

食品饮料组

紫燕食品 (603057.SH) 买入 (首次评级)

公司深度研究

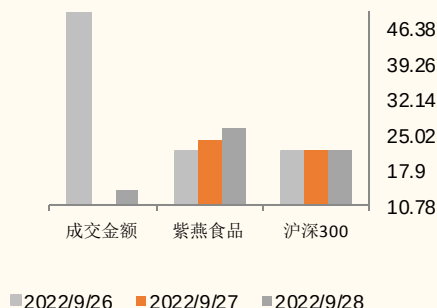
市场价格 (人民币): 26.40 元

目标价格 (人民币): 32.74 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.12
已上市流通 A 股(亿股)	0.42
总市值(亿元)	108.77
年内股价最高最低(元)	26.40/21.82
沪深 300 指数	3829
上证指数	3045

成交金额(百万元)



佐餐领军品牌，正处于全面上升期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,613	3,092	3,562	4,201	4,882
营业收入增长率	7.31%	18.34%	15.20%	17.92%	16.21%
归母净利润(百万元)	359	328	245	390	485
归母净利润增长率	45.03%	-8.67%	-25.13%	59.05%	24.25%
摊薄每股收益(元)	0.97	0.89	0.60	0.95	1.18
每股经营性现金流净额	1.75	0.92	1.09	1.44	1.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	31.71%	27.04%	12.47%	17.73%	19.46%
P/E	N/A	N/A	44.35	27.88	22.44
P/B	N/A	N/A	5.53	4.94	4.37

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司拥有 5300 多家门店，是其他佐餐卤味头部品牌的 5 倍以上，处于绝对领军地位。测算短期的门店空间在 1 万家以上，预计 22-24 年门店数量增速为 10%/15%/13%，收入增速为 15%/18%/16%。
- 对比休闲卤味，佐餐卤味同样拥有优质的单店模型，品牌化和连锁化潜力还未完全释放。虽然产品定位和标准化程度存在差异，但我们认为佐餐卤味的潜力还未得到充分挖掘：1) 卤味本身有稳定的消费需求和复购率，佐餐卤味也拥有低投资 (15-20 万元) + 快回本 (1 年左右) 的门店模型，利于快速扩张；2) 行业的发展往往也需要优秀的企业来推动，绝味和周黑鸭在规模化铺店、加盟商管理、品牌营销上起到了标杆作用，佐餐卤味企业同样也可以借鉴优秀的经验，加快行业品牌化的进程。
- 利用经销商模式加快跑马圈地，效果可观。16 年由直接对接加盟商转型为“公司-经销商-加盟商门店”的二级销售模式，资深前员工转型为经销商，转型后开店速度得到显著提升，前员工经销商贡献了公司 80% 的营收。当下公司需要借助新经销商的力量加快华东以外地区的渗透，也给予了新经销商较大的支持，新经销商的数量和质量都在明显提升，从 17 年的 1 位增加到 21 年的 85 位，人均创收从 18 年的 553 万元提升至 2021 年 815 万元。
- 上市募资进一步强化优势、弥补短板，为全国化布局提供良好供应链和品牌力支撑。公司上市发行 4200 万股，募集到 5.65 亿元，1) 57% 用于新建产能，计划在 21 年基础上提升 26%。经过 20 年的扩产和产能集中化整合，生产和运输效率均有优化，但和绝味相比还有很大的差距，随着产能和门店密度增加还可持续优化；2) 14% 用于建设大型仓储基地，公司利润率波动主要和成本有关，通过增加囤货能力可以平滑成本波动；3) 14% 用于品牌营销，对品牌营销的重视度在逐步提升，开始加强对年轻消费群体的触达。

投资建议与估值

- 预计 22-24 年 EPS 为 0.60/0.95/1.18 元，对应 PE 为 44/28/22 倍，公司目前还处于全面上升期，门店空间大，供应链能力和品牌力都处于提升阶段，给予 2022 年 55 倍估值，目标价 32.74 元，给予“买入”评级。

风险

- 食品安全问题、原材料价格波动、疫情反复影响业绩修复。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

内容目录

佐餐卤味领军品牌，转型大商制后快速占领华东	5
紫燕品牌悠久，领军佐餐卤味	5
销售路径为“公司-经销商-加盟商门店-消费者”，与大商深度绑定	6
利润率受成本波动影响较大，营运指标健康	10
对比佐餐和休闲，佐餐卤味还处于品牌化加速阶段	16
参考休闲卤味发展历程，佐餐卤味的潜力还未充分挖掘	16
紫燕开店空间测算，短期看到 1 万家	20
用好经销商加快跑马圈地，抢占先机扩大规模优势	22
利用经销商加快全国化步伐	22
领先优势显著，规模效应有望更上一层楼	25
盈利预测与投资建议	28
盈利预测	28
投资建议及估值	30
风险提示	30

图表目录

图表 1：公司成立时间较早、12 年开启全国化战略	5
图表 2：公司为佐餐卤味赛道领军品牌	5
图表 3：公司产品以鲜货为主	6
图表 4：大单品夫妻肺片占比 30%左右	6
图表 5：公司以加盟门店为主（单位：家）	6
图表 6：公司以经销模式为主	6
图表 7：公司经销模式存在两级销售网络	7
图表 8：2016 年公司前员工转型为核心经销商	7
图表 9：转型为经销商的基本都是公司核心人员	8
图表 10：公司目前的股权结构为家族持股模式	9
图表 11：公司门店数量在 16 年之后快速增长	9
图表 12：公司前员工经销商贡献收入占比 80%左右	9
图表 13：公司对经销商和加盟商的管理措施	10
图表 14：公司营收稳健增长	10
图表 15：公司开店速度增快于营收增速	10
图表 16：公司单店营收及销量在疫情后有回落	11
图表 17：公司净利率在 2020 年达到高点后回落	11
图表 18：同业营收增速走势	11
图表 19：同业归母净利增速走势	11
图表 20：公司综合毛利率在 25%左右	11
图表 21：公司毛利率低于同业	11

图表 22: 公司鲜货产品中整禽类、夫妻肺片毛利率较高	12
图表 23: 公司营业成本中 85%左右是直接材料	12
图表 24: 公司直接材料中原材料占比接近 80%	12
图表 25: 肉类原材料在营业成本中占比 50%左右	13
图表 26: 21 年肉类成本上涨	13
图表 27: 公司通过提价对冲成本压力	13
图表 28: 公司提价和成本变动对毛利率的影响	13
图表 29: 公司历次提价情况梳理	13
图表 30: 肉类价格在 22 年下半年再次上涨 (单位: 元/KG)	14
图表 31: 公司费用率基本保持稳定	14
图表 32: 公司销售费用率低于同业	14
图表 33: 公司管理费用率低于同业	15
图表 34: 卤味行业研发费用率普遍较低	15
图表 35: 公司存货周转率优于同业	15
图表 36: 公司应收账款周转率与同业差别不大	15
图表 37: 公司总资产周转率优于同业	15
图表 38: 公司 20 年固定资产大幅增加	15
图表 39: 我国卤制品行业保持稳健增长	16
图表 40: 我国休闲卤制品行业增长较快	16
图表 41: 我国佐餐卤制品行业增速慢于休闲卤制品	16
图表 42: 休闲卤制品在整体卤制品的市场份额持续提升	16
图表 43: 2021 年休闲卤制品 CR3 达到 17%	17
图表 44: 2020 年佐餐卤制品 CR5 仅 4%	17
图表 45: 休闲卤制食品与佐餐卤制食品对比	17
图表 46: 佐餐卤味产品品类以红肉类为主 (2021 年)	18
图表 47: 休闲卤味产品品类以家禽类为主 (2021 年)	18
图表 48: 绝味和紫燕单店模型对比	18
图表 49: 卤味赛道中周黑鸭的欢迎度位居第一	19
图表 50: 周黑鸭邀请杨超越作为品牌代言人	19
图表 51: 绝味加盟商委员会体系结构图	19
图表 52: 绝味的配送费用在规模效应下远低于同行 (单位: 万元/店/年)	19
图表 53: 连锁餐饮行业不同细分赛道初始投资额及投资回报期对比	20
图表 54: 各品牌门店数量 (家)	21
图表 55: 各品牌店均覆盖人数 (万人)	21
图表 56: 佐餐卤味头部品牌门店数量的相关性分析	21
图表 57: 紫燕百味鸡未来开店空间测算	22
图表 58: 公司在华东地区收入占比 75%左右	22
图表 59: 公司前五大经销商收入占比达到 60%以上	22
图表 60: 公司前五大经销商梳理	23

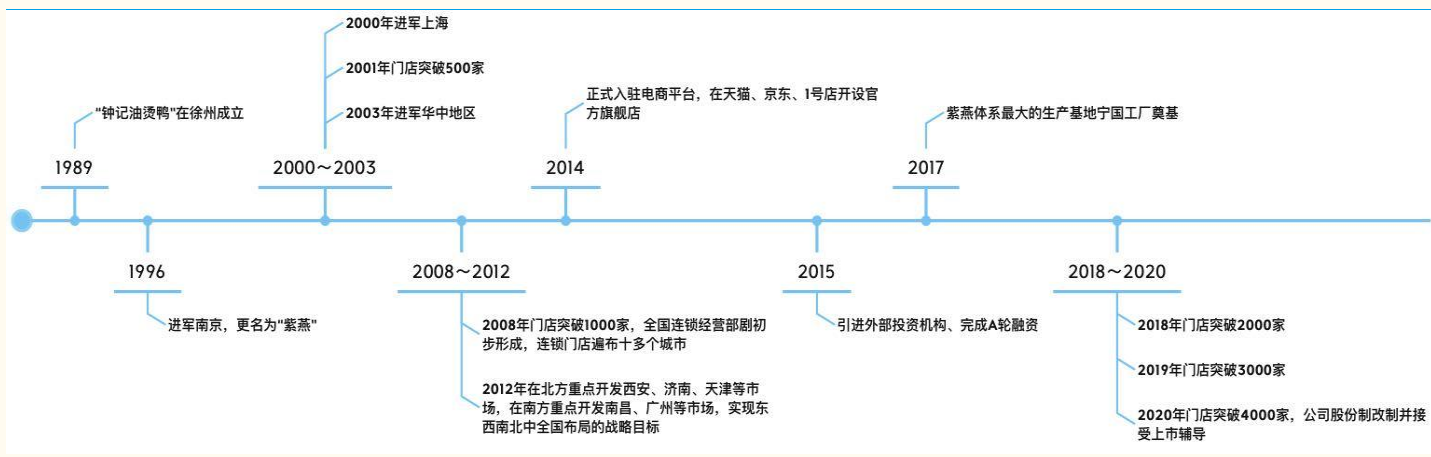
图表 61: 前五大经销商增速逐步慢于公司整体增速.....	23
图表 62: 夫妻肺片向不同经销商的出厂价 (元/KG)	24
图表 63: 公司给予非前员工经销商更高的毛利空间.....	24
图表 64: 公司前五大经销商梳理.....	24
图表 65: 公司非员工经销商数量持续提升.....	25
图表 66: 公司新增经销商销售收入占营收比例持续提升.....	25
图表 67: 公司非前员工经销商人均创收 (万元) 持续提升.....	25
图表 68: 公司销售收入大于 1000 万的非前员工经销商数量 (个) 持续提升.....	25
图表 69: 卤味头部品牌门店数量对比.....	26
图表 70: 佐餐赛道中紫燕覆盖城市数量最多.....	26
图表 71: 佐餐赛道中紫燕门店的城市线级分布更均衡.....	26
图表 72: 公司募投项目	27
图表 73: 公司产能及产能利用率.....	27
图表 74: 公司广宣等营销费用逐年增加 (万元)	27
图表 75: 公司举办“517 吃货节”.....	27
图表 76: 公司为《灌篮少年》节目独家冠名.....	27
图表 77: 公司产品平均人工成本 (万元/吨)	28
图表 78: 公司产品平均制造费用 (万元/吨)	28
图表 79: 绝味食品产品平均人工成本和制造费用 (万元/吨)	28
图表 80: 公司单店运输成本和绝味相比还有很大优化空间.....	28
图表 81: 盈利预测.....	29
图表 82: 可比公司估值比较 (市盈率法)	30

佐餐卤味领军品牌，转型大商制后快速占领华东

紫燕品牌悠久，领军佐餐卤味

- 紫燕百味鸡的前身为“钟记油烫鸭”，1989年在江苏徐州成立，主营卤鸭制品；1996年进军南京，更名为“紫燕”，紫燕品牌由此诞生。2000年正式进入上海，慢慢在华东地区扎根；为了适应新区域的口味，公司在鸭肉产品的基础中新增了夫妻肺片、百味鸡等川卤经典产品，品类逐步涵盖品类涵盖鸡、鸭、牛、猪等主流肉类；并于2012年正式开启全国战略。
- 相比行业其他头部卤味品牌，公司成立时间最早；而且在佐餐卤味品牌中处于领军地位，截至22年8月，公司终端门店超过5300家，覆盖二十多个省、自治区、直辖市内的140多个城市，门店数量稳居佐餐卤味领域第一，与其他佐餐卤味品牌的差距较大。

图表 1：公司成立时间较早，12 年开启全国化战略



来源：公司官网，国金证券研究所

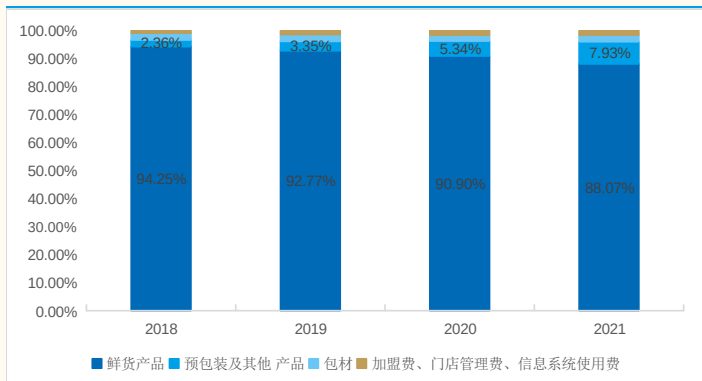
图表 2：公司为佐餐卤味赛道领军品牌

品牌	成立年份	品类结构	主打产品	主打口味	门店数	区域分布
紫燕食品	1989	鲜货产品、预包装产品	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	川卤、油卤、鲜卤、糟卤、盐卤、白卤、酱卤、老卤、热卤、冷卤十大特色卤制风味	5300+	以华东、华中、西南为主，华东地区销售收入约占主营业务收入的 75%
卤江南	2010	鸡、鸭、鹅、牛、猪类禽畜产品以及以蔬菜、豆制品为原材料的方便菜肴	滋味鸭、香卤鸭腿、香卤猪爪、宰相牛肚、芙蓉老鹅	香卤、酱香、红卤	1100+	苏锡常、上海以及浙江部分地区
廖记棒棒鸡	1993	集拌菜系列、香卤和麻辣味型的卤菜系列、各种味型的串串系列等多产品系相结合	廖记棒棒鸡、金汤夫妻肺片、掌中宝、无骨凤爪、风味耳丝	香卤、麻辣	900+	川渝+武汉
留夫鸭	2008	美味现卤、经典卤味、荤食海鲜、佐餐小食	现卤土鸭、茄汁排条、猪蹄、桂花酱鸭、咸草鸡	麻、辣、香、甜	1200+	江浙沪
九多肉多	1997	散装产品、储鲜产品、休闲食品、礼盒产品	麻油鸡、猪头肉、牛肉、烧鸡、猪蹄、猪耳	以酱香为主，涉及麻辣、香辣、酸辣以及甜辣等多种口味	1000+	主要分布在华中

来源：公司官网，公司招股说明书，连锁品牌网，国金证券研究所

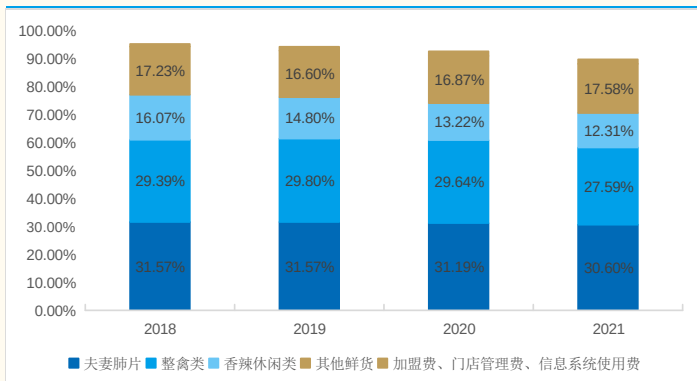
- 公司的产品是以鲜货为主的佐餐卤味，口味以川卤为基础，融合粤、湘、鲁等其他地域口味。夫妻肺片为公司招牌产品，占比在 30%左右；其次是整禽类（百味鸡、紫燕鸭等），占比在 27%-30%；香辣休闲类（凤爪、鸭脖、鸭锁骨）和其他鲜货（牛腱肉、猪头肉、海带丝等）各自占比 10%-20%；鲜货产品整体占主营业务收入的九成左右。此外预包装产品占比也在逐步提升，由 18 年的 2%提升到 21 年的 8%，2018-2021 年 CAGR 达 50.64%。包材和加盟费占比稳定，都在 1%-2%左右。

图表 3：公司产品以鲜货为主



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 4：大单品夫妻肺片占比 30%左右

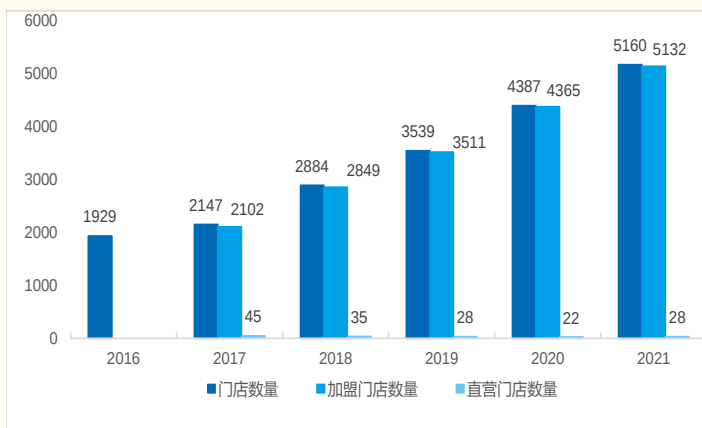


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

销售路径为“公司-经销商-加盟商门店-消费者”，与大商深度绑定

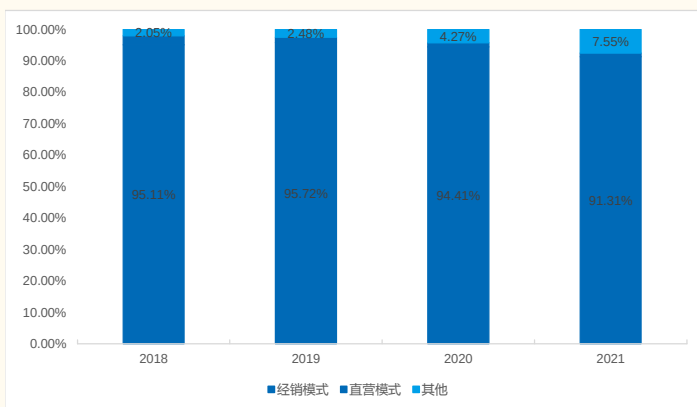
- 公司线下门店以加盟为主，18-21 年期间直营门店数量维持在 20 多家，营收占比在 1%-2%。但是不同于绝味、周黑鸭等直接对接加盟商，公司建立了“公司-经销商-终端加盟门店-消费者”的两级销售网络，通过经销商去开发、管理加盟商，公司主要集中精力完成产品研发、质量控制及供应链管理。
- 在两级销售网络下，加盟费收取、销售收入结算采取两级模式，公司与经销商之间结算加盟费用和销售收入，经销商再和加盟商之间结算；在加盟门店报备订单需求以及工厂配送产品环节，仍是公司和加盟门店直接对接，此外公司会直接通过 POS 系统监控和管理终端销售价格，原则上要保证同一区域的销售价格保持一致。

图表 5：公司以加盟门店为主（单位：家）



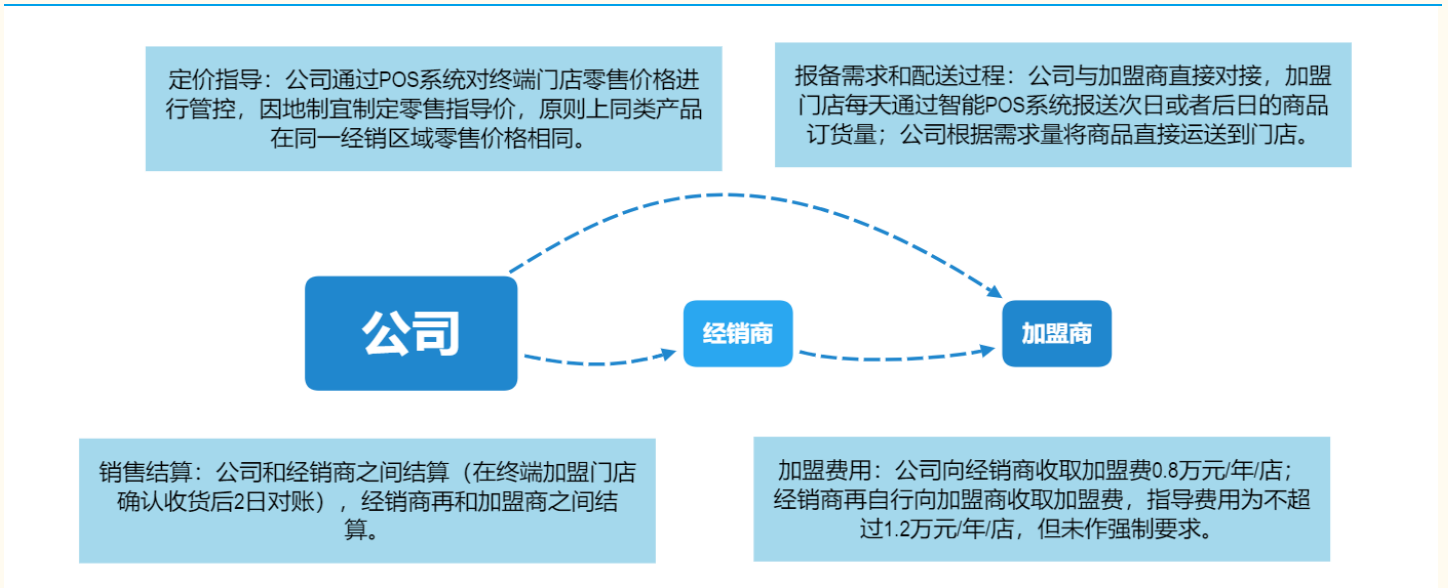
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 6：公司以经销模式为主



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 7：公司经销模式存在两级销售网络



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司的经销商大多为前员工，之前在公司任职时就负责市场开拓和加盟门店管理。其实在 2016 年之前公司是直接对接加盟商的，当时成立了上海紫燕、武汉川沁、苏州紫燕等独立的区域经营主体，这些经营主体由区域管理团队负责区域内产品生产及配送、门店开拓及管理等工作；后来随着发展逐步由分散化管理变为集中性管理，紫燕母公司整合并统一管理各区域经营主体，16 年公司正式设立两级销售网络后，原先区域管理团队的职责由经销商承担，该过程中公司也鼓励原先的区域管理团队人员转型为经销商。
- 目前公司的经销商中有 10 名公司前员工，之前为区域管理团队核心人员，均在 2016 年转型为公司经销商；而且其中有 9 位 16 年之前在公司均代持了实际控制人的股权，可见在公司地位较高，和管理层关系绑定较为紧密；其中有 2 名还是公司高管亲属。
- 在 16 年之后公司的开店速度得到显著提升，08-16 年，公司的门店数量从 1000 家增长到 1929 家，CAGR 为 8.6%，而 2021 年公司门店数量已经增加到 5160 家，16-21 年的 CAGR 为 21.7%，经销商模式的转型大大加快了公司开店的步伐。前员工转型做经销商后，业绩也非常可观，近三年前员工经销商的销售金额在公司营收中占比 80%左右，贡献较大。

图表 8：2016 年公司前员工转型为核心经销商

姓名	主要经销区域	在紫燕任职经历
赵邦华	上海市、南通市、青岛市、连云港市、宣城市等	2008 年 10 月-2016 年 12 月：紫燕有限总经理
邓绍彬	南京市、镇江市、杭州市等	2000 年 6 月-2016 年 1 月：紫燕有限南京区域负责人
汪士龙	重庆市、成都市、合肥市（西区）等	2002 年 5 月-2016 年 11 月：合肥紫燕总经理、重庆川沁总经理
王君平	济南市、淄博市、潍坊市、西安市等	2011 年 4 月-2016 年 12 月：济南紫燕食品有限公司总经理、山东紫燕总经理
王波	武汉市、南昌市等	2009 年 1 月-2016 年 11 月：武汉川沁、武汉仁川总经理
杨美全	苏州市、眉山市等	2013 年 11 月-2016 年 11 月：苏州紫燕总经理
姚善勇	徐州市、天津市、马鞍山市、芜湖市等	2000 年 6 月-2016 年 1 月：先后担任紫燕有限徐州、天津、马鞍山、芜湖等地区负责人；紫燕有限供应链副总裁、工程总监
谢斌	合肥市（东区）、郑州市、绵阳市等	2003 年 4 月-2016 年 11 月：合肥紫燕总经理

谭庭伟	广州市（已退出）、深圳市（已退出）、长沙市等	2008年8月-2016年12月：紫燕有限总裁助理；广州川沁总经理
刘伟	南京市	2004年1月至2016年1月：紫燕有限南京区域行政主管
杨美玉	蚌埠市	2014年1月-2016年11月：紫燕有限蚌埠地区销售负责人
吴明鲜	杭州市（已退出）	2000年6月-2016年3月：紫燕有限产品研发总监；杭州紫燕食品有限公司总经理 2016年

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

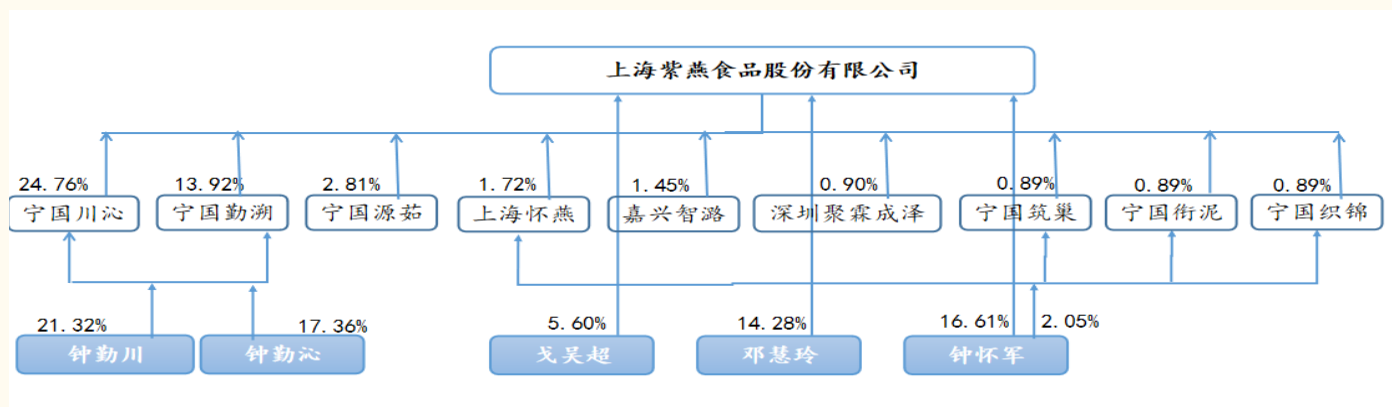
图表 9：转型为经销商的基本都是公司核心人员

	股东名称	出资额（万元）	股权比例
	紫燕投资	500	25.00%
	钟怀军	420	21.00%
	邓惠玲	361	18.05%
13人代持实际控制人共35.95%的股份；标星号的9位员工在16年转型为经销商。	赵邦华（*）	162	8.10%
	汪士龙（*）	162	8.10%
	邓绍彬（*）	162	8.10%
	谢斌（*）	160	8.00%
	刘卫	13	0.65%
	钟怀勇	12	0.60%
	杨美全（*）	10	0.50%
	吴明鲜（*）	10	0.50%
	刘伟（*）	10	0.50%
	王波（*）	10	0.50%
	陈刚	4	0.20%
	姚善勇（*）	3	0.15%
	张勇	1	0.05%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：11）上表为公司2015年5月-2016年3月的股权结构，股权代持先后于2016年3月第四次股权转让、2017年1月第五次股权转让时解除。2）邓绍彬系公司实际控制人之一邓惠玲的兄弟，谢斌系邓惠玲的姐妹的配偶。

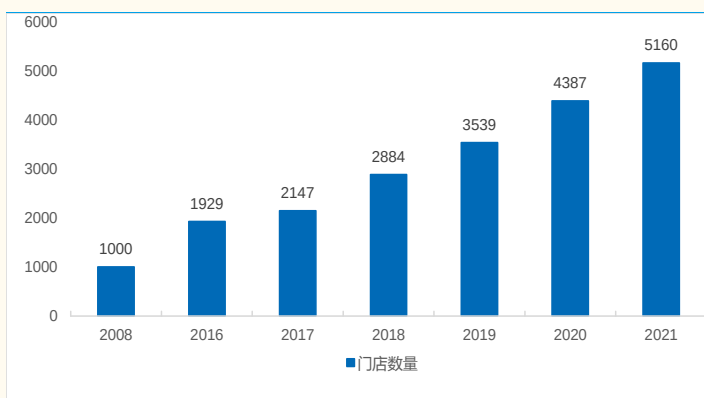
图表 10：公司目前的股权结构为家族持股模式



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

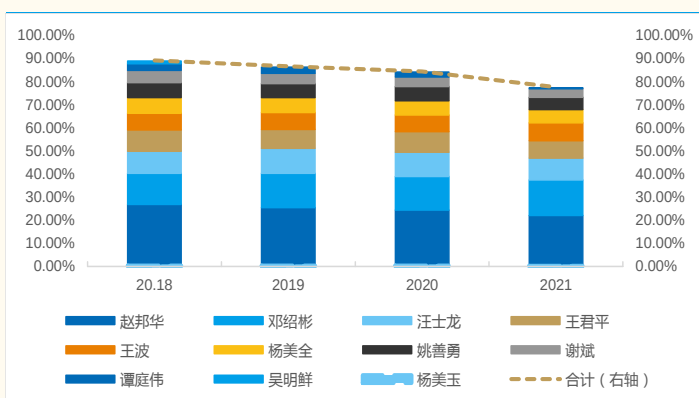
注：公司实际控制人合计控制公司 81.18% 股份；为家族持股公司，其中钟怀军为创始人儿子，邓惠玲系钟怀军配偶，钟勤川、钟勤沁系钟怀军子女，戈吴超为钟勤沁配偶。

图表 11：公司门店数量在 16 年之后快速增长



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

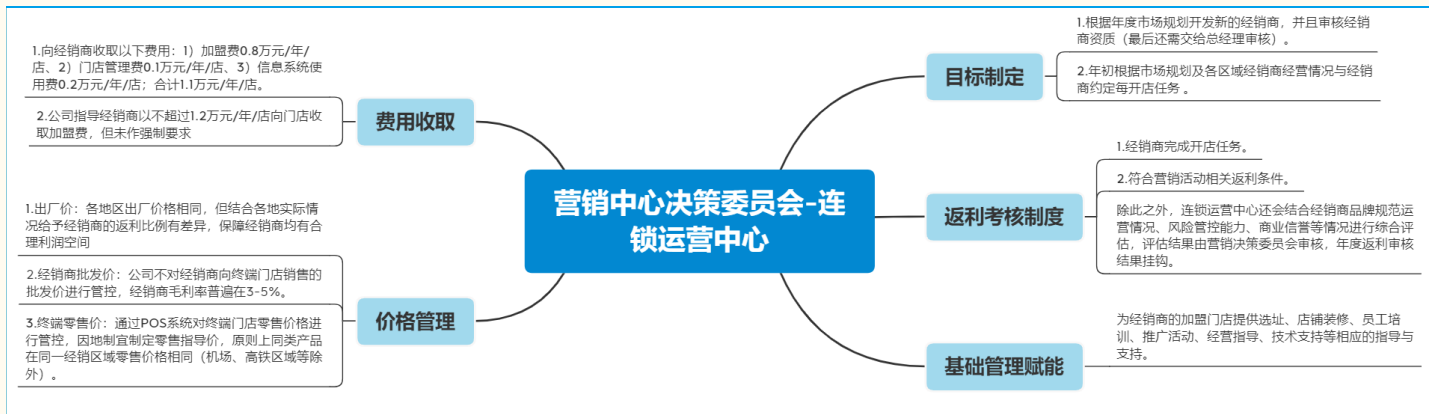
图表 12：公司前员工经销商贡献收入占比 80% 左右



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 在加盟商管理上面，公司主要通过连锁运营中心负责制定门店开拓计划、监督门店运营情况并审核相应的返利情况等。在管理方面，1) 公司会结合开店目标开发新经销商，并对各个经销商提出相应的开店目标；2) 通过门店信息化系统、巡店等监督经销商下属加盟门店的基础运营情况；3) 对加盟门店提供选址、装修、培训、推广等技术支持；4) 会通过 POS 机管控终端零售价格。在奖励方面，公司主要针对开店任务完成情况、营销活动进行考核，考核周期包括月度、季度和年度，完成任务或者符合条件的可以获得抵扣贷款形式的销售返利；除此之外公司还会对经销商的品牌规范运营情况、风险管控能力、商业信誉等进行综合评估，年度返利与审核结果挂钩。

图表 13：公司对经销商和加盟商的管理措施

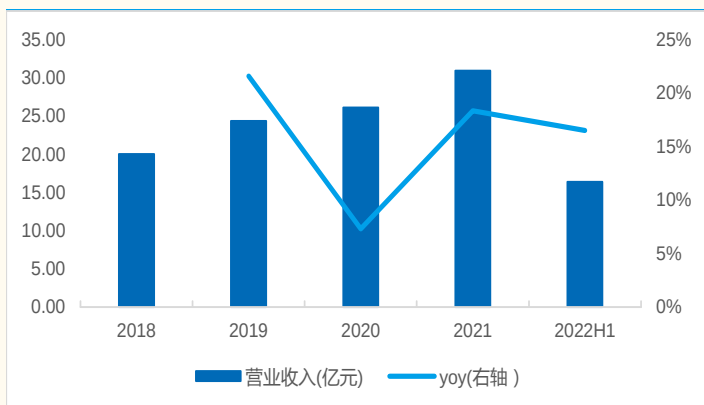


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

利润率受成本波动影响较大，营运指标健康

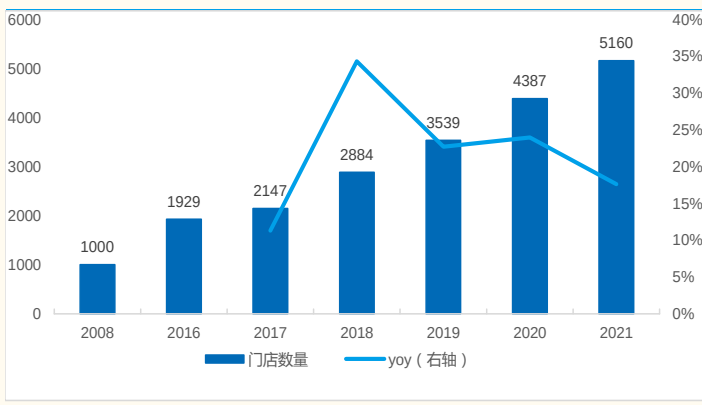
- 公司 2018-2022H1 营业收入持续平稳增长，除了 2020 年有一定放缓，18-21 年的 CAGR 为 15.6%。18-21 年公司的门店数量 CAGR 为 21.4%，基本上每年净增 600-900 家，尤其 20 年增加了 848 家。公司营收增速和同行的趋势类似，疫情前基本保持在 10%以上的增速，20 年下滑严重，21 年开始修复。2020 年疫情之后单店营收和销量都有明显下滑，导致营收增速慢于门店数量增长。公司归母净利的增速持续放缓，主要是净利率在 2020 年达到高点后有一定回落，同业的利润增速也存在类似情况，主要是疫情影响和成本波动导致。

图表 14：公司营收稳健增长



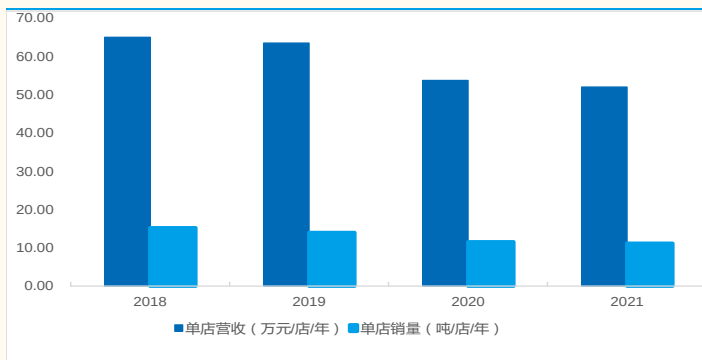
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 15：公司开店速度增快于营收增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

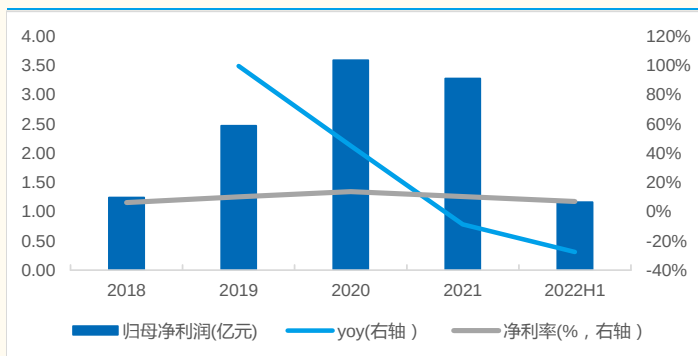
图表 16：公司单店营收及销量在疫情后有回落



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

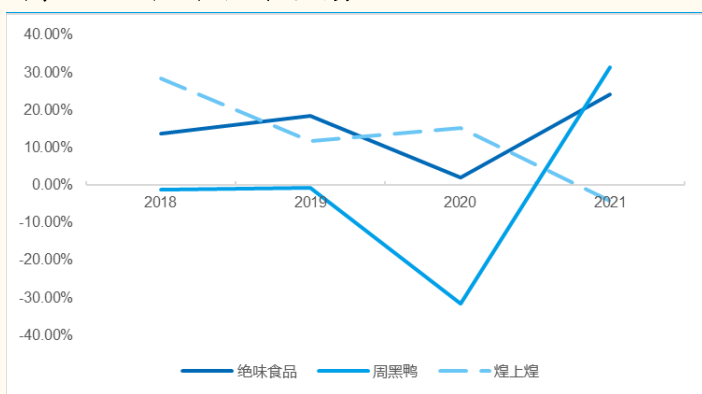
注：仅考虑鲜货业务的收入和销量。

图表 17：公司净利率在 2020 年达到高点后回落



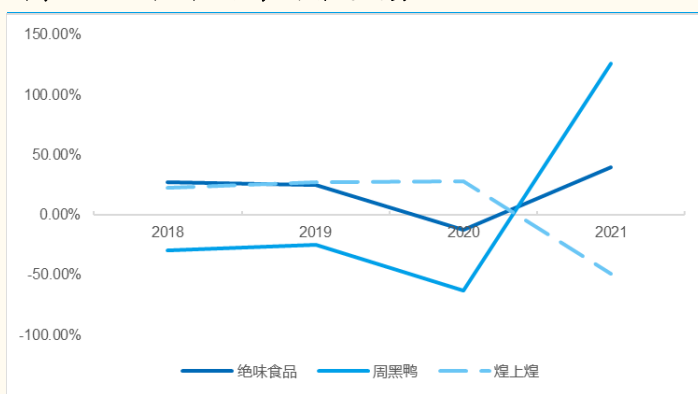
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 18：同业营收增速走势



来源：Wind，国金证券研究所

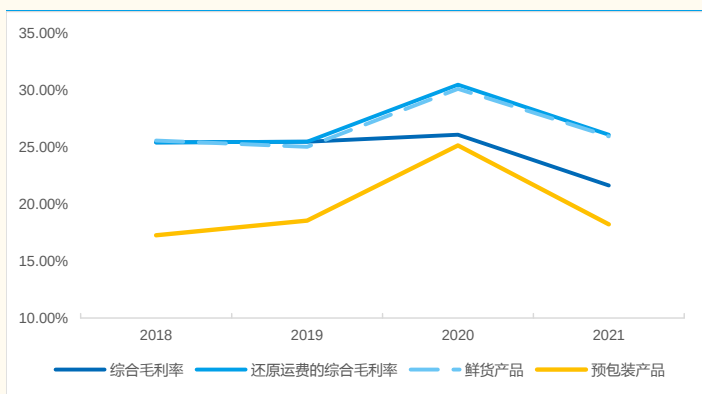
图表 19：同业归母净利增速走势



来源：Wind，国金证券研究所

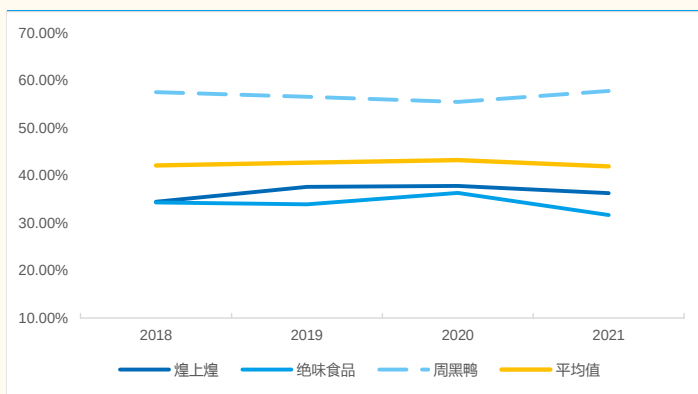
- 公司过去几年的毛利率在 25%-30% 左右，鲜货产品中整禽类的毛利率最高，其次是夫妻肺片，香辣休闲和其他鲜货的毛利率较低。而几家休闲卤味公司毛利率基本在 40% 以上。公司毛利率较低主要系 1) 公司是以经销模式为主，经销商负责开拓、管理加盟门店，所以公司会给予经销商一定的利润空间；2) 产品定位上公司以佐餐卤味为主，客群是中年人群为主，休闲卤味的客群则是年轻人群，后者的溢价率更高。

图表 20：公司综合毛利率在 25% 左右



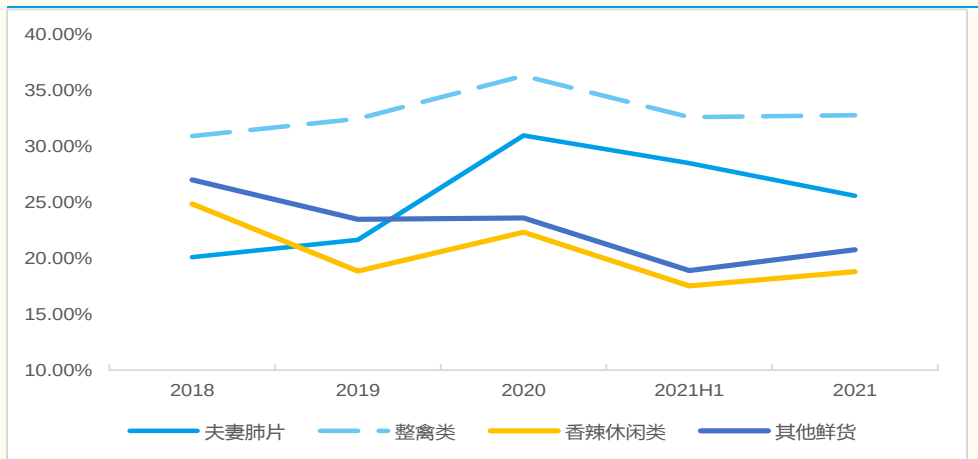
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 21：公司毛利率低于同业



来源：Wind，国金证券研究所

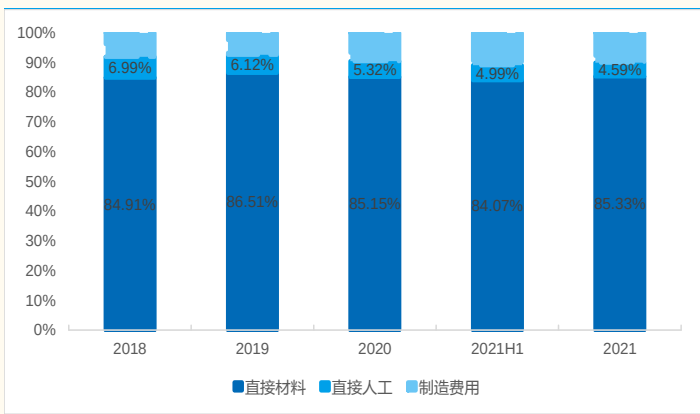
图表 22：公司鲜货产品中整禽类、夫妻肺片毛利率较高



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

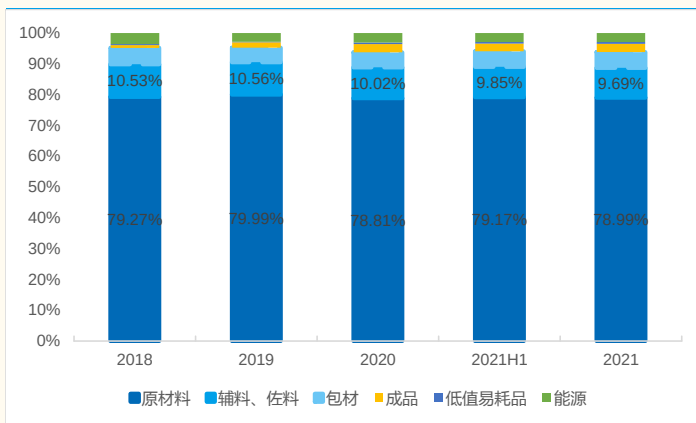
- 在成本构成中，原材料占比达到 65%-70%，其中整鸡、牛肉、鸡爪、牛杂、猪蹄、猪耳等主要原材料约占营业成本的 50%，尤其是整鸡和牛肉的占比比较大。原材料价格波动对公司毛利率影响较大，19 年主要原材料价格出现上涨，公司通过 3 次提价来对冲成本压力，20 年随着成本回落释放出提价红利；21 年以来成本再次上涨，可能由于疫情后消费力有一定承压，公司的提价幅度小于 19 年，提价幅度并不能覆盖成本上涨幅度，因此 21 年的毛利率出现明显回落。
- 22 年下半年以来，猪肉价格再次出现上涨趋势，而且肉类的价格走势经常会出现共振，鸡肉和牛肉价格也有小幅上涨，我们预计今年四季度猪肉价格还会持续上涨，因此公司今年的毛利率依旧会承压，明后年肉类成本可能会逐步回落。

图表 23：公司营业成本中 85% 左右是直接材料



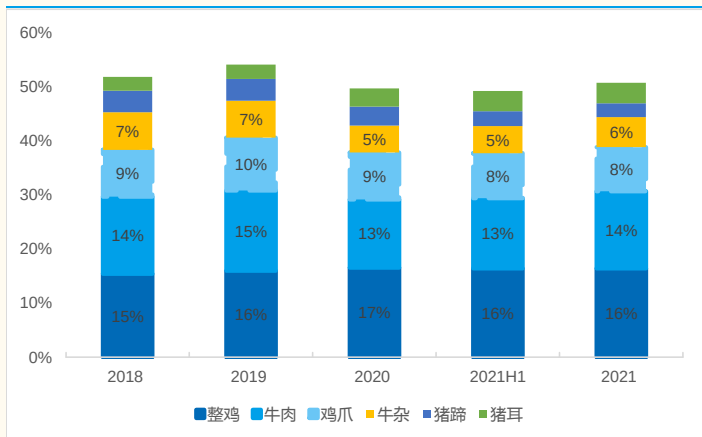
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 24：公司直接材料中原材料占比接近 80%



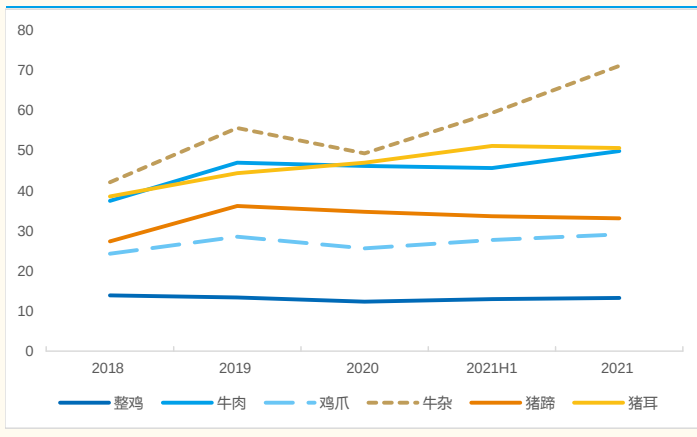
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 25: 肉类原材料在营业成本中占比 50%左右



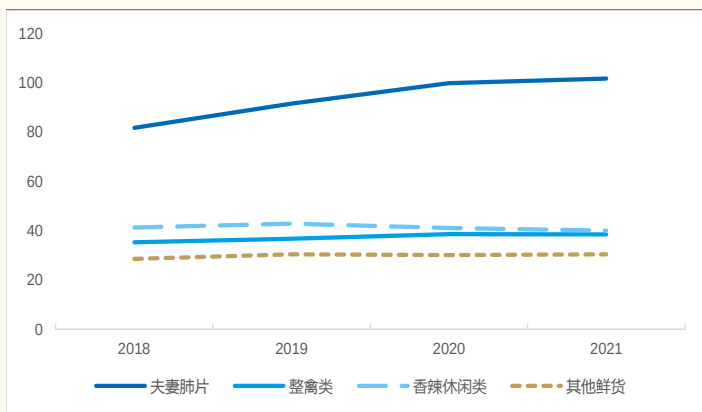
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 26: 21 年肉类成本上涨



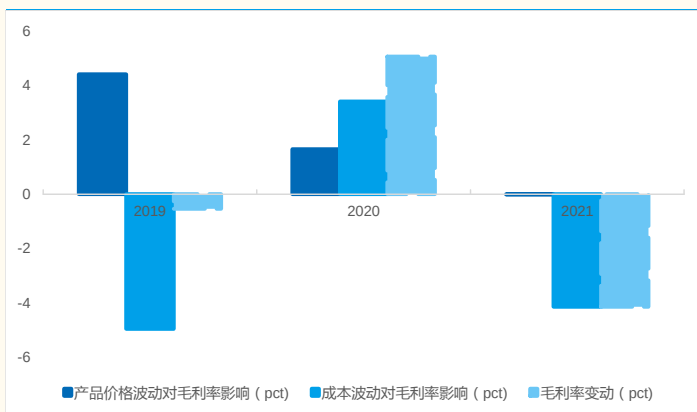
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 27: 公司通过提价对冲成本压力



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 28: 公司提价和成本变动对毛利率的影响



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 29: 公司历次提价情况梳理

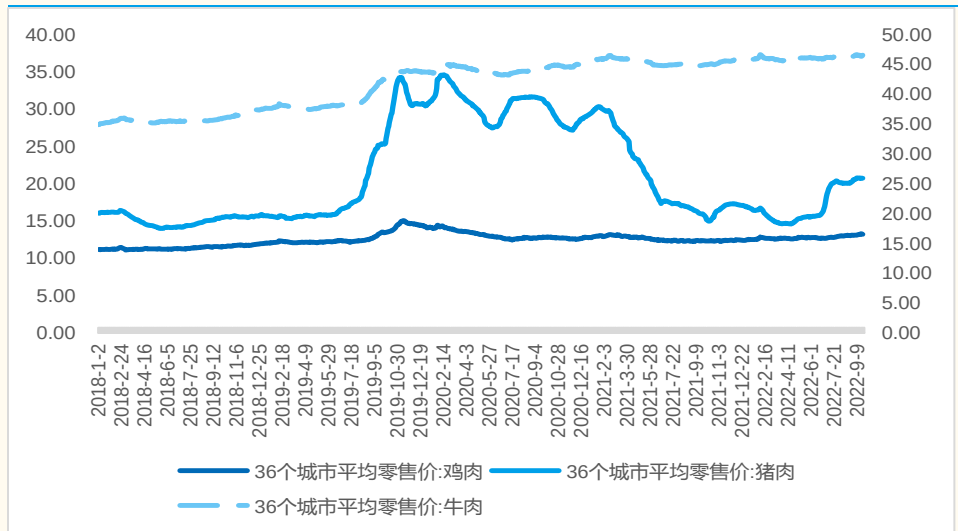
2019 年调价情况						2021 年调价情况			
产品类别	单品	调价前	2019 年 4 月	2019 年 9 月	2019 年 11 月	产品类别	单品	调价前	2021 年 9 月
夫妻肺片	夫妻肺片	98.80 元	110.80 元 / 106.30 元 / 101.80 元 / 93.80 元组合分档价格	132.80 元 / 102.80 元 / 82.80 元食材分类定价	137.80 元 / 110.80 元 / 92.80 元食材分类定价	夫妻肺片	夫妻肺片	牛肉、牛肚、牛百叶 137.80 元; 猪耳、猪舌、猪红肠、猪脆肠 110.80 元, 其余食材 92.80 元。	牛肉、牛肚、牛百叶 150.80 元; 猪耳、猪舌、猪红肠、猪脆肠 100.80 元; 其余食材价格不变。
	整禽类	百味鸡 42.98 元 藤椒鸡 48.30 元	保持不变	44.98 元 52.16 元	47.18 元 54.36 元		酸辣凤爪、青椒柠檬凤爪	51.90 元	63.80 元
香辣休闲类	短爪产品	51.90 元	保持不变	54.50 元	57.50 元	香辣休闲	翅尖产品	51.90 元	43.90 元
	虎皮凤爪	51.90 元	保持不变		54.90 元		五香牛肉	142.10 元	155.10 元
其他鲜货	五香牛肉	104.00 元	121.00 元	133.10 元	142.10 元	其他鲜货	五香牛肉	142.10 元	155.10 元

飘香猪手 56.50 元 68.00 元 78.20 元 83.20 元

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

注：1) 19 年 4 月公司调整了夫妻肺片定价模式，按照夫妻肺片组合中牛类产品的不同占比进行差异化定价，分为 4 个等级档次：65%/55%/45%/30%牛肉类产品。2) 此后公司进一步调整夫妻肺片产品定价模式，直接按照夫妻肺片食材类型收取费用。夫妻肺片产品包含牛肉、牛百叶、牛肚、猪耳、鸭肫等多种食材，消费者在终端门店选购时，可以按照个人口味挑选不同的食材，不同食材按照总重量以统一价格称重结算。

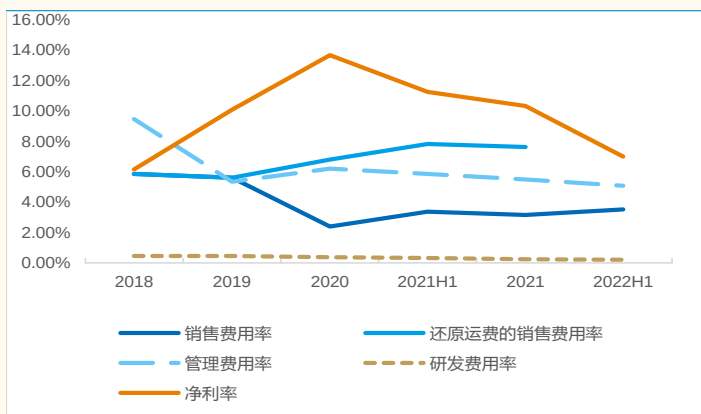
图表 30：肉类价格在 22 年下半年再次上涨（单位：元/KG）



来源：Wind，国金证券研究所

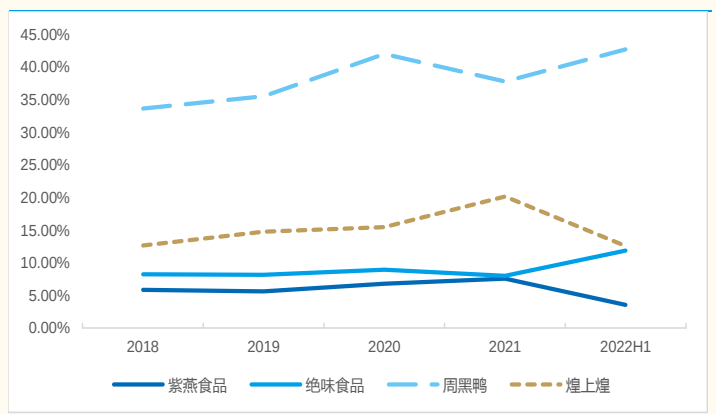
- 公司费用率基本保持稳定，18-19 年因股权激励影响所以管理费用较高，20 年之后有所回落；根据新收入准则要求，2020 年后原计入销售费用的产品运输费用计入营业成本，还原运费后的销售费用率在 19 年之后逐年提升，主要与公司加大品牌营销动作有关。公司费率基本低于同行业可比公司。公司为两级销售网络，市场开拓、广告宣传等职责由经销商负责，因此公司销售费用较少；公司管理费用率与绝味食品、煌上煌走势相似，周黑鸭管理费用率较高与其采用直营模式为主的销售模式有关；卤制食品行业公司研发费用率普遍较低。
- 结合毛利率和费用率的情况，可以发现近几年公司净利率的波动受毛利率的影响较大，主要取决于原材料的波动周期和提价传导能力。

图表 31：公司费用率基本保持稳定



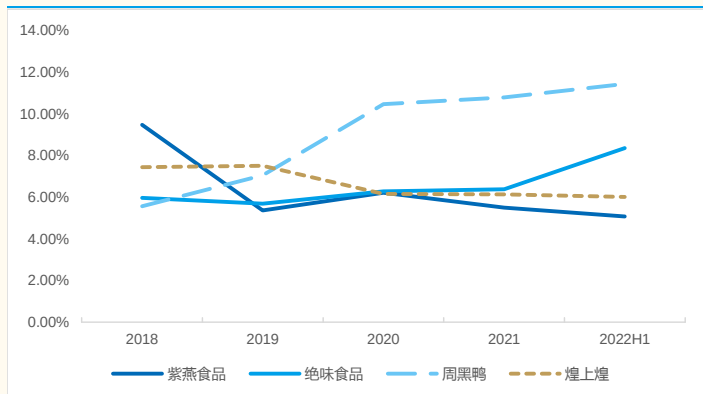
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 32：公司销售费用率低于同业



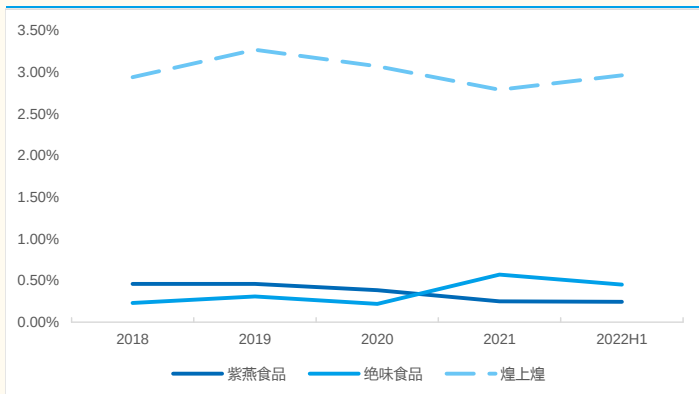
来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：公司管理费用率低于同业



来源：Wind，国金证券研究所

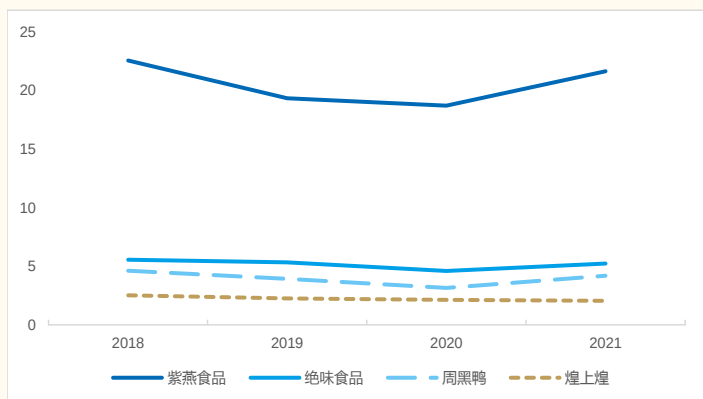
图表 34：卤味行业研发费用率普遍较低



来源：Wind，国金证券研究所

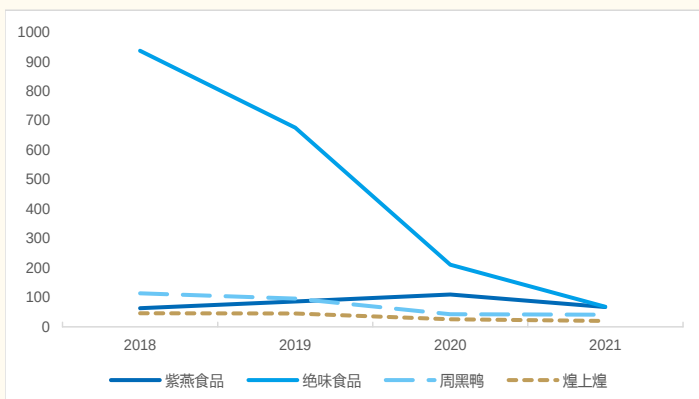
- 运营能力优秀，总资产周转率高于业内。紫燕食品存货周转率远高于同行业公司可比公司，主要系：1）公司原材料较为分散，采购周期较短；2）原材料中包含鲜品原材料，保质期相对较短。应收账款周转率方面，公司该指标低于绝味食品，高于煌上煌；由于紫燕采用以经销为主的连锁经营模式，加盟店与消费者实时结算，各环节结算周期较短。总资产周转率方面，紫燕高于业内，近年来来有一定下滑主要系 20 年公司在宁国、连云港、重庆新建的生产基地完工，固定资产翻倍增加。

图表 35：公司存货周转率优于同业



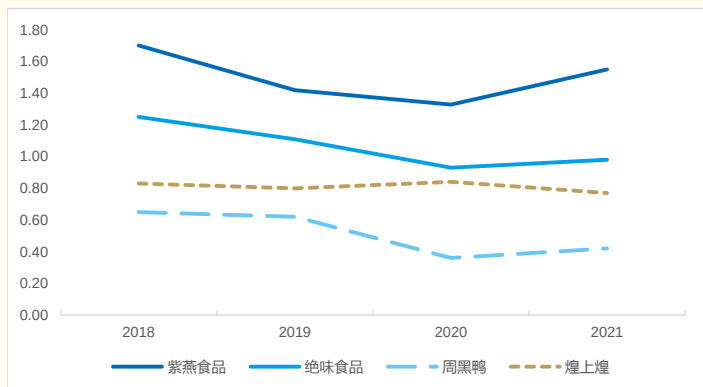
来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：公司应收账款周转率与同业差别不大



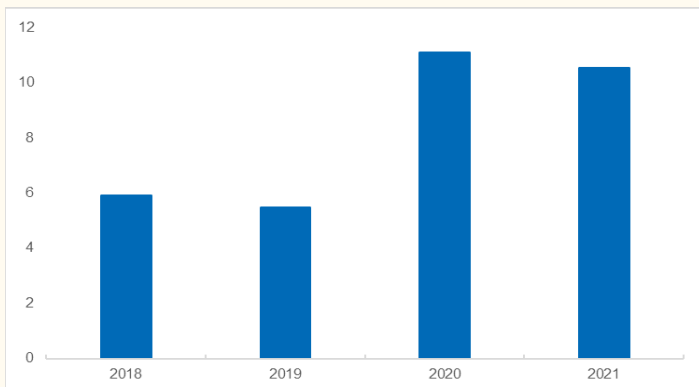
来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：公司总资产周转率优于同业



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：公司 20 年固定资产大幅增加



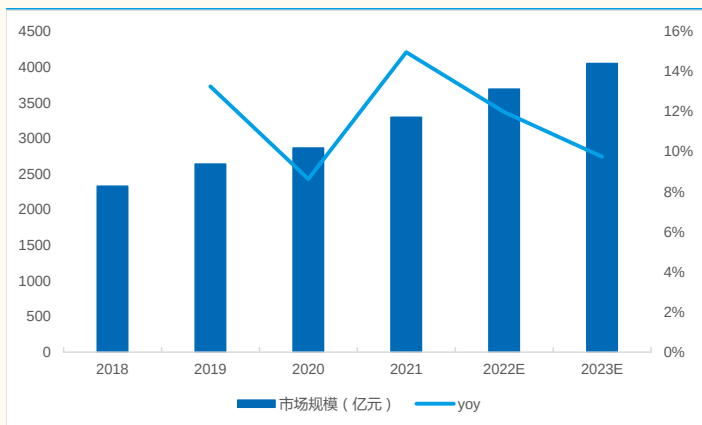
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

对比佐餐和休闲，佐餐卤味还处于品牌化加速阶段

参考休闲卤味发展历程，佐餐卤味的潜力还未充分挖掘

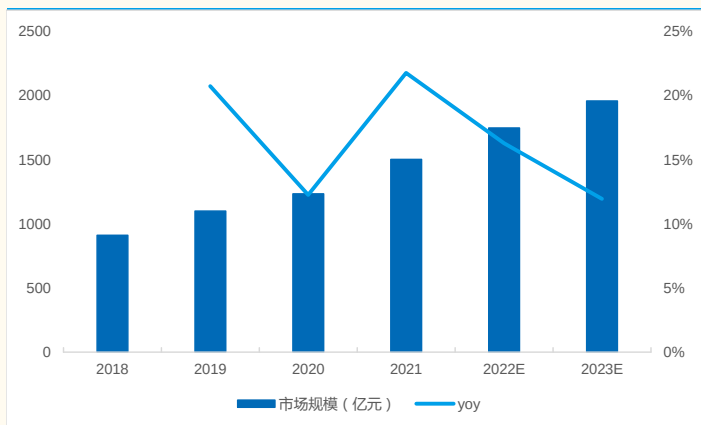
- 根据艾媒咨询 2021 年中国卤制品行业市场规模为 3296 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 12.3%，2020 年后在疫情反复影响下依旧保持稳定增长。2021 年中国休闲卤制品与佐餐卤制品行业市场规模分别为 1504 和 1792 亿元，18-21 年的 CAGR 分别为 13.4%、6.0%，休闲卤味虽然起步更晚，但成长更快。
- 休闲卤味的连锁化率、集中度也更高，2020 年休闲卤制行业 CR3 为 17%，龙头绝味占比 9%左右；佐餐卤味 CR5 仅为 4.1%，紫燕作为龙头市占率为 2.6%。而且佐餐卤味的区域性分布更加明显，紫燕食品、卤江南、留夫鸭门店分布以经济较为发达的华东地区为主，廖记棒棒鸡主要分布在川渝地区以及武汉，九多肉多主要分布在河南地区。
- 两个赛道增长速度、市场集中度的差异我们认为可以从行业属性和公司能力两个维度去进行分析。

图表 39：我国卤制品行业保持稳健增长



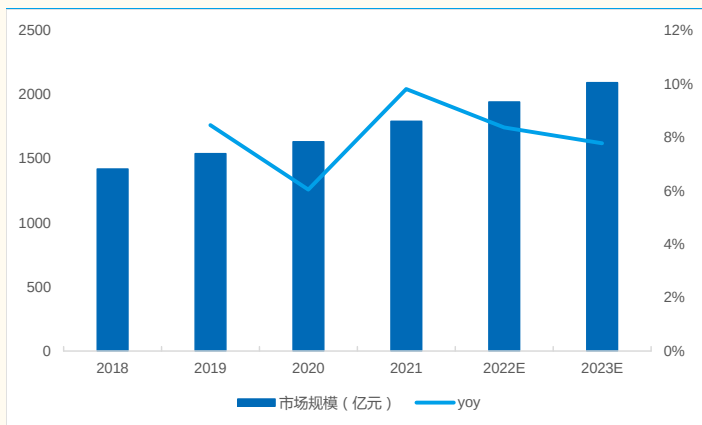
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 40：我国休闲卤制品行业增长较快



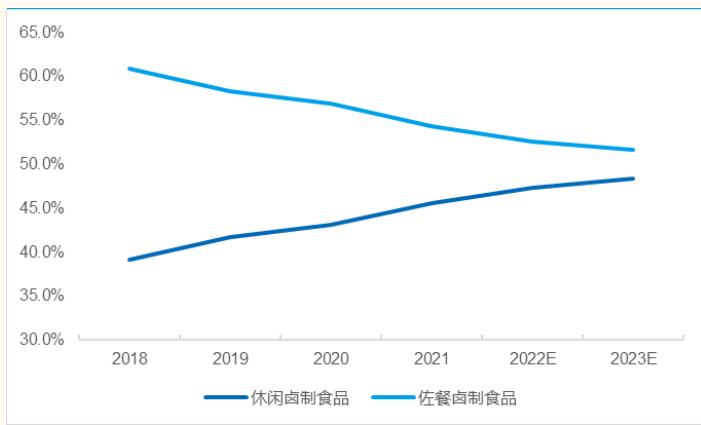
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 41：我国佐餐卤制品行业增速慢于休闲卤制品



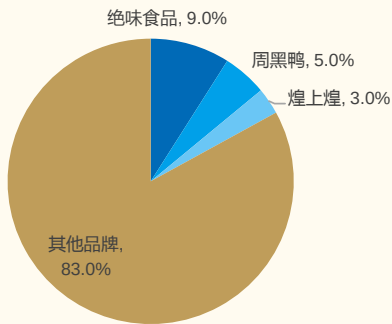
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 42：休闲卤制品在整体卤制品的市场份额持续提升



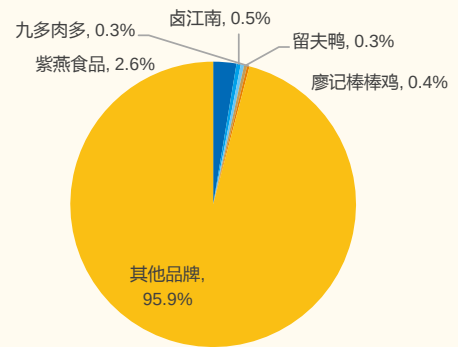
来源：艾媒咨询，国金证券研究所

图表 43：2021 年休闲卤制品 CR3 达到 17%



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表 44：2020 年佐餐卤制品 CR5 仅 4%



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

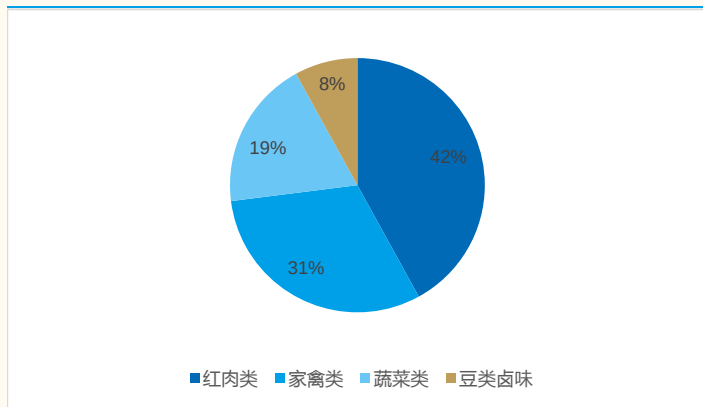
- 虽然同属于卤制品行业，但佐餐和休闲仍有明显的区别。
 - 产品定位上，休闲卤制品消费场景为休闲娱乐场景，主要受众群体为年轻人。佐餐卤制品消费场景主要为家庭正餐，主要消费群体为中老年客群。品类上休闲卤味以家禽类产品为主，而佐餐卤味的品类分布更加均匀，家禽类和红肉类都有较大占比，而且食材与口味方面地域性更强
 - 品牌方面，由于休闲卤味产品口味丰富度较低，生产工艺偏标准化，行业多为品牌连锁经营，市场集中度较高。佐餐卤味经营者多为地方个体门店，以“路边摊”、“夫妻店”形式经营，市场极度分散，品牌营销较少。
 - 在选址方面，休闲卤味多选择在交通枢纽、商场等人流量较大地区经营，佐餐卤味门店主要靠近农贸市场、商超等地。

图表 45：休闲卤制食品与佐餐卤制食品对比

	休闲卤制食品	佐餐卤制食品
产品定位	非正餐食用的休闲食品	作为凉菜用于佐餐
消费群体	年轻消费群体为主力	家庭主妇、中老年客群
消费场景	休闲、娱乐	正餐
品牌效应	多为品牌连锁店经营	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存
品牌力打造	品牌营销更多，吸引年轻群体	受限于消费群体及地方口味差异，品牌营销较少
店面选址	多位于人流较旺的地区（社区、商场、交通枢纽、公园景点等）	多靠近农贸市场、社区、商超
代表产品	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、锁骨等	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
代表品牌	周黑鸭、绝味、煌上煌等	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等

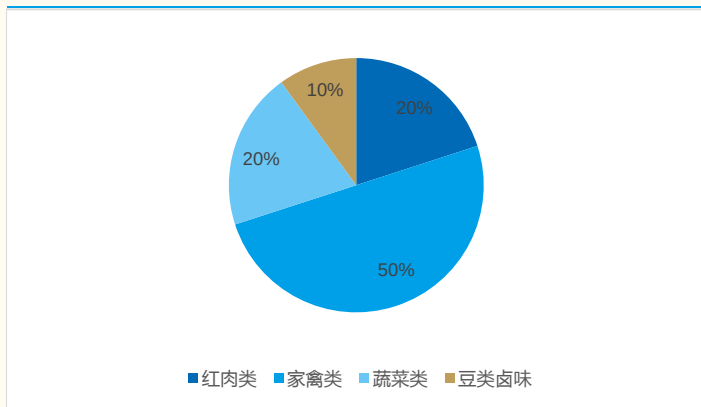
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：佐餐卤味产品品类以红肉类为主（2021 年）



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表 47：休闲卤味产品品类以家禽类为主（2021 年）



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

- 而在微观的门店运营层面，通过拆解绝味和紫燕的单店模型，我们发现两者的差别并不大。基本上门店净利率都在 10% 以上，社区店型单店投入在 15-20 万元左右，投资回本期大多可以在 1 年左右，部分比较慢的 2 年左右回本。

图表 48：绝味和紫燕单店模型对比

门店信息	绝味上海地区社区加盟店 (2021 年)	紫燕加盟店 (2021 年)
单店营收	9.3-15.5 万元/月	10.5-11.4 万元/月
装修费、设备费	6-8 万元	6-8 万元
租金占比	10%-15%	10%左右
员工工资占比	8%-13%	10%-15%
水电杂费占比	2%-3%	2%-3%
毛利率	40%左右	33%-35%
净利率	15%左右	10%-15%
初始投资额	约 15 万元	15-20 万元
装修费、设备费	6-9 万元	6-9 万元
加盟费、保证金	加盟费 0.6 万元/年，保证金 0.5 万元	加盟费 1.2 万元/年，保证金 2 万元
投资回报期	14-20 个月	12-24 个月

来源：国金证券研究所整理

- 在公司能力维度，我们发现休闲卤味赛道的公司更加擅长品牌营销、加盟门店管理和门店扩张。例如周黑鸭在休闲卤味赛道实现了高端化，定价曾经显著高于其他品牌，同时公司也擅长通过品牌营销与消费者互动，因此深受年轻消费者热爱。绝味的加盟门店管理能力在大连锁赛道都能算佼佼者，典型的例子就是公司在 2013 年就开创性地建立加盟商委员会，实现加盟商自治管理，而且绝味通过在行业早期快速开店，利用规模优势摊销成本，使其运营效率远高于行业。

图表 49：卤味赛道中周黑鸭的欢迎度位居第一



排名	品牌名称	欢迎指数
1	周黑鸭	86.08
2	紫燕百味鸡	85.71
3	绝味鸭脖	79.45
4	煌上煌	78.50
5	盛香亭	75.07
6	廖记棒棒鸡	72.37
7	精武鸭脖	72.37
8	卤人甲	71.18
9	留夫鸭	70.78
10	麻爪爪	70.03

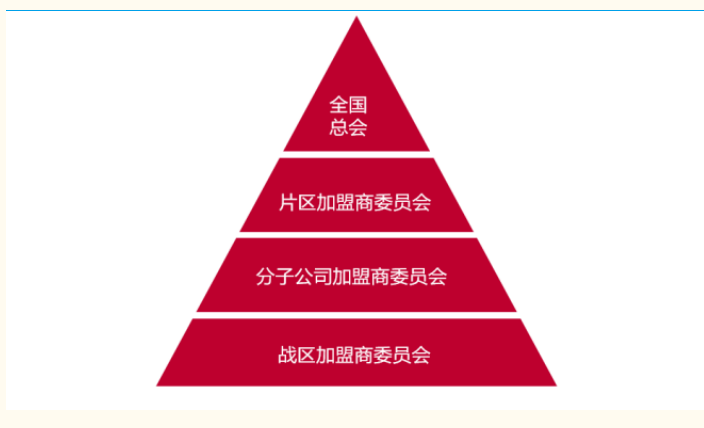
来源：NCBD，国金证券研究所

图表 50：周黑鸭邀请杨超越作为品牌代言人



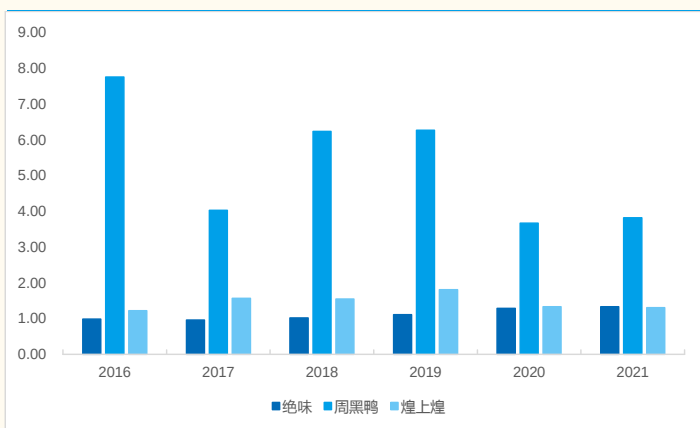
来源：微博，国金证券研究所

图表 51：绝味加盟商委员会体系结构图



来源：绝味食品公司公告，国金证券研究所

图表 52：绝味的配送费用在规模效应下远低于同行（单位：万元/店/年）



来源：各公司公告，国金证券研究所

- 总结来说，虽然休闲卤制品行业起步较晚，但随着近十年生活节奏的不断加快，居民消费水平的不断提升，卤制品行业逐渐向休闲化、方便化倾斜，行业本身处于快速发展期。而且休闲卤味的品类和口味更加集中，标准化程度更高、普适性更强。在这个背景下，休闲卤味的企业相比佐餐卤味的企业更加具备品牌营销意识和快速开店抢占份额的竞争意识。
- 虽然佐餐卤味的产品标准化程度和休闲卤味存在差异，使得其全国化程度弱于休闲卤味，但我们认为佐餐卤味赛道的发展速度和品牌化的潜力还未得到充分挖掘。1）无论是休闲卤味还是佐餐卤味，都存在稳定的消费需求和复购率，而且佐餐卤味也是低投资+快回本的门店模型，和其他连锁业态相比存在明显优势。2）行业的发展往往也需要优秀的企业来推动，在休闲卤味赛道，绝味和周黑鸭都为行业贡献了优质的经验，最终的结果是各个梯队的企业都一起来教育消费者、做大行业规模。我们认为佐餐卤味企业也可以借鉴优秀的经验，加快行业连锁化、品牌化的进程。

图表 53：连锁餐饮行业不同细分赛道初始投资额及投资回报期对比

赛道	品牌	初始投资（万元）	投资回报期（月）	单店面积（平方米）
中式正餐/火锅	绝味	10-20	15	25
	太二	230	7	200-300
	九毛九	240	22	250-400
	海底捞	500	6-13	800-1000
	老乡鸡	120	9-18	207
中式快餐	大米先生	280-420	12-18	222
西式快餐	乡村基	180-270	12-18	259
	必胜客	200-300	36-48	200-400
	肯德基	150-250	24	200-400
炸鸡	正新鸡排	20	12-16	-
烘焙	85 度 C	100-120	20-26	100
	面包新语	80-100	24	100
茶饮	奈雪	180		180-350
小酒馆	海伦司	90	12	350
	三只松鼠	33	19.2	60
零食	良品铺子	52	20.4	60
	来伊份	34	64.8	60

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所

紫燕开店空间测算，短期看到 1 万家

- 我们从窄门餐眼收集紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡、卤江南、留夫鸭、九多肉多在全国各省市的门店数量，并根据当地常住人口计算了店均覆盖人数。其中紫燕的门店主要集中在江苏、上海、安徽、山东、湖北、川渝区域，廖记的门店主要在川渝和湖北，卤江南和留夫鸭都是集中在江浙一带，九多肉多主要在河南。紫燕的覆盖范围最为广泛，卤江南、留夫鸭和九多肉多区域性非常明显。
- 从门店密度来看，紫燕在根据地上海、江苏的店均覆盖人数可以实现 4-6 万人/店，廖记在根据地川渝地区的店均覆盖人数约为 30 万人/店，卤江南、留夫鸭分别在江苏、浙江实现 12 万人/店，九多肉多在河南为 11 万人/店。紫燕在发源地的门店密度显著大于其他头部品牌，而且紫燕在上海、江苏一带头部竞争对手并不少，卤江南和留夫鸭在当地也有较强的影响力。
- 可以发现紫燕的布局在南北地区均有良好的渗透，比如在北京、天津的店均覆盖人数分别为 14 和 9 万人/店，在中部的湖北省、西南的川渝地区也都有很好的发展。因此我们认为公司的口味是南北兼容的，本身紫燕百味鸡有现场调制料汁的环节，可以根据当地口味进行调制，所以口味适应性是比较强的。
- 我们测算了门店数量和当地常住人口、人均可支配收入的相关系数，从 5 家品牌的数据来看，区域领军品牌的门店数量和常住人口有一定的相关性（紫燕、廖记、九多肉多分别为 0.45、0.31、0.24），我们认为人口数量主要决定当地门店数量的天花板。5 家品牌中除了留夫鸭，其他品牌的门店数量和人均可支配收入没有明显正相关性。

图表 54：各品牌门店数量（家）

	紫燕百味鸡	廖记棒棒鸡	卤江南	留夫鸭	九多肉多
北京	154	26			
天津	153	7			
河北	60	6			5
山西	61	6			71
内蒙古	2	1			
辽宁	51				
吉林	24	4			
黑龙江		1			
上海	539	20	75	238	
江苏	1416	33	679	142	3
浙江	342	17	31	524	
安徽	574	2			13
福建	103	5			
江西	300	4			
山东	469	20			57
河南	205	18			864
湖北	469	158		2	33
湖南	92	3			
广东	179	39	1		1
广西	27	6			
海南	19	4			
重庆	251	103			
四川	376	277			
贵州	9	3			
云南	11	13			
西藏		4			
陕西	115	20			67
甘肃	15	4			
青海	1	2			
宁夏	4	2			
新疆	8	1			
香港	1				
合计	6030	809	786	906	1114

来源：窄门餐眼，国金证券研究所

注：1）取样时间为 2022 年 9 月下旬；2）窄门餐眼上统计的门店数量和公司公告里的数据可能存在差异。

图表 55：各品牌店均覆盖人数（万人）

	紫燕百味鸡	廖记棒棒鸡	卤江南	留夫鸭	九多肉多
北京	14	84			
天津	9	206			
河北	125	1250			1500
山西	58	594			50
内蒙古	1224	2448			
辽宁	84				
吉林	104	622			
黑龙江		3349			
上海	5	123	33	10	
江苏	6	253	12	59	2784
浙江	18	370	203	12	
安徽	11	3097			477
福建	40	821			
江西	15	1142			
山东	22	507			178
河南	48	546			11
湖北	12	37		2917	177
湖南	73	2243			
广东	69	315	12276		12276
广西	185	834			
海南	52	248			
重庆	13	31			
四川	22	30			
贵州	420	1259			
云南	432	366			
西藏		90			
陕西	34	196			59
甘肃	170	637			
青海	598	299			
宁夏	178	357			
新疆	321	2567			
香港	734				
平均值	170	831	3131	750	1946
最小值	5	30	12	10	11

来源：窄门餐眼，国家统计局，国金证券研究所

注：常住人口数量取 18-21 年均值

图表 56：佐餐卤味头部品牌门店数量的相关性分析

	紫燕百味鸡	廖记棒棒鸡	卤江南	留夫鸭	九多肉多
门店数量与常住人口 相关系数	0.45	0.31	0.07	-0.07	0.24
门店数量与可支配收入 相关系数	0.09	0.00	-0.33	0.53	-0.38

来源：窄门餐眼，国家统计局，国金证券研究所

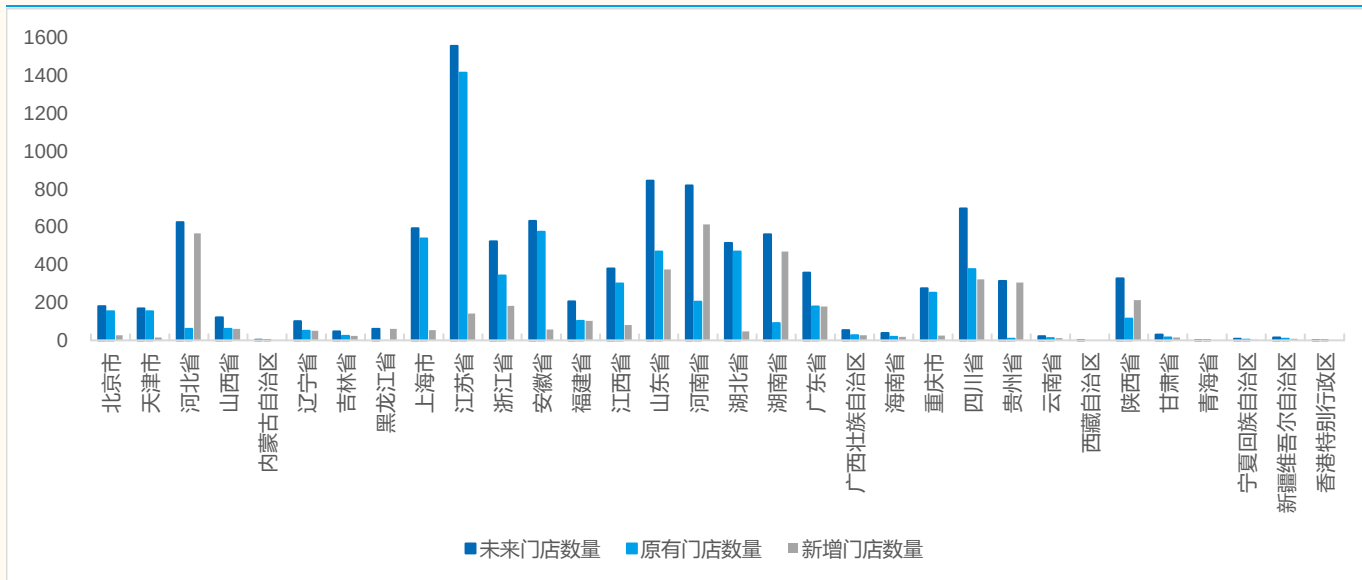
■ 未来空间的测算，假设条件如下：

- 1）将江苏省、上海市、天津市、安徽省、湖北省、重庆市这几个渗透率较高的地区作为参考区域，紫燕百味鸡的工厂也主要设立在这几个地区，假设在现有基础上，这几个地区密度再提升 10%，即预计店均覆盖人数=现在店均覆盖人数/1.1。
- 2）紫燕百味鸡的工厂主要设立在山东济南、湖北武汉、江苏连云港、安徽宁国、重庆 5 个地区，假设这 5 个省市的周边区域会发展得更迅速，参考重庆市、湖北省现在的情况，周边区域未来可达到 12 万人/店，其中店均覆盖人数指标低于目标水平的省市维持当前水平。其中，山东省的发展一般，假设其店均覆盖人数未来也可达到 12 万人/店。

根据地图可知，周边区域包括北京市、河北省、浙江省、江西省、河南省、湖南省、四川省、贵州省、陕西省 9 个地区。

- 3) 除参考区域、周边区域以外的其他省市，假设在现有基础上提升一倍的密度，即预计店均覆盖人数=现在店均覆盖人数/2。
- 根据各省市调整后的店均覆盖人数计算未来各省市门店数量，测算结果为预计公司门店数量可以增加至 10092 家。

图表 57：紫燕百味鸡未来开店空间测算



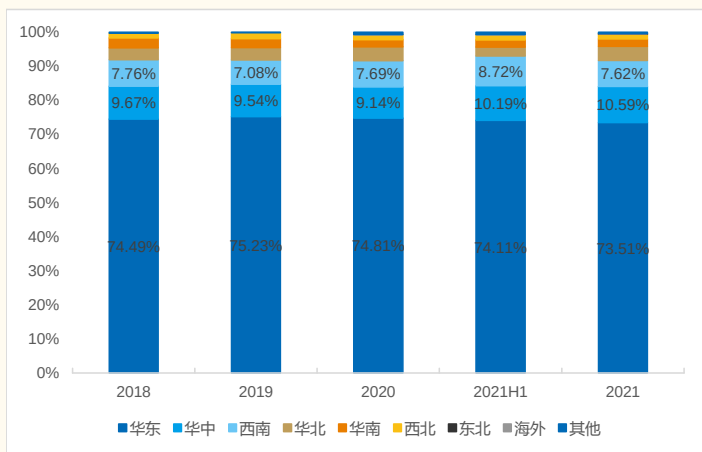
来源：窄门餐眼，国金证券研究所

用好经销商加快跑马圈地，抢占先机扩大规模优势

利用经销商加快全国化步伐

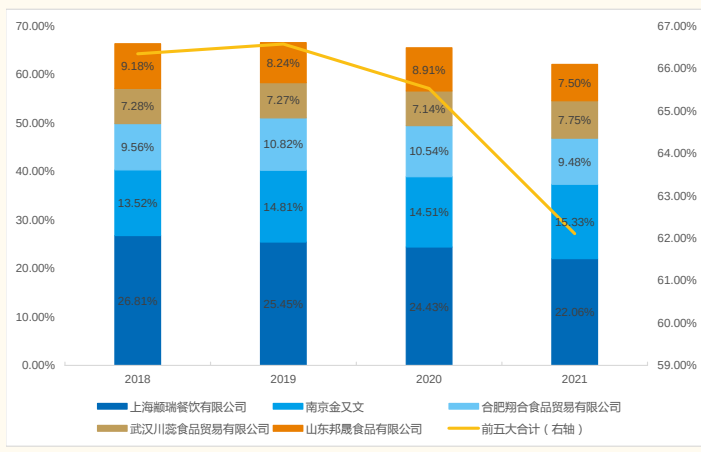
- 虽然公司和前员工大商绑定较深，收入占比达到 60%以上，但是前员工经销商主要集中在公司现有优势区域，基本在江浙、安徽、成渝、山东、武汉、南昌、广深等地；从公司的分地区的收入来看，华东地区占比 75%左右，其次是华中和西南分别占比 10%和 7%-8%左右，在华东以外地区还有非常大的开发空间。从趋势来看前五大经销商的收入占比在逐步下滑，而且其收入增速逐步慢于公司整体增速。

图表 58：公司在华东地区收入占比 75%左右



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 59：公司前五大经销商收入占比达到 60%以上



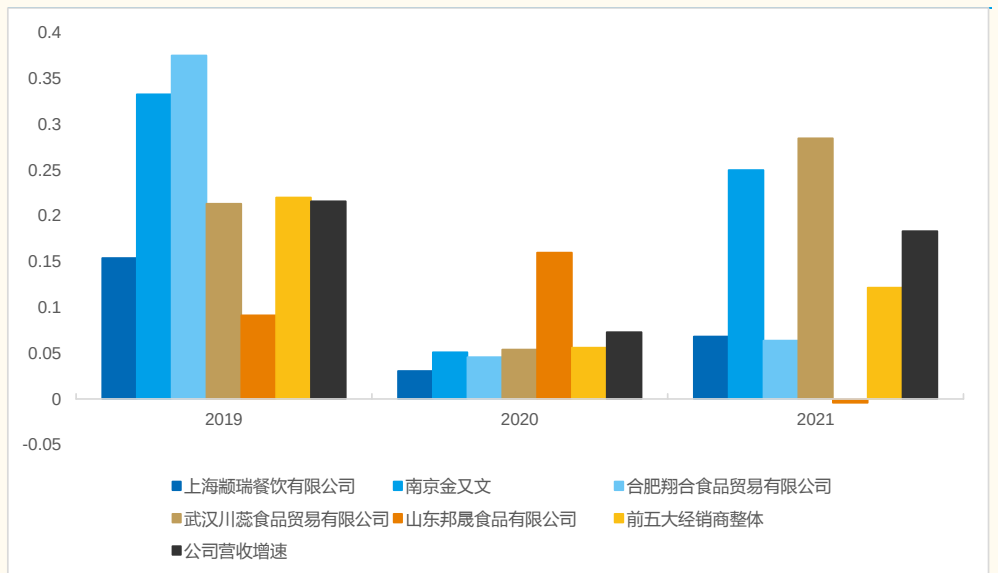
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 60：公司前五大经销商梳理

经销商	主要控制人	销售区域	21 年销售收入 (万元)	占营收比重	18-21 年营收 CAGR	21 年底门店数量	门店数量占比
上海颀瑞餐饮有限公司	赵邦华	上海、南通、连云港、宁国、青岛等	68,208	22.06%	8.31%	902	17.48%
南京金又文	邓绍彬	南京、杭州、石家庄等	47,401	15.33%	20.54%	537	10.41%
合肥翔合食品贸易有限公司	汪士龙	合肥(西区)、成都、重庆等	29,300	9.48%	15.24%	578	11.20%
武汉川蕊食品贸易有限公司	王波	武汉、南昌	23,965	7.75%	18.00%	366	7.09%
山东邦晟食品有限公司	王君平	山东、西安、太原、北京等	23,180	7.50%	8.02%	547	10.60%
合计			192,055	62.12%	13.06%	2930	56.78%

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

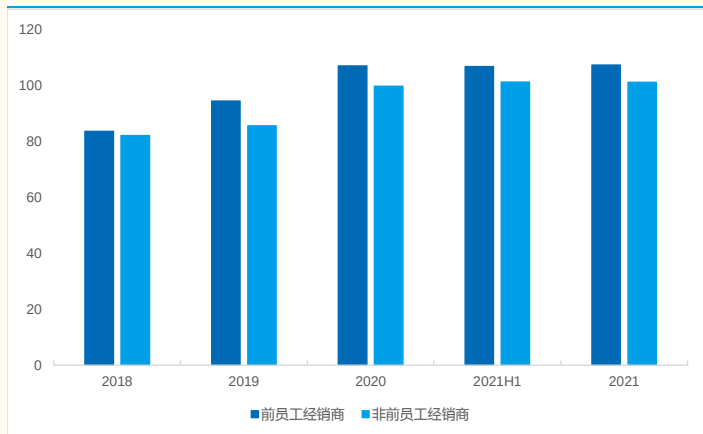
图表 61：前五大经销商增速逐步慢于公司整体增速



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

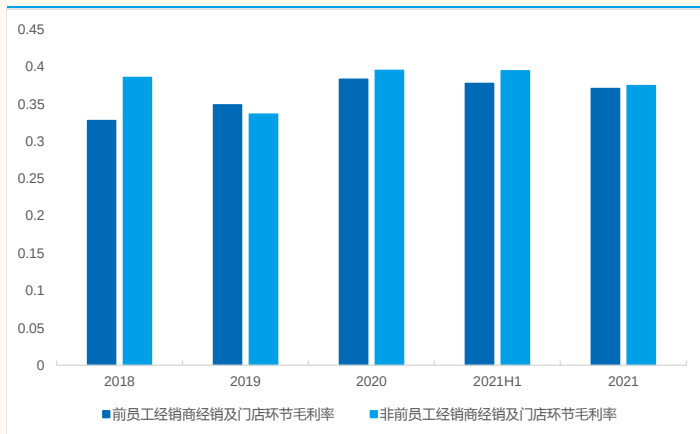
- 在此背景下，公司需要积极开拓偏空白区域的经销商，借助新经销商的力量加快门店渗透。目前公司给予新经销商的支持力度较大，比如公司给予新市场经销商一定的进货折扣，18-21 年新市场的经销商自开始合作的第 1/2/3 年按照进货金额分别给予 10%/8%/5%的进货折扣。以夫妻肺片为例，公司对非前员工这类新经销商的出厂价明显低于前员工经销商，其他产品也是如此；新经销商在经销及门店环节的毛利率也高于前员工经销商。
- 而且从公司的返利情况来看，公司返利的占比在逐年提升，对下游的扶持力度在加大。除了进货返利，对年度增量（鼓励增长）、线下促销活动和电商促销活动都有较多的返利支持，在 2020 年疫情期间也增加了特殊情况的额外支持。从返利情况的趋势来看，公司越来越重视终端的线上和线下的促销活动，可能是疫情下终端需求确实比之前有减弱，不过确实反映出公司积极营销的态度，尽力保证门店的营收和加盟商的利益。

图表 62: 夫妻肺片向不同经销商的出厂价 (元/KG)



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 63: 公司给予非前员工经销商更高的毛利空间



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

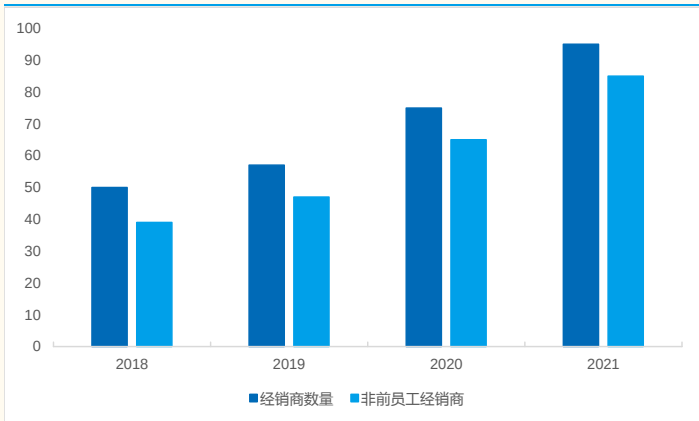
图表 64: 公司前五大经销商梳理

		2018	2019	2020	2021H1	2021
进货折扣	每日进货返点	0.66%	1.53%	1.17%	1.80%	1.80%
	其他进货折扣	0.25%	0.08%	0.12%	0.00%	0.01%
	小计	0.91%	1.62%	1.30%	1.80%	1.81%
年度返利	年度增量返利			1.17%	1.23%	0.95%
	疫情期间增量奖励			2.02%	0.00%	
	地区扶持政策			0.09%	0.00%	
	小计			3.27%	1.23%	0.95%
促销返利	促销活动-线下	0.52%	0.43%	0.99%	1.42%	0.98%
	会员券补贴	0.00%	0.07%	0.30%	0.50%	0.43%
	电商活动	0.72%	1.35%	1.04%	1.81%	2.00%
	其他	0.10%	0.02%	0.39%	0.10%	0.36%
	小计	1.35%	1.87%	2.72%	3.84%	3.76%
开店返利	开店奖励	1.25%	0.57%	0.25%	0.24%	0.15%
其他	包装材料返利、会员返利、加盟费返利等其他类型返利	0.00%	0.15%	0.56%	0.00%	0.49%
合计		3.72%	4.21%	8.11%	7.99%	7.17%

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

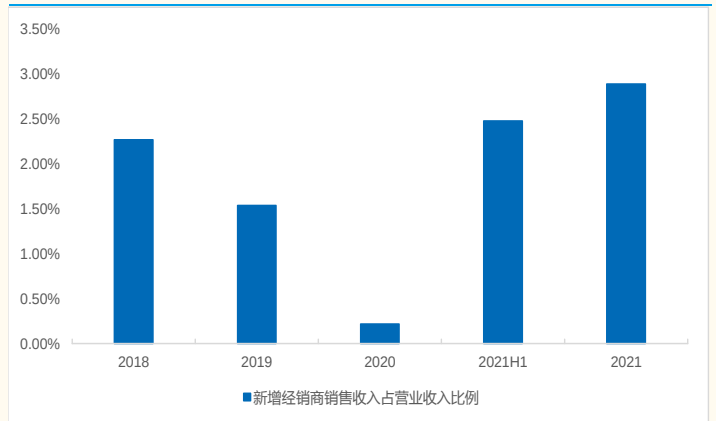
- 从发展趋势来看, 新经销商的数量和质量都在明显提升。17 年非前员工经销商仅有 1 位, 18 年净增到 39 位, 21 年达到 85 位。而且不仅数量增加, 新经销商的经营质量也在逐步提升, 新经销商的人均创收在逐年提升, 从 18 年的 553 万元提升至 2021 年 815 万元, 2020 年因为疫情影响短暂有回落, 而且销售收入在 1000 万元-10000 万元的新经销商数量从 18 年的 0 个增加至 21 年的 13 个。
- 根据之前的测算, 我们认为短期开到 1 万家门店问题不大。随着公司产能布局的进一步完善, 叠加品牌影响力的提升, 以及优异的加盟门店模型, 我们认为利用好经销商杠杆可以进一步加快全国化布局。

图表 65：公司非员工经销商数量持续提升



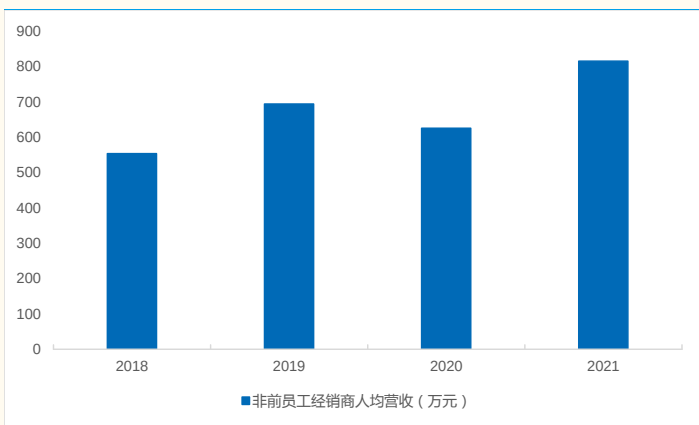
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 66：公司新增经销商销售收入占营收比例持续提升



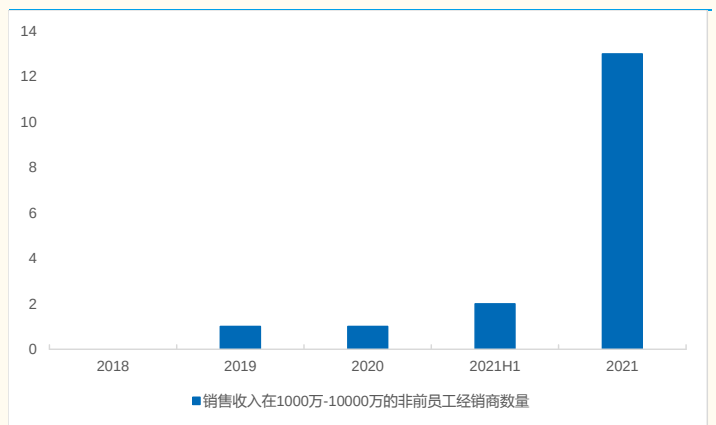
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 67：公司非前员工经销商人均创收（万元）持续提升



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 68：公司销售收入大于 1000 万的非前员工经销商数量（个）持续提升

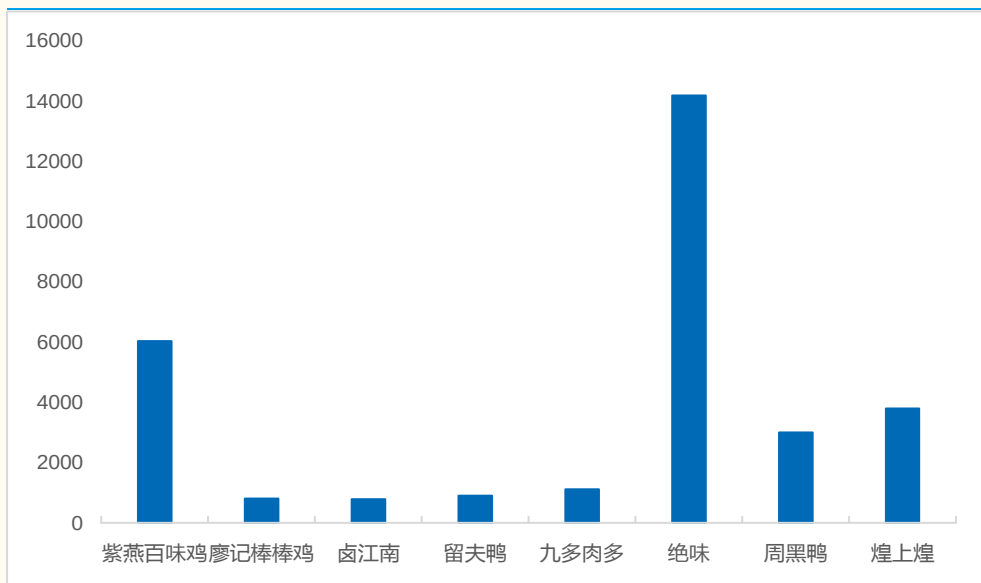


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

领先优势显著，规模效应有望更上一层楼

- 公司的领先优势非常显著，其门店数量是其他头部品牌的 5 倍以上，差距比较悬殊。相比休闲卤味赛道，绝味的门店数量是煌上煌的 3.7 倍、是周黑鸭的 4.7 倍。
- 而且紫燕覆盖城市更多，门店分布范围更加均匀，全国化进度显著领先。根据窄门餐眼数据，紫燕覆盖了 166 个城市，廖记、九多肉多覆盖 95 和 54 个；除了九多肉多主要布局下沉市场（三四线占比达到 78%），其余品牌均在一线、新一线和二线城市布局较多，而紫燕在三线及以下的占比要高于其他三家品牌。

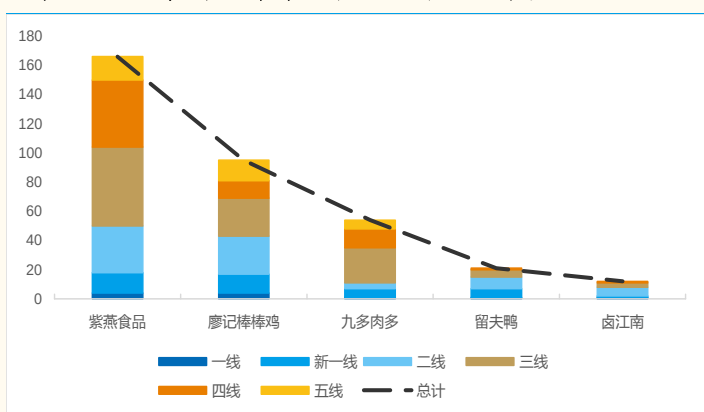
图表 69：卤味头部品牌门店数量对比



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

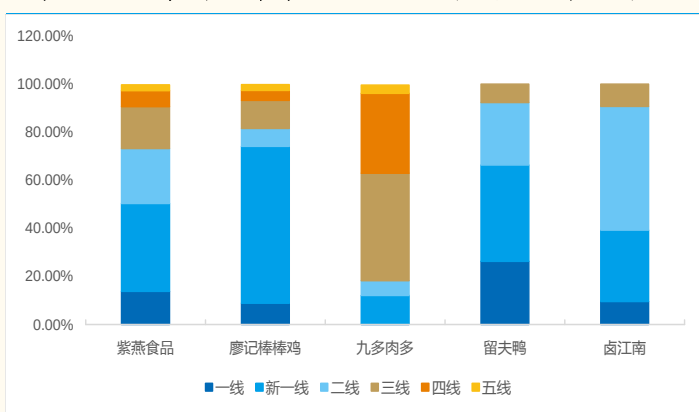
注：取值时间为 2022 年 9 月，窄门餐眼上统计的门店数量和公司实际开店数量可能存在误差。

图表 70：佐餐赛道中紫燕覆盖城市数量最多



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

图表 71：佐餐赛道中紫燕门店的城市线级分布更均衡



来源：窄门餐眼，国金证券研究所

- 在产能布局上，公司建立了安徽宁国、湖北武汉、江苏连云港、山东济南、重庆 5 家工厂，基本可以辐射全国。由于产品多为现货卤味，保质期短，原材料运送至工厂以及产品制作完成到配送均需要全程冷链配送，公司设立了八家冷链子公司，结合生产基地以最优冷链配送距离作为生产半径，能够做到“前天下单、当天生产、当日或次日配送到店”；并且对冷链运输全过程实施监控，产品新鲜度有保证。
- 18、19 年公司的产能都处于满负荷状态，20 年公司对各区域生产基地进行了集中化整合，新建了大型生产基地，将产能较低的旧生产基地产能逐步转移至邻近的大型生产基地，机械化、自动化水平也有提升。截至 21 年底，公司共有产能 7.32 万吨，产能利用率为 82.3%，但依旧处于较高的状态。公司本次上市募集 5.65 亿元，计划其中 57% 的资金用于新建产能，预计在安徽宁国和重庆荣昌分别新增 1.1 和 0.8 万吨产能，意味着在 21 年的基础上提升 26% 的产能，项目计划建设周期为 2 年。
- 此外公司也非常重视原材料储备能力的提升和品牌营销。计划投入 14% 的募投资金建设大型仓储基地，提高原材料库存管理能力进而加强成本管控。其次是将 14% 的募投资金用于品牌营销，其实近几年公司对品牌营销的重视度在逐步提升，广宣费逐年增长。具体举措包括连续 3 年举办“517 吃

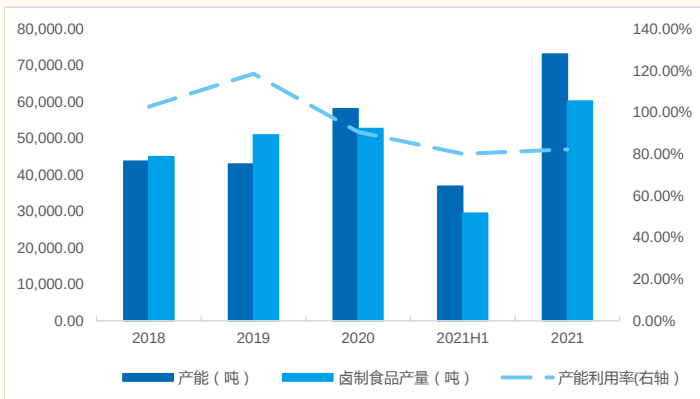
货节”，连续两季为《灌篮少年》节目独家冠名，公司在营销方面在不断创新和突破，加强对年轻消费群体的触达。

图表 72：公司募投项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	原计划募集资金 投资额 (万元)	备注
宁国食品生产基地二期	24,940	20,000	新增产能 11000 吨，计划建设周期为 24 个月。
荣昌食品生产基地二期	17,148	12,000	新增产能 8000 吨，计划建设周期为 24 个月。
仓储基地建设项目	12,609	8,022	主要用于原材料存储，提高原材料库存管理能力进而加强成本管控，计划建设周期为 24 个月
研发检测中心建设项目	8,780	4,000	1) 建设专业的设备研发设计中心，2) 建设产品研发中试中心，3) 建设专业检测中心；计划建设周期为 24 个月。
信息中心建设项目	4,498	4,498	建设满足公司未来 3-5 年业务需求的数据机房；搭建基本覆盖公司全业务流程的协同管理平台；计划建设周期为 24 个月。
品牌建设及市场推广项目	12,000	8,000	包括品牌建设费用 7200 万元，天猫/京东旗舰店推广费用 2400 万元，渠道建设费用 2400 万元。
合计	79,975	56,520	

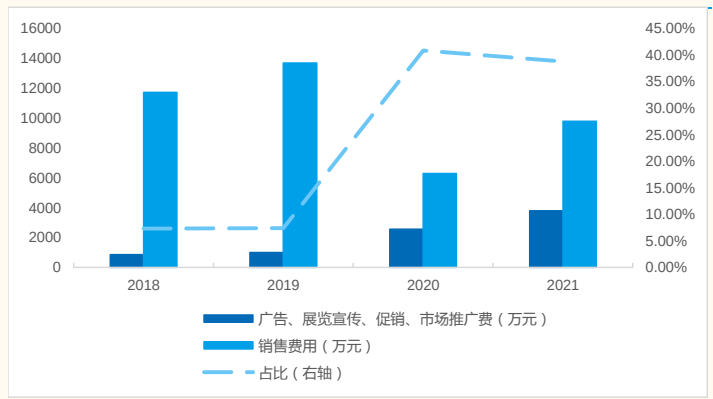
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 73：公司产能及产能利用率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 74：公司广告等营销费用逐年增加 (万元)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 75：公司举办“517 吃货节”



来源：经济参考报，国金证券研究所

图表 76：公司为《灌篮少年》节目独家冠名



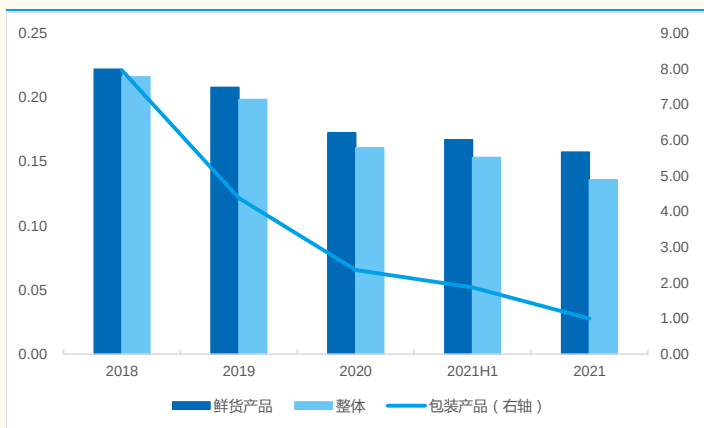
来源：《灌篮少年》第二季，国金证券研究所

- 我们拆分了公司生产产品的平均人工成本和制造费用，可以发现产品的人工成本近年来有明显的下降趋势，制造费用在 18、19 年也存在下降趋势，20 年新增产能后短期拉高了制造费用，但是从 21 年下半年开始也有回落

的趋势。和绝味相比，公司的生产产品的平均人工成本还远高于绝味，自动化生产的优化空间较大。以上数据说明公司的在生产上的效率在逐步提升，而且公司也有意识得进行集中化生产，重视自动化水平的提升，我们认为未来几年随着产能扩大，生产的规模效应会得到进一步提升。

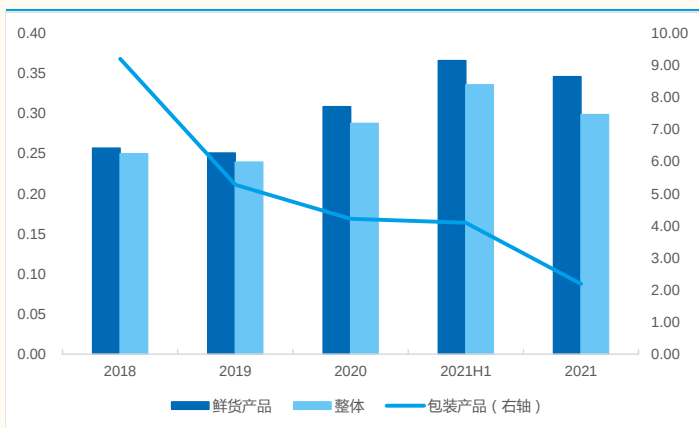
- 在运输成本方面公司和绝味相比也有很大的优化空间，21 年公司的单店运输成本为 2.6 万元/店/年，是绝味的 2 倍左右。不过可以发现自从 20 年公司进行工厂集中化升级后，单店运输成本有一定优化。未来进一步优化运输成本的方式主要是加强门店密度和动态优化工厂布局。

图表 77：公司产品平均人工成本（万元/吨）



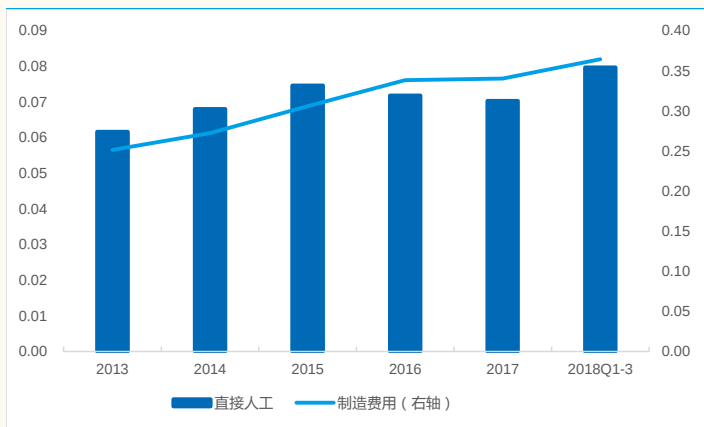
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 78：公司产品平均制造费用（万元/吨）



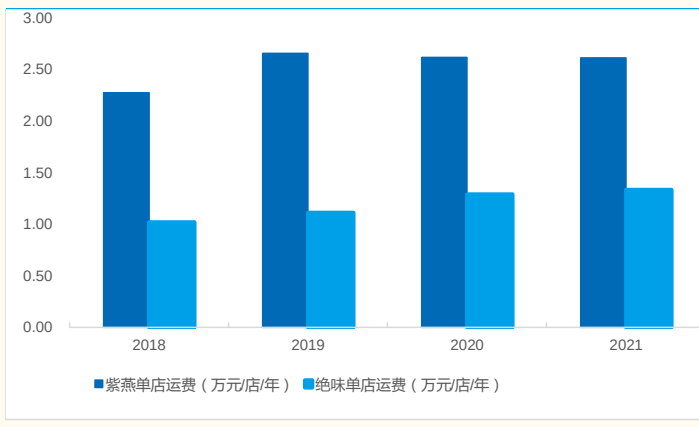
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 79：绝味食品产品平均人工成本和制造费用（万元/吨）



来源：绝味食品公司公告，国金证券研究所

图表 80：公司单店运输成本和绝味相比还有很大优化空间



来源：公司招股说明书，绝味食品公司公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

从业务来看，公司的业务分为鲜货产品、预包装产品、包材、加盟费等，其中鲜货产品和线下门店数量及单店营收的修复有关，预包装产品取决于公司在团购、新零售等渠道的发力程度，包材和加盟费等主要和门店数量挂钩。

鲜货产品：1）随着公司上市我们预计会更加重视门店拓张的速度，考虑到 22 年疫情影响比较严重，预计门店增速会有所放缓，23、24 会开店速度会加快，预计 22-24 的门店数量增速分别为 10%、15%、13%；2）单店营收方面预计整体呈现逐步修复的态势，22 年由于华东地区受疫情影响较为严重，预计门店修复较慢，23-24 年的修复速度有望加快。

预包装产品：近几年公司预包装产品增速较快，主要系子公司的花生米、坚

果等包装产品快速扩张，同时公司通过盒马、叮咚买菜等大型生鲜电商渠道销售预包装产品。华东疫情比较严重时期，公司也积极抓住了团购等渠道销售预包装产品，因此我们预期 22 年公司预包装产品依旧保持较高增长，23、24 年逐步回落到稳定的增速。

包材和加盟费、门店管理费、信息系统使用费：预计和门店数量增速保持一致。

毛利率：由于主要原材料（整鸡、牛肉等）自 21 年下半年以来持续上涨，此外包材成本也在持续上涨；叠加疫情影响门店收入也会一定程度拖累公司整体盈利水平，我们预计鲜货、预包装产品和包材业务在 22 年的毛利率都会继续下滑，在 23-24 年会逐步修复，22-24 年整体毛利率为 19.9%/21.7%/22.0%。

费用率：1) 销售费用率：公司会加大品牌营销，预计销售费用绝对值会逐年增加，但随着营收增长也会摊薄费率，预计 22-24 年分别为 3.5%/3.3%/3.0%；2) 管理费用率：基本平稳，预计 22 年由于上市会有所增加，之后随着营收增加逐步摊薄，预计 22-24 年分别为 6.0%/5.3%/5.0%；3) 研发费用率：公司有计划加大研发投入，预计 22-24 年分别为 0.2%/0.3%/0.3%；4) 财务费用率：上市后资金更加充裕，预计利息收入会有所增加，预计 22-24 年分别为 -0.1%/-0.2%/-0.2%。

图表 81：盈利预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2434.99	2612.99	3092.09	3562.20	4200.62	4881.74
鲜货产品	2248.68	2359.79	2686.00	2957.02	3459.71	4018.46
预包装产品	81.15	138.50	241.84	445.71	556.25	652.48
包材	59.46	54.95	72.68	79.94	91.94	103.89
加盟费、门店管理费、信息系统使用费	34.64	42.69	49.16	54.08	62.19	70.27
其他业务	11.06	17.06	42.41	25.45	30.54	36.65
营收增速	21.6%	7.3%	18.3%	15.2%	17.9%	16.2%
鲜货产品	19.9%	4.9%	13.8%	10.1%	17.0%	16.2%
预包装产品	72.5%	70.7%	74.6%	84.3%	24.8%	17.3%
包材	21.8%	-7.6%	32.3%	10.0%	15.0%	13.0%
加盟费、门店管理费、信息系统使用费		87.6%	23.3%	15.1%	10.0%	15.0%
其他业务	-11.3%	54.2%	148.7%	-40.0%	20.0%	20.0%
门店数量	3539	4387	5160	5676	6527	7376
yoy	22.7%	24.0%	17.6%	10.0%	15.0%	13.0%
单店营收	63.54	53.79	52.05	52.10	53.00	54.48
yoy	-2.3%	-15.3%	-3.2%	0.1%	1.7%	2.8%
单店销量	14.01	11.60	11.23	11.13	11.32	11.52
yoy	-8.1%	-17.2%	-3.2%	-0.9%	1.7%	1.8%
毛利率	25.46%	26.07%	21.62%	19.87%	21.66%	22.03%
鲜货产品	25.01%	30.08%	25.93%	25.21%	26.76%	27.08%
预包装产品	18.55%	25.13%	18.22%	17.5%	21.0%	21.5%
包材	6.33%	9.53%	7.85%	7.5%	8.0%	9.0%
其他业务	36.72%	17.69%	24.47%	20.0%	25.0%	25.0%
费用率						
销售费用率	5.6%	2.4%	3.2%	3.5%	3.3%	3.0%
管理费用率	5.4%	6.2%	5.5%	6.0%	5.3%	5.0%
研发费用率	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
财务费用率	0.3%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%

来源：国金证券研究所

投资建议及估值

市盈率法

预计公司 2022-2024 年净利润 2.57、3.90 和 4.66 亿元，对应 EPS 为 0.64、0.95 和 1.13 元，对应 PE 为 34、23 和 19 倍。

我们选取 3 家休闲卤味公司对紫燕食品进行估值，绝味、周黑鸭和煌上煌在 23 年的估值均值为 22 倍，卤味赛道的估值主要考虑公司所处的扩张阶段和公司经营能力。我们认为紫燕目前还处于快速扩张的前期，而且上市募集资金后有望进一步夯实供应链能力和品牌影响力，强化领先优势和规模效应。因此我们认为紫燕的估值可以参考绝味 17-19 年的快速扩张期，给予 2022 年 55 倍估值，目标价 32.74 元，给予公司“买入”评级。

图表 82：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
603517.SH	绝味食品	51.77	1.15	1.60	1.11	1.88	2.30	67.29	42.79	46.72	27.55	22.51
1458.HK	周黑鸭	4.18	0.07	0.15	0.06	0.18	0.24	109.29	33.46	67.01	21.59	16.11
002695.SZ	煌上煌	10.96	0.55	0.28	0.38	0.49	0.60	41.62	57.81	29.04	22.42	18.24
平均值								72.73	44.69	47.59	23.85	18.95
603057.SH	紫燕食品	26.40	0.97	0.89	0.60	0.95	1.18	N/A	N/A	44.35	27.88	22.44

来源：Wind，国金证券研究所

注：绝味食品、周黑鸭、煌上煌的盈利预测取万得一致预期，以上公司股价、估值取值时间为 2022 年 9 月 28 日。

风险提示

- **食品安全问题。**如果在卤制品加工制作过程中，食品安全不达标，将会对品牌形象造成影响。卤制品保质期短，需冷链运输，如果在运输过程中脱离冷链，有可能会变质。
- **原材料价格波动。**行业的毛利率水平与上游采购成本有关，近期肉类价格有上涨趋势，如果不能通过提价有效传导，可能会对公司的盈利水平产生影响。
- **疫情反复影响业绩修复。**国内疫情仍具备不确定性，可能会影响线下人流、餐饮景气度，进而影响公司经营情况。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,435	2,613	3,092	3,562	4,201	4,882
增长率		7.3%	18.3%	15.2%	17.9%	16.2%
主营业务成本	-1,815	-1,932	-2,423	-2,854	-3,291	-3,807
%销售收入	74.5%	73.9%	78.4%	80.1%	78.3%	78.0%
毛利	620	681	669	708	910	1,074
%销售收入	25.5%	26.1%	21.6%	19.9%	21.7%	22.0%
营业税金及附加	-20	-22	-32	-32	-38	-44
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-137	-63	-98	-125	-139	-146
%销售收入	5.6%	2.4%	3.2%	3.5%	3.3%	3.0%
管理费用	-130	-162	-170	-214	-223	-244
%销售收入	5.4%	6.2%	5.5%	6.0%	5.3%	5.0%
研发费用	-11	-10	-8	-8	-11	-12
%销售收入	0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	321	424	361	330	500	628
%销售收入	13.2%	16.2%	11.7%	9.3%	11.9%	12.9%
财务费用	-8	-5	0	4	10	9
%销售收入	0.3%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-3	-7	-6	-3	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	9	-1	-2	5	5
%税前利润	0.1%	1.9%	n.a	n.a	1.0%	0.8%
营业利润	330	487	429	329	515	641
营业利润率	13.5%	18.6%	13.9%	9.2%	12.3%	13.1%
营业外收支	-2	-8	0	-2	5	5
税前利润	328	479	429	327	520	646
利润率	13.5%	18.3%	13.9%	9.2%	12.4%	13.2%
所得税	-82	-122	-109	-82	-130	-162
所得税率	25.1%	25.4%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	246	358	320	245	390	485
少数股东损益	-2	-1	-8	0	0	0
归属于母公司的净利润	247	359	328	245	390	485
净利率	10.2%	13.7%	10.6%	6.9%	9.3%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	246	358	320	245	390	485
少数股东损益	-2	-1	-8	0	0	0
非现金支出	61	83	107	145	162	194
非经营收益	0	-31	4	-9	-18	-19
营运资金变动	-9	240	-89	67	61	56
经营活动现金净流	298	649	341	448	595	716
资本开支	-261	-228	-149	-275	-612	-337
投资	13	-20	0	-100	-100	-100
其他	1	0	1	0	0	0
投资活动现金净流	-247	-248	-148	-375	-712	-437
股权募资	146	1	6	607	0	0
债权募资	18	-90	-44	-60	16	16
其他	-13	-225	-300	-103	-158	-195
筹资活动现金净流	151	-314	-338	445	-142	-179
现金净流量	201	87	-144	517	-259	100

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	301	388	244	750	483	577
应收款项	27	27	70	88	81	87
存货	111	93	129	146	168	194
其他流动资产	96	100	180	167	176	186
流动资产	536	608	623	1,151	907	1,044
%总资产	31.2%	30.9%	31.0%	41.3%	29.2%	29.7%
长期投资	2	14	61	159	264	369
固定资产	978	1,124	1,067	1,235	1,685	1,829
%总资产	57.0%	57.1%	53.1%	44.3%	54.1%	52.1%
无形资产	120	110	114	122	129	134
非流动资产	1,180	1,360	1,387	1,634	2,204	2,468
%总资产	68.8%	69.1%	69.0%	58.7%	70.8%	70.3%
资产总计	1,716	1,968	2,010	2,785	3,112	3,512
短期借款	214	126	87	8	9	10
应付款项	550	549	395	516	574	650
其他流动负债	104	90	129	100	127	150
流动负债	868	765	611	624	710	810
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	72	190	197	204	213
负债	913	837	800	821	913	1,023
普通股股东权益	804	1,131	1,212	1,966	2,200	2,491
其中：股本	242	370	370	412	412	412
未分配利润	514	612	623	770	1,004	1,295
少数股东权益	-1	0	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	1,716	1,968	2,010	2,785	3,112	3,512

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	N/A	0.969	0.885	0.595	0.947	1.176
每股净资产	N/A	3.057	3.274	4.772	5.340	6.046
每股经营现金净流	N/A	1.754	0.922	1.087	1.445	1.738
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.238	0.379	0.471
回报率						
净资产收益率	30.78%	31.71%	27.04%	12.47%	17.73%	19.46%
总资产收益率	14.41%	18.23%	16.30%	8.81%	12.54%	13.80%
投入资本收益率	23.54%	25.12%	20.49%	12.42%	16.87%	18.71%
增长率						
主营业务收入增长率	21.60%	7.31%	18.34%	15.20%	17.92%	16.21%
EBIT增长率	85.37%	31.97%	-14.88%	-8.68%	51.83%	25.48%
净利润增长率	99.59%	45.03%	-8.67%	-25.13%	59.05%	24.25%
总资产增长率	45.86%	14.64%	2.13%	38.57%	11.74%	12.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.9	3.0	5.1	8.0	6.0	5.5
存货周转天数	18.7	19.3	16.7	19.0	19.0	19.0
应付账款周转天数	23.0	23.7	20.3	25.0	23.0	22.0
固定资产周转天数	82.4	154.9	124.3	104.5	93.0	89.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.88%	-23.17%	-13.00%	-37.78%	-21.57%	-22.78%
EBIT利息保障倍数	40.2	90.9	759.3	-73.5	-48.8	-70.1
资产负债率	53.22%	42.53%	39.82%	29.47%	29.36%	29.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	2	2	2
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.33	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402