验及资源优势,与公司保持较为稳定、长期的合作关系。

表 10: 2016 年公司销售模式调整前后情况对比

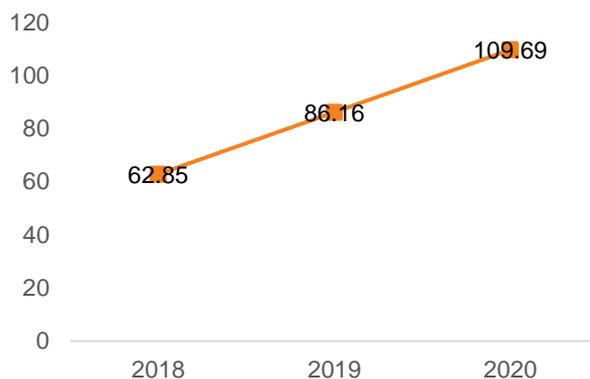
项目	拟达到的目的	进展情况
购销关系	公司以买断式销售的方式将产品销售至直接加盟门店,再由直接加盟门店将产品销售至终端消费者。	公司以买断式销售的方式将产品销售至省/市区域经销商,省/市区域经销商将产品销售至终端加盟门店,再由终端加盟门店将产品销售至终端消费者。
加盟及供货模式	区域经营团队负责区域市场内门店开拓、加盟门店管理以及产品配送。	由集团总部紫燕食品统一进行经销商管理以及加盟体系管理,与经销商、终端加盟门店签订《特许经营合同》以及《单店特许经营合同》,统一制定产品出厂价;各生产基地仅仅承担向加盟门店配送产品职能。
定价机制	各生产基地根据市场竞争情况制定当地终端零售价格。	公司给予经销商一定的毛利空间,在此基础上由经销商结合当地市场情况自主制定向加盟门店批发价、加盟门店终端零售价。公司对于经销商设置的终端零售价进行审批。审批通过后,公司将批发价和终端零售价在中台系统中备案。
加盟门店的日常管理	公司在各地区的子公司履行对所在区域加盟门店的日常监督管理职责,保证加盟门店的经营符合公司对店铺装修、室内设备、终端销售定价、员工培训、对外宣传、市场促销等统一品牌运营管理的相关要求。各加盟门店实行独立核算,自负盈亏,但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。	经销商可以自行设立或发展下游的终端加盟门店,并履行对加盟门店的日常监督管理职责,保证终端加盟门店的经营符合公司对店铺装修、室内设备、终端销售定价、员工培训、对外宣传、市场促销等统一品牌运营管理的相关要求。公司对经销商及其终端加盟门店不具有控制权,各经销商及终端加盟门店实行独立核算,自负盈亏,但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。
市场及门店资源拓展职能	公司各子公司分别负责在各地区市场及门店资源拓展。	各地经销商分别负责在各地区市场及门店资源拓展。

资料来源:紫燕招股说明书,天风证券研究所

经销模式有利于公司对加盟体系进行高效管理与风险控制。在“公司——经销商——终端加盟门店——消费者”两级销售网络下,公司对经销商之间为买断式销售关系,不直接向终端门店销售,公司与终端门店之间的业务关系主要为品牌授权使用以及产品配送。一方面,由经销商具体负责门店管理、监督及决策等工作,公司对经销商进行分级考核,形成高效的经销商管理体制,提高了公司市场开拓和渠道管理的效率;另一方面,公司给予经销商的信用期较短且相对固定,信用政策可以得到更好的落实。公司通过建立完善经销商管理制度,将经销商回款情况列入经销商日常考核体系中,每日与经销商对账和结算,有效防范应收账款回收风险。公司应收账款余额占营业收入的比例与同行业上市公司相比处于行业上游水平,低于绝味鸭脖,与周黑鸭相近,低于煌上煌。绝味鸭脖应收账款占营业收入的比例较低的原因是:绝味食品在各自业务模式下均主要采取先款后货形式进行结算,应收账款规模较低。

图 26: 2018-2020 应收账款(万元)及应收账款占营业收入比例

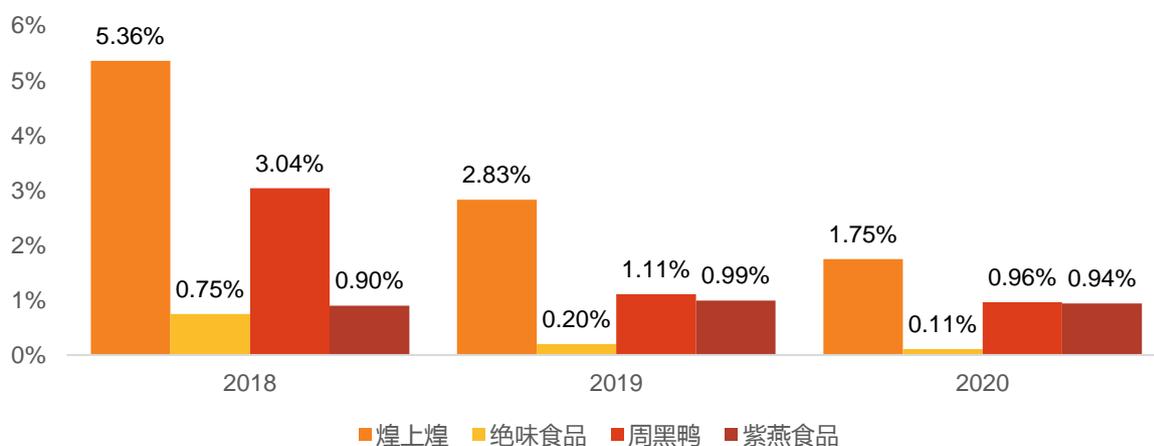
图 27: 2018-2020 应收账款周转率



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 28：2018-2020 同行业公司应收账款占营业收入比例



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

跨区域布局的连锁销售模式有效加快门店扩张速度。在经销模式下，公司将业务重心移至“产品、营销、供应链”中的产品端和供应链端，集中优势力量完成产品研发、质量控制及供应链管理，有利于公司业务规模的快速拓展，极大地提高了公司整体核心竞争力和市场占有率。同时，由经销商负责市场开拓和加盟门店管理，降低了公司营销成本和相关运营成本，同时降低公司自行开发终端加盟门店在时间及成本上的不确定性，降低新区域市场开拓风险，有利于提高公司整体盈利水平和业务规模。2008 年，公司门店数量达到 1,000 家；截至 2016 年底，公司门店数量为 1,929 家；经销模式调整后，公司门店数量得到快速扩张，2018 至 2020 年各年末，公司门店数量分别为 2,871 家、3,539 家和 4,387 家，产品已覆盖 20 多个省、自治区、直辖市内的 110 多个城市。在发展过程中，经销商逐步形成专业化的管理经验，在经营过程中协助公司不断输出品牌文化，进而提高公司的品牌知名度和地域覆盖广度以及深度。

表 11：国内主要卤制食品企业的主要产品品类及销售模式

项目	紫燕食品	绝味食品	煌上煌	周黑鸭
产品定位	佐餐为主	休闲为主	休闲为主	休闲为主
销售情况	夫妻肺片、五香牛肉等畜类产品，百味鸡、藤椒鸡等整禽类产品，各种凉拌素菜等	卤鸭脖、卤鸭翅、卤鸭掌、豆制品、素食、凉菜等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖、豆制品、素食、凉菜、米制品等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖、香干、藕片等
销售情况	以经销模式为主，终端门店多靠近农贸市场、社区和大型商超	主要以加盟门店为主，在品牌推广方面采取的主要措施为门店休闲	以加盟店为主，品牌门店在江西、广东、福建等地区拥有较高的知名度	以自营门店为主，多位于人流较旺的地区（商场、交通枢纽，公园景点等）

		时尚化	
2020年门店数量 (家)	4,387	12,399 (不含港澳台及海外市场)	4,627
			1,755

资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

拥抱新零售渠道，促成多样化立体式营销网络。除连锁经营模式外，公司还同时构建了包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等在内的多样化立体式营销网络体系。2018-2020年，公司抓住行业整体快速增长的发展机遇及第三方电商平台汇集的较大用户流量，迅速进行渠道布局。截至目前，公司于第三方电商渠道方面已经覆盖天猫商城（及天猫超市）、京东（及京东自营）、有赞商城、微信等主流电商平台，实现了对绝大多数网购消费者群体的覆盖。此外，为方便消费者随时随地购买紫燕产品，公司还开展了与盒马鲜生、叮咚买菜为代表的大型O2O生鲜电商的合作。同时，公司还针对批量采购或定制采购需求开设了团购通道，以满足不同层次客户的需求。公司不断完善的多元化销售渠道保障了公司经营的高效性、灵活性以及消费者反馈响应的及时性。随着公司电商、商超等销售渠道的不断扩展，预包装产品种类不但丰富，公司预包装产品销量实现了快速增长。

图 29：2018-2020 年预包装产品销售量、其对营业收入的贡献及销售量 YOY



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

3.3. 供应链端：各生产基地联动及完善的冷链配送网络保障产品质量

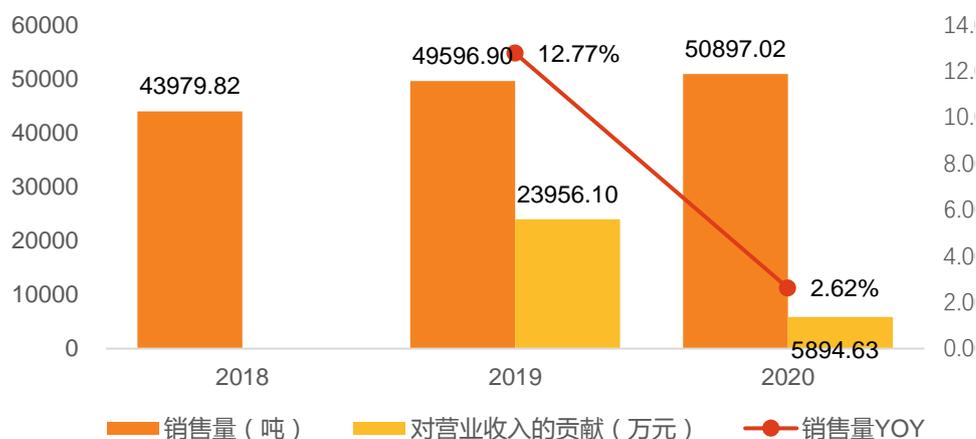
供应链为卤制品全国连锁业态构建强壁垒。卤制品连锁店多以短保的鲜货卤制品为主，保质期短、易变质，需要全程冷链配送，配送半径受限，且上游采购原材料完成生产后，需要根据门店订单配送到不同区域的门店，门店的扩张亦离不开供应链管理体系的支撑。这要求供应链的管理需要有良好的原材料采购及库存管理能力、稳定的产品加工及交付能力、强大的生产与门店销售端的协调能力和配送能力。

在采购方面，采取集中采购与地方采购相结合的采购模式，锁定优质供应商的产能资源及产品价格，保证公司以合理成本获得充足的优质原料。公司主要从外部供应商采购生产所需的原材料，且在长期业务合作过程中，与包括温氏股份、新希望、中粮集团等在内的一批大型供应商就整鸡、牛肉、鸭副产品等主要原材料建立了长期、稳定的合作关系。由于公司在全国有多家生产基地公司采取了重要原材料通过集采平台集中采购和非重要原材料由生产基地分散采购相结合的采购模式。集中采购是指公司总部采购中心根据对主要原材料供应状况和行情走势分析预测，结合各生产基地汇集的需求信息，统一制定相应采购计划，与上游供应商统一商谈合作，有利于公司对品质及成本的有效管控。地方采购是指各生产基地各自筛选附近合适的供应商进行原材料采购，以保证原材料新鲜度以及满足当地特色产品的生产需求，地方采购的原料主要是蔬菜及部分佐料。

在产品供应方面，利用多生产基地及全方位冷链配送体系使销售规模及销售范围快速扩张。公司目前共有 5 个生产基地，形成了以最优冷链配送距离作为辐射半径、快捷供应、最大化保鲜的全方位供应链体系，能达到前一天下单、当天生产、当日或次日配送到店的要求，保证了产品的新鲜程度，实现直接、快捷、低成本的产品配送效果，为公司销售规模的快

速扩张提供了坚实的供应保障。未来随着公司在冷链及食品保鲜技术上的进一步发展，预计其鲜货产品的销售将会突破一定的时间和空间壁垒，销售规模及净利润将会持续增长。

图 30：2018-2020 年鲜货产品销售量、其对营业收入的贡献及销售 YOY



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

4. 财务分析：门店高速扩张助力营收稳步提升，盈利能力居行业龙头水平

4.1. 营业收入持续增长，主营业务突出

2018-2020 年，公司营业收入逐年上升。公司主营业务为卤制产品的研发、生产和销售，主营业务突出，2018-2020 年公司主营业务收入占营收比重维持在 99.40%左右，公司销售收入整体呈逐步增长趋势，2018-2020 年内的 CAGR 为 14.21%。2020 年受疫情影响，在需求端、物流等多方面的不利因素下，公司仍创造了 7.31%的营收增速。随着国内疫情得到有效控制，预计 2021 年业绩较上年将大幅增长。

图 31：公司 2018-2020 营业总收入 (单位：万元)



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

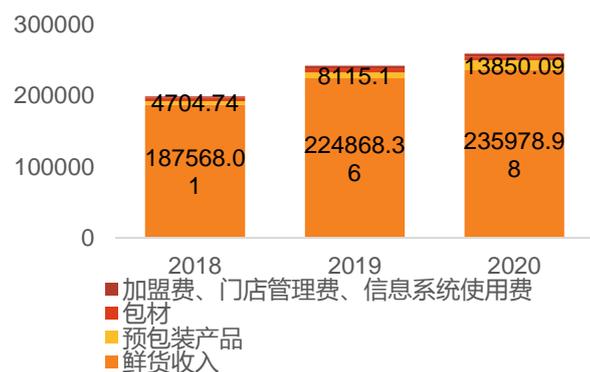
图 32：2018-2020 主营业务收入构成按销售渠道划分 (单位：万元)



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

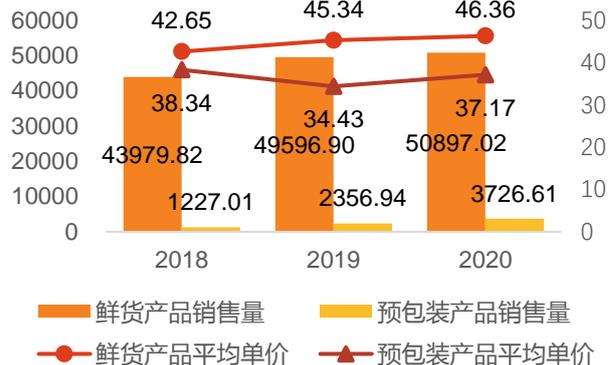
按销售渠道划分，公司主营业务收入主要来源于经销模式，结构占比相对稳定，2018-2020 年占比持续在 94%以上。公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，同时构建了包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等渠道在内的多样化立体式营销网络体系，力求打造全渠道销售模式。2018、2019、2020 年，公司主营业务收入中经销模式收入分别为 189,271.91 万元、232,021.98 万元、245,092.18 万元，占主营业务收入的比例分别为 95.11%、95.72%、94.41%，占比较高。

图 33：公司 2018-2020 主营业务收入按产品分类（单位：万元）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

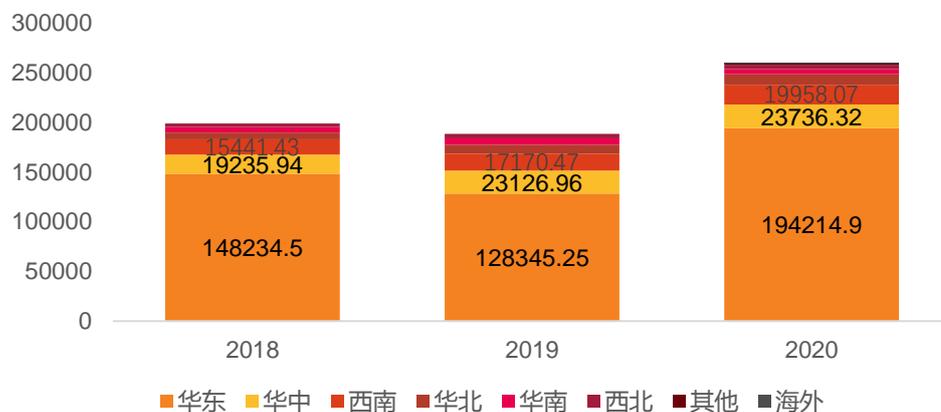
图 34：2018-2020 主要产品销售量（吨）及平均单价（元/千克）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

分产品看，鲜货产品是公司的主要营收来源，预包装食品营收占主营收入之比逐年提升。2018、2019、2020 年，公司鲜货产品营业收入分别为 187,568.01 万元、224,868.36 万元、235,978.98 万元，预包装食品营业收入分别为 4,704.74 万元、8,115.10 万元、13,850.09 万元，公司主要产品收入均保持增长，主要系外部因素和内部因素影响所致。外部因素主要为：随着人们生活水平的日益提高以及城市消费习惯的逐步转变，安全卫生、便捷美味的佐餐卤制食品市场快速增长。内部因素主要为：①公司不断拓展销售渠道。一方面，公司鼓励经销商针对现有市场及新市场进行市场开拓，增加加盟门店数量，增加市场覆盖；另一方面，公司建立电商渠道、商超渠道等多元化营销网络体系，进一步丰富产品销售渠道和产品种类。②公司进行了产能整合，建设了现代化生产基地，在市场快速增长的情况下保障了产能供应，同时实现产品品质和标准化水平的不断提高。③公司与第三方冷链物流公司合作建立了全方位冷链配送体系，增大了工厂的销售半径，为公司销售规模及销售范围的快速扩张提供了坚实的供应保障。

图 35：2018-2020 主营业务收入构成按销售区域划分（单位：万元）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

分销售区域看，公司销售市场以华东地区为主，销售占比稳定在 75%左右；华中地区和西南地区次之。2018-2020 年，公司销售主要集中于华东、华中、西南等地区，主要系公司在该等地区市场开拓历史较长。随着公司生产基地的转移和全国布局战略的落实，未来，公司将持续进入并开拓新市场，进一步降低市场集中度。

4.2.毛利率端：主营业务毛利润逐年增长，各类产品毛利率稳步提升

2018-2020 年公司毛利润逐步提升，分别为 50765.12 万元、61592.06 万元和 67831.83 万元。2020 年公司主营业务毛利润增速相较于 2019 年的 21.33%下降 11.20%至 10.13%，主要是疫情对生产和物流的影响。

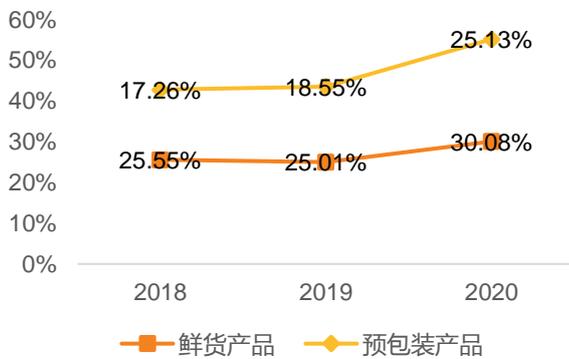
图 36：2018-2020 公司主营业务毛利润（单位：万元）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

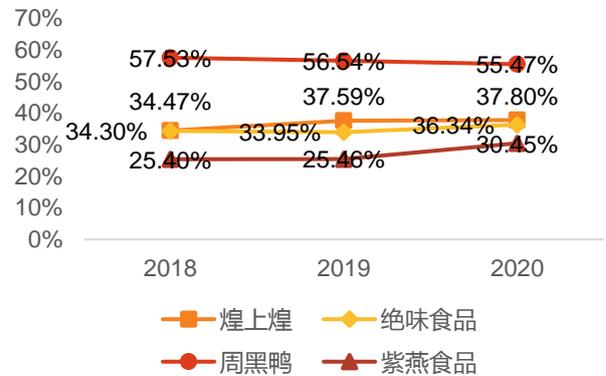
毛利率方面，2018-2020 公司综合毛利率逐年提升，分别为 25.40%/25.46%/30.45%。2019 年，公司综合毛利率水平较 2018 年保持平稳，主要系受到畜类原材料价格上涨和公司产品价格上调两方面因素影响：（1）2019 年受非洲猪瘟疫情等因素影响，畜类原材料价格大幅上涨，导致公司产品成本有所上升；（2）2019 年，公司针对原材料价格上涨的情况，综合考虑市场情况、原材料价格上涨预期先后对产品出厂价格进行了总体上调。2020 年，公司剔除产品配送成本影响的毛利率水平提高较多主要原因系：（1）2020 年，畜类原材料供应逐步释放，公司畜类原材料价格有所回落，导致单位成本有所下降；（2）公司于 2019 年综合考虑市场情况、原材料涨价情况、原材料价格上涨预期先后多次对产品出厂价格进行了上调，价格调整影响于 2020 年进一步显现，导致 2020 年公司平均销售价格有所上升。

图 37：2018-2020 主营业务毛利率按产品类别划分



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 38：2018-2020 可比公司毛利率



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

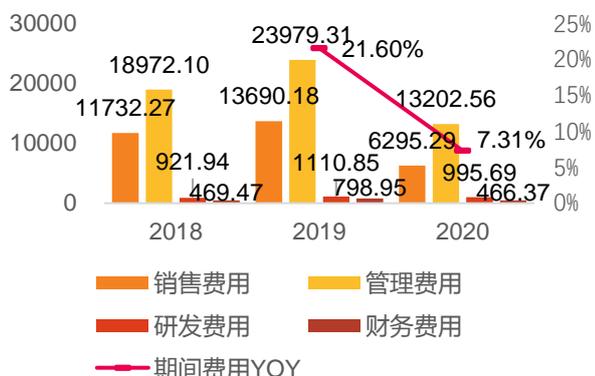
按产品类型分类，公司各类产品的销售毛利率均在 2020 年有一定程度的上升，综合毛利率与可比公司对比并无显著优势。2018-2020 年鲜货产品毛利率（提出运费影响）分别为 22.55%、25.01%、30.08%，2019 年基本持平，2020 年上升较多。2019 年，公司鲜货产品毛利率水平较 2018 年总体保持平稳，主要系受到畜类原材料价格上涨和公司产品价格上调两方面因素影响。同期公司预包装产品的毛利率分别为 17.26%、18.55%、25.13%，且预包装产品收入占营业收入的比例分别为 2.35%、3.33%、5.30%，占比较小，对综合毛利率影响较小。

4.3.费用端：期间费用率显下降趋势，销售费用率位于行业最低

2018-2020 公司期间费用分别为 32095.79/39579.28/20959.90 万元，占当期营业收入的比例分别为 16.03%、16.25%、8.02%，2020 年期间费用率有了显著下降。这主要是因为公司于 2018 年、2019 年对员工进行股权激励，分别确认股权支付金额 5,800.00 万元、12,000.00 万元，使得 2018 年、2019 年管理费用较高。剔除股权支付金额影响后，公司

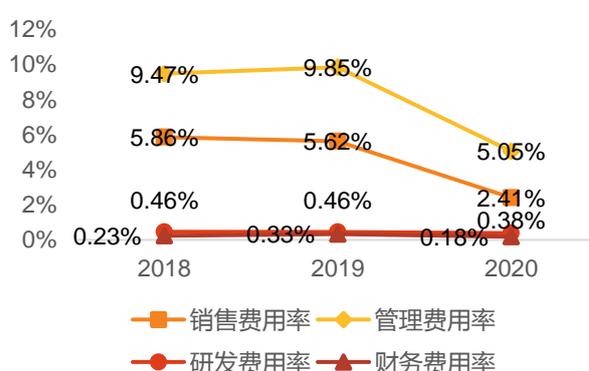
2018、2019、2020 年期间费用分别为 26,295.79 万元、27,579.28 万元、20,959.90 万元，2020 年公司依据新收入准则要求将原计入销售费用的产品运输费用计入营业成本，导致期间费用有所下降。

图 39：2018-2020 公司各项费用（单位：万元）及期间费用 YOY



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

图 40：2018-2020 公司各项费用率

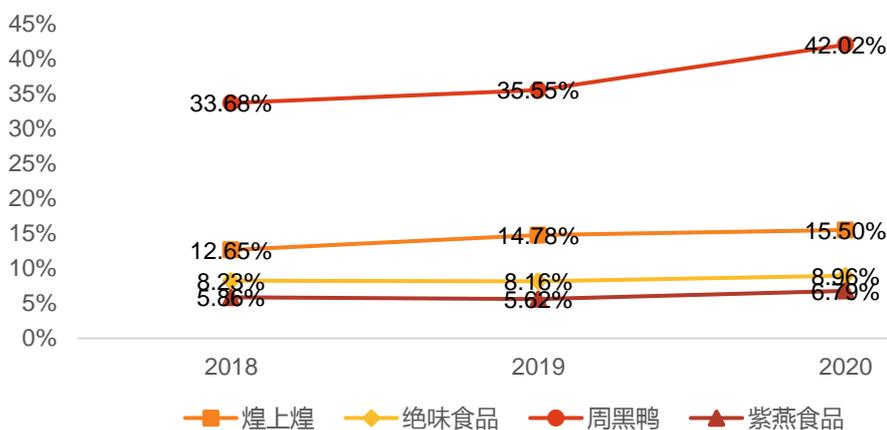


资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

2018 年-2020 年，公司销售费用分别为 11,732.27 万元、13,690.18 万元、6,295.29 万元，占当期营业收入比重分别为 5.86%、5.62%、2.41%。2020 年，公司销售费用大幅下降，主要系公司依据新收入准则要求将此前计入销售费用的产品配送费用计入营业成本所致。

2018-2020 年，公司管理费用分别为 18,972.10 万元、23,979.31 万元、13,202.56 万元，占当期营业收入的比例分别为 9.47%、9.85%、5.05%。2018 年，公司剔除股份支付影响后管理费用及管理费用率均较高，主要系公司 2018 年产生了较多的资产评估费、咨询费等中介机构费用所致。2020 年，受疫情期间停工损失影响和新建生产基地折旧摊销影响，管理费用（剔除股份支付）较 2019 年有所上升。

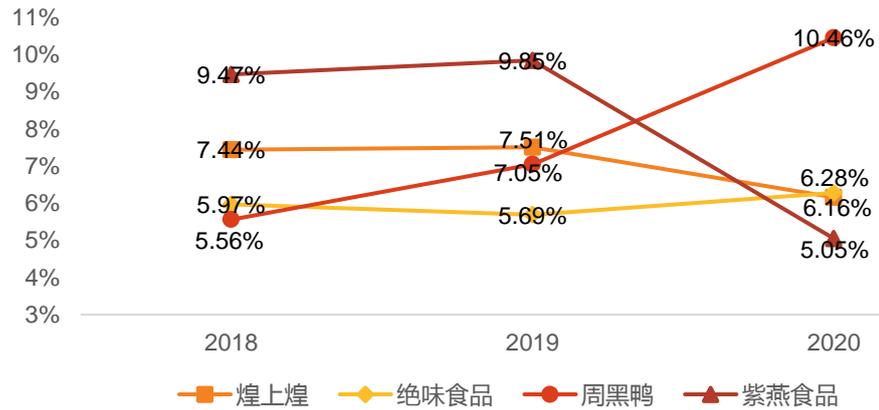
图 41：2018-2020 公司及同行业上市公司销售费用率



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

公司销售费用率远低于行业可比公司，连锁加盟模式助力公司发展。公司采用了“公司-经销商-终端加盟门店-消费者”的两级销售网络，由特许经营商承担主要市场开拓、宣传推广、门店管理的职责，由加盟店承担门店运营成本及营销人员工资，因此销售费用相对较低。同行业公司煌上煌、绝味食品主要采取加盟模式进行销售，直接发展和管理加盟门店，人员薪酬、宣传推广费用相比公司较多；而周黑鸭以直营模式为主，除前述宣传推广及门店管理费用外，其门店运营成本进一步提高了销售费用率。此外，紫燕食品主要产品为佐餐卤味食品，消费场景为正餐，消费者需求刚性要强于定位休闲食品的休闲卤味食品。所选同行业公司均为休闲卤味食品公司，市场竞争较为激烈，要求企业支出较多的销售费用用于品牌宣传及推广。

图 42：2018-2020 公司及同行业上市公司管理费用率



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

公司管理费用率接近同行业公司平均水平，信息系统改善后，管理费用率有望进一步下降。2018-2020 年，公司剔除股份支付影响后管理费用率分别为 6.58%、4.92%和 5.05%，与同行业公司平均水平较为接近，且 2020 年在同行业可比公司中管理费用率已为最低。公司本次募资后将会推进公司内部流程管理、组织管理的整合升级，提升企业内部协同管理效率，同时对公司信息系统进行升级，实现线上线下系统的整合，优化数据的同步共享。未来，管理费用率有望进一步下降。

4.4. 盈利能力：净利率反超成为行业第一，盈利能力有望进一步提升

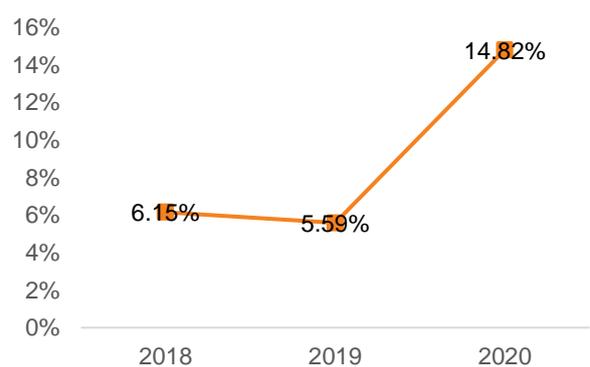
公司归母净利润逐年提升，盈利能力显著。2018、2019、2020 年，公司的净利润分别为 12325.25 万元、13611.70 万元、和 38771.57 万元，2019、2020 年净利润增速分别为 10.44% 和 184.40%。2018-2019 年净利润 CAGR 为 77.36%，显著高于同期总营业收入的 CAGR，主要是因为公司的规模经济性带动公司毛利率增加、期间费用率降低。2020 年，公司净利润增幅达 25099.87 万元，净利率较 2019 年提升 9.23%，主要是因为公司销售费用占比下降，管理费用经调整后也出现大幅下降。

图 43：公司净利润持续增长（单位：万元）



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

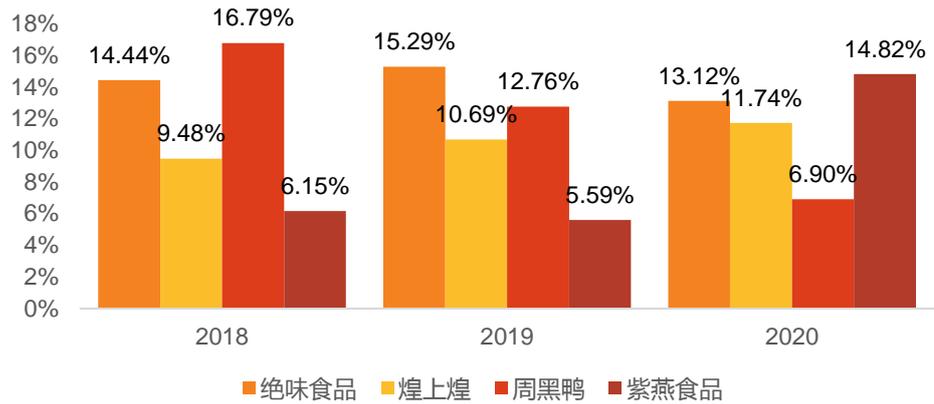
图 44：公司净利率增长趋势



资料来源：紫燕招股说明书，天风证券研究所

与同行业公司相比，尽管 2018、2019 年净利率低于可比公司，但 2020 年反超成为第一。得益于公司门店数量的增多、期间费用率的降低和细分赛道竞争性相对较小，净利率水平已经超过行业龙头绝味鸭脖，成为行业龙头水平。近年来，相较于绝味鸭脖、周黑鸭净利率的下滑，公司净利率的不断上涨也体现出公司盈利能力的延续性良好。

图 45：2018-2020 可比公司净利率对比



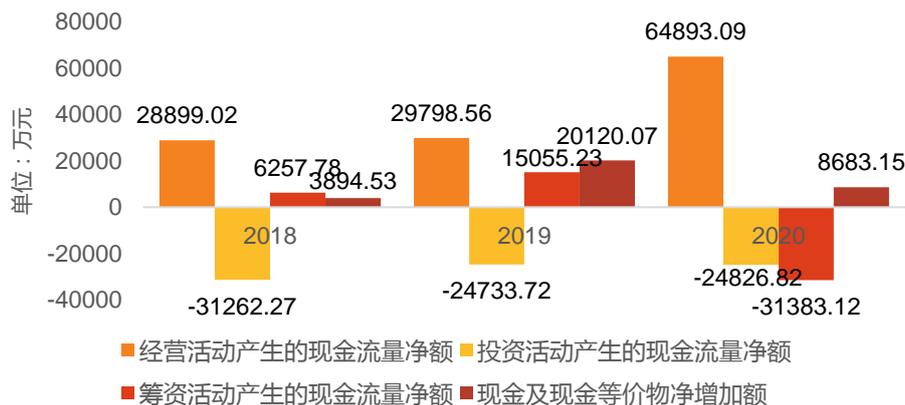
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 现金流：现金流情况良好，具有较强的主业造血能力

从公司的现金流情况来看，公司常年经营活动现金流大于 0，与净利润比值大于 1，这说明公司在主业，也就是卤制食品的研发、生产和销售，具有较强的造血能力；同时企业连续三年投资净现金流为负，证明企业的扩张意愿较为强烈。

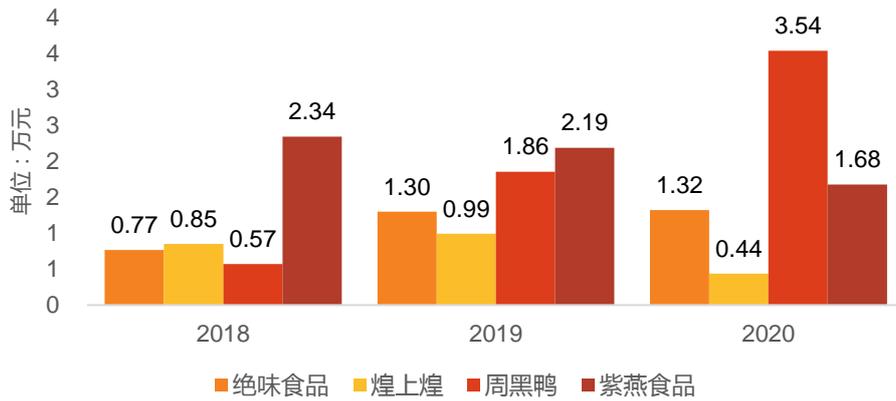
2018-2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 28,899.02 万元、29,798.56 万元、64,893.09 万元，同期净利润分别为 12,325.25 万元、13,611.70 万元、38,771.57 万元，公司经营活动现金流量整体情况良好。过去三年内，公司经营活动产生的现金流量净额高于同期净利润相对较多，主要原因系：（1）公司于 2018 年、2019 年进行股权激励，确认股份支付费用较高，分别为 5,800.00 万元、12,000.00 万元，对损益有较大影响，但未在当期产生现金流出，导致 2018 年、2019 年经营活动现金流量高于净利润较多；（2）公司制定返利政策鼓励经销商开拓市场，对于当年达到返利条件但尚未兑付的返利进行计提并冲减收入。2020 年，公司为在疫情恢复后进一步扩大市场份额，加大了返利力度。其中，新增年度进货返利金额为 8,555.87 万元，该等返利主要于次年兑付，未在当期产生现金流出，导致 2020 年经营活动现金流量高于净利润较多。

图 46：公司现金流情况良好



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：与其他公司经营现金流和净利润的对比情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

原材料供应风险: 如果国内外主要家禽、牲畜养殖地区发生大规模的疫情或自然灾害, 禽畜养殖行业产能整体受到较大影响, 公司供应商将可能难以及时、充足地向公司供应符合质量管理要求的原材料, 公司将面临原材料供应不足甚至中断的风险

市场竞争加剧的风险: 卤制食品行业景气度持续提升, 正吸引规模以上企业以及其他新企业的加入, 部分专注于休闲卤制食品的企业也尝试进军公司主要产品所属的佐餐卤制食品领域。如果公司不能在技术、成本、品牌等方面继续保持竞争优势, 公司的行业地位和市场份额将面临着一定的风险, 进而对公司的经营业绩产生不利影响

销售渠道的管理风险: 随着公司品牌门店数量的进一步增加, 公司在日常管理中, 对门店的抽检频次难以达到较高水平, 若个别经销商未按照合作协议的约定进行门店管理, 或其经营活动有悖于公司品牌的管理要求, 将对发行人经营效益、品牌形象造成不利影响。

技术人才流失风险: 未来随着行业竞争态势的进一步增强, 行业内人才争夺日益激烈可能导致技术人员的流失, 人才流失将对公司的技术研发和市场竞争产生不利影响

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com