

【民生商社】“庖丁解牛” 拆析招股书（七） 老乡鸡：干店中式快餐龙头，全产业链一体化 助力高成长

刘文正、饶临风



摘要

- **中式快餐干店龙头，深耕安徽拓展全国。**老乡鸡作为国内中式快餐龙头，主要依托直营模式扩张，20年起开展加盟模式。目前旗下拥有 991 家直营门店/82 家加盟门店，覆盖安徽/江苏/湖北/上海等地；2021年收入43.93亿元，同比21年上升27.18%；2021年净利润1.35亿元，同比20年上升27.91%。创始人及家属持股91.32%，核心管理层经验丰富。公司通过标准化管理体系，线下网点布局，加大国内市场门店布局。
- **中式快餐赛道经历市场规模高速增长阶段。**中长期内持续提升的居民购买力、短期内扩内需促消费的工作方案促进餐饮消费升级。细分至中式快餐赛道，行业连锁化程度持续加深，外卖扩容助推渠道扩容，行业成长动力强劲。同时前五大中式快餐品牌集中度低市场份额仅占2.9%，成长空间可观。
- **竞争优势：**老乡鸡以老母鸡汤为品牌标识，依托养殖、加工、仓储、配送、销售的全产业链覆盖，保障门店标准化、规模化扩张。产品以小份中餐菜品为主，SKU在40上下，并根据地方口味调整SKU投放；特色鸡汤原材料老母鸡全部自养供给/源头把控，建立了涵盖母鸡养殖、食品加工和连锁经营管理等全产业链业务体系，于合肥市建立了高标准食品加工工厂，并依托冷链配送，形成区域性规模效应。
- **经营分析：**2021年公司营收4393百万元，其中按销售模式分的加盟业务和按产品分的餐饮业务连续三年在总营收占比超过97%，收入结构较为单一；公司毛利率受疫情影响有所下滑，但净利率远高于行业平均水平。公司自2020年开展加盟业务，到2021年，旗下共管理991家直营门店与82家加盟店，并计划3年内在上海、南京、苏州、深圳、武汉等地区重点地段利用募集资金开设700家直营店铺，全方位扩张版图。按地区分布来看，公司毛利和收入主要来源于华东地区，地区分布较为集中。
- **成长前瞻：**此次老乡鸡发行募资的80%资金用于支持三年内华东总部/中央厨房和700家华东地区门店的建立，以及信息化建设；公司预计三个项目总投资额分别为6/8.1/2.15亿元；华东总部/门店拓展对于老乡鸡未来深耕华东市场，抢占中式快餐行业高地意义重大；数字信息化升级项目建设将推动公司实现工业化和标准化，利于门店的复制扩张，开拓成长空间。
- **风险提示：**疫情反复风险，门店拓展不及预期，食品安全风险



01

家族控股深耕十余年，立足安徽
拓展全国

02

中式快餐万亿级市场潜力巨大，
老乡鸡市占率居前列

03

竞争优势：品牌标识清晰/营销力强，
全产业链一体化，助推标准化扩张

04

经营分析：收入与客单价持续
高增，门店拓展有条不紊

05

成长前瞻

06

风险提示

CONTENTS

目录



01. 公司概况：家族控股深耕十余年，立足安徽拓展全国

1.1

公司概况：深耕安徽拓展全国，直营为主扩张加盟

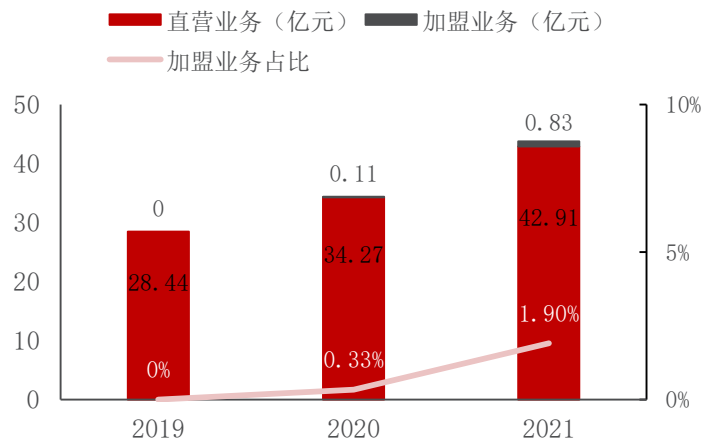
- **中式快餐千店龙头，深耕安徽拓展全国。**老乡鸡创立于2003年，公司一直从事中式快餐服务，是一家专业提供中式快餐的全国连锁经营企业，产品是以鸡肉、猪肉、牛肉及蔬菜、米面、水产品等为原材料的菜品。目前品牌旗下拥有 991 家直营门店、82 家加盟门店，目前公司加快全国发展步伐，依靠安徽、南京、武汉的品牌优势进行全国扩张。
- **直营门店为主，加盟占比不断增长。**公司建立了以直营门店销售为主，加盟门店销售相结合的营销体系，通过标准化的供应链管理体系、线下网点布局，形成了覆盖安徽、江苏、湖北、上海、深圳、北京、浙江等区域的门店网络。2020-2021年，加盟业务收入分别为1142.44万元和8365.04万元，占公司营业收入的比重分别为 0.33%、1.90%。

图表：门店数量不断扩张

区域	2019年	2020年	2021年
安徽	578	637	673
江苏	91	107	158
湖北	95	113	130
浙江	-	-	17
河南	-	1	2
上海	5	31	71
深圳	-	1	10
北京	-	-	12
合计	769	890	1073

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：直营模式为主，加盟开始发力

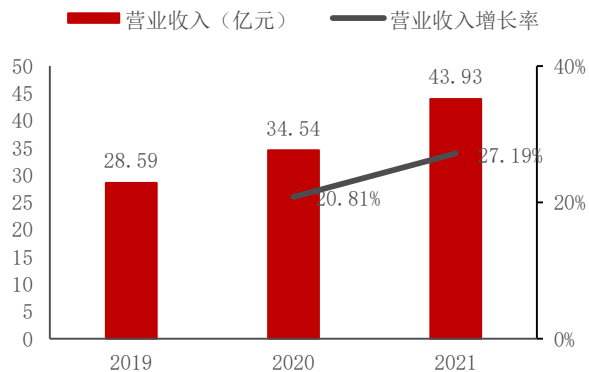


1.2

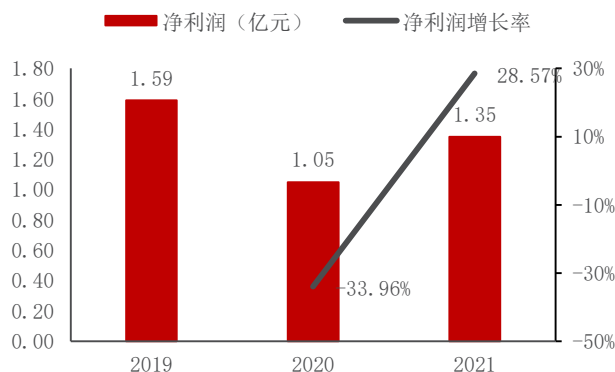
财务概况：收入保持稳定增长，净利润21年后有所恢复

- **收入保持增长，利润反弹后仍低于疫情前。** 2019-2021年，公司实现营业收入分别为 28.6亿元、34.5亿元和43.9亿元；2019-2021年净利润分别为 1.59 亿元、1.05 亿元和 1.35亿元，2021年净利润有所恢复，但未能恢复到疫情前水平。
- **公司毛利率不断下降。** 2019-2021年，公司综合毛利率分别为19.02%、17.28%和16.56%，毛利率呈下降趋势，主要原因为公司主要原材料成本上升、人工成本上升和疫情影响。

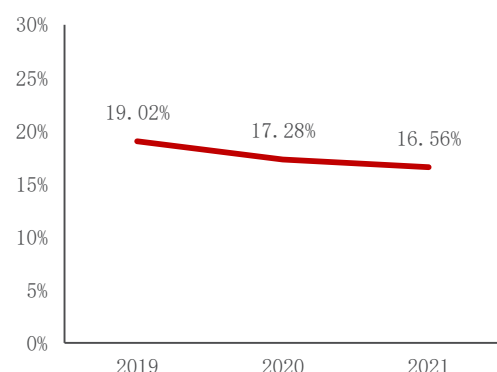
图表：公司2019-2021营业收入



图表：公司2019-2021净利润



图表：公司2019-2021毛利率



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.3 发展历程：03年创立，12年更名“老乡鸡”，17年走向全国

2003年10月，公司创始人束从轩在安徽省合肥市舒城路开设了一家名为“肥西老母鸡”的门店。

2016年底，公司在安徽地区的直营门店超过 350 家，门店经营业绩保持稳步增长。

2018 年，老乡鸡收购“武汉永和”部分门店，开拓品牌发展模式，加快全国发展步伐，同年正式发布第五代店。

2020 年，成立老乡鸡（北京）餐饮有限公司、广东老乡鸡餐饮有限公司，进入一线城市。

第一阶段

第二阶段

第三阶段



2012年，肥西老母鸡进行品牌升级，更名“老乡鸡”。老乡鸡以直营连锁的经营模式实现快速扩张。

2017年，老乡鸡入驻南京、武汉，走出安徽，布局全国。同年老乡鸡全面升级第三代店。

2019年，成立老乡鸡（上海）餐饮有限公司。

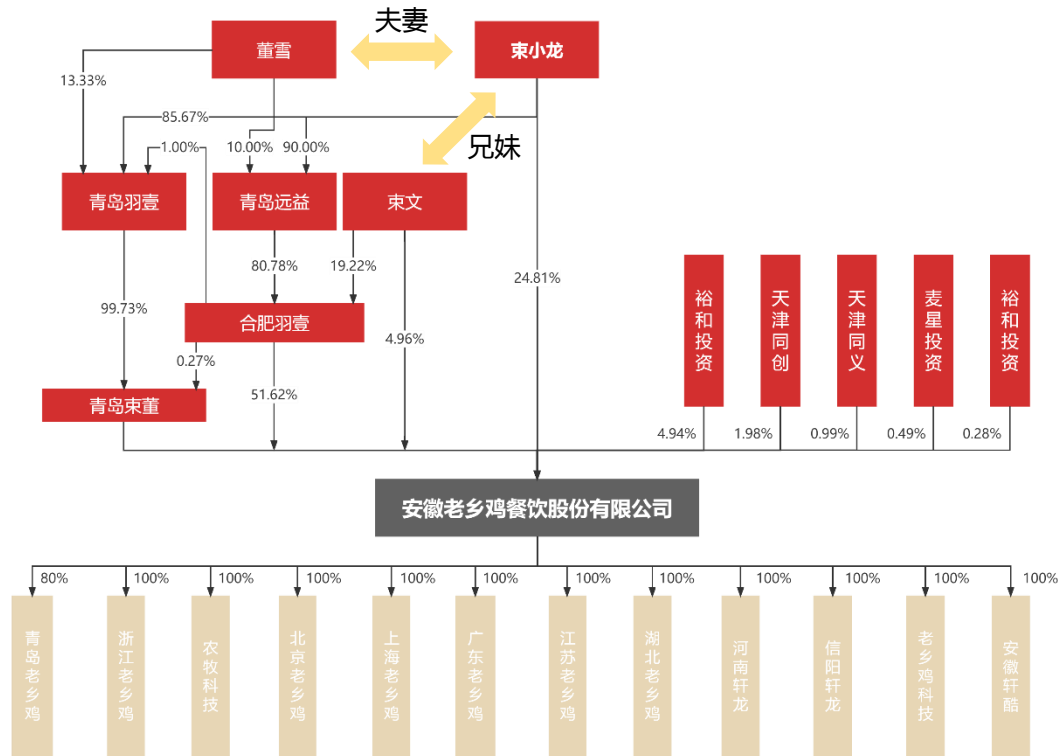
2020 年，老乡鸡探索新的经营模式，开启特许加盟模式。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.4 股权结构：创始人家族成员持股91%以上，设有员工持股平台

- **创始人及家属持股91.32%，家族绝对控股。**束小龙、束文合计直接持股数量占公司股本总额的29.77%。同时，束小龙、董雪、束文通过合肥羽壹、青岛束董合计持有公司61.55%的股权。束小龙、董雪系夫妻关系，束小龙与束文系兄妹关系，三人合计持有发行人91.32%的股份。创始人及董事长束从轩、张琼、束小龙、董雪、束文5名家族成员为发行人的实际控制人。束从轩未在公司中未持股，但是在董事会上有一票否决权。
- **为完善治理结构，公司积极实施股权激励。**2020年12月，公司实施股权激励计划，对公司骨干员工实施激励，由公司员工以4500万元间接认购天津同创、天津同义持有的公司109.8万元股本。

图表：公司股权结构图



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

1.5 管理团队：管理团队经验丰富

图表：老乡鸡核心管理团队

姓名	年龄	职位	任期	主要经历
束从德	39	董事、总经理	2021年7月17日至 2024年7月16日	2007年9月至今任职于老乡鸡，目前担任公司的董事、总经理，青岛同丰执行事务合伙人，青岛同禄执行事务合伙人，青岛同福执行事务合伙人、青岛同义执行事务合伙人，天津同义执行事务合伙人，天津同创执行事务合伙人。
张琼	57	副总经理	2021年7月17日至 2024年7月16日	2008年10月起任职于老乡鸡，历任公司IT总监、审计总监、副总经理。担任江苏老乡鸡、湖北老乡鸡、农牧科技、食品公司、远益租赁监事，河南轩龙、信阳轩龙、青岛老乡鸡执行董事兼经理。
董雪	29	副总经理、董事	2021年7月17日至 2024年7月16日	2011年12月至2022年3月，担任六安市申源服装有限公司监事；2012年6月至今，担任安徽爱客满天星商贸有限责任公司监事；2019年1月起，任职于本公司，目前担任公司董事、副总经理。
朱先华	45	副总经理	2021年7月17日至 2024年7月16日	1999年10月至2009年4月，任职于麦当劳，先后担任安徽麦当劳餐厅食品有限公司门店经理、南京麦当劳餐饮食品有限公司训练督导、上海麦当劳食品有限公司训练经理；2009年4月至2012年3月，担任安徽燕之坊食品有限公司事业部经理；2012年4月至2017年3月，担任安徽栖巢餐饮有限公司总经理；2017年4月至今，任职于老乡鸡，目前担任老乡鸡副总经理。
王国伟	38	董事会秘书	2021年7月17日至 2024年7月16日	2006年10月至2010年10月，任华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）项目经理；2010年10月至2017年8月，任阳光电源股份有限公司证券事务代表；2017年8月至2018年11月，任合肥汇通控股股份有限公司董事会秘书；2018年11月至2021年6月，任老乡鸡有限董事会秘书，2019年3月至今，担任合肥羽壹监事。
何晶	32	财务总监	2021年7月17日至 2024年7月16日	2011年5月任职于老乡鸡，2011年6月至2021年6月，历任老乡鸡有限财务职员、财务经理、财务总监。2021年7月起，任公司财务总监。

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

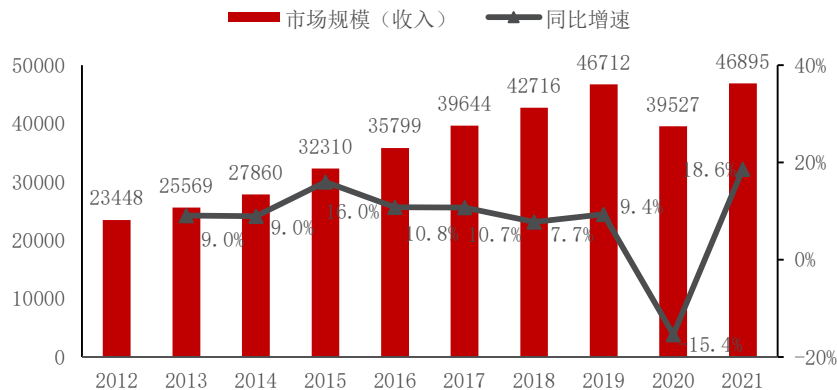
02. 中式快餐万亿级市场潜力巨大，老乡鸡市占率居前列

2.1 中式快餐万亿级市场潜力巨大，老乡鸡市占率居前列

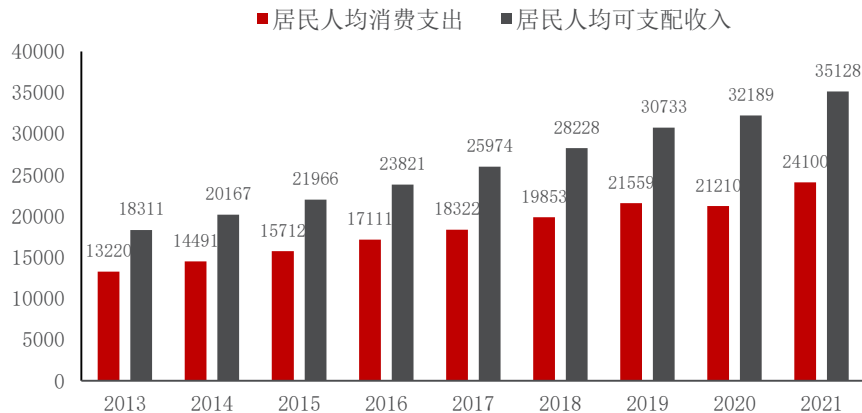
► 餐饮行业复苏进行中，扩内需、促消费政策保驾护航

- 2012-2021年，我国餐饮市场规模由2.3万亿元增长至4.6万亿元，CAGR达7.2%，其中2012-2016CAGR达8.8%，2017-2021CAGR达3.4%。2012-2016年期间餐饮市场规模整体保持持续扩大的趋势。2016年后，在新经济政策指引下，中国餐饮业联手“互联网+”和供应链技术，打造“生鲜电子商务+冷链宅配”、“中央厨房+食材冷链配送”等服务新业态。餐饮行业也由2016年前的快速扩张过渡至平稳和可持续发展阶段。2020年受新冠疫情影响，餐饮市场受到冲击，2021年餐饮市场规模已经恢复至疫情前水平。
- 需求端来看，我国居民人均可支配收入和消费支出持续上升，居民购买力与日俱增。加之国家于2020-2021年多次提出坚持“扩内需、促消费”，如2021年十四部门联合印发的《近期扩内需促消费的工作方案》、2022年经济日报明确扩内需为战略基点。未来预计餐饮行业未来市场空间可观且发展环境良好。

图表：中国餐饮行业市场规模（亿元）



图表：居民人均可支配收入和消费支出（元）



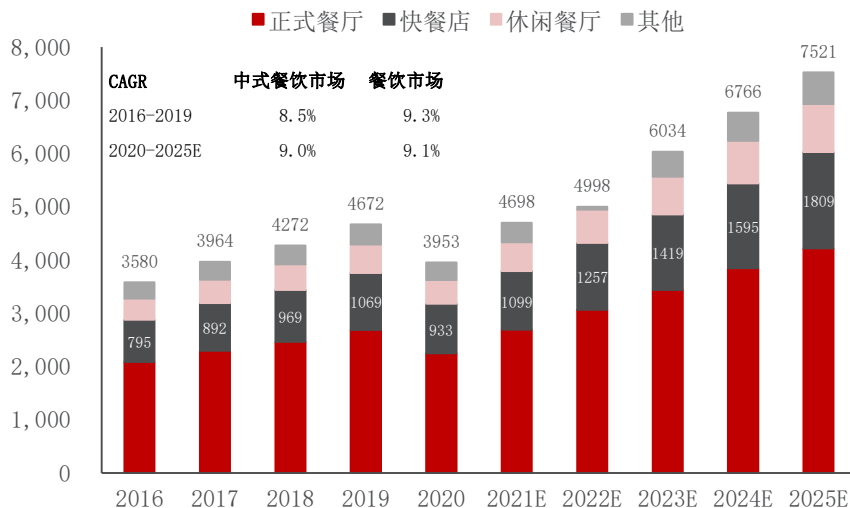
资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

2.1 中式快餐万亿级市场潜力巨大，老乡鸡市占率居前列

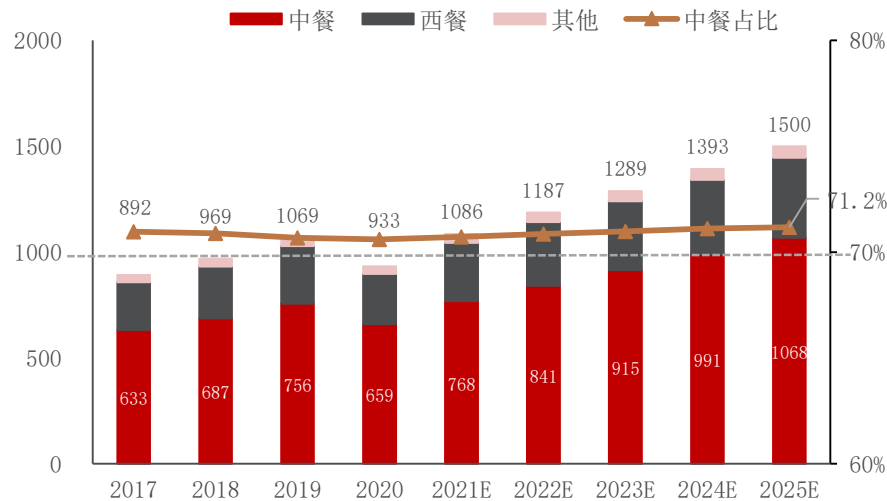
中式快餐赛道高速增长

- 老乡鸡位于餐饮行业中式快餐服务赛道。根据弗若斯特沙利文，2016-2019年，快餐店市场规模由7952亿元增长至1.07万亿元，CAGR达8.5%。2020-2025复合增速基本与餐饮行业整体增速持平。
- 2017-2019年中式快餐在快餐行业内占据七成以上市场，CAGR为3.6%。预计2021-2025年在快餐行业内占比均超过70%，维持主导地位，预计2025年市场规模达1.07万亿元，2020-2025CAGR将达10.1%。

图表：中国餐饮行业市场规模细分，按餐厅类型划分(十亿元)



图表：中国快餐店市场规模细分，按菜式类型划分(十亿元)



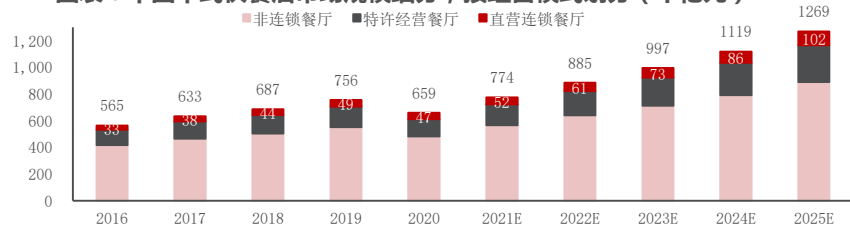
资料来源：弗若斯特沙利文，公司招股书，民生证券研究院

2.2 中式快餐万亿级市场潜力巨大，老乡鸡市占率居前列

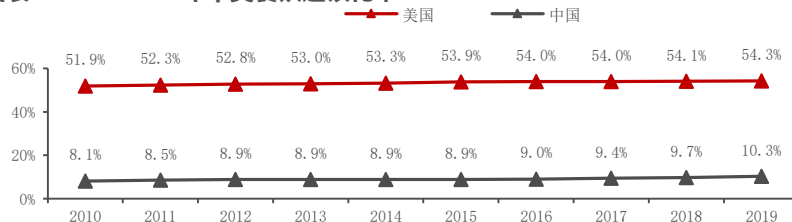
行业连锁化程度持续加深，外卖扩容助推渠道扩容

- 中式快餐行业连锁化逐年提升。据弗若斯特沙利文，2016-2019年直营连锁餐厅收入CAGR为 15.0%，2021-2025 年预计CAGR将提高至18.6%，预计2025 年市场占有率将达8.1%。2019年中国快餐店市场餐厅连锁率仅为10.3%，远低于美国(超过50%)等国家，领先的中式快餐集团具有巨大增长潜力。
- 外卖普及助推中式快餐渠道拓展。国家信息中心数据显示，2020年网上外卖用户规模4.19亿，使用率42.3%。近五年在线外卖收入占餐饮收入比重提升至21.4%。

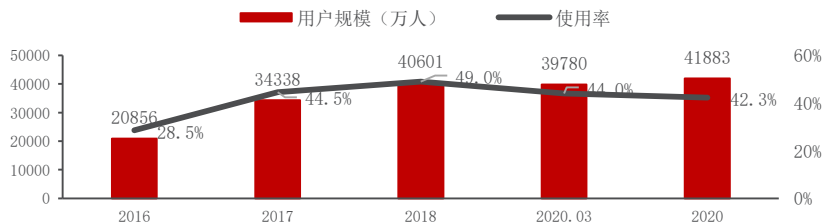
图表：中国中式快餐店市场规模细分，按经营模式划分（十亿元）



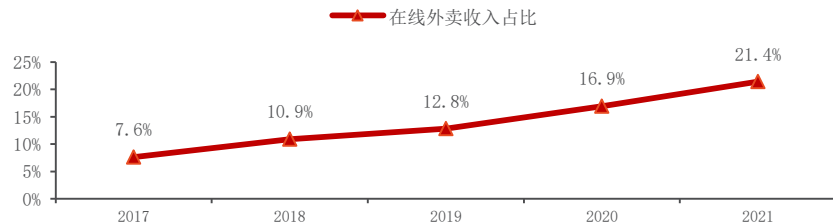
图表：2010-2019年中美餐饮连锁化率



图表：2016-2020 网上外卖用户规模及使用率



图表：在线外卖收入占全国餐饮业收入的比重



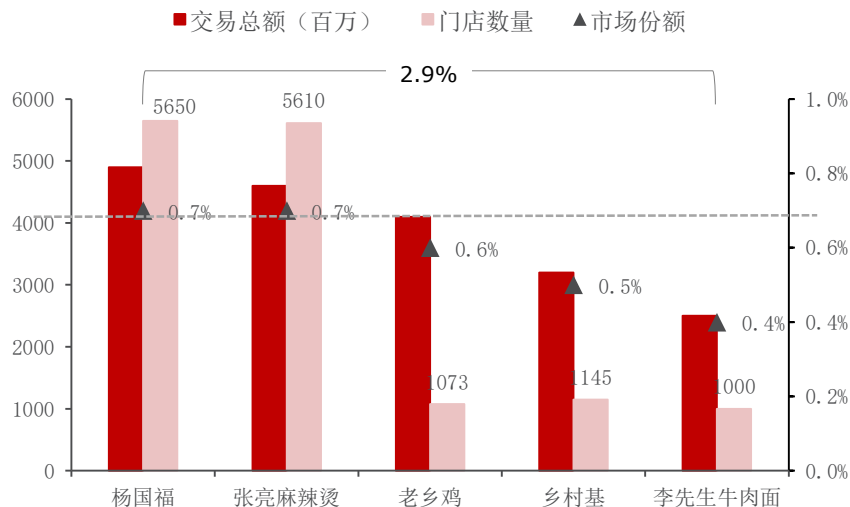
资料来源：公司招股书，国家信息中心分享经济研究中心，中国互联网络信息中心，Euromonitor，民生证券研究院

2.3 中式快餐万亿级市场潜力巨大，老乡鸡市占率居前列

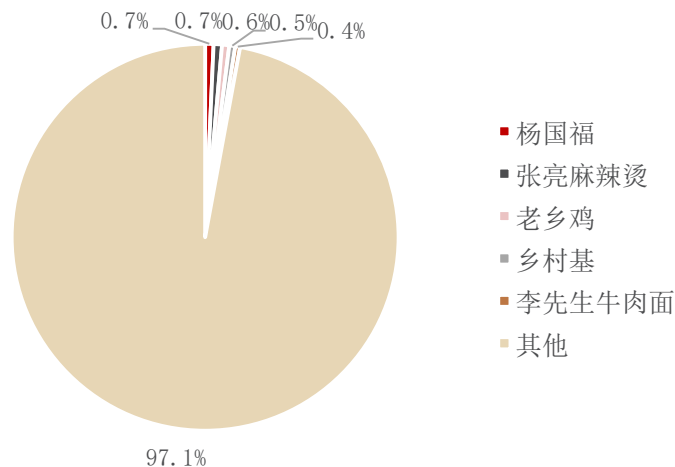
➤ 行业CR5集中度较低

- 中式快餐行业长尾效应显著，集中度低。据弗若斯特沙利文，中式快餐市场CR5仅为2.9%，其中老乡鸡市占率0.6%。截止21年底，公司拥有991家直营门店、82家加盟门店。

图表：中国中式快餐市场前五大品牌交易总额（百万）及门店数量



图表：中国中式快餐市场前五大品牌市场份额



资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，民生证券研究院



03. 竞争优势：品牌标识清晰/营销力强，全产业链一体化，助推标准化扩张

3.1 前端：鸡汤类营养快餐为公司品牌标识，已开发第五代店型

图表：公司鸡汤类产品及部分特色菜品



图表：公司分产品销量（万份）

序号	产品	2021 年度	2020年度	2019年度
1	米饭	13,669	11,396	9,901
2	蒸蛋类	3,643	2,795	2,703
3	鸡汤类	2,970	2,450	2,232
4	农家小炒肉	2,098	1,438	659
5	梅菜扣肉	2,069	1,670	1,292
6	鸡汤馄饨	1,528	1,261	1,262
7	西红柿炒鸡蛋	1,436	866	513
8	鸡杂类	1,396	1,156	1,093
9	葱油菜苔	1,320	1,605	1,215
10	凤爪/香肠蒸豆米	1,326	1,196	1,116

图表：老乡鸡深圳第五代店型



• **老乡鸡专注鸡汤类细分赛道。**以肥西老母鸡汤为主打，同时提供农家小炒肉、红烧鸡杂、凤爪蒸豆米等特色菜品。19-21年老乡鸡分别售出2232万份、2450万份和2970万份鸡汤类产品。公司菜品SKU共44个，其中鸡汤类菜品SKU为3个，特色菜品SKU为12个。

• **门店持续升级，已开发第五代新店型。**2017年老乡鸡全面升级第三代店，全透明厨房成最大亮点。2018年，老乡鸡收正式发布第五代店。老乡鸡深圳门店普遍采用第五代店型，装修风格更简约新潮，贴近都市年轻人偏好。

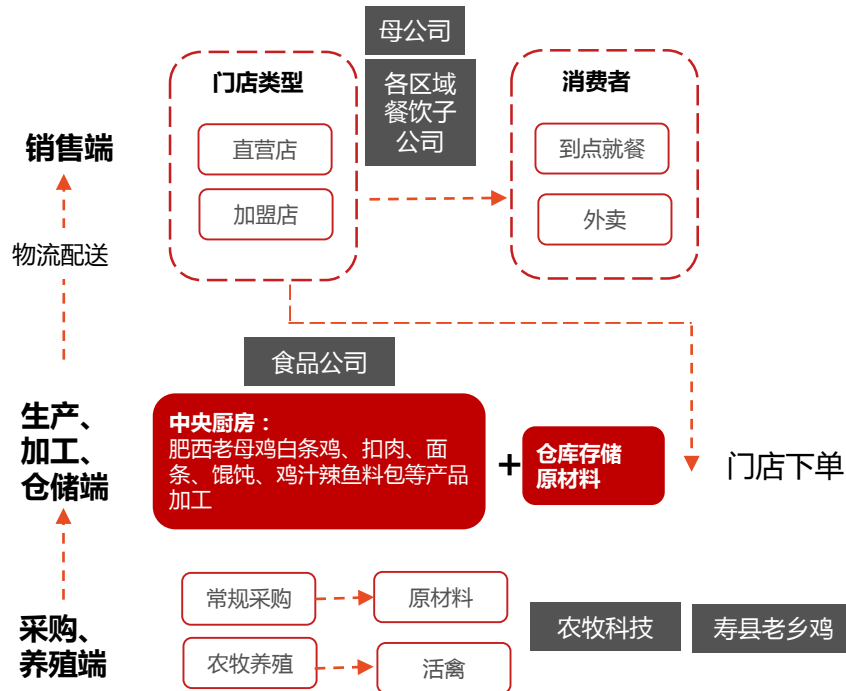
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.2 后端：全产业链一体化+管理系统化，助力标准化扩张

➤ 养殖、加工、仓储、配送、销售全链条一体化，保证千店复制扩张

- 公司全产业链覆盖，上中游养殖及加工端贡献利润。
- 老乡鸡已经形成了上游的母鸡养殖，再到中游的中央厨房和门店端的全产业链布局。子公司农牧科技和寿县老乡鸡负责养殖业务；子公司食品公司为中央厨房，负责食品加工业务；母公司及各区域餐饮子公司提供终端餐饮服务。
- 2021年主营养殖业务的农牧科技公司净利润达3885万元，主营食品深加工业务的农牧科技全资子公司食品公司净利润1.8亿元，其余各地的餐饮门店业务均为亏损。

图表：老乡鸡覆盖从养殖到销售的全产业链



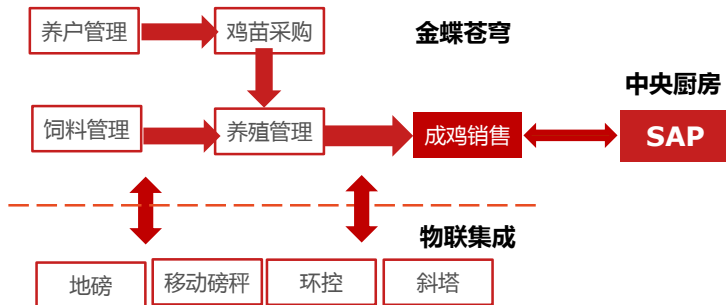
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.2 后端：全产业链一体化+管理系统化，助力标准化扩张

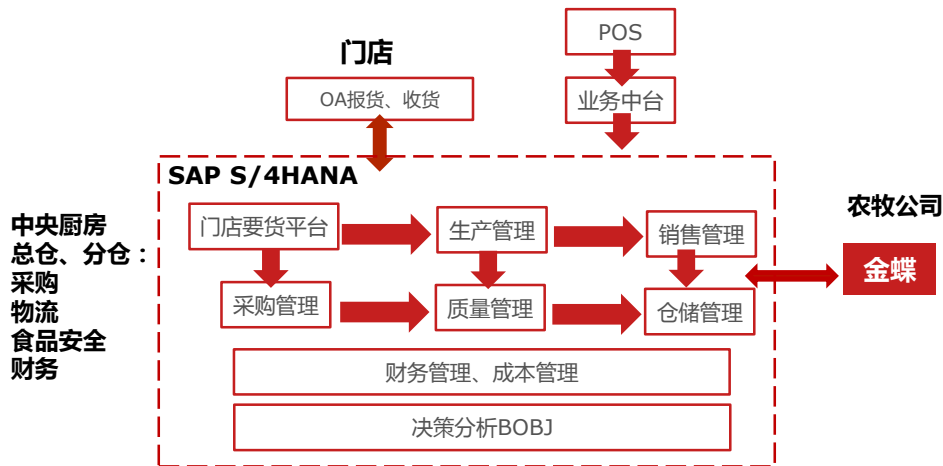
➢ 养殖、加工、仓储、配送、销售全链条一体化，保证千店复制扩张

- 公司采用SAP系统及金蝶系统促进供应链协同。依托全产业链一体化，公司得以有效把握品控，高效调配财力、人力、物力，提升商品利用率和周转率；同时鸡肉供应和价格稳定，保证标准化生产，对冲食材涨价风险。后续上海华东总部生产加工基地建成投产后，老乡鸡有望复制安徽地区全产业链优势，在全国范围内加速标准化、规模化扩张。

图表：公司采用SAP管理系统实现供应链协作



图表：公司采用金蝶系统促进标准化、精细化养殖



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

3.2 后端：全产业链一体化+管理系统化，助力标准化扩张

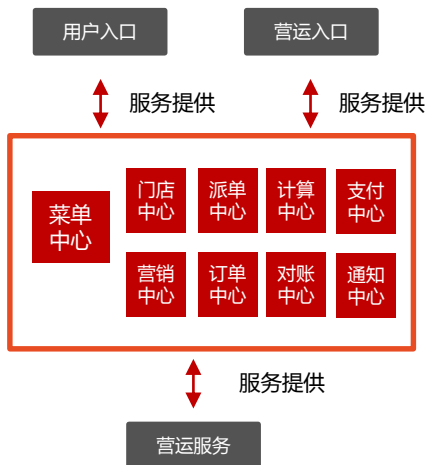
管理体系高度系统化，为规模扩张蓄能

- 公司实现核心业务全系统化管理，有效改善运营效率和运营质量，支撑公司规模扩张。前台系统面向用户，包括在线点餐和会员系统等。中台系统包括业务中台与数据中台，设立八大中心，聚合服务能力，同时建设公司数据规范标准，高效利用企业级数据资产，实现降本增效。后台系统主要包含了财务和供应链系统、人力资源系统和办公协同系统等，对人、财、物等资源实现最优整合和高效配置。

图表：老乡鸡线上小程序系统



图表：公司业务中台架构



图表：公司数据中台架构



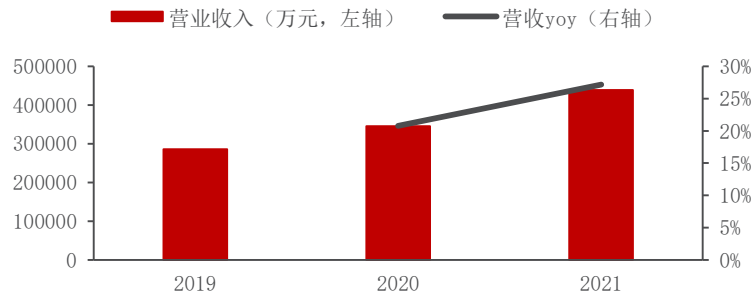
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

04 经营分析：收入与客单价持续高增，门店拓展有条不紊

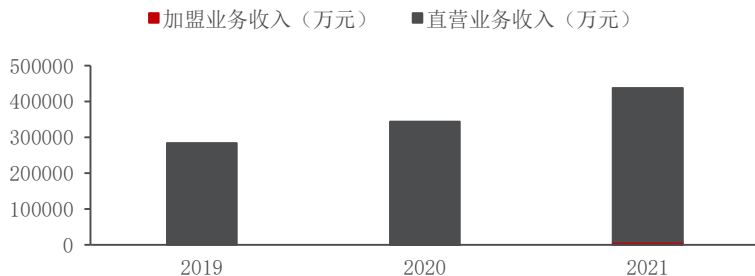
4.1 营收情况：营收持续高升，餐饮及直营业务系收入支柱来源

- 营收总体情况：**公司自2020年开展加盟业务，2020年和2021年，加盟业务收入占公司营业收入的比重分别为0.33%、1.90%。随着公司生产经营规模的扩大和加盟商的不断增加，公司在加盟模式方面的制度建设、运营管理、资金管理和内部控制等方面将面临更大的挑战。
- 营收结构：**公司的主营业务收入主要来源于餐饮服务产品。19-21年，公司餐饮服务业务收入占营业收入的比重分别为99.48%、99.23%和97.69%。

图表：老乡鸡营业收入及其增速

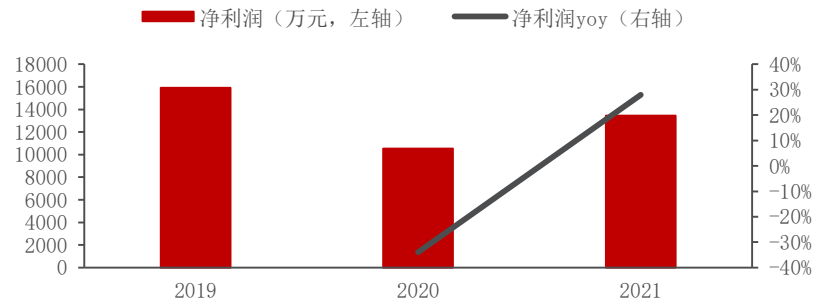


图表：老乡鸡营业收入按销售模式分类

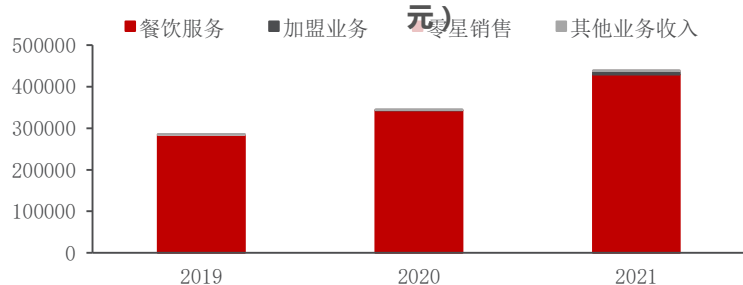


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：老乡鸡净利润及其增速



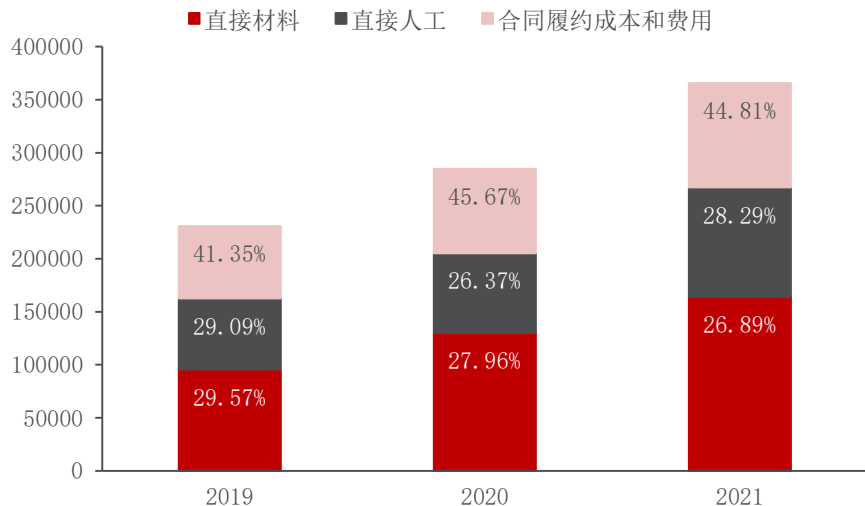
图表：老乡鸡营业收入按产品分类（万元）



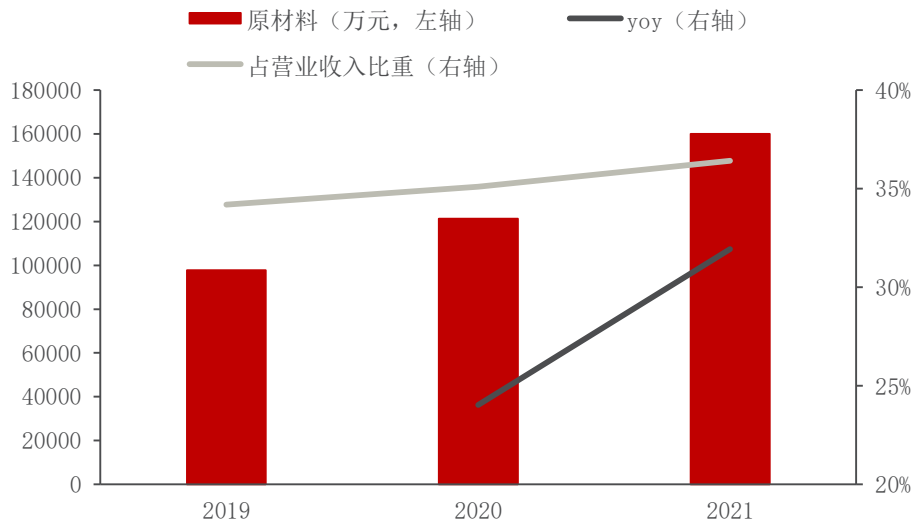
4.2 成本情况：直接材料占营业成本大头，原材料成本逐年上升

- **营业成本**：公司主营业务成本由直接材料、直接人工、 合同履行成本和费用等构成，近三年整体保持平稳。直接材料成本所占比重较高，19-21年占比分别为41.35%、45.67%和44.81%；直接人工成本主要为门店及生产人员的薪酬，包括为相关人员支付的工资、奖金、津贴、社会保险费、住房公积金、职工福利费等；合同履行成本和费用等主要为固定资产折旧摊销、水电费、房屋租赁费、运输费及其他费用等。
- **原材料成本**：2021年，公司原材料1599百万元/yoy+31.92%，原材料呈逐年上升趋势。

图表：老乡鸡营业成本结构（万元）



图表：老乡鸡原材料及其增速

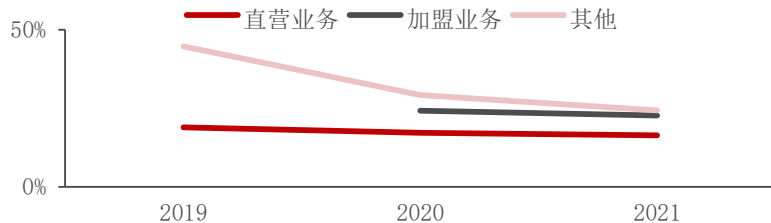


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

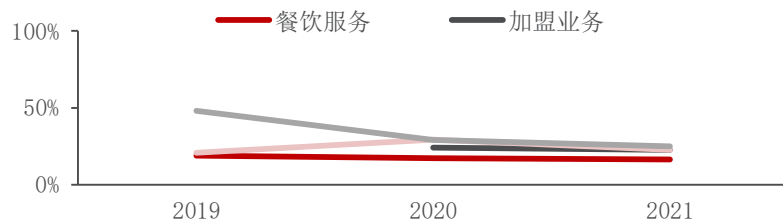
4.3 盈利能力：毛利率有所下降，整体盈利水平优于同业

- 毛利率**：19-21年，公司综合毛利率分别为19.02%、17.28%和16.56%，毛利率下降主要原因系公司主要原材料成本上升、人工成本上升和疫情影响所致。公司从事快餐服务，与同行业公司相关产品类型、用工方式等方面存在差异，所以近三年综合毛利率均低于行业平均。分销售模式来看，由于公司直营门店房租物业费、长期待摊费用、固定资产折旧等计入营业成本，导致直营业务毛利率低于加盟业务。
- 净利率**：19-21年，公司净利率分别为28.15%、17.39%和14.48%，净利率均呈下降趋势，19-21年公司净利率水平高于行业平均，且与同业平均的差距逐年增大。

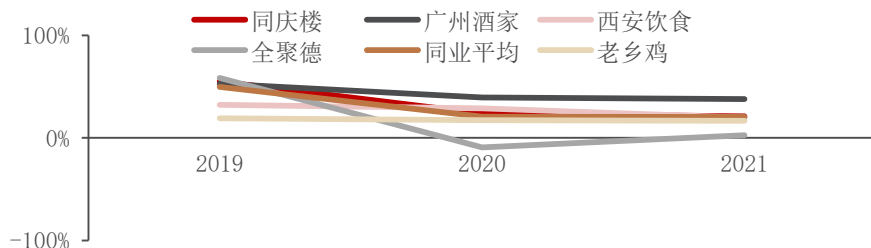
图表：老乡鸡毛利率按销售模式分类



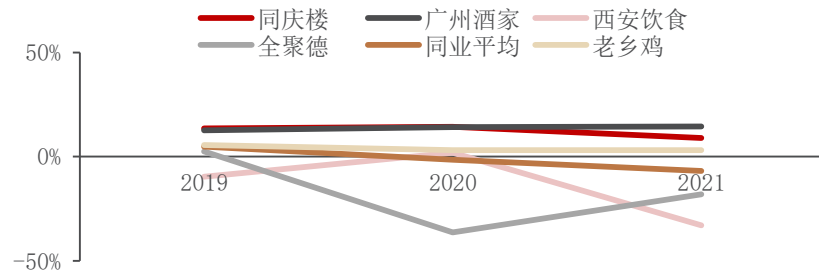
图表：老乡鸡毛利率按产品分类



图表：同行业公司毛利率对比



图表：同行业公司净利率对比



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

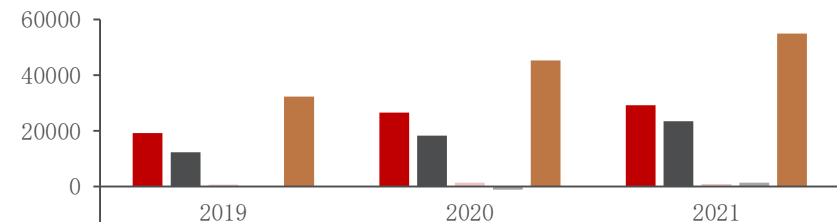
4.3

费用情况：期间费用持续上升，但仍低于同业平均水平

- 期间费用：**公司期间费用主要由管理费用和销售费用构成，19-21年，公司期间费用率分别为11.31%、13.09%和12.49%。随着公司规模逐渐扩大，市场投入持续增加，且人力资源成本处于上升趋势，使得期间费用总额持续上升。总体公司销售费用率和管理费用率均低于同业平均。
- 研发费用：**公司重视新产品和新技术的开发与创新工作，将新产品研发作为公司保持核心竞争力的重要保证，加大技术开发与研究的投入力度。公司2021年研发费用下跌，主要系减少了研发咨询费服务、材料费及其他费用所致。

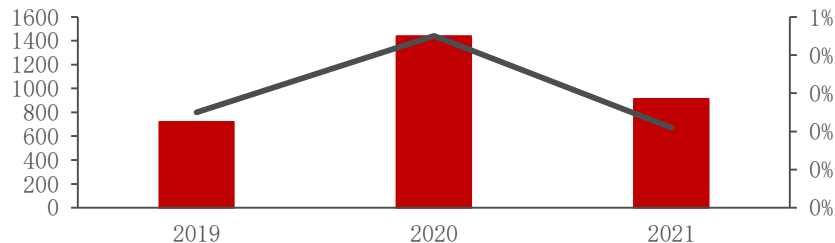
图表：老乡鸡期间费用（万元）

■销售费用 ■管理费用 ■研发费用 ■财务费用 ■期间费用合计

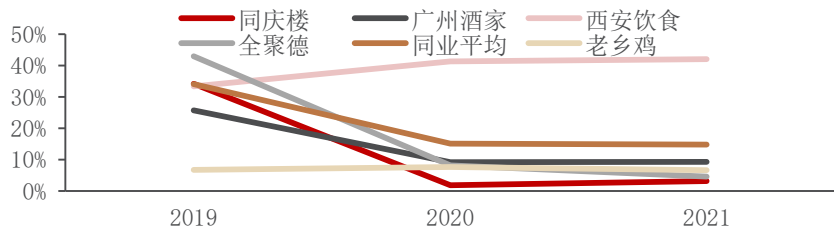


图表：老乡鸡研发费用及其增速

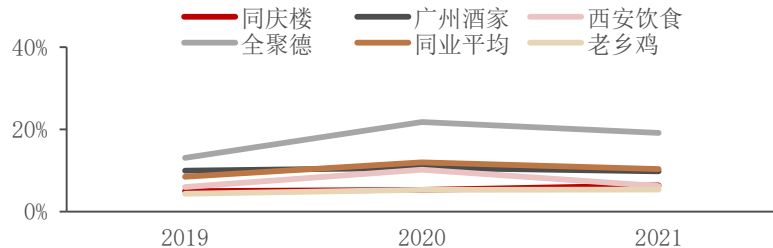
■研发费用（万元，左轴） —研发费用率（右轴）



图表：同业公司销售费用率对比



图表：同业公司管理费用率对比



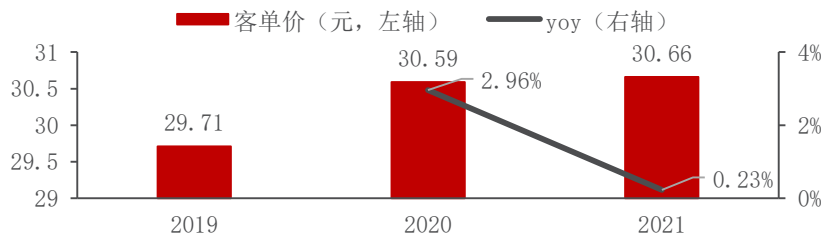
资料来源：公司招股书，民生证券研究院

4.4

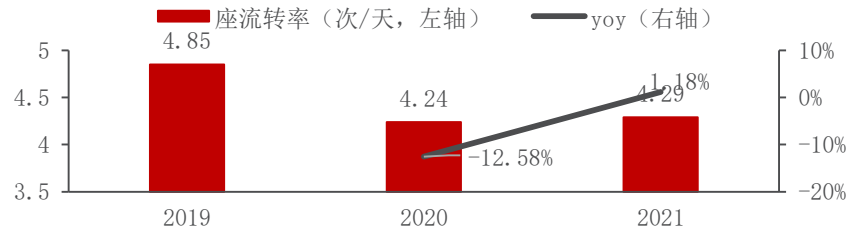
经营情况：同店销售额回升，客单价持续增长

- **门店经营**：老乡鸡门店客单价从2019年的29.71元上升至2021年的30.66元，2021年同店销售额为402.6万元/yoy+8.45%，座流转化率受疫情防控影响有所下滑，2021年平均为4.29次/天。
- **门店拓展**：公司目前共有991家直营门店和82家加盟店，计划3年内在上海、南京、苏州、深圳、北京、武汉、杭州和合肥、芜湖等地区的重点地段利用募集资金开设700家直营店铺。

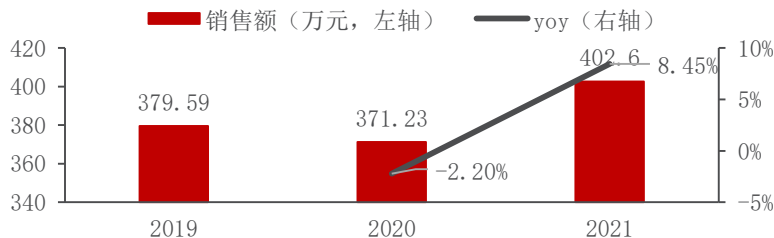
图表：老乡鸡门店平均客单价



图表：老乡鸡门店座流转化率



图表：老乡鸡门店销售额

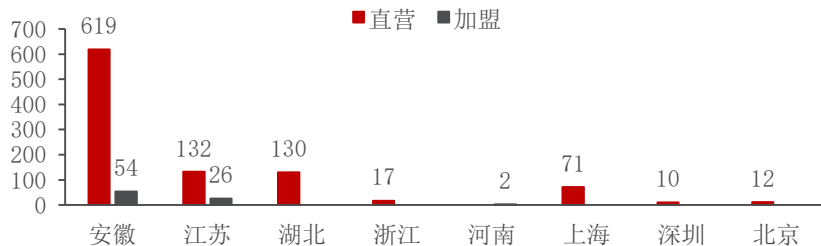


资料来源：公司招股书，民生证券研究院

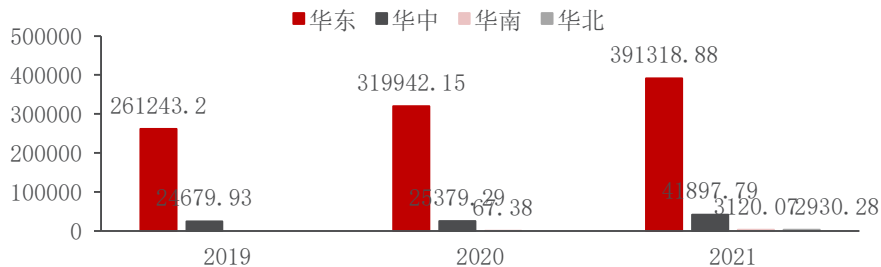
4.5 分地区情况：以安徽为大本营，华东片区成为收入贡献主力

- 门店分布：**公司以华东为大本营，发展华南、华北等主要城市布局拓展全国连锁，并向其他地区扩张，目前共有991家直营门店和82家加盟店。从门店分布区域看，老乡鸡门店大部分分布在安徽，1073家门店中，有673家分布在安徽省。上海、北京、深圳等一线城市的开店速度非常快。
- 盈利情况：**19-21年各年产品销售金额占比89%以上，销售区域呈现一定的集中度。公司毛利主要来源于华东地区，华南和华北主要为新开门店导致当期毛利较低。

图表：2021年不同城市老乡鸡门店分布

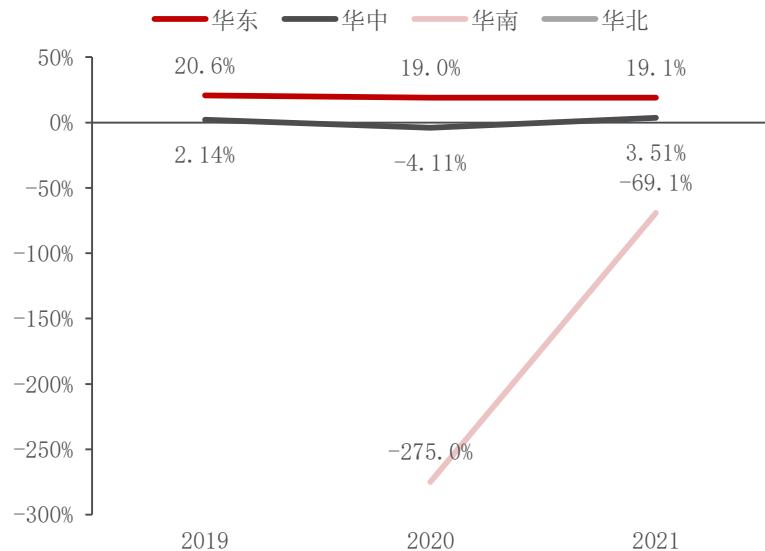


图：老乡鸡分地区营业收入（万元）



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

图表：老乡鸡分地区毛利率



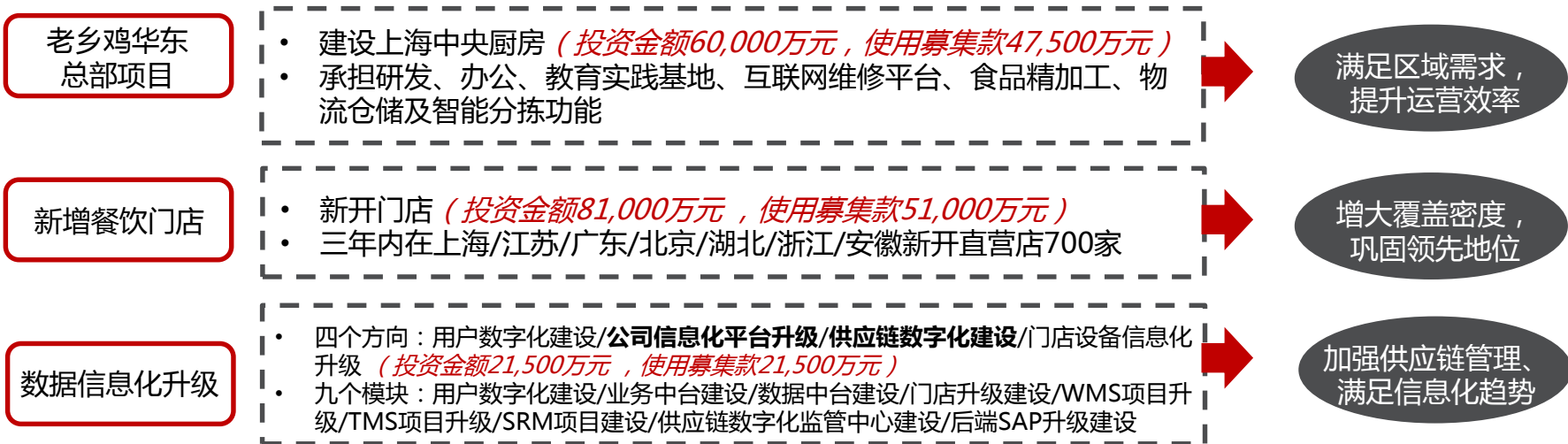
05. 成长前瞻

5.1 成长前瞻

◆ 未来三年门店扩张计划

品牌	2022E	2023E	2024E	战略
老乡鸡	200家	230家	270家	<ul style="list-style-type: none"> 项目建成达产后，正常年可实现营业收入为357,550万元，达产年税后净利润达到12,230万元，所得税后静态投资4.47年可收回，经济效益良好。

◆ 募集资金用途计划



资料来源：公司招股书，民生证券研究院

06. 风险提示

6.1

风险提示

- **疫情反复风险**：公司属于线下餐饮服务业态，如疫情反复，将直接对消费者出行造成影响；防疫政策也可能限制公司营业时间乃至导致停业，对公司经营带来直接的冲击。
- **门店拓展不及预期**：公司门店扩张为其营收的核心驱动因素，若一线新一线城市开发能力未能及时跟进，加之高线城市竞争激烈，公司门店扩张可能有所减缓。
- **食品安全风险**：公司菜品大量使用养殖老母鸡等原材料，若加工处理不善/卫生管控不善，出现较为严重的食品安全丑闻，将严重影响公司声誉和品牌形象。

THANKS 致谢

民生商社研究团队：



分析师 刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮件：liuwenzheng@mszq.com



研究助理 饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮件：raolinfeng@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。