

佐餐卤味第一股，剑指万店可期

2022 年 10 月 09 日

► **专注卤味 30 年，渠道改革促进门店全国扩张。**1989 年至今专注佐餐卤味 30 余年，自 2016 年起引入外部资本并积极进行渠道变革，经销模式调整为“公司—经销商—终端加盟门店”的两级销售网络，门店扩张迎来快速增长。截至 2021 年末，公司已拥有 140 多家经销商主体、门店 5160 家，计划到 2025 年开店 1 万家。2021 年公司实现收入/归母净利润 30.9/2.7 亿元、对应近三年 CAGR 12.7%/15.1%。

► **佐餐卤制品行业竞争格局分散，长期发展空间广阔。**2022 年中国佐餐卤制品行业规模将达 2014 亿元，预计 2025 年达到 2799 亿元，2019-2025 年复合增长率为 10.48%。2019 年，公司在佐餐卤制食品市场零售端的占有率为 2.62%，市占率超 2-5 名合计数，系佐餐领域龙头。未来随着市场品牌集中化程度的提升、食品卫生安全标准的提高、冷链物流的发展，中国佐餐卤制食品市场将朝着连锁化、品牌化、规模化、规范化的方向进一步发展。

► **明星单品稳固基本盘，“经销商+终端加盟门店”构建渠道护城河。**公司以鲜货产品为主、预包装产品为辅，核心单品为“夫妻肺片”及“百味鸡”。大单品稳固基本盘，“1+N”产品矩阵满足多元需求，公司在已有的产品研发、行业经验等优势的基础上，大力开展新品研发工作，推出更多高品质、多样化产品以抢占市场。经历三阶段渠道改革及人员调整，形成以两级销售网络的经销模式为主、直营和其他模式补充的立体营销网络体系；在区域分布上，目前华东仍为最主要市场。

► **“产能优化+供应链优势+信息化”助力万店目标落地。**1) **产能**，公司优化整合产能布局，将原先的 8 家工厂优化整合为 5 家。未来拟建设宁国二期、荣昌二期生产基地，预计新增 1.9 万吨卤制品生产能力，助力业务全国扩张。2) **供应链**，与上游供应商建立长期稳定合作关系，并构建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。3) **信息化**，目前已实现核心业务的全系统化管理，通过信息化手段提升运营效率，万店计划落地可期。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 35.67/42.07/51.05 亿元，同比+15.4%/17.9%/21.4%；归母净利润分别为 2.55/3.81/5.09 亿元，同比-22.2%/+49.6%/+33.3%；预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 分别为 0.62/0.93/1.23 元/股。首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**市场开拓不及预期、原材料价格波动、销售区域集中、疫情风险、募投项目不及预期。

推荐

首次评级

当前价格：

31.94 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

电话：021-80508452

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3092	3567	4207	5105
增长率 (%)	18.3	15.4	17.9	21.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	328	255	381	509
增长率 (%)	-8.7	-22.2	49.6	33.3
每股收益 (元)	0.80	0.62	0.93	1.23
PE	40	52	35	26
PB	10.9	6.5	5.5	4.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 9 月 30 日收盘价）

目录

1 紫燕食品：佐餐卤味第一股	3
1.1 专注佐餐卤味 30 年，渠道改革促进门店全国扩张	3
1.2 创始人家族控股，高管背景多元	3
1.3 财务回顾：营收稳增，盈利水平短期受疫情波动	4
1.4 同业对比：公司规模领先，盈利水平有待提升	6
2 千亿赛道快速扩容，规模化运作助力抢占市场	9
2.1 千亿级赛道，消费及技术升级驱动行业快速发展	9
2.2 行业标准化、规模化、自动化生产趋势明显	11
2.3 佐餐赛道市场分散，紫燕系赛道龙头	12
3 产品及供应链构建护城河，万店规划可期	14
3.1 大单品稳固基本盘，“1+N”产品矩阵满足多元需求	14
3.2 渠道改革快速扩张	16
3.3 “产能优化+供应链优势+信息化”助力万店目标落地	19
4 盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测假设与业务拆分	22
4.2 估值分析	23
4.3 投资建议	24
5 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 紫燕食品：佐餐卤味第一股

1.1 专注佐餐卤味 30 年，渠道改革促进门店全国扩张

专注佐餐卤味 30 年，2025 年实现万店目标。紫燕食品是国内规模化的卤制食品生产企业，主营业务为卤制产品的研发、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”。公司 1989 年至今专注佐餐卤味 30 余年，自 2016 年起引入外部资本并积极进行渠道变革，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，门店扩张迎来快速增长，2021 年底门店超 5100 家，计划到 2025 年开店 1 万家。

图1：公司发展历程

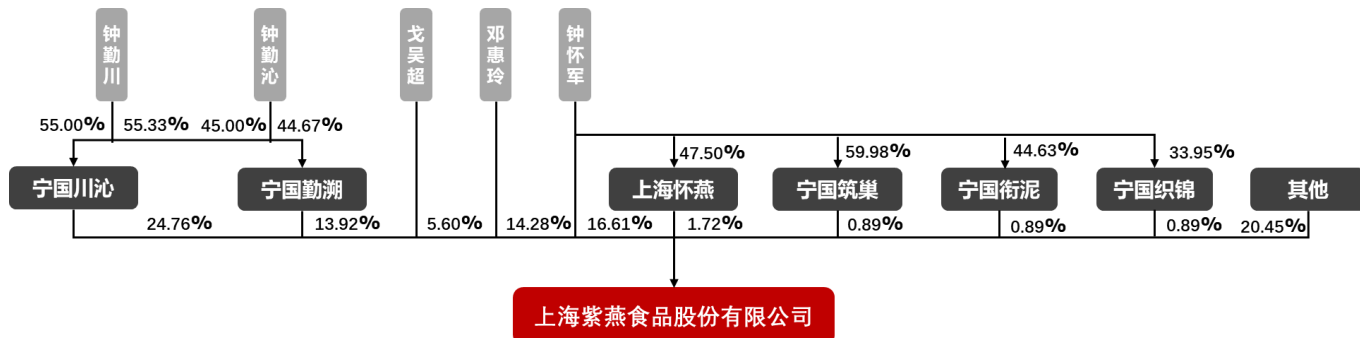


资料来源：紫燕百味鸡官网，民生证券研究院

1.2 创始人家族控股，高管背景多元

家族绝对控股，高管背景多元。截至 2022 年 9 月 30 日，创始人钟怀军直接持有公司 16.61% 的股份，通过持股平台间接持有 1.75% 的股份，合计持有 18.36% 的股份，是公司第二大股东。其子钟勤川、其女钟勤沁分别间接持有 21.32% 和 17.36% 的股份，是公司第一、第三大股东，其配偶邓惠玲和女婿戈昊超分别直接持有 14.28% 和 5.60% 的股份。五人合计持有公司 76.92% 的股份，是公司的共同实际控制人。其余管理层来自金融投资、食品、批发零售等多个行业和领域，高管背景多元。

图2：股权结构（截至 2022 年 9 月 30 日）



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

表1：管理层背景多元

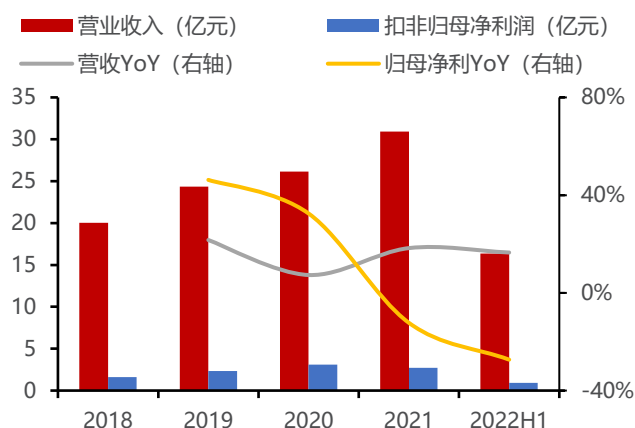
姓名	职务	履历
钟怀军	董事长	“紫燕百味鸡”创始人,曾于 2000 年 6 月至 2020 年 5 月任紫燕有限执行董事。现任上海紫燕食品股份有限公司董事长。
桂久强	副董事长	曾任职普华永道、凯捷咨询（中国）、思爱普（中国）、金浦产业投资基金，现任上海智连晟益投资执行董事、上海紫燕食品股份有限公司副董事长。
戈吴超	总经理	曾历任紫燕有限采购总监、总经理。现任上海紫燕食品股份有限公司董事、总经理。
周清湘	副总经理	曾任许继集团有限公司项目经理、三全食品股份有限公司信息总监、鸿星尔克(厦门)实业有限公司首席信息官等，2016 年 3 月至 2020 年 5 月任紫燕有限副总经理。
崔俊锋	副总经理	曾任宝洁(中国)高级经理、天狮集团技术总监、三全食品股份有限公司副总裁等，2018 年 10 月至 2020 年 5 月任紫燕有限副总经理。现任上海紫燕食品股份有限公司董事、副总经理。
曹澎波	副总经理、财务总监、董事会秘书	曾任上海国福龙凤食品有限公司财务总监、上海汇慈投资有限公司财务营运副总经理、上海晨光文具股份有限公司财务总监等，2017 年 3 月至 2020 年 5 月任紫燕有限副总经理、财务总监。现任上海紫燕食品股份有限公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书。

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 财务回顾：营收稳增长，盈利水平短期受疫情波动

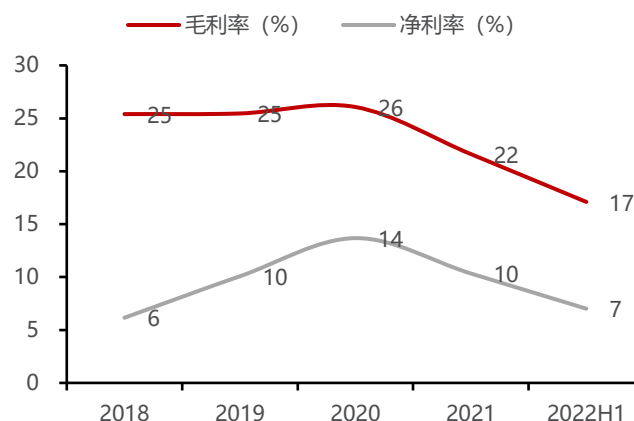
营收稳步增长,2021 及 2022H1 盈利能力受疫情影响阶段性有所下滑。2019、2020、2021、2022H1 分别实现营业收入 24.35/26.13/30.92/16.37 亿元，同比增长 21.63%/7.31%/18.33%/16.51%；扣非归母净利润分别为 2.34/3.10/2.72/0.93 亿元，同比变动+46.25%/+32.48%/-12.26%/-27.34%。2021 年及 2022 年上半年，公司毛利率分别 21.62%、17.10%，同比-4.45/-5.54pcts；净利率分别为 10.34%/7.01%，同比-3.34/-4.25pcts，盈利水平有所下滑主要系：一方面，新冠疫情在国内持续多点散发、疫情防控措施的实施对线下终端门店销售产生一定影响，进而对公司整体盈利水平产生不利影响；另一方面，公司主要原材料采购价格受境外疫情等因素影响自 2021 年下半年快速上涨，导致主要产品单位成本有所上升、毛利率有所下降。

图3：2018-2022H1 营收及扣非归母情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：2021 及 2022H1 经营业绩有所下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

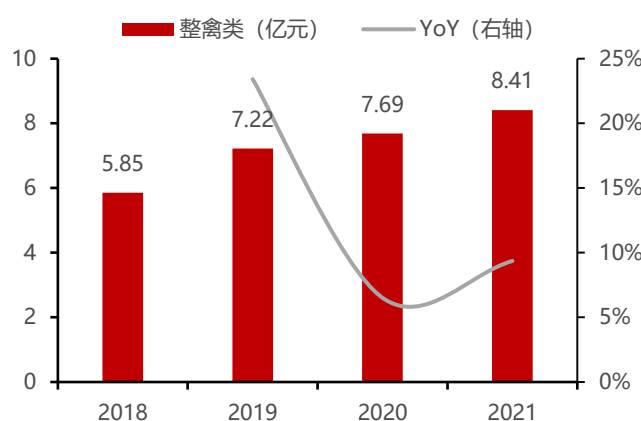
鲜货产品增长稳健，预包装产品低基数下快速发展。2018-2021 年，鲜货产品收入由 18.76 亿元增至 26.9 亿元，CAGR 达 12.76%，2021 年占主营业务收入的比重达 88.07%。预包装产品收入由 0.47 亿元快速增至 2.42 亿元，CAGR 达 72.68%，收入占比由 2.36%提升至 7.93%。

图5：夫妻肺片营收及增速



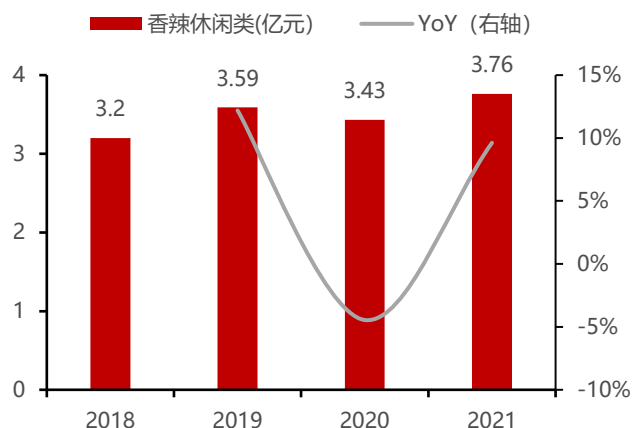
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图6：整禽类营收及增速



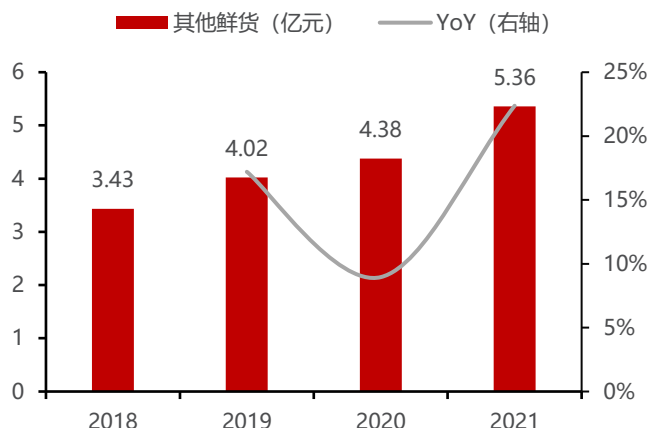
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图7：香辣休闲类营收及增速



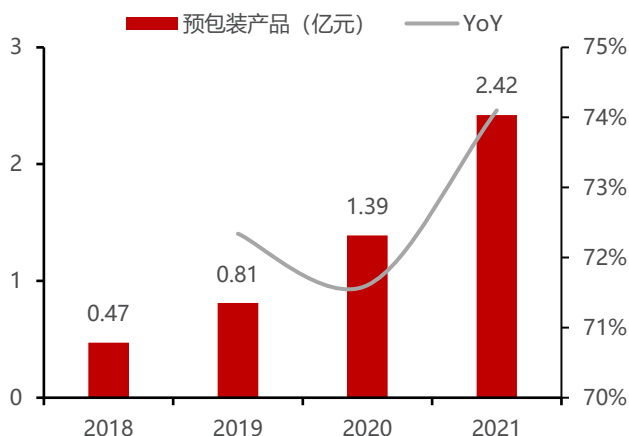
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图8：其他鲜货类营收及增速



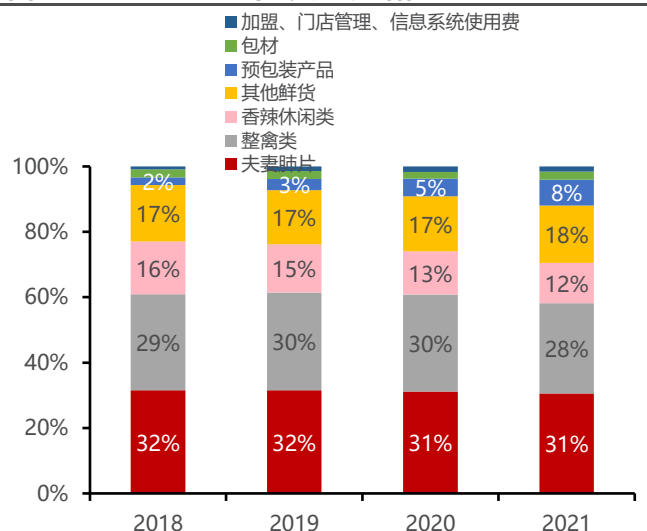
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图9：预包装产品营收及增速



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图10：2018-2021 年公司业务结构



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

1.4 同业对比：公司规模领先，盈利水平有待提升

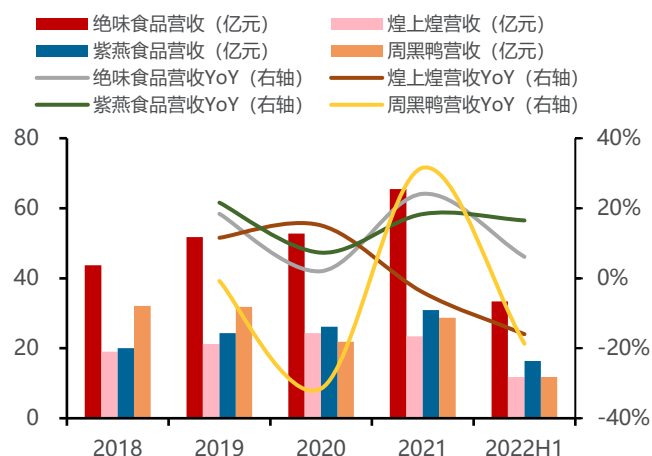
休闲卤制品与佐餐卤制品公司在产品生产、商业模式等方面较为相似，且各自均为处于发展期的千亿赛道，选取同行业上市公司煌上煌、周黑鸭、绝味食品进行对比。

营收及规模净利润的规模和增速方面，紫燕处于中位。应收账款余额占当期营收比例方面，紫燕在 2018-2021 年均处于 1%左右的水平，处于同业较低水平，卤制食品行业应收账款占营业收入比例整体较小，因可比公司间结算模式和业务模式不同，各公司应收账款占比略有差异。

经营模式及成本波动影响盈利表现。盈利能力方面，公司毛利率水平低于同行

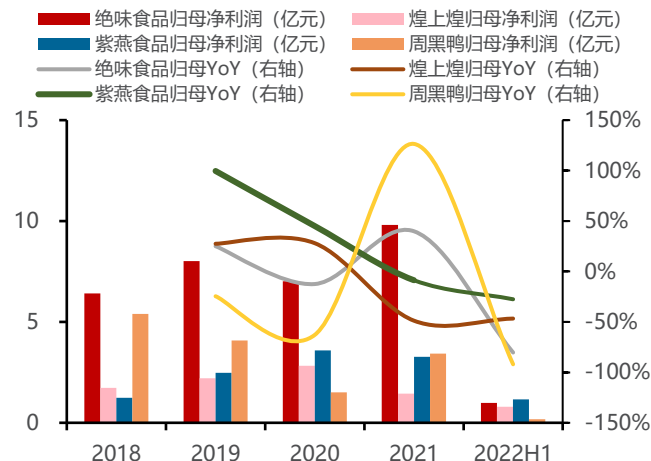
业可比, 由于公司采用以经销为主的连锁经营模式, 公司给与一定的利润空间, 由经销商体负责门店培训、管理及监督等工作, 从而降低公司自行开发终端加盟门店在时间、成本上的不确定性以及对终端渠道的管理复杂度, 实现公司业务规模的快速拓展。期间费用率方面, 公司销售费用率低于同行业上市公司, 主要系公司与同行业公司业务模式差异和所处细分行业的竞争环境差异造成; 管理费用率与同行业公司平均水平较为接近。

图11: 2018-2022H1 营收及增速对比



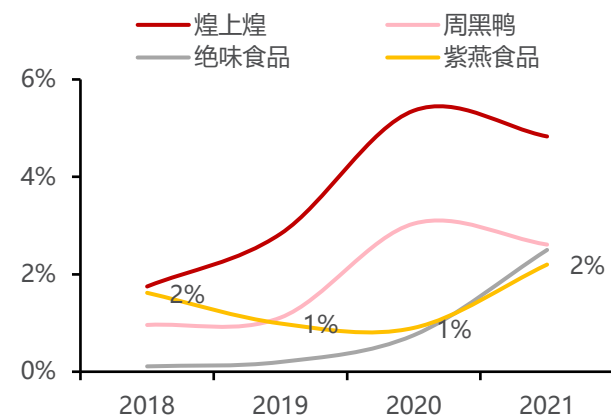
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图12: 2018-2022H1 归母净利润及增速对比



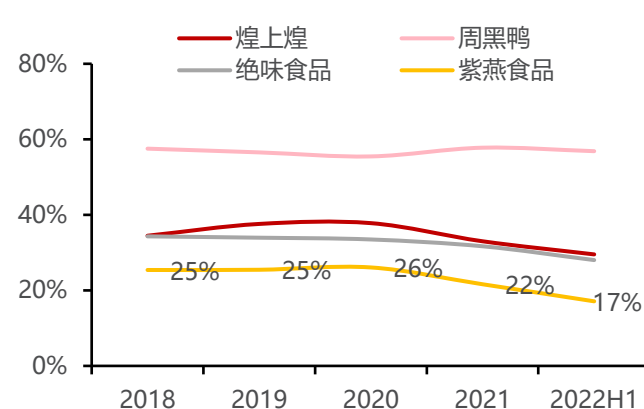
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图13: 2018-2021 年应收账款余额占当期营收比例



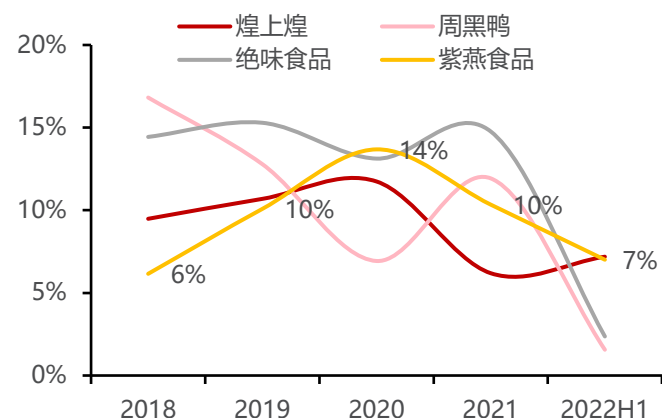
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图14: 2018-2022H1 毛利率对比



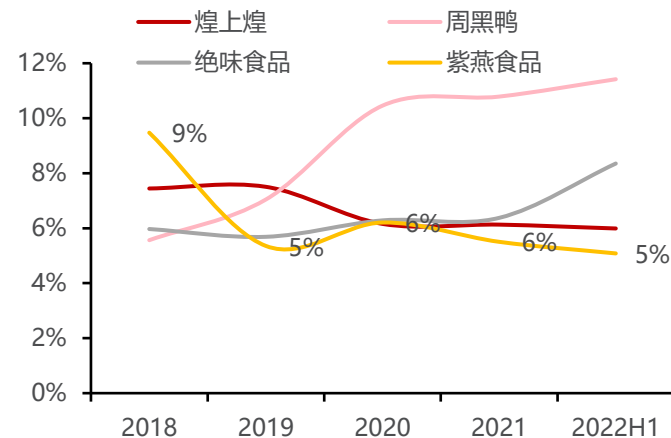
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图15: 2018-2022H1 净利率对比



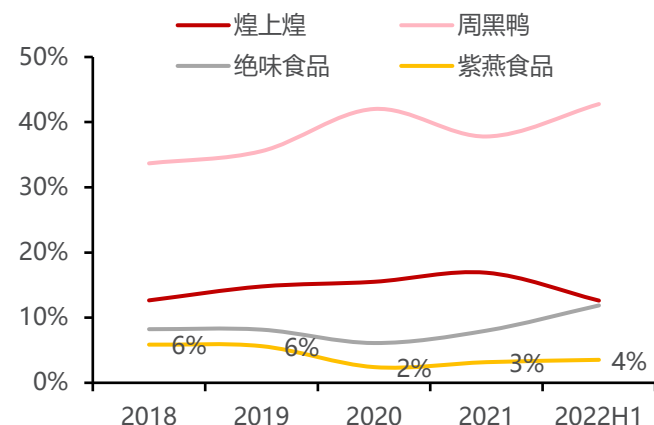
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图16: 2018-2022H1 管理费用率对比



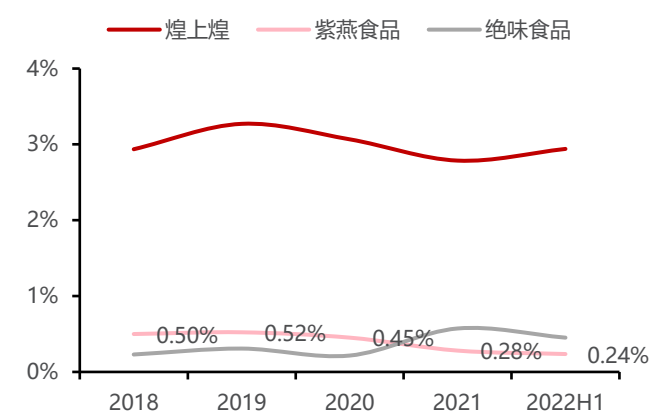
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图17: 2018-2022H1 销售费用率对比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图18: 2018-2022H1 研发费用率对比



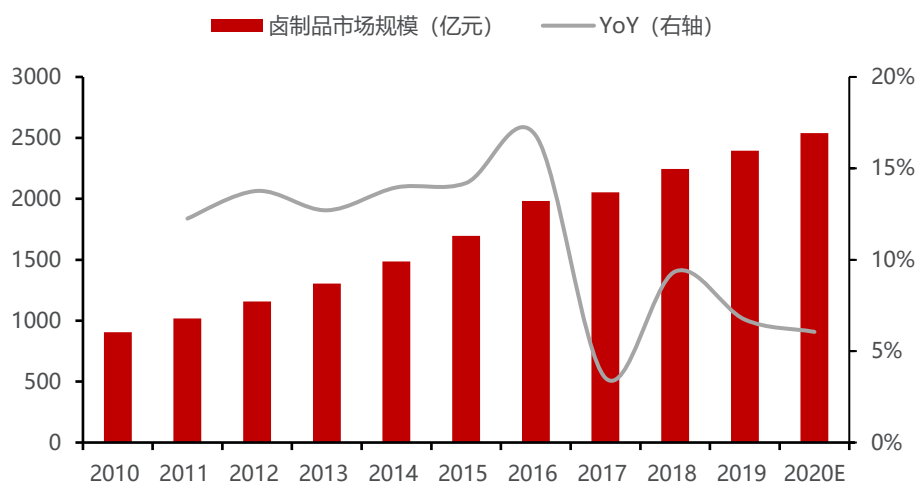
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 千亿赛道快速扩容，规模化运作助力抢占市场

2.1 千亿级赛道，消费及技术升级驱动行业快速发展

千亿级赛道，十年间迅速扩容。卤制食品主要是以畜禽肉类、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，其卤制品品质和调味料的特性和作用关系奠定了产品的外观、色泽、口感、风味、鲜味及香气。得益于我国人均可支配收入的不断提高，卤制食品凭借其食用便捷、营养丰富、鲜香美味等优势，市场规模得到快速增长，2010年-2020年间我国卤制食品市场规模不断提高，2020年卤制品市场规模达到2540亿元，相较于2010年增长180.35%，年均复合增长率为10.86%。

图19：2010-2020年卤制品行业市场规模及增速



资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，前瞻产业研究院，民生证券研究院

卤制食品分为佐餐和休闲。根据产品定位和消费场景划分，卤制食品可分为佐餐卤制食品和休闲卤制食品。佐餐卤制食品主要是用于正餐，代表产品有夫妻肺片、猪副产品、卤牛肉、扒鸡等。而休闲卤制食品多用于非正餐的休闲娱乐场合，代表产品有凤爪、鸡翅、鸭脖等。

表2：佐餐卤制品与休闲卤制品对比

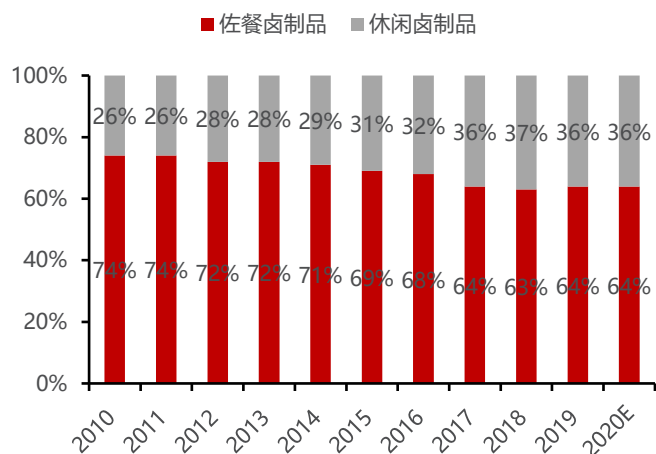
项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲、娱乐
品牌效应	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存	多为品牌连锁店经营
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流较旺的地区（社区、商场、交通枢纽、公园景点等）
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄等为主，以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等
代表品牌	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等	周黑鸭、绝味、煌上煌等

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

佐餐卤制品占据卤制品市场大部分份额。2019 年，我国卤制品市场规模为 2395 亿元，其中佐餐卤制品占比 64%，规模达 1539 亿元。根据 Frost&Sullivan 数据，2015-2019 年，佐餐卤制品 CAGR 为 7%，预计 2020-2025 年以超过 10% 的增速增长。佐餐卤制品在中国卤制食品市场中占据大部分市场份额，具有较强刚性需求、消费频次高的属性，作为日常饮食消费品，消费者基数庞大。

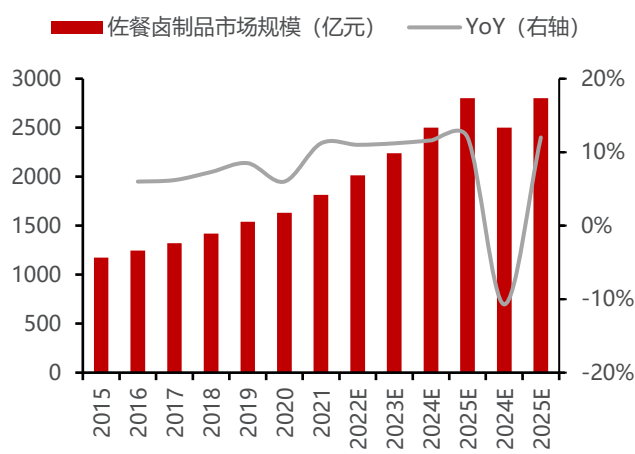
目前中国佐餐卤制食品市场多以区域性的小型个体经营企业为主，市场极度分散，品牌化程度低，未来，随着市场品牌集中化程度的提升、食品卫生安全标准的提高、冷链物流的发展，中国佐餐卤制食品市场将朝着连锁化、品牌化、规模化、规范化的方向进一步发展。

图20：2010-2020 年佐餐卤制品占比超 6 成



资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，前瞻产业研究院，民生证券研究院

图21：2015-2025 年佐餐卤制品市场规模及增速



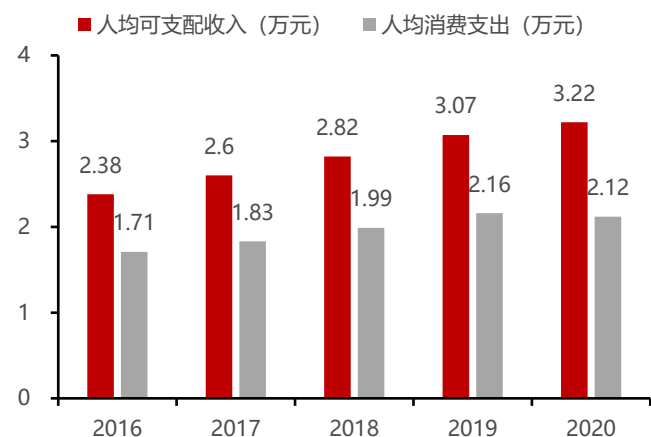
资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，民生证券研究院

经济增长推动消费升级，城镇化率提升进一步拉动需求增长。根据数据显示，随着人均可支配收入上升，我国居民人均消费支出自 2016 年的 1.71 万元增长至 2020 年的 2.12 万元。收入水平和消费能力的持续提升，带动卤制品行业需求端的上涨。自 2011 年，我国城镇人口首次超过农村人口，截止 2019 年人口比例已到达 60.60%，该比例将持续增长。卤制食品主要消费群体为城镇人口，其食用便捷和口感上瘾的性质导致卤制品食品在快节奏的城镇上班人群中深受喜爱，城镇化率提升将进一步拉动需求增长。

技术升级助力，产品和零售模式多元升级推动行业发展。近年来，随着标准化生产流程及现代化工艺的发展，“中央厨房”将逐步替代家庭式小作坊，提升企业生产效率的同时，也保障了产品的高质量和标准。此外，冷链运输的快速发展有效扩大了配送范围，提升了产品配送效率。而在产品上，卤制品企业不断升级和创新产品矩阵和口感，满足多元化的消费者需求。在零售模式上，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。零售模式的多元升级增加消费者触达，推

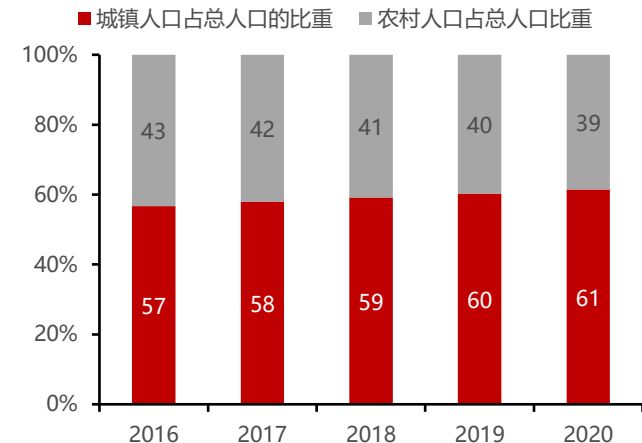
动卤制食品市场需求的进一步增长。

图22：人均可支配收入及消费支出逐年上升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图23：城镇人口占比逐渐提升



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2.2 行业标准化、规模化、自动化生产趋势明显

卤制食品行业市场集中度较低。2020年，我国休闲卤制食品CR3为9.57%，佐餐卤制食品CR3仅为2.84%左右。产业集中度仍处于较低水平，一是由于我国卤制食品企业众多，大部分仍是小规模、作坊式生产经营，技术水平相对落后，存在一定的安全卫生隐患。二是因为卤制食品具有鲜明的地域特征，少有风味多样的卤制食品企业满足各地区人民的口味。三则是由于部分卤制食品为追求新鲜卫生，保质期较短，难以运输，而真空包装后保质期较长的产品口味变差，难以打开市场，因此当地企业更具有竞争力。

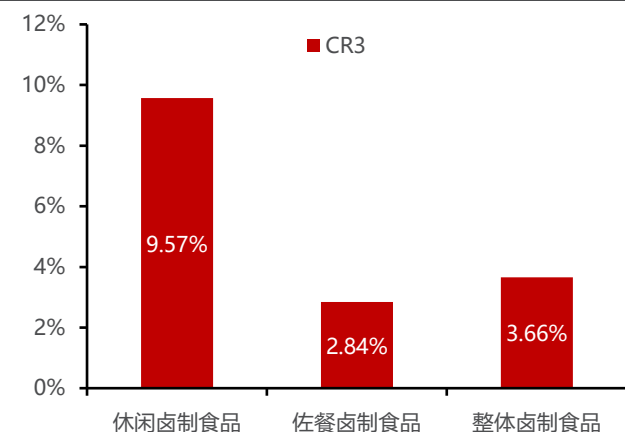
标准化、规模化、自动化生产替代传统经营模式，头部品牌有望扩容。长期以来卤制食品尤其是佐餐类卤制食品经营者多为个体户，常见的有“路边店”和“夫妻店”等经营方式，但随着行业技术水平的进步，食品安全监管趋严，采用规模化、自动化、现代化生产的企业将会占据更多市场份额。冷链物流和食品保鲜技术的发展，加强了卤制食品企业跨区域运输的能力，克服了卤制品的区域限制。而技术水平的进步带来了产品推陈出新，部分企业也能渐渐满足不同地区人民的口味，拥有了更广阔的市场。未来，随着消费者对产品品质要求的提升以及品牌知名度的偏好逐渐增强，拥有规模化运作能力的品牌企业将进一步抢占市场份额，行业集中度有望提高。

表3：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货自设门店、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，食品控制体系较为完善	产品销售突破区域限制，销售去打丰富，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：招股说明书，民生证券研究院

图24：2020 年卤制品行业集中度较低



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

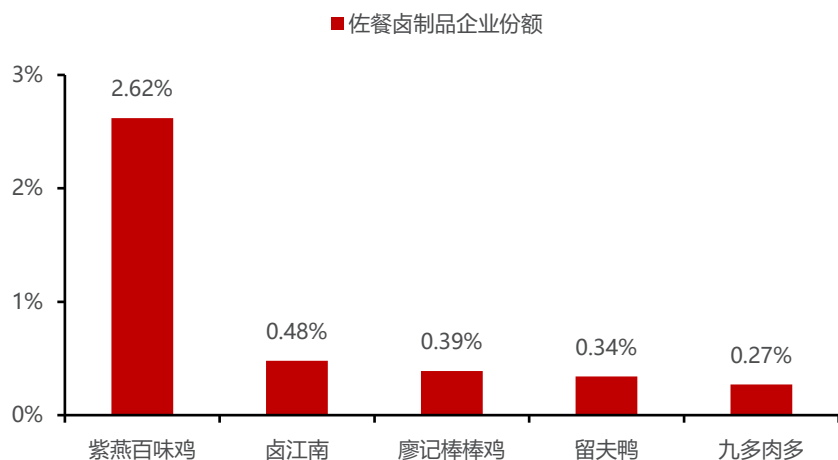
图25：自动化工艺造就头部品牌



资料来源：美团数据，民生证券研究院

2.3 佐餐赛道市场分散，紫燕系赛道龙头

佐餐赛道市场分散，紫燕系赛道龙头。公司产品以佐餐应用场景为主，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，2019 年度，公司在佐餐卤制食品市场零售端的占有率为 2.62%，市占率超 2-5 名合计数，系佐餐领域龙头。

图26：2019 年佐餐卤制品 CR5（零售额口径）


资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，民生证券研究院

表4：同业情况梳理

	紫燕食品	卤江南	佐餐为主 廖记棒棒鸡	留夫鸭	九多肉多	绝味食品	休闲为主 煌上煌	周黑鸭
代表产品	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	滋味鸭、香卤鸭肫、香卤猪爪、宰相牛肚、芙蓉老鹅等佐餐卤制食品	廖记棒棒鸡、金汤夫妻肺片、掌中宝、无骨凤爪、风味耳丝等佐餐卤制食品	现卤土鸭、茄汁排条、猪蹄、桂花酱鸭、咸草鸡等佐餐卤制食品	麻油鸡、猪头肉、牛肉、烧鸡、猪蹄、猪耳等佐餐卤制食品	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
门店情况	2021 年 12 月末 5160 家	在江苏区域有一定的品牌知名度和影响力	现全国拥有门店 900 多家	线下门店数量约 1200 家，主要分布于江浙沪区域	熟食连锁店突破 1000 家	2021 年 12 月末 13,714（不含港澳台及海外市场）	2021 年 12 月末 4281 家	2021 年 12 月末 2781 家

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3 产品及供应链构建护城河，万店规划可期

3.1 大单品稳固基本盘，“1+N”产品矩阵满足多元需求

鲜货产品为主、预包装产品为辅，核心单品为“夫妻肺片”及“百味鸡”。公司产品包括鲜货产品和预包装产品，其中鲜货产品分为夫妻肺片、整禽类、香辣休闲类和其他鲜货。整禽类主要包括百香鸡、藤椒鸡等。香辣休闲类产品主要为虎皮凤爪、川椒凤爪、五香凤爪等产品。其他鲜货类主要包括酸辣海带丝、红油笋丝等素菜产品及五香牛肉、飘香猪手等畜类产品。

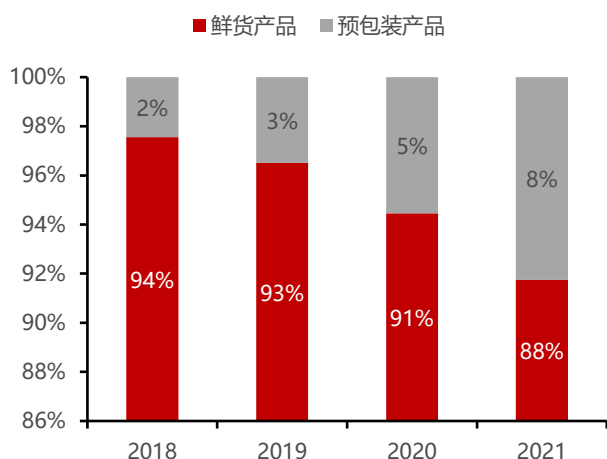
鲜货产品增长稳健，预包装产品低基数下快速发展。2018-2021 年，鲜货产品收入由 18.76 亿元增至 26.9 亿元，CAGR 达 12.76%；预包装产品收入由 0.47 亿元快速增至 2.42 亿元，CAGR 达 72.68%。在产品结构上，鲜货类产品占比超 6 成，2018/2019/2020/2021 年收入占比分别为 94.25%/92.77%/90.90%/88.07%，占比略有下降。其中“夫妻肺片”和“百味鸡”为公司核心大单品，21 年夫妻肺片及整禽类收入占比分别为 30.6%和 27.59%，2018-2021 年 CAGR 分别为 13.98%和 12.86%，核心单品的稳健增长构建公司基本盘。预包装产品占比逐渐提升，由 2018 年的 2.36%快速提升至 2021 年的 7.93%，CAGR 为 72.68%，实现低基数下的快速增长。

图27：公司主要产品情况



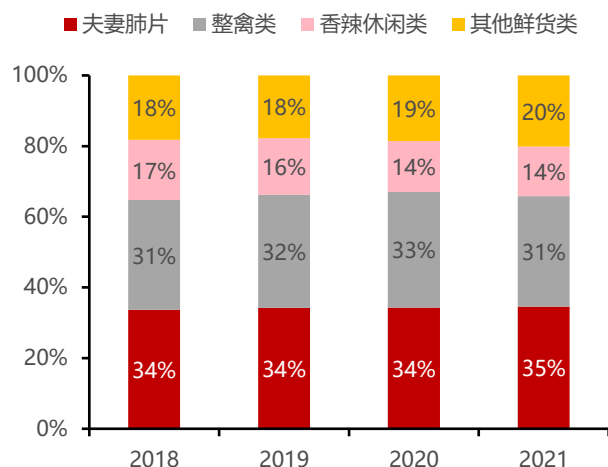
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图28：预包装产品占比逐渐提升



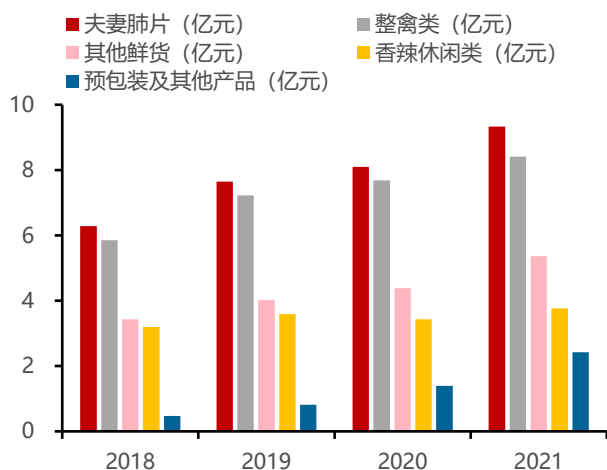
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图29：夫妻肺片和整禽类营收占鲜货营收超六成



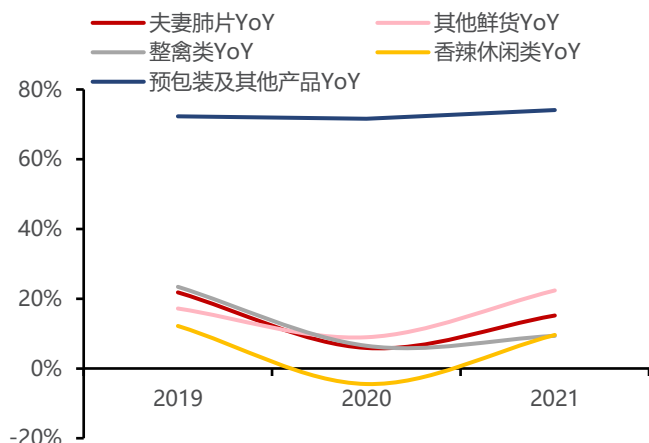
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图30：分产品收入规模情况



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图31：分产品收入增速情况



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

构建“1+N”产品矩阵，打造佐餐卤制品创新开拓品牌。公司在已有的产品研发、行业经验等优势的基础上，大力开展新产品的研发工作，推出更多高品质、多样化的符合消费者需求的产品，进一步抢占佐餐卤制食品的市场，提高自身产品的市场占有率以及品牌影响力。同时，通过契合市场需求的差异化产品的不断面世，丰富和完善公司的产品矩阵，树立公司的品牌特色，将公司打造成为佐餐卤制食品创新品类的市场开拓者。

3.2 渠道改革快速扩张

3.2.1 渠道改革助力业务全国拓展

渠道三阶段改革，助力业务快速拓展。卤制食品行业属于“小食品、大流通”产业，拥有成熟、稳定的销售网络是提高市场份额、提升品牌影响力的重要手段之一，也是企业成功经营的根本。公司渠道模式经历三个发展阶段，由最初的分散化管理逐渐发展为现在二级销售网络：

(1) 2010 年前：分散化管理。发展初期，公司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。

(2) 2010-2016 年：向集中化、规范化过渡。随着公司业务规模的扩张，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。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。

(3) 2016 年至今：两级销售网络。2016 年，公司对销售模式进行调整，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。公司对经销商之间为买断式销售关系，不直接向终端加盟门店销售。公司与终端加盟门店之间的业务关系包括品牌授权使用、业务指导、品牌运营监督及商品配送。

表5：销售模式改革对比

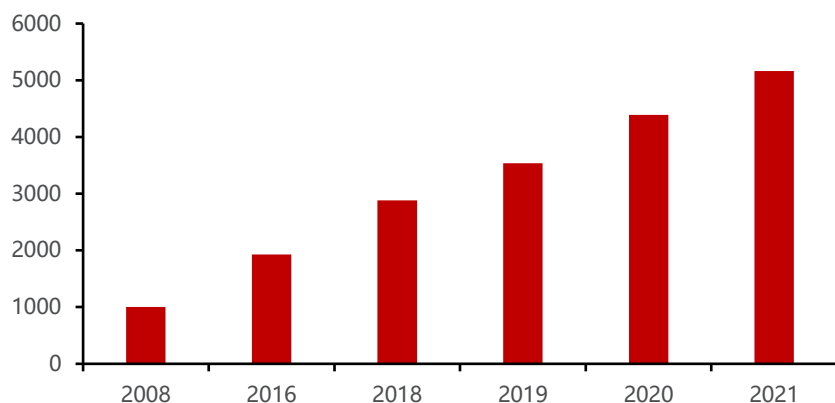
项目	2016 年以前销售模式	2016 年以后销售模式
购销关系	将产品买断式销售至直接加盟门店，直接加盟门店将产品销售至终端消费者	将产品买断式销售至省/市区域经销商，经销商将产品销售至终端加盟门店
加盟及供货模式	区域经营团队负责区域市场内门店开拓、加盟门店管理以及产品配送	由集团总部紫燕食品统一进行经销商管理以及加盟体系管理，与经销商、终端加盟门店签订《特许经营合同》以及《单店特许经营合同》，统一制定产品出厂价；各生产基地仅仅承担向加盟门店配送产品职能
定价机制	各生产基地根据市场竞争情况制定当地终端零售价格	公司给予经销商一定的毛利空间，在此基础上由经销商结合当地市场情况自主制定向加盟门店批发价、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	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，公司对经销商及其终端加盟门店不具有控制权
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：招股说明书，民生证券研究院

渠道改革伴随人员调整，形成长期稳定的经销商体系。公司在分散化经营阶

段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。在调整销售模式后，上述管理团队市场开拓及门店管理的职能由经销商替代。考虑到各个销售区域管理团队人员积累的经验及资源，公司在上述销售模式调整过程中鼓励该等人员在从公司离职后成为经销商，经过多年发展，公司的十多名原区域管理人员离职后成为公司的经销商，与公司一起发展壮大，成为公司在各区域的重要合作伙伴，与公司保持了较为稳定、长期的合作关系。2021 年底公司在全国拥有 140 多家经销商主体，在全国的终端门店数量已超过 5100 家门店，产品覆盖 20 多个省、自治区、直辖市内的 150 多个城市，市场占有率和影响力不断提高。

图32：公司门店数量快速扩张

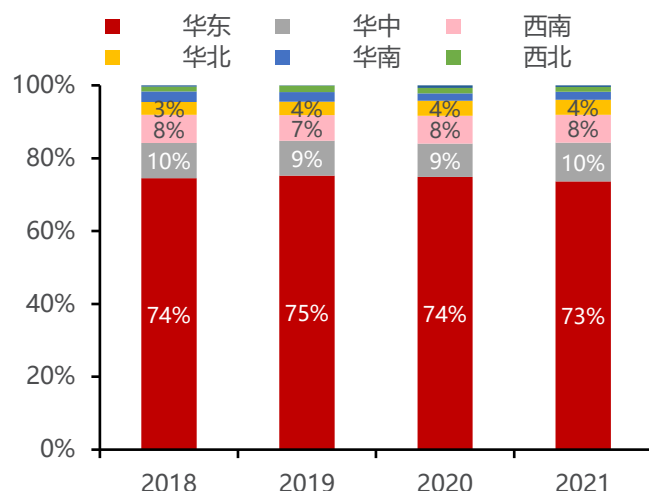


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3.2.2 经销为主，华东为主要销售地区

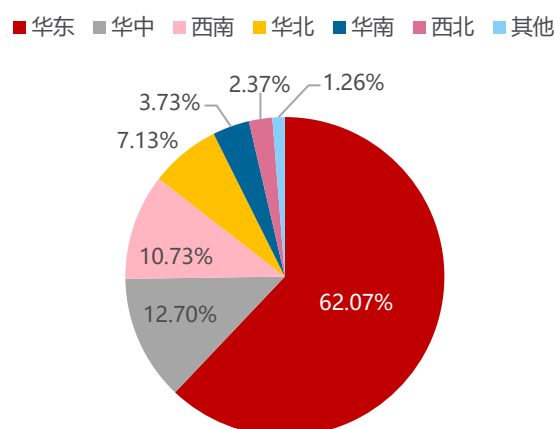
紫燕起家于华东地区，目前华东仍为最主要市场。2018-2021 年，华东地区分别贡献收入 14.82/18.23/19.42/22.42 亿元，占总营收的比重分别为 74%/75%/74%/73%，系公司主要销售地区。在门店分布上，根据窄门餐眼数据显示，截至 2022 年 9 月，江苏、安徽、上海门店数分别达 1416、574、539 家，华东地区门店数达 3743 家，占比 62.07%。

图33：华东地区为主要市场



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

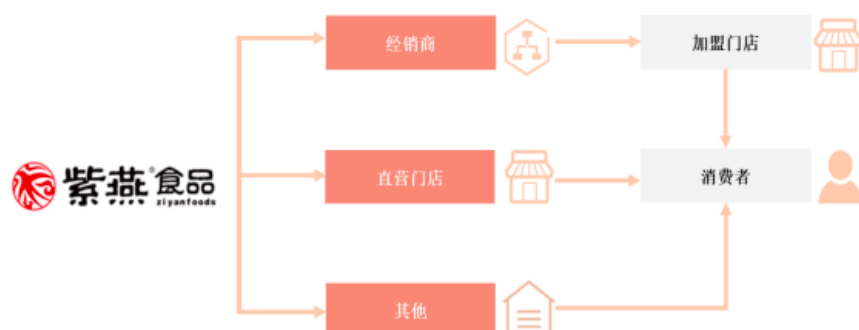
图34：各地区门店数量占比



资料来源：窄门餐眼，民生证券研究院

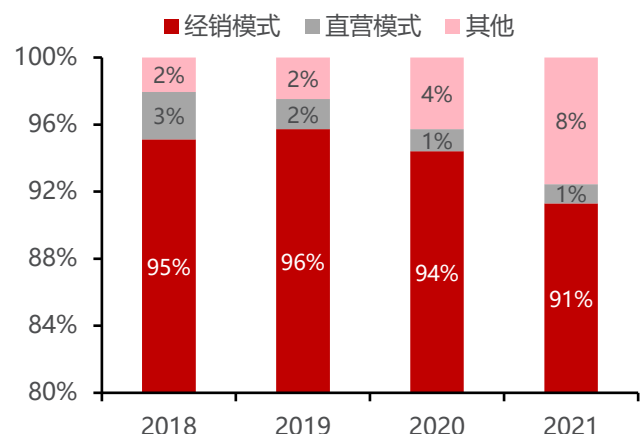
经销为主，直营和其他模式补充共建立体营销网络体系。公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，同时构建了包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等其他渠道在内的多样化立体式营销网络体系。2018/2019/2020/2021 年经销模式营收分别为 18.93/23.20/24.51/27.85 亿元，占比达 95.11%/95.72%/94.41%/91.31%。近年来，公司逐步构建涵盖电商、商超、团购渠道在内的立体式营销网络体系。其中，电商渠道已覆盖天猫、京东、有赞、微信等主流电商平台，并与盒马鲜生、叮咚买菜等 O2O 生鲜电商展开合作。同时，针对批量和定制采购需求开设了团购通道。新渠道营收占比快速提升，2018/2019/2020/2021 年其他渠道营收占比分别为 2.05%/2.48%/4.27%/7.55%。

图35：公司采用多样化立体营销体系



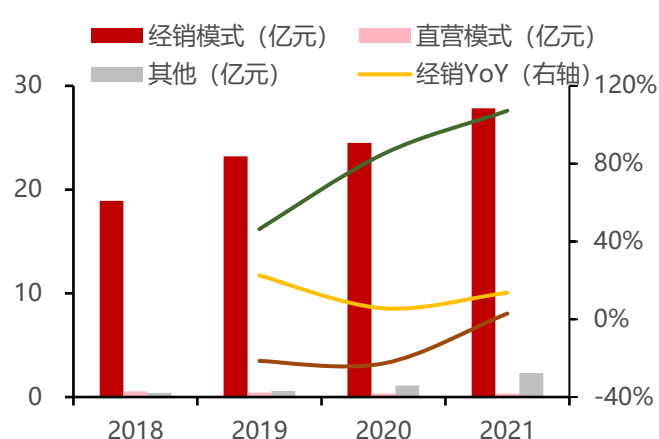
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图36：以经销为主的连锁经营模式



资料来源：招股说明书，民生证券研究院（其他指电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等渠道）

图37：2018-2021 年其他渠道营收快速增长



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

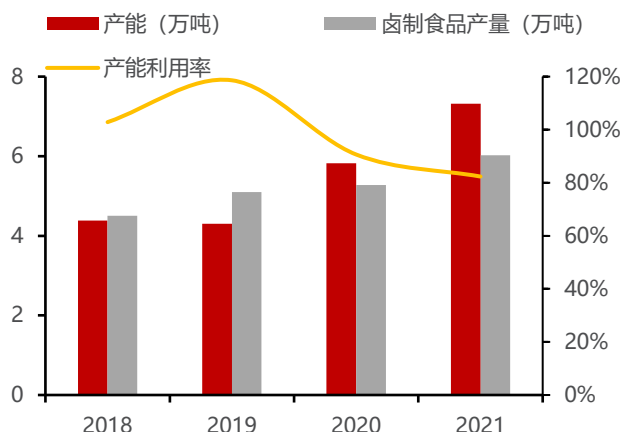
3.3 “产能优化+供应链优势+信息化”助力万店目标落地

3.3.1 优化整合产能布局，助力业务全国扩张

优化整合产能布局，助力业务全国扩张。2018-2019 年，公司产能利用率持续处于饱和状态，产能分别为 4.38/4.3 万吨，产能利用率分别达 102.84%/118.61%。为解决产能问题，公司通过合理安排生产人员工作时间、及时调整生产计划、将小型工厂的产能逐步转移至新建大型生产基地等方式来满足订单生产需要，通过集中化整合将原先的 8 家工厂转变为宁国、武汉、连云港、山东、重庆 5 家工厂辐射全国的产能布局。2020 年度，随着公司新建大型生产基地的逐步投产，公司生产能力得到有效提升，得以支撑公司业务规模的持续增长。

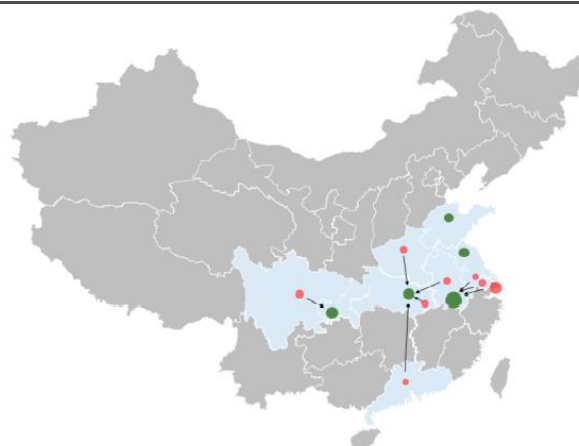
拟建设宁国二期、荣昌二期生产基地，预计新增 1.9 万吨卤制品生产能力。根据招股说明书，公司上市募资后将分别投资 2.49 和 1.72 亿元，在安徽和重庆建设宁国食品生产基地二期和荣昌食品生产基地二期。宁国二期、荣昌二期生产基地将分别增加年卤制品生产能力 1.1、0.8 万吨，对应增加收入 5.28、3.23 亿元，累计可增加收入 8.51 亿元。据公司测算，宁国二期、荣昌二期投资回收期（含税）均为 5.67 年。

图38：2018-2021 产能及产能利用情况



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

图39：转移生产基地实现集中布局



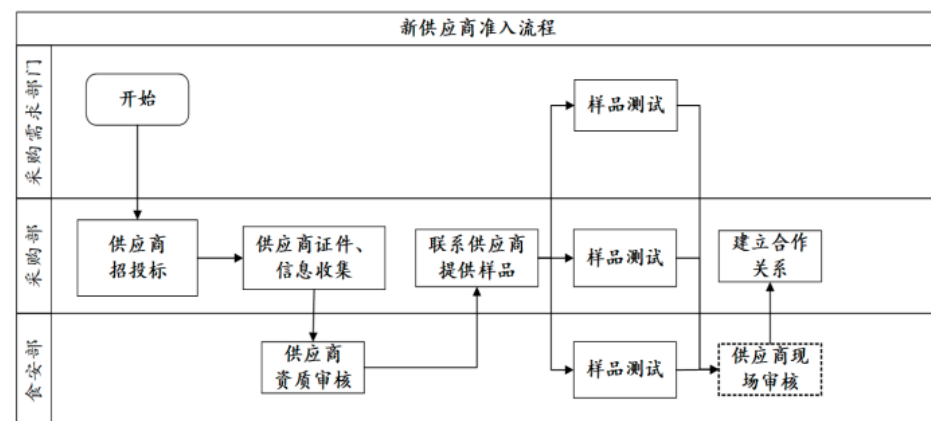
资料来源：招股说明书，民生证券研究院（红点表示老工厂，绿点表示新工厂）

3.3.2 供应链优势为全国化扩张保驾护航

卤制品全国化具备供应链壁垒。卤制食品多以鲜货卤制品为主，保质期短，从原材料到产成品需要全程冷链配送，配送半径受限，因此对供应链要求较高；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。供应链的管理则需要有良好的库存管理能力、生产与门店销售端的协调能力和配送能力。前两者通常需要供应链管理系统的参与，而后者则需要与生产基地布局的配合。新的竞争企业需要同时具备相关行业经验、有效的产品质量控制体系和供应链管理能力，并对国内卤制食品供应链中各个环节的自身情况和相互衔接情况有充分细致的了解，建立起一套成熟的供应链管理模式，才能充分调动和整合优质的上下游资源，调动企业内部各环节的配合，形成高效的运营机制。

供应链优势为全国化扩张保驾护航。在上游供应商方面，凭借良好的信誉及明显的规模优势，公司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，通过规模化采购、锁价等打造成本优势。**在产品供应方面**，公司先后建成济南、武汉、连云港、宁国、重庆等多个高标准区域中心工厂，以各生产型子公司作为向全国销售网络配送产品的生产基地，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。

图40：供应商准入体系严格，注重产品质量体系建设和生产过程管理

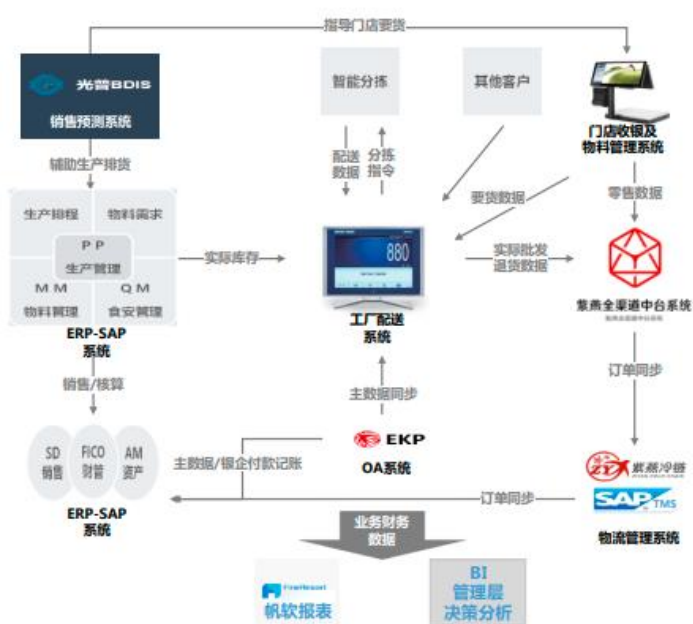


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

3.3.3 信息化系统支撑门店拓展

在发展运营过程中，公司注重提升信息化管理水平，引入食品行业 SAP-ERP 系统、销售中台系统、OA 系统、TMS 系统、WMS 系统等现代电子化信息管理系统，目前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以及终端门店销售信息获取的实时化，并在此基础上不断进行数字化应用探索，进行跨区域市场预测并及时反馈至生产、研发及采购端，提升公司运营效率。公司具备信息化系统运营基础和开发经验，万店计划落地可期。

图41：紫燕信息系统交互示意图



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

未来佐餐卤制品行业将持续发展，行业集中度将进一步提升。作为赛道龙头，公司凭借产品及供应链优势，在全国范围内实现快速扩店，同时募投项目投产将为业务扩张提供充足产能。分业务看，**1) 鲜货产品**预计延续过去增势，公司店铺将持续扩张，同时募投项目投产将为公司业务扩张提供充足产能，综合考虑 2022-2024 年预计同比+10.30%/10.36%/10.42%；**2) 预包装产品**，公司积极布局电商、团购等其他渠道，伴随渠道渗透率逐步提高及产品结构发生变化，预包装产品将实现低基数下的快速增长，有望实现量价齐升，预计 2022-2024 年同比+73.22%/73.25%/73.25%。**3) 加盟费、门店管理费、信息系统使用费收入**，19 年起公司向经销商新增收取门店管理费、信息系统使用费，19 年剔除上述两项影响后，过去加盟费增速与门店扩张速度相近，预计 2022-2024 加盟费增速与门店扩张速度一致。在门店数量上，基于过去门店拓展速度、产能情况及开店规划，预计 2022/2023/2024 年门店数量为 6500/7500/9000 家。综合考虑，我们预计 2022-2024 年加盟费、门店管理费、信息系统使用费收入同比+20.37%/21.43%/17.65%。**4) 包材收入**，预计维持过去增速，考虑历史增长水平，预计 2022-2024 年同比均+8%。**5) 其他业务收入**主要为原辅料销售收入、门店设备销售收入、租赁收入等，预计稳步增长，结合过去增势，预计 2022-2024 年同比均+10%。

毛利率方面，由于目前成本处于高位，综合来看预计 22 年毛利率略有下降，未来伴随原材料成本回落及公司规模效应现象，预计毛利率有所回升，预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 21%/23%/25%。

费用方面，根据公司过去费用端变动幅度及其发展规划，预计税金及附加、管理费用及研发费用各自占营业收入的比重与过去三年持平；考虑到公司进行店铺拓展等战略规划，2022-2024 年销售费用占营业收入的比重预计有所上升。

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 35.67/42.07/51.05 亿元，同比+15.37%/17.92%/21.37%；归母净利润分别为 2.55/3.81/5.09 亿元，同比-22.2%/+49.6%/+33.3%。

表6：分业务预测（百万元）

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,435	2,613	3,092	3,567	4,207	5,105
YoY(%)	21.60%	7.31%	18.34%	15.37%	17.92%	21.37%
鲜货产品收入	2,249	2,360	2,686	2,963	3,270	3,610
YoY(%)	19.89%	4.94%	13.82%	10.30%	10.36%	10.42%
预包装产品收入	81	139	242	419	726	1,257
YoY(%)	72.49%	70.67%	74.61%	73.22%	73.25%	73.25%
加盟费、门店管理费、信息系统使用费收入	35	43	49	59	72	85
YoY(%)	87.56%	23.25%	15.15%	20.37%	21.43%	17.65%
包材收入	59	55	73	80	88	97
YoY(%)	6.33%	9.53%	7.85%	8.00%	8.00%	8.00%
其他业务收入	11	17	42	47	51	56
YoY(%)	-11.33%	54.21%	148.66%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	25.46%	26.07%	21.62%	20.57%	23.09%	24.86%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

表7：费用预测（百万元）

项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税金及附加	20.26	22.21	31.97	39.96	48.38	59.73
税金及附加/营业收入	0.83%	0.85%	1.03%	1.12%	1.15%	1.17%
销售费用	136.90	62.95	97.91	196.21	231.36	306.33
销售费用/营业收入	5.62%	2.41%	3.17%	5.50%	5.50%	6.00%
管理费用	130.39	162.21	170.20	204.44	238.77	284.36
管理费用/营业收入	5.36%	6.21%	5.50%	5.73%	5.68%	5.57%
研发费用	11.11	9.96	7.70	12.64	12.91	14.91
研发费用/营业收入	0.46%	0.38%	0.25%	0.35%	0.31%	0.29%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

4.2 估值分析

在可比公司选取上，休闲卤制品与佐餐卤制品公司在产品生产、商业模式等方面较为相似，且各自均为处于发展期的千亿赛道，我们选取同行业 A 股上市公司煌上煌、绝味食品进行对比（参考招股书可比公司），采用 wind 一致预期并以 2022 年 9 月 30 日收盘价计算，同行业 2 家公司 2022/2023/2024 年的 PE 均值为 37/24/20 倍；我们预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 分别为 0.62/0.93/1.23 元/股，对应 2022/2023/2024 的 PE 分别为 52/35/26 倍，考虑公司在佐餐卤味赛道的渠道布局、爆品打造、供应链建设等方面的优势，未来万店规划可期，公司估值水平高于平均水平但仍处于，仍处于合理区间。按 PEG 测算，公司 2023 年 $PEG \sim 0.86 < 1$ ，当前估值水平合理。

表8: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				2022-2024 CAGR	PEG 2023E
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
002695.SZ	煌上煌	10.85	0.28	0.38	0.49	0.60	39	29	22	18	25.66%	0.86
603517.SH	绝味食品	50.10	1.60	1.11	1.88	2.30	31	45	27	22	43.95%	0.61
均值							35	37	24	20		0.73
603057.SH	紫燕食品	31.94	0.80	0.62	0.93	1.23	40	52	35	26	40.85%	0.86

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2022 年 9 月 30 日

4.3 投资建议

公司凭借明星单品稳固基本盘, “经销商+终端加盟门店” 构建渠道护城河, 未来“产能优化+供应链优势+信息化” 有助力公司万店目标落地。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 35.67/42.07/51.05 亿元, 同比 +15.4%/17.9%/21.4%; 归母净利润分别为 2.55/3.81/5.09 亿元, 同比 -22.2%/+49.6%/+33.3%; 预计公司 2022/2023/2024 年 EPS 分别为 0.62/0.93/1.23 元/股。首次覆盖, 给予 “推荐” 评级。

5 风险提示

1) 市场开拓不及预期。新市场的拓展需要公司充分理解各地区消费者的饮食习惯、口味偏好方面的差异，掌握不同市场消费者的需求，并制定差异化的地区经营策略。对于新开拓的销售渠道，公司在短期内的投入较大，但其投资回报周期存在一定的不确定性。如公司不能成功拓展新的销售渠道及市场，将可能导致未来业绩增长速度出现下滑。

2) 原材料价格波动风险。公司原材料占其主营业务成本 80%以上，其中整鸡、牛肉、鸡爪、牛杂、猪蹄、猪耳等约占原材料采购总额的 50%以上，因此上述主要原材料的价格波动将影响公司毛利率和盈利能力。2021 年公司主要原材料价格上涨，对公司毛利率造成了一定的不利影响，导致公司当年净利润较上年有所波动。若未来公司原材料采购价格继续上涨，将会进一步影响公司毛利率水平和盈利水平。

3) 销售区域集中风险。公司主要销售区域为华东地区，如果未来华东区域消费习惯发生变化或卤制食品市场竞争激烈导致公司市场份额下滑，将会对公司经营业绩造成一定影响。

4) 疫情风险。新冠肺炎疫情对社会日常运转和消费行为造成一定的影响，如限制人流、隔离、交通管制等，这会一定程度地影响消费者的线下消费行为。公司主要终端门店分布于菜场、社区附近，若人流量因疫情受限将会对公司经营业绩产生不利影响。

5) 募投项目不及预期风险。公司募投项目建设期为 2 年，若未按时完工投产，或将影响公司收益。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3092	3567	4207	5105
营业成本	2423	2834	3235	3836
营业税金及附加	32	40	48	60
销售费用	98	196	231	306
管理费用	170	204	239	284
研发费用	8	13	13	15
EBIT	423	335	491	654
财务费用	0	3	2	2
资产减值损失	-1	-6	-6	-7
投资收益	-1	3	3	0
营业利润	429	341	508	673
营业外收支	0	-3	-4	-2
利润总额	429	337	505	670
所得税	109	85	128	170
净利润	320	252	376	500
归属于母公司净利润	328	255	381	509
EBITDA	524	444	613	782

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	244	1179	1396	1956
应收账款及票据	65	34	82	59
预付款项	69	63	75	94
存货	129	155	169	215
其他流动资产	116	135	135	137
流动资产合计	623	1565	1856	2462
长期股权投资	23	33	42	52
固定资产	1053	1128	1213	1215
无形资产	97	97	97	97
非流动资产合计	1387	1527	1653	1672
资产合计	2010	3093	3509	4134
短期借款	80	0	0	0
应付账款及票据	148	198	197	250
其他流动负债	382	679	719	791
流动负债合计	611	877	916	1041
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	190	190	190	190
非流动负债合计	190	190	190	190
负债合计	800	1066	1106	1231
股本	370	412	412	412
少数股东权益	-2	-5	-10	-18
股东权益合计	1209	2027	2403	2903
负债和股东权益合计	2010	3093	3509	4134

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.34	15.37	17.92	21.37
EBIT 增长率	-11.12	-20.72	46.37	33.17
净利润增长率	-8.67	-22.17	49.60	33.32
盈利能力 (%)				
毛利率	21.62	20.57	23.09	24.86
净利率	10.59	7.15	9.07	9.96
总资产收益率 ROA	16.30	8.24	10.87	12.30
净资产收益率 ROE	27.04	12.55	15.81	17.41
偿债能力				
流动比率	1.02	1.79	2.03	2.36
速动比率	0.51	1.39	1.62	1.95
现金比率	0.40	1.34	1.52	1.88
资产负债率 (%)	39.82	34.47	31.52	29.77
经营效率				
应收账款周转天数	5.05	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	16.49	18.00	18.00	18.00
总资产周转率	1.55	1.40	1.27	1.34
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.62	0.93	1.23
每股净资产	2.94	4.93	5.86	7.09
每股经营现金流	0.83	1.69	1.10	1.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	40	52	35	26
PB	10.9	6.5	5.5	4.5
EV/EBITDA	24.88	27.09	19.25	14.38
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	320	252	376	500
折旧和摊销	101	109	123	129
营运资金变动	-89	338	-34	79
经营活动现金流	341	696	451	692
资本开支	-149	-236	-226	-120
投资	0	-10	-9	-10
投资活动现金流	-148	-244	-233	-129
股权募资	6	565	0	0
债务募资	-44	-80	0	0
筹资活动现金流	-338	482	-2	-2
现金净流量	-144	935	217	561

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 股权结构 (截至 2022 年 9 月 30 日)	4
图 3: 2018-2022H1 营收及扣非归母情况	5
图 4: 2021 及 2022H1 经营业绩有所下滑	5
图 5: 夫妻肺片营收及增速	5
图 6: 整禽类营收及增速	5
图 7: 香辣休闲类营收及增速	6
图 8: 其他鲜货类营收及增速	6
图 9: 预包装产品营收及增速	6
图 10: 2018-2021 年公司业务结构	6
图 11: 2018-2022H1 营收及增速对比	7
图 12: 2018-2022H1 归母净利润及增速对比	7
图 13: 2018-2021 年应收账款余额占当期营收比例	7
图 14: 2018-2022H1 毛利率对比	7
图 15: 2018-2022H1 净利率对比	8
图 16: 2018-2022H1 管理费用率对比	8
图 17: 2018-2022H1 销售费用率对比	8
图 18: 2018-2022H1 研发费用率对比	8
图 19: 2010-2020 年卤制品行业市场规模及增速	9
图 20: 2010-2020 年佐餐卤制品占比超 6 成	10
图 21: 2015-2025 年佐餐卤制品市场规模及增速	10
图 22: 人均可支配收入及消费支出逐年上升	11
图 23: 城镇人口占比逐渐提升	11
图 24: 2020 年卤制品行业集中度较低	12
图 25: 自动化工艺造就头部品牌	12
图 26: 2019 年佐餐卤制品 CR5 (零售额口径)	13
图 27: 公司主要产品情况	14
图 28: 预包装产品占比逐渐提升	15
图 29: 夫妻肺片和整禽类营收占鲜货营收超六成	15
图 30: 分产品收入规模情况	15
图 31: 分产品收入增速情况	15
图 32: 公司门店数量快速扩张	17
图 33: 华东地区为主要市场	18
图 34: 各地区门店数量占比	18
图 35: 公司采用多样化立体营销体系	18
图 36: 以经销为主的连锁经营模式	19
图 37: 2018-2021 年其他渠道营收快速增长	19
图 38: 2018-2021 产能及产能利用情况	20
图 39: 转移生产基地实现集中布局	20
图 40: 供应商准入体系严格, 注重产品质量体系建设和生产过程管理	21
图 41: 紫燕信息系统交互示意图	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 管理层背景多元	4
表 2: 佐餐卤制品与休闲卤制品对比	9
表 3: 小作坊经营模式与跨区域经营模式对比	12
表 4: 同业情况梳理	13
表 5: 销售模式改革对比	16

表 6：分业务预测（百万元）	23
表 7：费用预测（百万元）	23
表 8：可比公司 PE 数据对比.....	24
公司财务报表数据预测汇总.....	26

分析师承诺

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。	公司评级	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
	行业评级	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。

本报告的版权仅归本公司所有，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。

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 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026