

佐餐卤味世家，善于凝聚人心

——紫燕食品(603057)首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

● 投资建议

公司是佐餐卤制品龙一，成功打造“夫妻肺片”明星大单品，凝聚力卓越，放手使用前员工加盟商，全国化开店加速。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.54/3.92/4.99 亿元，增速-22.55%/54.33%/27.47%，对应 10 月 20 日 PE 49/32/25 倍（市值 124 亿元），给予“增持”评级。

● 紫燕食品：佐餐卤制品龙一

1) 公司是佐餐卤制品龙一，1989 年起源于江苏，长三角优势稳固，代表产品为夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡、紫燕鹅等。公司实控人为钟怀军先生、邓惠玲女士、钟勤沁女士、戈吴超先生、钟勤川先生等，控制公司 77.22% 股权。

2) 2021 年，公司总营收 30.92 亿 (+18.34%)，归母净利润 3.28 亿 (-8.67%)；22H1，总营收 16.37 亿 (+16.52%)，归母净利润 1.16 亿 (-27.57%)。

● 明星大单品：成功打造“夫妻肺片”

通过敏锐把握消费者口味，公司成功打造“夫妻肺片”明星大单品，成为吸引回头客的关键，2021 年收入占比超 30%。作为明星大单品，公司的“夫妻肺片”在用料上精选优质牛肉、牛肚、猪耳等十多种原料，添加多年传承更新的秘制红汤调料，再由终端根据顾客需求现场调制而成，从而实现在标准化工艺的基础上，兼顾顾客的个性化需求，造就“夫妻肺片”独特的口味和口感。

● 凝聚力卓越：核心团队稳定，放手使用前员工经销商

1) 核心团队稳定。钟怀军先生家族是卤味世家，实控人中，钟怀军先生（董事长）与邓惠玲女士是夫妻关系，戈吴超先生（总经理）是钟怀军先生的女婿，钟勤川先生和钟勤沁女士是钟怀军先生的儿女，世家型团队稳定性强。

2) 放手使用前员工经销商，凝聚力卓越。对于出色的前员工，公司作为区域核心经销商放手使用，2021 年赵邦华先生等 10 位前员工经销商贡献了公司 78% 的收入，为公司快速扩张立下了汗马功劳；对于出色的现有员工，公司大力股权激励，设立上海怀燕等 4 个员工持股平台，合计持有公司 4.39% 股权，覆盖公司董事、高管、技术骨干、中层，激发核心团队活力。

● 全国化：开店加速，剑指万店

2021 年，公司共控制门店 5,160 家（其中直营 28 家），截至 2022.8.2，控制门店超 5,300 家，我们预计疫情稳定后，开店有望往每年 15%-20% 方向增长，全国化扩张加速；单店方面，公司 2021 年加盟店效约 90 万元，较 2019 年下降 11%，我们认为主要是疫情的暂时性影响。

● 佐餐卤制品行业：集中度提升空间巨大

1) 卤制品市场空间 3,300 亿，佐餐卤制品占比过半。根据美团餐饮数据，2018-2021 年，我国卤制品行业市场规模从 2,330 亿元增长到 3,296 亿元，CAGR 为 12.3%。2021 年佐餐卤制品市场规模为 1,792 亿元，占比 54.37%。

2) 佐餐卤制品：集中度提升空间巨大。根据美团餐饮数据，2020 年，休闲卤制品/佐餐卤制品 CR3 分别为 9.57%/2.84%；截至 2021 年末，佐餐卤制品龙一紫燕食品门店数为 5,160 家，低于休闲卤制品龙一绝味食品的 13,714 家，佐餐卤制品集中度提升空间巨大。

● 风险提示

食品安全风险、原材料价格上涨风险、疫情反复风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2612.99	3092.09	3527.56	4181.79	5004.19
收入同比(%)	7.31	18.34	14.08	18.55	19.67
归母净利润(百万元)	358.70	327.60	253.74	391.59	499.16
归母净利润同比(%)	45.03	-8.67	-22.55	54.33	27.47
ROE(%)	31.71	27.04	12.26	15.91	16.86
每股收益(元)	0.87	0.80	0.62	0.95	1.21
市盈率(P/E)	34.57	37.86	48.87	31.67	24.84

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52 周最高/最低价（元）：33.76 / 21.82

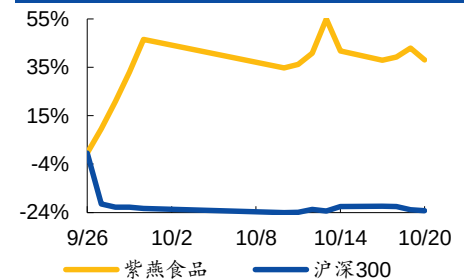
A 股流通股（百万股）：42.00

A 股总股本（百万股）：412.00

流通市值（百万元）：1264.20

总市值（百万元）：12401.20

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020521050003
电话 021-51097188-1930
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 袁帆
电话 021-51097188
邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

目 录

1.紫燕食品：三十年耕耘，成就佐餐卤制品龙一	4
1.1 紫燕食品：佐餐卤制品龙一，起于华东布局全国	4
1.2 公司规模稳健成长	5
1.3 IPO 募资 6.36 亿元，扩产能，强基础	7
2.佐餐卤制品行业：大空间、低集中度，机会众多	7
2.1 卤制品行业：3,000 亿元市场，佐餐占比过半	7
2.2 佐餐卤制品 vs 休闲卤制品：佐餐地域性更强、更分散	9
3.产能持续扩张，渠道加速渗透	10
3.1 五大基地布局科学，产能持续扩张	10
3.2 全国化进程有望加速	12
4.产品矩阵丰富，“经销商+门店”助扩张	12
4.1 产品：鲜货为主，夫妻肺片打江山	12
4.2 供应链：原材料供应稳定，全程冷链保新鲜	14
4.3 渠道：独特“经销商+加盟门店”两级模式助扩张	16
4.4 管理力：管理层利益与股东高度一致，员工持股激发活力	20
5.盈利预测及投资建议	22
5.1 盈利预测	22
5.2 投资建议	23
6.风险提示	23

图表目录

图 1：紫燕食品发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2022.9.23）	5
图 3：公司总营收及增速	5
图 4：公司归母净利润及增速	5
图 5：公司杜邦分析相关指标变化趋势	6
图 6：公司毛利率、净利率变化趋势	6
图 7：公司销售/管理/财务/研发费用率变化趋势	7
图 8：卤制品行业规模变化趋势	8
图 9：佐餐卤制品与休闲卤制品占比（2021 年）	8
图 10：我国居民人均可支配收入变化趋势	8
图 11：我国城镇及农村人口数量变化趋势	8
图 12：卤制品行业市场集中度（2020 年）	9
图 13：主要休闲卤制品企业门店数（2021 年末）	10
图 14：主要佐餐卤制品企业门店数	10
图 15：主要佐餐卤制品和休闲卤制品门店客单价	10
图 16：公司产能、产量及产能利用率情况	11
图 17：公司生产基地分布（截至 2022 年 9 月 14 日）	11

图 18: 公司各区域收入占主营业务收入比重	12
图 19: 紫燕食品产品矩阵.....	13
图 20: 公司各产品收入占主营业务收入比例 (2021 年)	14
图 21: 白条鸡大宗价	15
图 22: 活鸭批发平均价	15
图 23: 牛肉大宗价.....	15
图 24: 猪肉平均批发价	15
图 25: 公司对冷链运输实施全过程监控.....	16
图 26: 公司不同销售模式收入占主营业务收入比重.....	17
图 27: 公司门店数量情况.....	17
图 28: 紫燕及绝味前五大客户收入占比情况	19
图 29: 前员工经销商数量及销售占比情况	19
表 1: 公司募投项目计划.....	7
表 2: 佐餐卤制品和休闲卤制品主要区别	9
表 3: 公司各产品收入 (万元)、毛利 (万元) 及毛利率 (%) 情况	14
表 4: 公司主要原材料采购平均价 (元/千克)	16
表 5: 紫燕食品与绝味食品加盟模式对比	18
表 6: 公司交易商按规模分布及平均交易规模.....	18
表 7: 公司直营与同地区加盟门店关键指标对比	20
表 8: 公司向前员工经销商及非前员工经销商的产品销售价格	20
表 9: 公司董事会、高管及核心技术人员履历 (截至 2022.9.14)	21
表 10: 公司董监高及其近亲属的直接或间接持股情况 (截至 2022.9.23) ...	21
表 11: 公司员工持股平台概况.....	22
表 12: 紫燕食品盈利预测拆分	22
表 13: 可比公司估值情况.....	23

1. 紫燕食品：三十年耕耘，成就佐餐卤制品龙一

1.1 紫燕食品：佐餐卤制品龙一，起于华东布局全国

三十年潜心耕耘，奠定公司佐餐卤制品龙一地位。紫燕百味鸡的前身为“钟记油烫鸭”，1989年起源于江苏徐州。经过30多年的潜心耕耘，公司已经发展成一家全国性的佐餐卤制品连锁企业，主要产品有夫妻肺片、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。根据公司招股书，2020年度公司在佐餐卤制品食品市场零售端占有率为2.82%，居行业首位。

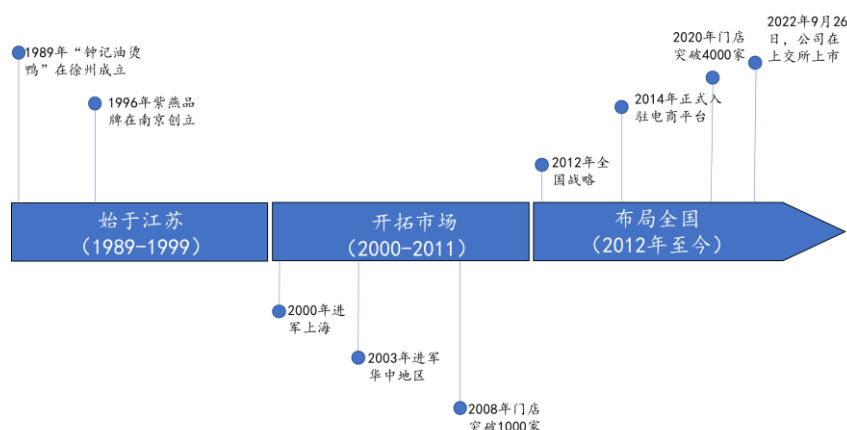
自1989年成立以来，公司主要经历了三个阶段：

1) 始于江苏，特色鲜明（1989-1999年）：1989年钟春发夫妇在江苏徐州创办了紫燕的前身“钟记油烫鸭”，并凭借“钟记油烫鸭”特色鲜明的美味传遍了徐州的大街小巷。1996年，钟怀军先生接手“钟记”，同年于南京创立了紫燕品牌。

2) 立足南京，开拓市场（2000-2011年）：2000年在南京站稳脚跟后，公司积极拓展市场，开始进军上海。2001年，公司实施以上海为中心，并向华东各区域辐射的发展战略，门店数量突破500家。2003年公司布局华中市场，2008年门店数量突破1,000家。

3) 布局全国，发展迅速（2012年至今）：2012年公司开启全国战略，迈开了向北方和南方市场延伸的坚实步伐，实现东西南北中全国布局的战略目标。2015年，公司开始引入外部投资机构，完成A轮融资。2020年，公司已在全国范围内发展出超过4,000家门店，产品覆盖20多个省、自治区、直辖市内的140多个城市。2022年9月26日，公司在上交所上市。

图1：紫燕食品发展历程

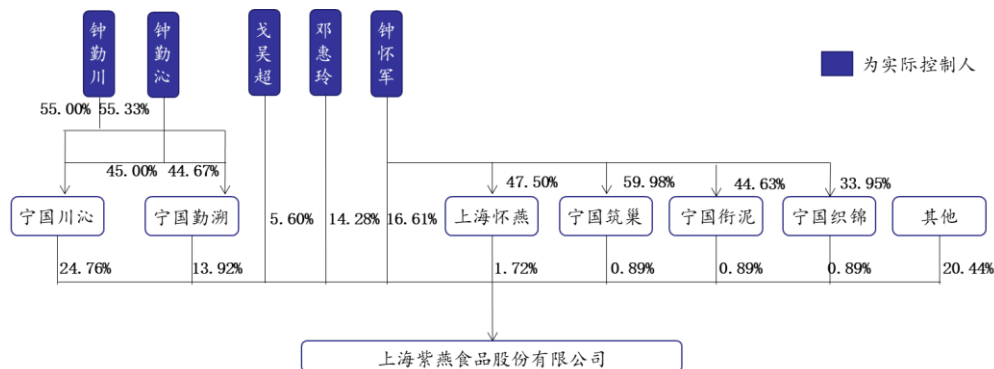


资料来源：公司官网、公司公告、国元证券研究所整理

创始人家族持股比例高。截至2022年9月23日，钟怀军先生、邓惠玲女士、钟勤沁女士、戈吴超先生、钟勤川先生合计持有公司77.22%的股份，并控制公司79.55%的表决权，且已签署一致行动协议，是公司的共同实际控制人。其中，钟怀军先生直接持股16.61%，并通过4个员工持股平台间接持股2.05%，合计持股18.66%并

控制 20.99%的表决权；钟怀军先生的配偶邓惠玲女士直接持股 14.28%；钟怀军先生与邓惠玲女士的女儿钟勤川先生、钟勤沁女士通过宁国川沁、宁国勤溯合计持股 38.68%；钟勤沁女士的配偶戈吴超先生直接持股 5.60%。

图 2：公司股权结构（截至 2022.9.23）

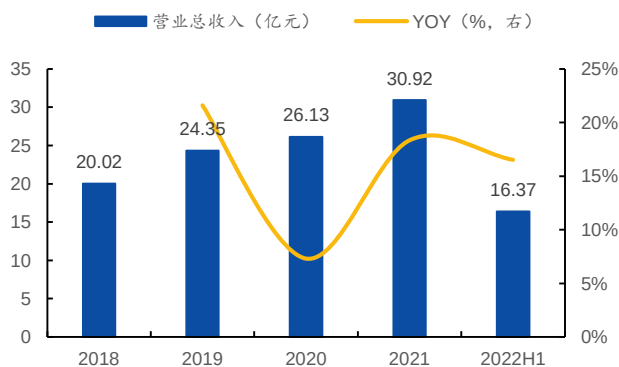


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.2 公司规模稳健成长

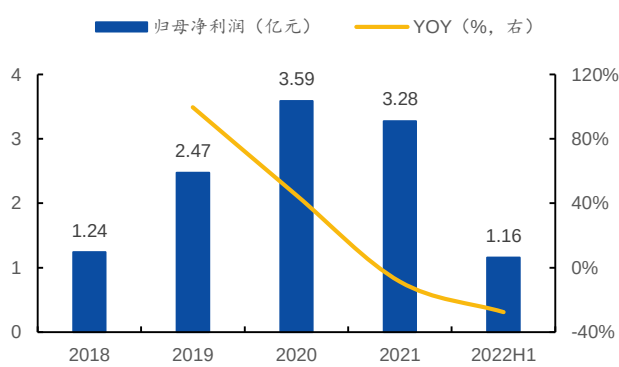
公司总营收稳健增长，成本压力下利润短期承压。2021 年公司实现营业总收入 30.92 亿元（+18.34%），2018 年以来收入稳健增长，2018-2021 年 CAGR 为 15.58%。2021 年公司实现归母净利润 3.28 亿元（-8.67%），利润短期承压，主要由于农副产品价格上行幅度较大。2022H1 实现营业总收入 16.37 亿元（+16.52%），归母净利润 1.16 亿元（-27.57%）。

图 3：公司总营收及增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

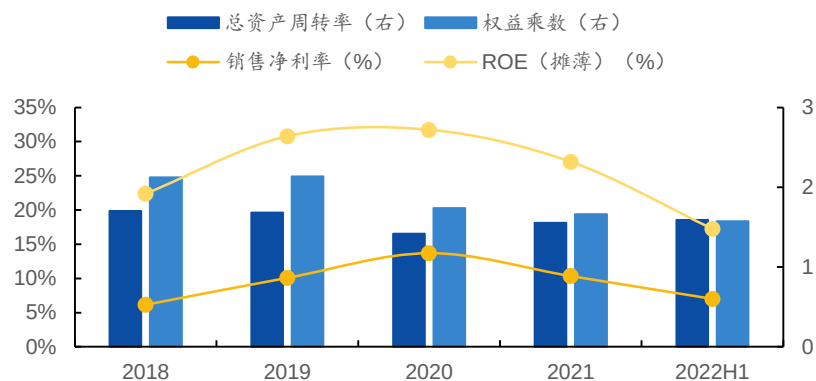
图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司净利率短期承压致 ROE 暂时下行。2021 年公司 ROE（摊薄）为 27.04%，同比-4.67pct，ROE 下行主要是由于销售净利率下滑导致。2018-2021 年公司总周转率和权益乘数基本保持稳定，2021 年总资产周转率为 1.55，权益乘数为 1.66。2022H1，公司销售净利率下滑至 7.01%，ROE（摊薄，年化）下滑至 17.25%，我们认为，主要是受上半年华东疫情影响。

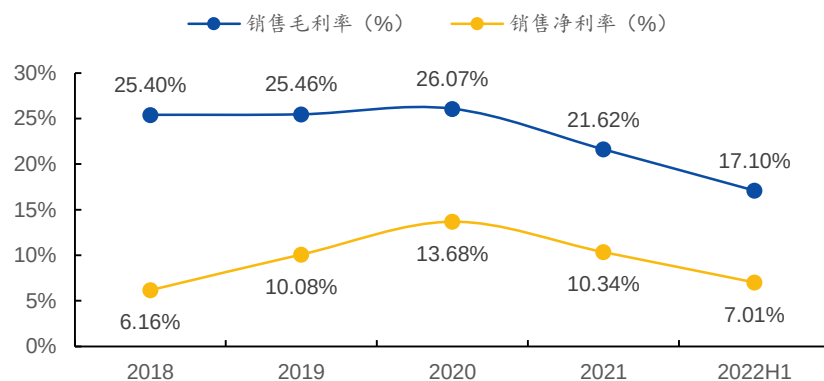
图 5：公司杜邦分析相关指标变化趋势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

农产品价格上涨，影响公司毛利率及净利率。2021 年，公司销售净利率为 10.34% (-3.34pct)，销售毛利率为 21.62% (-4.45pct)，毛利率和净利率的下降主要是由于鸡、鸭、牛等禽畜产品价格大幅上涨。

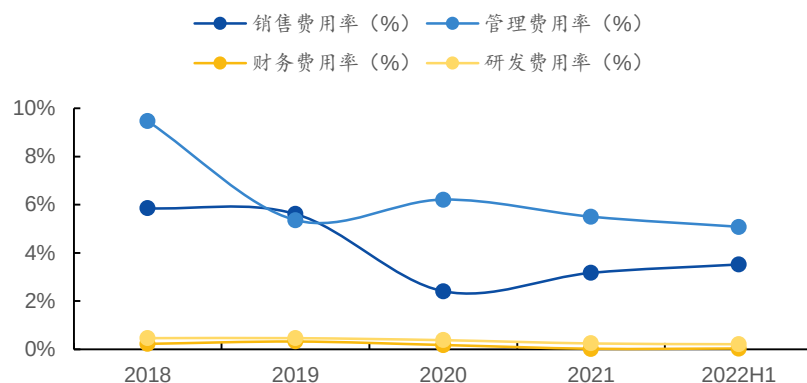
图 6：公司毛利率、净利率变化趋势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司期间费用率基本保持稳定。2021 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.17%/5.50%/0.02%/0.25%，同比分别+0.76/-0.71/-0.16/-0.13pct。

图 7：公司销售/管理/财务/研发费用率变化趋势



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

1.3 IPO 募资 6.36 亿元，扩产能，强基础

公司 IPO 募集资金 6.36 亿元，发行股份占发行后总股本的 10.19%。公司公开发行 4,200 万股，占发行后总股本的 10.19%，发行价格为 15.15 元/股，募集资金总额 6.36 亿元。本次募集资金将主要用于宁国二期、荣昌二期生产基地的建设，仓储基地建设，研发检测中心建设，信息中心建设和品牌建设等。

表 1：公司募投项目计划

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资金额 (元)
1	宁国食品生产基地二期	24,940.00	200,000,000.00
2	荣昌食品生产基地二期	17,148.00	120,000,000.00
3	仓储基地建设项目	12,609.00	80,223,207.57
4	研发检测中心建设项目	8,780.00	40,000,000.00
5	信息中心建设项目	4,498.00	44,980,000.00
6	品牌建设及市场推广项目	12,000.00	80,000,000.00
-	合计	79,975.00	565,203,207.57

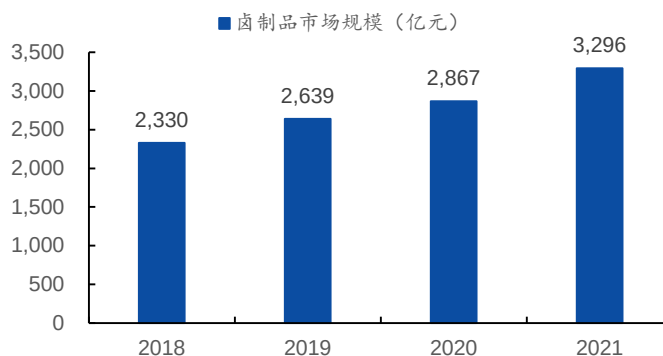
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

2.佐餐卤制品行业：大空间、低集中度，机会众多

2.1 卤制品行业：3,000 亿元市场，佐餐占比过半

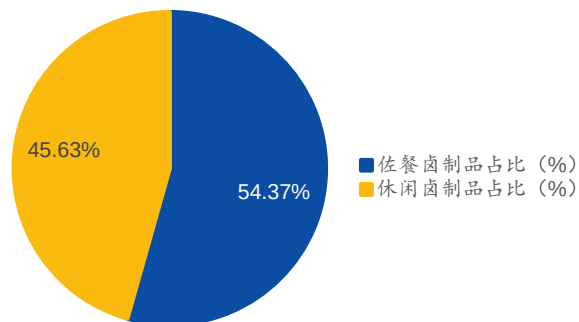
卤制品规模持续增长，佐餐卤制品占比过半。根据美团餐饮数据，2021 年我国卤制品行业规模为 3,296 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 12.3%；2021 年，佐餐卤制品市场规模为 1,792 亿元，占卤制品行业的 54.37%。根据 Frost&Sullivan 数据，佐餐卤制食品行业市场规模预计 2025 年可达到 2,799 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 11.40%。

图 8：卤制品行业规模变化趋势



资料来源：美团餐饮、国元证券研究所整理

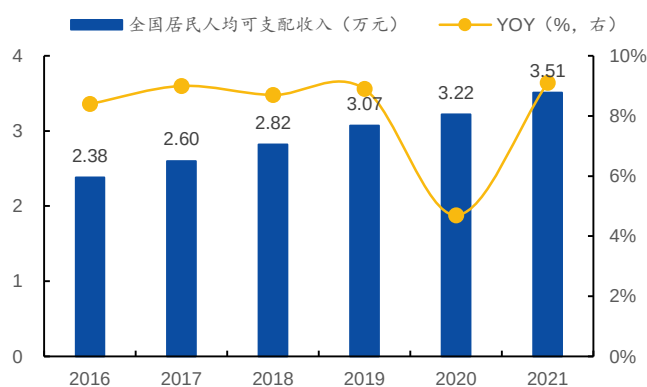
图 9：佐餐卤制品与休闲卤制品占比（2021 年）



资料来源：美团餐饮、国元证券研究所整理

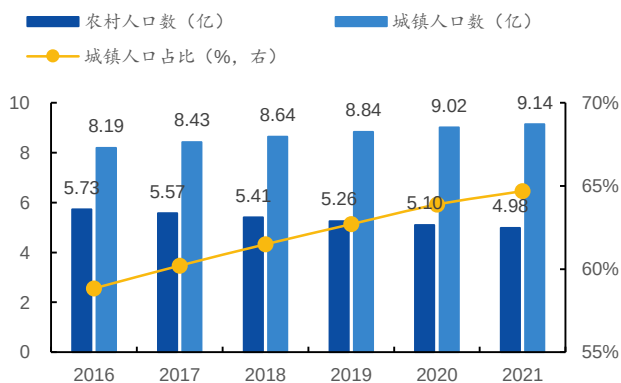
居民生活水平提高和城镇化率提高推动卤制品行业快速发展。受益于经济增长，我国居民人均可支配收入不断增长，2021 年为 3.51 万元（+9.10%），2016-2021 年 CAGR 为 8.08%。卤制品的主要消费群体为城镇人口，城镇人口规模和占比的不断提升拓宽了卤制品的市场空间，2021 年我国城镇人口数量为 9.14 亿（+1.34%），占总人口的 64.70%（+0.81pct）。同时随着收入水平提高，我国居民对于食品消费的新鲜、便捷需求增加，也推动了卤制品市场快速发展。

图 10：我国居民人均可支配收入变化趋势



资料来源：Wind、Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

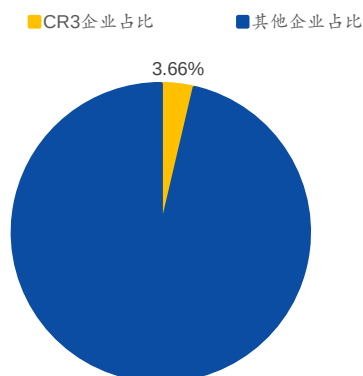
图 11：我国城镇及农村人口数量变化趋势



资料来源：Wind、Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

市场格局分散，集中度提升中。目前我国卤制品市场家庭作坊占比仍高，2020 年 CR3 占比仅为 3.66%，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，卤制品行业将朝着连锁化、品牌化、规模化的方向发展，头部企业市占率和渗透率提升的空间巨大。

图 12：卤制品行业市场集中度（2020 年）



资料来源：美团餐饮、国元证券研究所整理

卤制品行业进入壁垒低，但规模化并不容易。目前我国卤制品企业以个体经营和区域性企业为主，参与主体数量众多，但是由于加盟店风控体系建设要求高、不同地区居民的口味偏好不同、短保产品对供应链要求高、标准化生产难度大、销售网络建设难度大等因素，卤制品企业实现规模化难度较大。但同时，卤制品龙头企业供应链及销售网络成功建立后，规模经济效应明显。

2.2 佐餐卤制品 vs 休闲卤制品：佐餐地域性更强、更分散

消费场景不同，是造就二者差异的主要因素。1) 佐餐卤制品主要作为凉菜用于家庭佐餐场景，而休闲卤制品更多是作为休闲零食。2) 在口味上，休闲卤制品以辣味为主，而佐餐卤制品口味地域性更明显，这也是佐餐卤制品集中度更低的原因之一。3) 在标准化程度上，休闲卤制品终端门店往往仅需要称重、打包，而佐餐卤制品还有切割甚至简单调味等步骤。4) 在门店分布上，佐餐卤制品门店多位于社区和农贸市场附近，而休闲卤制品门店除社区周边，还多布局在商圈、交通枢纽等。

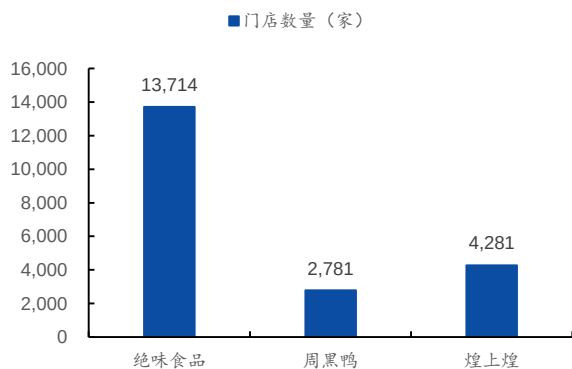
表 2：佐餐卤制品和休闲卤制品主要区别

序号	项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
1	产品定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
2	消费场景	正餐	休闲、娱乐
3	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
4	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)
5	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
6	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：公司公告、国元证券研究所整理

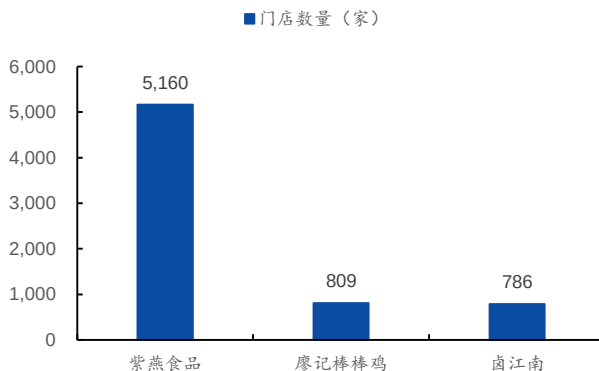
更明显的口味地域性和更多的操作步骤影响下，佐餐卤制品市场格局更加分散。根据美团餐饮数据，休闲卤制品 CR3 为 9.57%，而佐餐卤制品 CR3 仅为 2.84%。截至 2021 年末，休闲卤制品龙一绝味食品共有门店数 13,714 家，而佐餐卤制品龙一紫燕食品门店数为 5,160 家。

图 13：主要休闲卤制品企业门店数（2021 年末）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 14：主要佐餐卤制品企业门店数

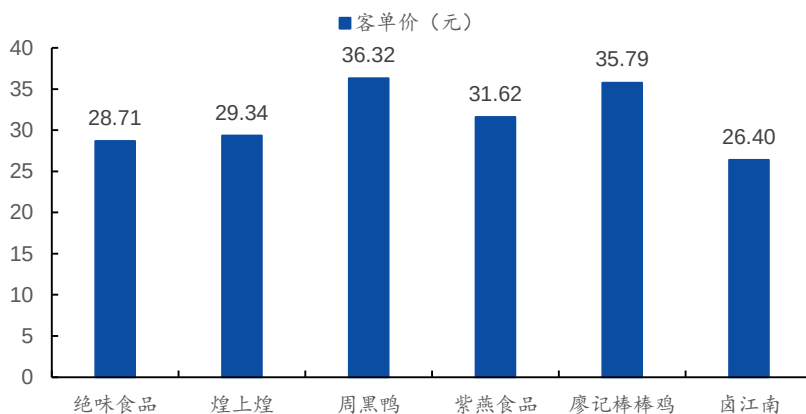


资料来源：公司公告、窄门餐眼、国元证券研究所整理

注：紫燕食品使用招股书中 2021 年末数据，廖记棒棒鸡、卤江南使用 2022 年 9 月 2 日窄门餐眼统计数据

佐餐卤制品客单价与休闲卤制品大致相当，但毛利率略低。根据窄门餐眼数据，佐餐卤制品与休闲卤制品的客单价均在 30 元左右。2021 年，紫燕食品综合毛利率为 26.06%，而同样以加盟店为主的休闲卤制品企业绝味食品/煌上煌的毛利率分别为 31.68%/36.30%。紫燕食品毛利率略低，一方面由于休闲卤制品中高毛利的鸭货产品占比更高，另一方面由于佐餐卤制品的消费人群以家庭为主，在消费观念上更加传统、节约，而休闲卤制品消费群体以年轻人为主，消费观念更加超前。

图 15：主要佐餐卤制品和休闲卤制品门店客单价



资料来源：窄门餐眼、国元证券研究所整理

注：使用 2022 年 9 月 2 日窄门餐眼统计数据。

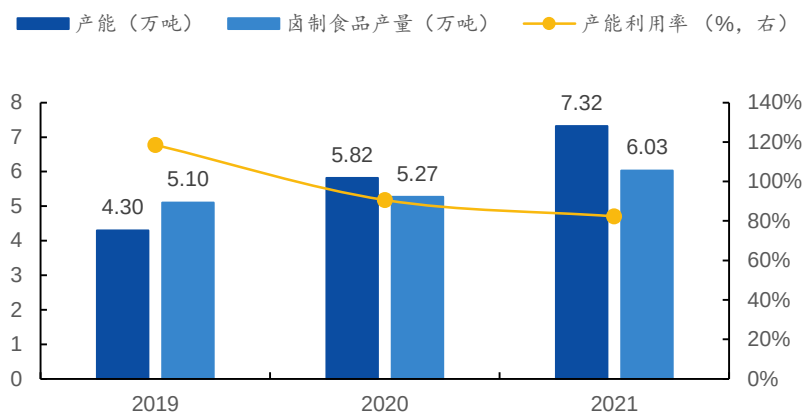
3. 产能持续扩张，渠道加速渗透

3.1 五大基地布局科学，产能持续扩张

逐渐突破产能瓶颈，持续扩产支撑业务扩张。公司卤制食品产能瓶颈主要为煮制环节，因此以煮制设备生产能力作为衡量公司产能的指标。2019 年公司产能利用率处

于饱和状态，2020 年，随着公司新建大型生产基地的逐步投产，产能紧张的情况得以缓解。2019-2021 年公司产能持续扩张，CAGR 为 30.47%，2021 年公司年产能 7.32 万吨，产能利用率 82.33%。

图 16：公司产能、产量及产能利用率情况

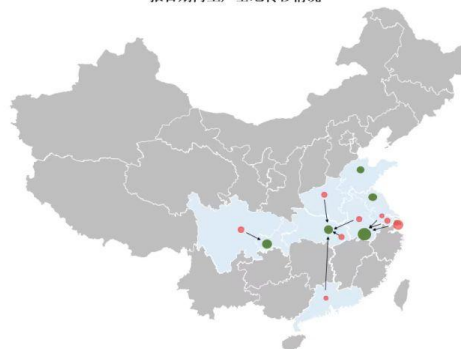


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

布局 5 大生产基地辐射全国。2019 年以来，公司逐步对各区域生产基地进行集中整合，逐步开设新的大型生产基地，将产能较低的老基地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 17：公司生产基地分布（截至 2022 年 9 月 14 日）

报告期内生产基地转移情况



注：红点表示老工厂，绿点表示新工厂。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

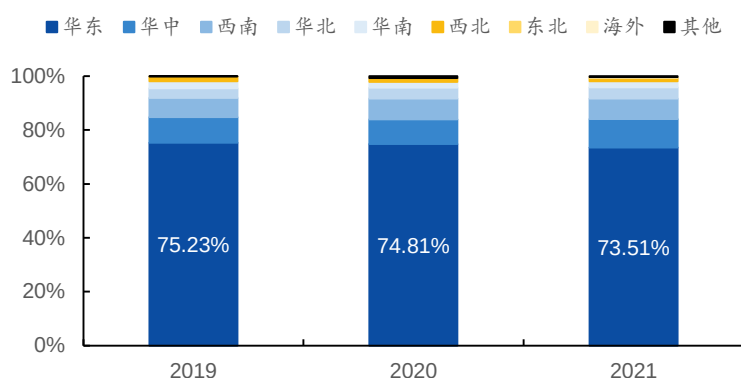
IPO 募资支持进一步扩产。根据公司招股书，本次募投资金中，部分将用于宁国食品生产基地二期、荣昌食品生产基地二期，两者建成后将分别新增产能 1.1 万吨、0.8 万吨，建设周期均为 24 个月；公司同时建设仓储基地，新增仓储面积 3.1 万平方米，更好地保障公司原材料安全、稳定供应。

3.2 全国化进程有望加速

上市后，全国化进程有望加快。从区域分布上来看，现阶段公司的业务区域以华东、华中、西南为主，尤其是华东地区，2021 年其收入占主营业务比重达 73.51%，区域集中度较高。上市后公司资金实力和知名度提升，有望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，促进公司产品在市场的销售覆盖范围，从而扩大在全国范围的品牌影响力和市场竞争力。

经销商数量持续增长，进一步拓展新市场。2019-2021 年，公司分别新增经销商 16/20/36 家，公司逐步与新经销商建立区域市场合作，进一步拓展新市场。

图 18：公司各区域收入占主营业务收入比重



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4. 产品矩阵丰富，“经销商+门店”助扩张

4.1 产品：鲜货为主，夫妻肺片打江山

产品种类丰富，鲜货产品为主。公司主品牌“紫燕”在优势区域享有较高知名度，2017-2019 年被评为“上海市著名商标”。公司传承川卤工艺，融合川、粤、湘、鲁众味，形成了“以鲜货产品为主、预包装产品为辅”的丰富产品线，SKU 数量在佐餐卤制品企业中遥遥领先；建立了“佐餐消费为主、休闲消费为辅”的应用场景。公司鲜货产品收入占比在 90%左右，主要产品有夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡、紫燕鹅、甜皮鸭、虎皮凤爪、酱香牛腱肉、五香猪头肉、红油笋丝等。

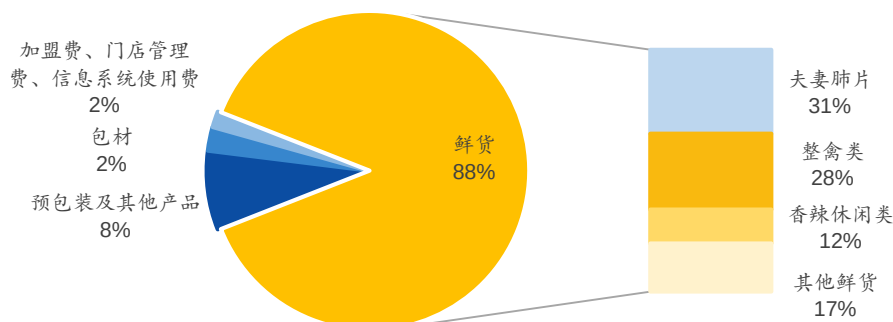
图 19：紫燕食品产品矩阵



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

大单品贡献突出。夫妻肺片是公司最大单品，贡献收入在 30%左右。2021 年，公司夫妻肺片销售收入为 9.33 亿元，占主营业务收入的 30.60%；整禽类紧随其后，实现收入 8.41 亿元，占主营业务收入的 27.59%；香辣休闲类和其他鲜货收入占比分别为 12.31%/17.58%；预包装及其他产品收入占比 7.93%；包材收入占比 2.38%。从毛利率水平看，2021 年整禽类最高，为 32.78%，夫妻肺片毛利率低于整禽类，为 25.59%。

图 20：公司各产品收入占主营业务收入比例（2021 年）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 3：公司各产品收入（万元）、毛利（万元）及毛利率（%）情况

序号	项目	2019			2020			2021		
		收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率
1	鲜货产品	224,868	56,239	25.01%	235,979	70,993	30.08%	268,600	69,650	25.93%
	其中：夫妻肺片	76,525	16,570	21.65%	80,955	25,066	30.96%	93,314	23,881	25.59%
	整禽类	72,232	23,454	32.47%	76,932	27,923	36.30%	84,134	27,581	32.78%
	香辣休闲类	35,882	6,765	18.85%	34,306	7,664	22.34%	37,552	7,059	18.80%
	其他鲜货	40,228	9,449	23.49%	43,787	10,340	23.61%	53,600	11,129	20.76%
2	预包装及其他产品	8,115	1,506	18.55%	13,850	3,480	25.13%	24,184	4,405	18.22%
3	包材	5,946	377	6.33%	5,495	524	9.53%	7,268	571	7.85%
4	加盟费、门店管理费、信息系统使用费	3,464	3,464	100.00%	4,269	4,269	100.00%	4,916	4,916	100.00%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司研发能力突出。卤制品上市周期短，需要不断推出新品适应下游消费者不断变化的、多样化的口味、品质、品类需求，适应市场节奏。公司研发流程和研发管理制度完善，建立了专门的产品研发中心负责口味研发和工业化生产研发，拥有一支由 20 多名研究人员组成的出色的研究团队。公司及其子公司拥有专利 157 项，其中发明专利 7 项。募投项目中的研发检测中心建设项目完成后，公司生产智能化、自动化、标准化程度和食品安全检测水平将进一步提高。

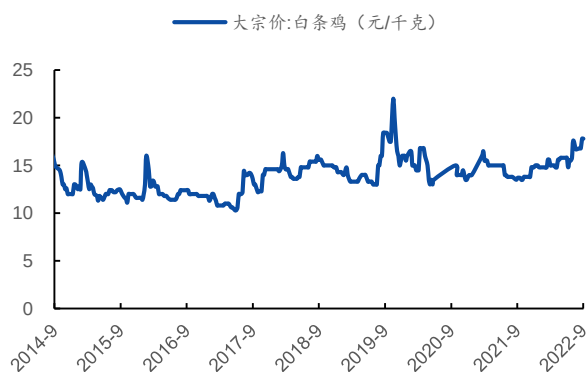
4.2 供应链：原材料供应稳定，全程冷链保新鲜

公司原材料成本占比高。2019-2021 年，公司营业成本率均超过 70%，分别为 74.54%/73.93%/78.38%；鲜货产品的直接材料占营业成本的比重为 86.51%/85.15%/85.33%；夫妻肺片的直接材料成本占营业成本比重更是高达 93.22%/92.25%/92.71%。原材料价格的波动对于公司的利润水平影响较大。

公司与上游供应商建立稳定合作，保障禽畜供应平稳。2021 年，公司原材料采购金额占采购总额的 78.99%，其中整鸡/牛肉/鸡爪/牛杂/猪蹄/猪耳合计占比 49.46%。

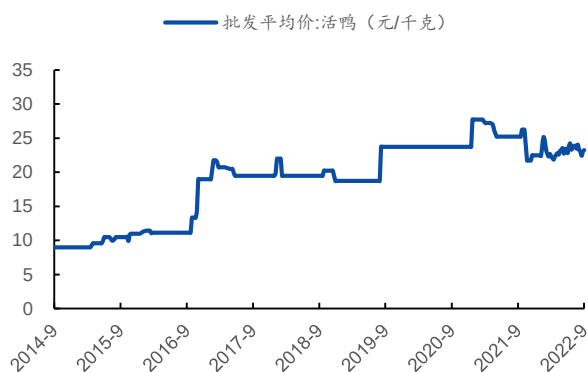
禽畜市场供应量、价易波动，公司与温氏股份、新希望、中粮集团等大型供应商就整鸡、牛肉、鸭副产品等主要原材料建立长期、稳定合作，对于部分有特殊需求的非大宗商品，通过长期和锁价协议保证以合理成本获得充足优质原料。2019-2021年，公司向前五供应商采购合计占比为 19.22%/27.44%/24.21%，原材料供应稳定。

图 21：白条鸡大宗价



资料来源：Wind、Ifind、农业农村部、国元证券研究所整理

图 22：活鸭批发均价



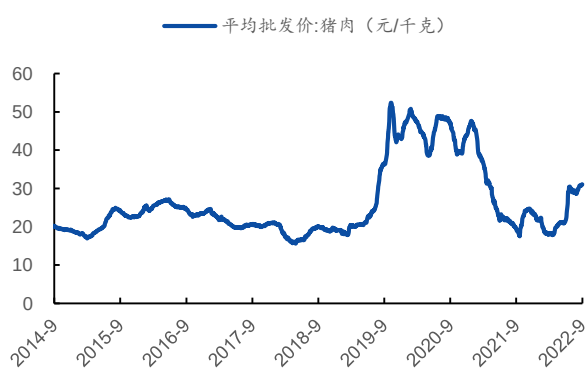
资料来源：Wind、Ifind、农业农村部、国元证券研究所整理

图 23：牛肉大宗价



资料来源：Wind、Ifind、农业农村部、国元证券研究所整理

图 24：猪肉平均批发价



资料来源：Wind、Ifind、农业农村部、国元证券研究所整理

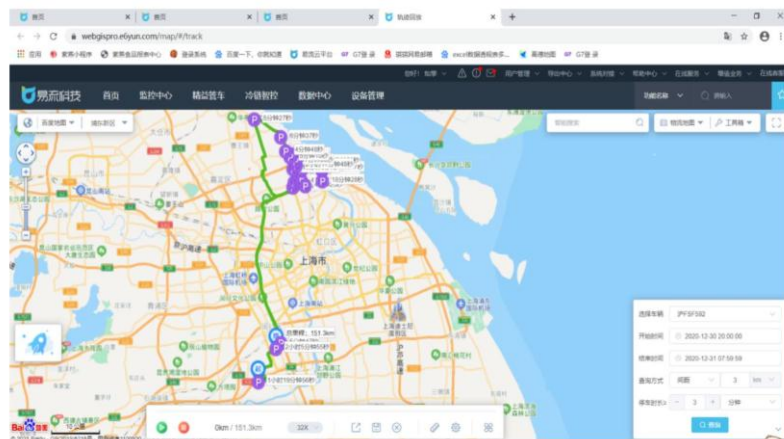
表 4：公司主要原材料采购平均价（元/千克）

序号	项目	2019		2020		2021	
		平均单价	增减幅度	平均单价	增减幅度	平均单价	增减幅度
1	整鸡	13.40	-	12.32	-8.03%	13.25	7.57%
2	牛肉	47.00	-	46.17	-1.77%	49.89	8.05%
3	鸡爪	28.53	-	25.65	-10.08%	29.09	13.38%
4	牛杂	55.64	-	49.35	-11.31%	71.17	44.24%
5	猪蹄	36.19	-	34.74	-4.01%	33.14	-4.60%
6	猪耳	44.41	-	47.00	5.83%	50.65	7.77%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

五大生产基地及完善冷链配送保障产品品质。卤制品以鲜货为主，保质期短，从原材料到产成品需要全程冷链配送，因此配送半径限制行业内企业的规模扩张。公司在宁国、武汉、连云港、山东、重庆等五地建立生产基地，形成了以最优冷链配送距离作为辐射半径的全方位供应链体系，可实现前一天下单、当天生产、当日或次日配送到店，保证产品新鲜度，实现直接、快捷、低成本配送，为公司规模扩张提供坚实的供应保障。

图 25：公司对冷链运输实施全过程监控

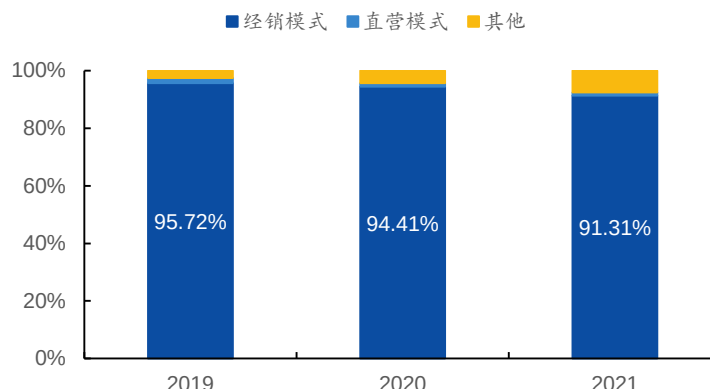


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4.3 渠道：独特“经销商+加盟门店”两级模式助扩张

公司渠道模式以经销为主，辅以直营、电商、商超等，建立多样化、立体式营销网络体系。2021 年公司经销模式实现收入 27.85 亿元，占主营业务收入的 91.31%，2019-2021 年经销模式收入占主营业务收入的比例均超过 90%。2019-2021 年，公司直营模式收入占主营业务收入比重在 1%-2%，2021 年为 1.15%。

图 26：公司不同销售模式收入占主营业务收入比重

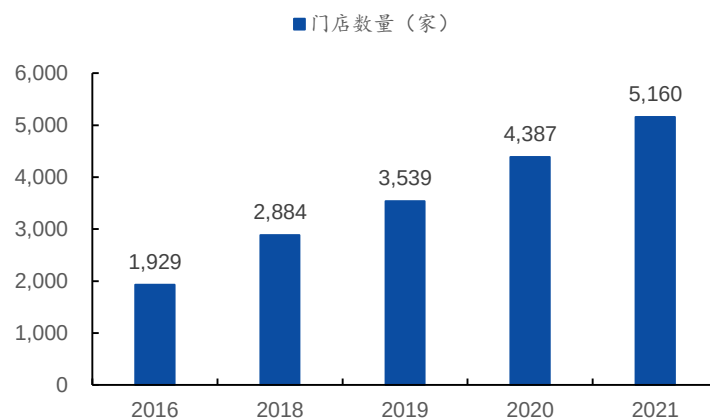


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

“经销商+加盟门店”两级模式助力公司实现快速扩张。发展初期，公司通过区域经营主体分别负责区域内生产、管理、门店拓展等工作。2010 年起，公司逐渐整合区域团队，职能收归至母公司，实现集团化运营，2016 年公司进一步调整销售模式，建立了“公司——经销商——终端加盟门店——消费者”的两级销售网络，帮助公司降低自行开发终端门店的时间、成本及管理难度，降低运营成本，实现快速扩张。

公司门店数及覆盖区域持续增长。2021 年，公司共有门店 5,160 家，2016-2021 年 CAGR 为 21.75%。截至 2022 年 8 月 2 日，公司已在全国范围内发展出超过 5,300 家门店，产品覆盖 20 多个省、自治区、直辖市内的 180 多个城市。

图 27：公司门店数量情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理
注：公司未披露 2017 年末门店数量。

独特的经销模式深度绑定公司及经销商。公司的两级经销模式较为独特，与同样依靠加盟实现快速扩张的休闲卤味龙一绝味食品相比，公司通过经销商进行门店拓展，并将销售给加盟店及终端消费者产品的定价权交给经销商，经销商有一定自由度，而绝味模式则是公司直接对接加盟门店，对门店有更高掌控度。2021 年末，公司共

有经销商 95 家，2021 年经销商平均交易规模 2,516.30 万元，前五大客户收入合计占比为 62.11%，而绝味食品的前五大客户均为个人加盟商，收入合计占比为 3.44%。

表 5：紫燕食品与绝味食品加盟模式对比

序号	项目	紫燕食品	绝味食品
1	销售模式	与经销商之间为买断式销售，公司不直接向终端加盟门店销售	公司对加盟商销售，加盟商通过门店向顾客销售
2	加盟费用	公司向经销商收取加盟费用，经销商向加盟门店收取加盟费用；公司向经销商收取的加盟费用主要有加盟费 0.8 万/店/年，门店管理费 0.1 万/店/年，信息系统使用费 0.2 万/店/年	公司向加盟商收取加盟费用
3	发货	公司直接供应和配送至加盟门店	公司统一供应和配送至加盟门店
4	产品定价	公司确定销售给经销商的价格，经销商销售给加盟门店的价格和加盟门店销售给消费者的价格由经销商制定，但需要提前报备给公司	地区统一零售价
5	特点	前五大客户为经销商公司，合计占比超过 60%，2021 年与公司发生交易的 111 家经销商中，8 家销售规模超过 1 亿元，5 家销售规模为 1,000 万元-1 亿元，98 家低于 1,000 万元	前五大客户均为个人加盟商，其合计收入占比不超过 5%

资料来源：紫燕食品公告、绝味食品公告、国元证券研究所整理

注：2021 全年有 111 家经销商与公司发生交易，部分在年内退出，2021 年末经销商数量为 95 家。

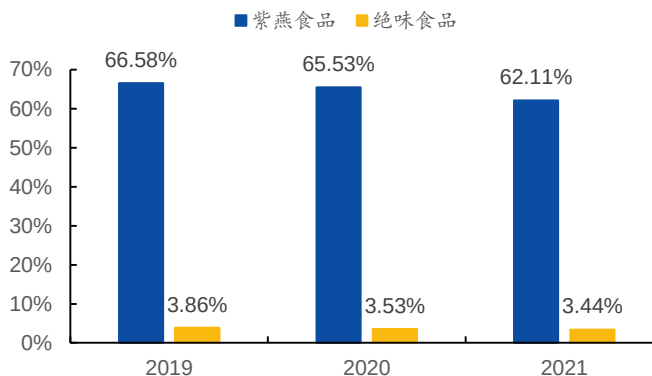
表 6：公司交易商按规模分布及平均交易规模

序号	规模	2019 年度		2020 年度		2021 年度	
		数量 (家)	销售占比	数量 (家)	销售占比	数量 (家)	销售占比
1	0-1,000 万	55	5.56%	66	6.55%	98	7.28%
2	1,000 万-10,000 万	3	6.71%	3	6.36%	5	7.52%
3	大于 10,000 万	8	87.72%	8	87.10%	8	85.20%
-	合计	66	100.00%	77	100.00%	111	100.00%
-	经销商平均交易规模 (万元)	3,517.49		3,194.68		2,516.3	
-	经销商平均管理的加盟店数 (家)	59		61		51	

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：2021 全年有 111 家经销商与公司发生交易，部分在年内退出，2021 年末经销商数量为 95 家。

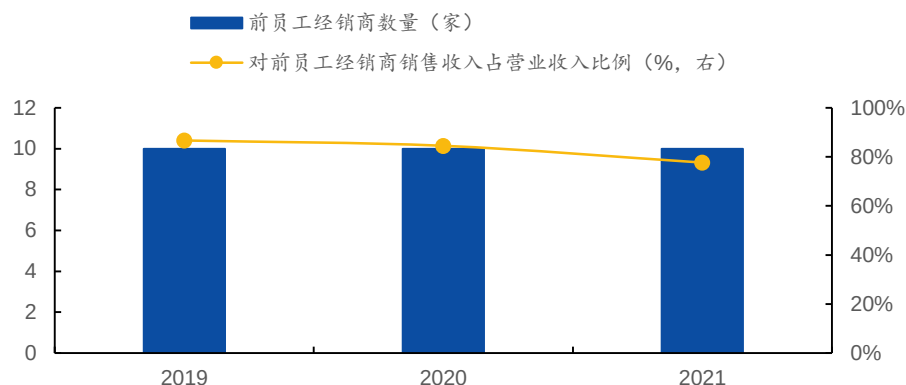
图 28：紫燕及绝味前五大客户收入占比情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

前区域管理人员转型经销商，与公司建立长期稳定合作，贡献收入约 8 成。2016 年公司销售模式转变后，原区域管理人员市场开拓和门店管理的职能由经销商替代，公司鼓励这些人员离职后转为经销商。2021 年公司前员工实际控制的经销商数量为 10 家，其实际控制人分别为 11 名公司前员工，对其销售收入占营业收入比例为 77.60%。

图 29：前员工经销商数量及销售占比情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

直营门店与加盟门店在客单价、坪效等方面无显著差异。公司直营店数量较少，主要是出于树立和宣传品牌形象、进行新品测试、获取消费者反馈等目的，在坪效、客单价、日均存货结余等指标方面，与同地区加盟店无显著差异。2020 年客单价较 2019 年有所上升主要受公司对鲜货产品出厂价格进行总体上调影响。

表 7：公司直营与同地区加盟门店关键指标对比

年度	直营门店			同地区加盟门店		
	坪效（万元/平方米）	客单价（元）	日均存货结余金额（元）	坪效（万元/平方米）	客单价（元）	日均存货结余金额（元）
2019	7.24	33.12	3,695.35	7.71	33.78	3,526.52
2020	7.88	38.42	4,575.64	7.23	38.05	4,378.89
2021	7.06	37.09	4,526.63	7.89	36.91	4,376.29

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

对前员工经销商平均售价较高，主要由于其负责市场比较成熟。根据公司公告，公司向前员工经销商销售的夫妻肺片、整禽类及香辣休闲类产品平均售价均高于非前员工经销商。公司定价采用同类产品统一出厂价，根据经销商市场开拓、区域竞争等情况制定折扣及返利政策。非前员工经销商主要为公司近几年开始建立合作的新市场经销商，享受一定进货折扣，因此对其销售价格低于前员工经销商。

表 8：公司向前员工经销商及非前员工经销商的产品销售价格

年份	项目	夫妻肺片（元/千克）	整禽类（元/千克）	香辣休闲（元/千克）
2019 年	前员工经销商	94.36	37.90	44.13
	非前员工经销商	85.54	34.17	40.99
	对所有经销商的平均销售价格（元/千克）	93.49	37.47	43.84
2020 年	前员工经销商	106.95	41.55	44.12
	非前员工经销商	99.67	39.35	42.05
	对所有经销商的平均销售价格（元/千克）	106.18	41.29	43.90
2021 年	前员工经销商	107.31	40.67	42.18
	非前员工经销商	101.12	38.59	40.65
	对所有经销商的平均销售价格（元/千克）	106.45	40.34	41.97

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

构建电商、商超、团购在内的多样化立体式营销网络体系。目前公司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，与盒马鲜生、叮咚买菜等 O2O 生鲜电商展开合作，针对批量采购或定制采购需求开设团购通道，以满足不同层次客户的需求。

4.4 管理力：管理层利益与股东高度一致，员工持股激发活力

管理层利益与股东高度一致。公司创始人、实际控制人之一钟怀军先生把关公司的核心技术；公司实际控制人之一戈吴超先生担任公司总经理，在公司任职近 10 年，曾主管公司采购等工作，管理经验丰富。其余高管和核心技术人员均拥有丰富的食品或快消行业从业经验，均通过员工持股平台持有公司股份，管理层利益与股东高度一致。

表 9：公司董事会、高管及核心技术人员履历（截至 2022.9.14）

序号	姓名	职务	基本履历
1	钟怀军	董事长	1964 年 6 月出生，大专学历。“紫燕百味鸡”创始人，曾任紫燕有限执行董事。现任公司董事长。其担任公司董事长的任期为 2020 年 5 月至 2023 年 5 月。
2	桂久强	副董事长	1973 年 11 月出生，硕士研究生学历。曾任普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）高级审计师；凯捷咨询（中国）有限公司高级咨询顾问；思爱普（北京）软件系统有限公司总监；金浦产业投资基金管理有限公司执行总经理；程力专用汽车股份有限公司董事；上海联康冰鲜电子商务有限公司执行董事。现任上海智连晟益投资管理有限公司执行董事；上海印克电子商务有限公司董事；紫燕食品副董事长。其担任公司副董事长的任期为 2020 年 5 月至 2023 年 5 月。
3	戈吴超	董事、总经理	1989 年 9 月出生，本科学历。历任紫燕有限采购总监、总经理。现任公司董事、总经理。其担任公司董事的任期为 2020 年 5 月至 2023 年 5 月。
4	曹澎波	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	1970 年 9 月出生，硕士研究生学历，中国注册会计师。曾任上海国福龙凤食品有限公司财务总监；苏谷阳盈（上海）投资有限公司（现已更名为“上海爵嘉实业有限公司”）副总经理；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；任紫燕有限副总经理、财务总监。现任公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书。其担任公司董事的任期为 2020 年 5 月至 2023 年 5 月。
5	崔俊锋	董事、副总经理	1972 年 9 月出生，硕士研究生学历。曾任宝洁（中国）有限公司高级经理；天狮集团有限公司产品技术总监；三全食品股份有限公司副总裁；蜀海（北京）投资有限公司副总裁（现已更名为“蜀海（北京）食品有限公司”）；河南链多多食品有限公司总经理；紫燕有限副总经理。现任公司董事、副总经理。其担任公司董事的任期为 2020 年 5 月至 2023 年 5 月。
6	蒋跃敏	董事	1965 年 4 月出生，硕士研究生学历。曾任华润万家（香港）有限公司（曾用名：华润超级市场香港有限公司）副总经理、总经理；北京物美商业集团股份有限公司副总裁；深圳市福田投资控股有限公司董事长、总裁；深圳市创新投资集团有限公司董事。现任深圳市龙柏资本投资管理有限公司董事长；北京龙柏宏易管理顾问有限责任公司执行董事、经理；深圳市龙柏置业投资管理有限公司董事、总经理；北京龙柏宏易投资管理有限公司董事；东方家国家居建材商业有限公司董事；北京民航中天科技有限责任公司董事；紫燕食品董事。其担任公司董事的任期为 2020 年 5 月至 2023 年 5 月。
7	周清湘	副总经理	1973 年 10 月出生，本科学历。曾任许继集团有限公司项目经理；北京新榕基业软件技术有限公司顾问经理；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；紫燕有限副总经理。现任公司副总经理。其担任公司副总经理的任期为 2020 年 5 月至 2023 年 5 月。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

表 10：公司董监高及其近亲属的直接或间接持股情况（截至 2022.9.23）

持股方式	序号	姓名	职务或亲属关系	持股比例
直接持股	1	钟怀军	董事长	16.61%
	2	邓惠玲	钟怀军先生之妻子	14.28%
	3	戈吴超	钟怀军先生之女婿、公司董事、总经理	5.60%
	4	钟怀勇	钟怀军先生之二弟	0.81%
	5	钟怀伟	钟怀军先生之三弟	0.31%
	6	桂久强	副董事长	0.06%
通过宁国川沁、宁国勤溯、宁国筑巢、宁国街泥和宁国织锦等平台间接持股	1	钟怀军	董事长	2.05%
	2	桂久强	副董事长	0.15%
	3	钟勤川	钟怀军先生之儿子、品牌中心总监	21.32%
	4	钟勤沁	钟怀军先生之女儿、财务中心经理	17.36%
	5	曹澎波	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	0.34%
	6	崔俊锋	董事、副总经理	0.34%
	7	蒋跃敏	董事	0.27%
	8	周清湘	副总经理	0.22%
	9	刘艳舒	监事会主席、采购副总监	0.03%
	10	周兵	监事、供应链副总裁助理	0.06%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

员工持股激发组织活力。公司设有上海怀燕、宁国筑巢、宁国街泥和宁国织锦四个员工持股平台，合计持有公司 4.39% 的股权（截至 2022.9.23），这四家持股平台分别由 4 名、20 名、36 名、40 名公司员工持股（存在同一员工通过多个平台持股的情况）。公司员工持股计划的参与者既有公司董事及高管、核心技术研发人员，也有营销、采购、工艺、成本、运营、财务、法务、行政等岗位的中层骨干员工，全

方位地激发员工积极性。

表 11：公司员工持股平台概况

序号	平台名称	出资人数 (个)	出资金额 (万元)	持股比例 (发行后)
1	上海怀燕	4	3,000	1.72%
2	宁国筑巢	20	1,512	0.89%
3	宁国街泥	36	1,512	0.89%
4	宁国织锦	40	1,512	0.89%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

紫燕食品盈利预测的重要假设如下：

1) 公司的主营产品为夫妻肺片和紫燕百味鸡等鲜货产品，收入占比约 9 成。紫燕食品系列消费者基础深厚，产品口碑良好，渠道拓展持续深化，公司门店数量有望快速增长，带动现货产品销售增长。

2) 我们预计 2022/2023/2024 年公司鲜货产品收入增速为 10.60%/15.73%/18.18%。

表 12：紫燕食品盈利预测拆分

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2434.99	2612.99	3092.09	3527.56	4181.79	5004.19
增速 (%)	21.60%	7.31%	18.34%	14.08%	18.55%	19.67%
毛利率 (%)	25.46%	26.07%	21.62%	18.01%	20.02%	21.24%
鲜货产品						
营业收入 (百万元)	2248.68	2359.79	2686.00	2970.82	3438.12	4063.05
增速 (%)	19.89%	4.94%	13.82%	10.60%	15.73%	18.18%
毛利率 (%)	25.01%	30.08%	25.93%	22.84%	25.10%	26.28%
其中：夫妻肺片						
营业收入 (百万元)	765.25	809.55	933.14	1054.45	1250.37	1507.70
增速 (%)	21.80%	5.79%	15.27%	13.00%	18.58%	20.58%
销量 (吨)	8341.30	8093.06	9105.46	10283.27	11921.01	14057.99
增速 (%)	-	-2.98%	12.51%	12.94%	15.93%	17.93%
单价 (元/千克)	91.60	99.89	101.77	102.54	104.89	107.25
增速 (%)	-	9.06%	1.88%	0.76%	2.29%	2.25%
毛利率 (%)	21.65%	30.96%	25.59%	23.31%	25.41%	25.03%
整禽类						
营业收入 (百万元)	722.32	769.32	841.34	908.50	1024.47	1187.37
增速 (%)	23.49%	6.51%	9.36%	7.98%	12.77%	15.90%
销量 (吨)	19638.16	19899.02	21580.08	23304.60	25633.64	28956.51
增速 (%)	-	1.33%	8.45%	7.99%	9.99%	12.96%
单价 (元/千克)	36.74	38.63	38.59	38.98	39.97	41.01
增速 (%)	-	5.14%	-0.09%	1.02%	2.52%	2.60%
毛利率 (%)	32.47%	36.30%	32.78%	29.66%	31.30%	32.03%

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
香辣休闲类						
营业收入（百万元）	358.82	343.06	375.52	409.69	464.42	537.75
增速（%）	12.23%	-4.39%	9.46%	9.10%	13.36%	15.79%
销量（吨）	8366.49	8346.42	9286.46	10122.87	11287.35	12696.33
增速（%）	-	-0.24%	11.26%	9.01%	11.50%	12.48%
单价（元/千克）	42.93	41.11	40.09	40.47	41.15	42.36
增速（%）	-	-4.24%	-2.47%	0.95%	1.67%	2.94%
毛利率（%）	18.85%	22.34%	18.80%	14.93%	16.51%	19.32%
其他鲜货						
营业收入（百万元）	402.28	437.87	536.00	598.18	698.85	830.24
增速（%）	17.36%	8.85%	22.41%	11.60%	16.83%	18.80%
销量（吨）	13196.30	14493.90	17438.17	19361.60	22011.58	25484.70
增速（%）	-	9.83%	20.31%	11.03%	13.69%	15.78%
单价（元/千克）	30.42	30.13	30.45	30.90	31.75	32.58
增速（%）	-	-0.96%	1.06%	1.46%	2.76%	2.61%
毛利率（%）	23.49%	23.61%	20.76%	17.07%	21.14%	24.86%
预包装及其他产品						
营业收入（百万元）	81.15	138.50	241.84	368.20	523.92	684.26
增速（%）	72.49%	70.67%	74.61%	52.25%	42.29%	30.60%
销量（吨）	2356.94	3726.61	9166.16	13756.57	19427.03	24975.39
增速（%）	-	58.11%	145.97%	50.08%	41.22%	28.56%
单价（元/千克）	34.43	37.17	26.38	26.77	26.97	27.40
增速（%）	-	7.94%	-29.01%	1.46%	0.76%	1.59%
毛利率（%）	18.55%	25.13%	18.22%	18.89%	19.62%	19.99%

资料来源：Wind、Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

公司是佐餐卤制品龙一，成功打造“夫妻肺片”明星大单品，凝聚力卓越，放手使用前员工加盟商，全国化开店加速。我们预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 2.54/3.92/4.99 亿元，增速-22.55%/54.33%/27.47%，对应 10 月 20 日 PE 49/32/25 倍（市值 124 亿元），给予“增持”评级。

表 13：可比公司估值情况

序号	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）						PE		
		(2022.10.20)	2022E	增速	2023E	增速	2024E	增速	2022E	2023E	2024E
1	紫燕食品	124	2.54	-22.55%	3.92	54.33%	4.99	27.47%	48.87	31.67	24.84
2	绝味食品	311	6.74	-31.29%	11.44	69.73%	14.00	22.38%	46.14	27.19	22.21
3	周黑鸭	92	1.35	-60.57%	4.18	209.63%	5.60	33.97%	68.15	22.01	16.43
4	煌上煌	54	1.86	28.65%	2.49	33.87%	3.10	24.50%	29.03	21.69	17.42

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用Wind一致预期。

6. 风险提示

食品安全风险、原材料价格上涨风险、疫情反复风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	607.71	622.67	1065.92	987.12	1098.47
现金	388.10	244.11	692.40	559.47	602.88
应收账款	21.99	64.68	73.79	87.47	104.68
其他应收款	4.67	5.40	6.23	7.35	8.82
预付账款	35.85	69.12	82.50	95.40	112.42
存货	93.42	128.55	143.17	165.57	195.10
其他流动资产	63.68	110.80	67.83	71.86	74.58
非流动资产	1359.97	1386.95	1758.73	2260.08	2691.96
长期投资	14.06	22.53	23.66	24.84	26.09
固定资产	1108.92	1052.62	1322.43	1656.16	2208.71
无形资产	105.31	96.82	96.82	96.82	96.82
其他非流动资产	131.67	214.97	315.81	482.25	360.34
资产总计	1967.68	2009.62	2824.65	3247.20	3790.43
流动负债	765.17	610.60	563.90	590.76	630.17
短期借款	126.08	79.93	0.00	0.00	0.00
应付账款	121.30	148.38	188.57	210.96	248.96
其他流动负债	517.79	382.28	375.32	379.80	381.21
非流动负债	71.63	189.63	190.01	189.88	189.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	71.63	189.63	190.01	189.88	189.84
负债合计	836.80	800.23	753.90	780.64	820.01
少数股东权益	-0.23	-2.14	1.30	5.53	10.23
股本	370.00	370.00	412.00	412.00	412.00
资本公积	106.61	136.62	699.11	699.11	699.11
留存收益	654.50	704.60	958.34	1349.92	1849.09
归属母公司股东权益	1131.11	1211.53	2069.44	2461.03	2960.19
负债和股东权益	1967.68	2009.62	2824.65	3247.20	3790.43

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	648.93	341.30	317.36	437.92	603.33
净利润	357.53	319.80	257.18	395.81	503.86
折旧摊销	75.85	94.16	90.00	119.70	162.35
财务费用	4.66	0.48	-15.86	-25.37	-23.52
投资损失	-9.08	0.60	-2.92	-3.80	-2.04
营运资金变动	209.42	-119.42	17.27	-28.93	-30.48
其他经营现金流	10.55	45.69	-28.31	-19.49	-6.86
投资活动现金流	-248.27	-147.63	-402.24	-596.21	-583.43
资本支出	251.64	150.16	439.97	606.91	590.75
长期投资	26.60	0.05	-1.79	1.18	1.24
其他投资现金流	29.98	2.59	35.94	11.88	8.56
筹资活动现金流	-313.83	-337.66	533.16	25.37	23.52
短期借款	-87.79	-46.15	-79.93	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	128.31	0.00	42.00	0.00	0.00
资本公积增加	89.75	30.01	562.49	0.00	0.00
其他筹资现金流	-444.10	-321.52	8.60	25.37	23.52
现金净增加额	86.83	-143.98	448.28	-132.93	43.41

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2612.99	3092.09	3527.56	4181.79	5004.19
营业成本	1931.72	2423.47	2892.36	3344.77	3941.40
营业税金及附加	22.21	31.97	37.04	42.65	50.54
营业费用	62.95	97.91	124.52	128.38	152.63
管理费用	162.21	170.20	200.72	226.65	268.72
研发费用	9.96	7.70	8.83	8.27	8.55
财务费用	4.66	0.48	-15.86	-25.37	-23.52
资产减值损失	-7.13	-1.36	-3.24	-3.91	-2.84
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.08	-0.60	2.92	3.80	2.04
营业利润	486.96	429.01	344.63	527.45	671.97
营业外收入	7.33	5.52	5.64	6.16	5.77
营业外支出	14.95	5.75	5.98	5.86	5.92
利润总额	479.33	428.78	344.29	527.75	671.82
所得税	121.80	108.98	87.10	131.94	167.95
净利润	357.53	319.80	257.18	395.81	503.86
少数股东损益	-1.17	-7.80	3.44	4.22	4.70
归属母公司净利润	358.70	327.60	253.74	391.59	499.16
EBITDA	567.47	523.64	418.77	621.78	810.81
EPS (元)	0.97	0.89	0.62	0.95	1.21

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.31	18.34	14.08	18.55	19.67
营业利润(%)	47.62	-11.90	-19.67	53.05	27.40
归属母公司净利润(%)	45.03	-8.67	-22.55	54.33	27.47
获利能力					
毛利率(%)	26.07	21.62	18.01	20.02	21.24
净利率(%)	13.73	10.59	7.19	9.36	9.97
ROE(%)	31.71	27.04	12.26	15.91	16.86
ROIC(%)	43.25	28.73	16.97	19.19	20.10
偿债能力					
资产负债率(%)	42.53	39.82	26.69	24.04	21.63
净负债比率(%)	15.07	10.86	0.00	0.00	0.00
流动比率	0.79	1.02	1.89	1.67	1.74
速动比率	0.67	0.81	1.63	1.39	1.43
营运能力					
总资产周转率	1.42	1.55	1.46	1.38	1.42
应收账款周转率	109.69	67.45	48.40	49.26	49.47
应付账款周转率	15.38	17.97	17.17	16.74	17.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	0.80	0.62	0.95	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.58	0.83	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	2.75	2.94	5.02	5.97	7.18
估值比率					
P/E	34.57	37.86	48.87	31.67	24.84
P/B	10.96	10.24	5.99	5.04	4.19
EV/EBITDA	21.39	23.18	28.98	19.52	14.97

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188