

2022年12月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

佐餐卤味领头羊，开启全国化扩张

—紫燕食品（603057.SH）公司深度报告

买入（维持）

投资要点

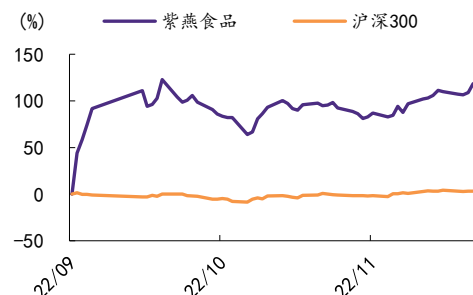
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-15

当前股价（元）	32.22
总市值（亿元）	133
总股本（百万股）	412
流通股本（百万股）	42
52周价格范围（元）	21.82-33.76
日均成交额（百万元）	233.58

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《紫燕食品（603057）：业绩符合预期，四季度望改善》2022-10-31

深耕卤味三十余年，营收超30亿元

总部位于上海的公司成立于1996年，深耕卤制品三十余年。营收和归母净利润分别从2018年20/1.2亿元增至2021年30.9/3.3亿元，5年CAGR分别为16%/38%。

佐餐卤味规模两位数增长，紫燕市占率第一

卤制品行业规模从2018年2330亿元增至2021年3296亿元，3年CAGR为12.3%，预计2023年为4051亿元，CR3为4%，集中度仍有提升空间。其中佐餐卤味市场预计2025年望达2800亿，2020-2025年CAGR为11.4%，竞争格局较分散，紫燕市占率第一约为3%。

产品矩阵持续完善，渠道+产能加速扩张

品牌端：被评为佐餐卤味品牌榜第一，华东地区知名度高，享有“无紫燕不成席”的美誉，发展年轻化品牌战略。**产品端：**1) 鲜货产品 2021年营收26.9亿元，占比87%，3年CAGR为13%，其中夫妻肺片和整禽类合计17.74亿元，占鲜货产品比例为60%。2) 预包装产品 2021年营收2.4亿元，占比提至8%，产品矩阵持续完善。3) 量增为主要驱动力，2021年鲜货产品销售量5.8万吨，2年CAGR为8.14%；吨价4.6万元/吨，2年CAGR为1%。**渠道端：**渠道多元化发展，直营占比超90%，电商等占比提至8%。**区域扩张：**华东、华中、西南为优势区域，占比分别为73%/11%/8%。终端门店从2019年3539家增至2022年12月初6142家，单店平均营收90-100万元；上海门店占比最高达9%。全国空白区域较多，仍有较大覆盖空间。**产能端：**公司首次IPO募投项目宁国食品生产基地二期、荣昌食品生产基地二期达产后将新增1.9万吨卤制品产能，保障门店扩张。

盈利预测

当前佐餐处于快速发展期，我们认为公司作为龙头有望持续提升份额，当前全国化仍处于早期。预计2022-2024年EPS为0.72/1.07/1.36元，当前股价对应PE分别为45/30/24倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、原材料上涨风险、门店开拓不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	3,092	3,550	4,271	5,082
增长率（%）	18.3%	14.8%	20.3%	19.0%
归母净利润（百万元）	328	267	394	502
增长率（%）	-8.7%	-18.4%	47.4%	27.5%
摊薄每股收益（元）	0.89	0.72	1.07	1.36
ROE（%）	27.1%	21.3%	29.7%	35.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、佐餐卤味龙头，全国化持续推进.....	7
1.1、发展历程：深耕卤味 30 余年，终成佐餐卤味龙头	7
1.2、股权结构：创始人家族控股，管理层经验丰富	8
1.3、营收稳健增长，盈利能力持续提升	9
2、卤制品空间较大，佐餐卤味集中度待提升.....	13
2.1、卤制品千亿市场快速扩容，品牌化助力集中度提升	13
2.2、佐餐卤制品规模广阔，竞争格局相对分散	19
3、产品矩阵持续完善，产能提升助力扩张.....	21
3.1、品牌端：品牌历史悠久，华东知名度高	21
3.2、产品端：定位佐餐，鲜货产品为主，产品矩阵丰富	24
3.3、渠道端：全渠道立体化建设，二级销售网络加速扩张	29
3.4、区域扩张：华东为优势市场，经销模式加速扩张	32
3.5、产能端：供应链布局合理高效，IPO 项目提升产能	35
4、盈利预测.....	38
5、风险提示.....	38

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	7
图表 2：创始人家族持股比例超七成，股权结构高度集中	8
图表 3：公司管理层经验丰富且背景多元	9
图表 4：2018-2021 年公司营收稳健增长.....	9
图表 5：近 2 年利润受疫情扰动、原材料上涨，增速放缓	9
图表 6：毛利率水平受成本影响明显	10
图表 7：毛利率水平低于同行业平均水平	10
图表 8：期间费用率处于行业中下游水平并且稳中有降	11
图表 9：销售费用率低于同行业上市公司水平，把控良好	11
图表 10：管理费用率位于行业低位且逐步下降	11
图表 11：净利率受毛利率拖累和股权激励影响略有下滑	11
图表 12：ROE 水平明显高于同业上市公司.....	12
图表 13：ROE 受资产周转率影响显著.....	12
图表 14：存货周转率远超同业公司水平	12
图表 15：总资产周转率处于同业领先水平	12
图表 16：固定资产由于生产基地完工大幅增加	12
图表 17：应收账款周转率处于行业平均水平	12

图表 18: 区域卤味各不相同, 争霸一方	13
图表 19: 中国卤制品发展主要经理四个阶段	14
图表 20: 2023 年中国卤制品行业规模将达 4051 亿元	14
图表 21: 2020 年卤制品相关企业注册量整体呈上升趋势	14
图表 22: 佐餐卤味和休闲卤味主要区别	15
图表 23: 2021 年中国消费者超 9 成购买过并喜欢卤制品	15
图表 24: 中国卤制品消费者口味多元化	15
图表 25: 中国卤制品消费者对佐餐卤制品主要期待方向	16
图表 26: 2021 年中国卤制品消费者人群画像	16
图表 27: 紫燕百味鸡根据一人食来配餐发展线上外卖平台	16
图表 28: 周黑鸭散装产品现已升级为“锁鲜装”	16
图表 29: 消费者购买卤制品渠道分布	17
图表 30: 2021 年佐餐卤制品消费场景	17
图表 31: 2021 年中国佐餐卤制品消费者偏爱社区店和预制菜模式	17
图表 32: 购买休闲卤制品的消费者有 74.7% 选择居家时购买, 占比最高	17
图表 33: 新一线城市的卤味门店占比数量最多	18
图表 34: 三线城市的年度增长率最高	18
图表 35: 2020 年中国卤制品行业 CR7 为 5.46%, 代表性企业市场份额均较小	18
图表 36: 我国卤制食品 CR3 仅为 4%	19
图表 37: 休闲卤制品行业品牌化趋势显著	19
图表 38: 中国佐餐卤制品市场规模稳健增长	19
图表 39: 佐餐卤制品占据卤制食品的主要市场份额	19
图表 40: 佐餐卤制品的主要企业市场份额总额仅有 4%	20
图表 41: 佐餐卤制食品 CR3 为 2.84%	20
图表 42: 2021 年美团线上餐饮典型品类交易增幅超小吃快餐 10%	20
图表 43: 2021 年 86% 的受访者会每周消费预制菜	20
图表 44: 公司被评为十大最受欢迎的卤味熟食品牌	21
图表 45: 2021 年被选入中国十大品牌榜	21
图表 46: 多次获得畅销品牌荣誉称号	22
图表 47: 深耕华东地区, 极具影响力	22
图表 48: 紫燕提出“带上紫燕回家吃饭”的品牌理念	22
图表 49: 公司选址主要为社区门店, 利于社交关系的辐射圈	22
图表 50: 紫燕百味鸡多次与热门游戏 IP 进行跨界联名	23
图表 51: 紫燕百味鸡与完美世界 DOTA2 职业联赛的微博阅读量达到 214 万	23
图表 52: 紫燕积极参与公益活动	23
图表 53: 紫燕在抖音上借助世界杯的热门话题进行推广	23

图表 54: 椒言椒语主打冷锅串串并进行口味改良	24
图表 55: 嗨辣麻唇以麻辣烫研究所的品牌形象与消费者对话	24
图表 56: 销售费用率水平处于行业下游	24
图表 57: 品牌推广投入在 2020、2021 年明显加大	24
图表 58: 公司主要产品	25
图表 59: 鲜货产品为主要营收贡献, 占比接近 90%	26
图表 60: 2021 年两大单品收入占比超过营业收入的 30%	26
图表 61: 预包装产品增速较高	26
图表 62: 夫妻肺片和其他鲜货的增速领先	26
图表 63: 毛利率整体保持平稳	27
图表 64: 夫妻肺片、整禽类产品的毛利率较高	27
图表 65: 公司主要产品出厂价变化情况	27
图表 66: 公司产品历年提价情况 (元/千克)	27
图表 67: 公司鲜货产品各细分产品平均单价及变动情况	28
图表 68: 2019-2021 年鲜货产品、预包装产品销售量 (吨)	28
图表 69: 2019-2021 年鲜货产品、预包装产品吨价	28
图表 70: 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	29
图表 71: 2016 年销售模式调整前后, 对比情况如下	30
图表 72: 2019-2021 不同模式营收及增速	30
图表 73: 不同渠道模式的营收占比, 经销为主要模式	30
图表 74: 经销商数量整体稳健增长	31
图表 75: 主要产品在经销模式平均售价与直营模式平均售价差异率整体在 35%-45% 之间	31
图表 76: 经销模式下, 公司与经销商及终端加盟门店的业务关系	32
图表 77: 2019 年-2021 年经销商平均管理终端加盟门店数量、平均单店销售金额	32
图表 78: 华东市场的营收远远领先其他区域	33
图表 79: 华东市场营收占比最大	33
图表 80: 公司门店在全国分布情况	33
图表 81: 门店主要集中在新一线、二线城市	34
图表 82: 新一线、二线城市的门店数量占比超 6 成	34
图表 83: 2019-2021 年加盟门店数量持续上升	34
图表 84: 直营门店的坪效、客单价和日均存货结余情况与同地区加盟门店不存在显著差异	34
图表 85: 公司单店模型	35
图表 86: 公司生产基地转移情况	36
图表 87: 公司卤制品产能、产量情况	36
图表 88: 2019 年-2021 年公司产能、产能利用率情况	37
图表 89: 公司 IPO 募投项目具体情况	37

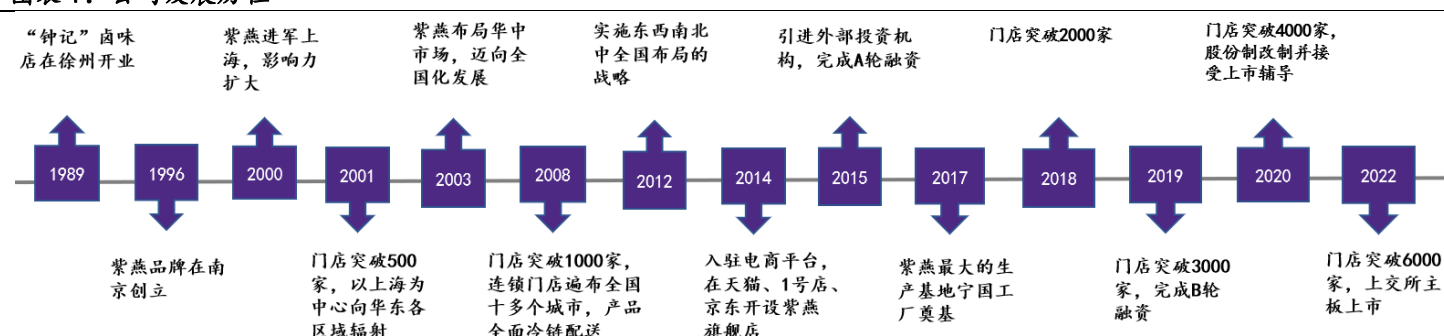
1、佐餐卤味龙头，全国化持续推进

1.1、发展历程：深耕卤味 30 余年，终成佐餐卤味龙头

三十余年深耕终成佐餐卤味龙头。公司发源于四川，发展于江苏，总部位于上海，主营业务为卤制食品的研发、生产和销售。紫燕食品前身为“钟记油烫鸭”，由公司创始人钟春发夫妇于 1989 年在江苏徐州创立，主营卤鸭制品；1996 年钟怀军先生为了拓展市场进军南京发展，并且正式更名为“紫燕”以提升竞争力，在华东区域持续深耕。经过 30 余年的发展，公司研发出夫妻肺片、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。

公司现已在全国 20 个省、直辖市，180 多个城区开设“紫燕百味鸡”品牌连锁店，截至 2022 年 12 月总门店数达到 6142 家，建成多座大型标准工厂，旗下还开设多个涵盖休闲餐饮、休闲卤味品类子品牌，门店数量稳居佐餐卤味领域第一。紫燕食品在佐餐卤制品行业市占率第一，达到 2.62%。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司主要发展历程分为三个阶段：

1989-2000 年：初创阶段。1989 年，紫燕第一代创始人钟春发夫妇在江苏徐州创办了紫燕前身“钟记油烫鸭”，并且凭借特色的美味快速传遍徐州的大街小巷；1996 年，第二代掌门人钟怀军先生接任家族企业“钟记”，为了拓展更大的市场进军南京，并且更名为紫燕，建立与众不同的形象，让品牌更具有市场竞争力，同时拓展产品品类至百味鸡、肺片、牛杂等。

2000-2014 年：快速发展，全国化扩张阶段。2000 年，紫燕食品在上海开设门店，积极拓展市场，品牌影响力进一步扩大；2001 年，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，公司进军华中地区，实施由沿海向内地拓展的发展方向，迈向全国化发展的步伐；2008 年，门店数量突破 1000 家，产品实现全冷链配送，至此，紫燕全国连锁经营布局已初步形成，连锁门店遍布全国十多个城市；2012 年，公司向北重点开发西安、济南、天津等市场；向南重点开发南昌、广

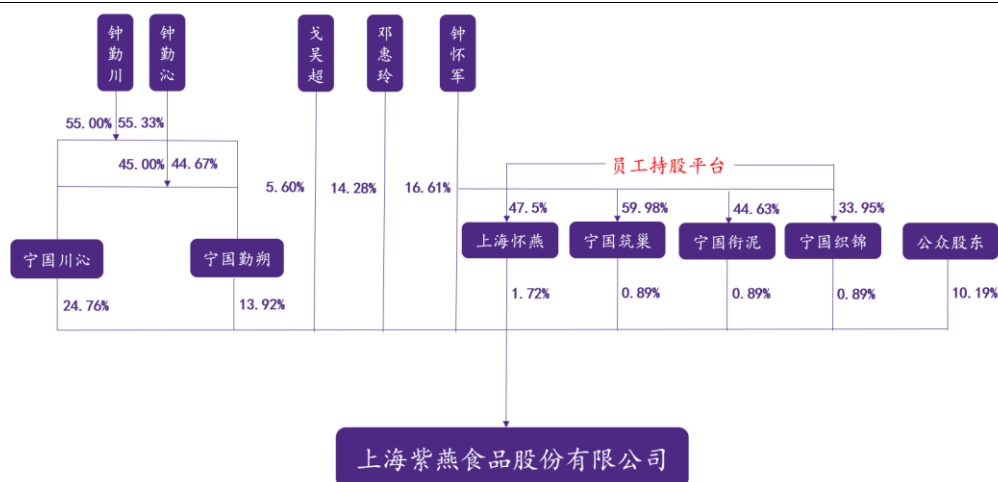
州等市场；迈开向北方和南方市场延伸的坚实步伐，实现东西南北中全国布局战略目标；2014年，公司正式入驻官方平台，在天猫、1号店、京东开设紫燕官方旗舰店。

2015 年-至今：引入投资，高速扩张阶段：2015 年，引进外部投资机构，完成 A 轮融资，获得“诚信经营示范门店”称号；2017 年，公司体系最大的生产基地宁国工厂奠基，公司被认定为全国主食加工示范企业，获得“上海名牌”、“十大畅销品牌”等多个荣誉称号；2019 年，公司再次引进外部投资机构，完成 B 轮融资，同时门店突破 3000 家；2020 年，门店突破 4000 家，公司股份制改制并接上市辅导，获得“2020 年中国最具影响力餐饮品牌”等荣誉；2022 年 9 月，公司于上交所主板上市，截至 2022 年 12 月，门店数量达到 6142 家。

1.2、股权结构：创始人家族控股，管理层经验丰富

创始人家族持股比例超七成，股权结构高度集中。公司上市前，创始人钟怀军、其配偶邓惠玲、其女钟勤沁、其女婿戈吴超、其子钟勤川为共同实控人，合计持有 85.98%的股份并控制 88.58%的表决权。上市后，截至 2022 年 11 月，钟怀军直接持股 16.61%，通过上海怀燕、宁国筑巢、宁国衔泥、宁国织锦等员工持股平台间接持股 2.05%，合计持有公司 18.66%的股份；邓惠玲直接持股 14.28%、戈吴超直接持股 5.6%，钟勤川、钟勤沁均通过宁国川沁、宁国勤溯间接持股，合计持有 38.68%的公司股份。钟怀军、邓惠玲、钟勤沁、戈吴超、钟勤川合计持有公司 77.22%的股份，为公司共同实际控制人，股权结构单一且集中，为家族企业。

图表 2：创始人家族持股比例超七成，股权结构高度集中



资料来源：招股说明书，wind，华鑫证券研究

创立员工持股平台，深度绑定公司利益。上海怀燕、宁国筑巢、宁国衔泥和宁国织锦为公司员工持股平台，合计持有公司 4.39%的股权。截至 2022 年 11 月，上海怀燕股东数为 4 人、宁国筑巢股东数为 19 人、宁国衔泥股东数为 36 人、宁国织锦股东数

为 40 人，合计 99 名公司高级管理人员及股东。员工持股平台有利于公司与核心管理人员深度绑定利益，形成长效激励，共同成长。本次 IPO 上市发行 4200 万股，占发行总股本的比例为 10.19%。

管理层团队经验丰富，背景多元化。创始人钟怀军担任公司董事长职务；桂久强曾在普华永道、凯捷咨询等任职；财务总监曹澎波为中国注册会计师，曾于龙凤食品有限公司、晨光文具任职；副总经理崔俊锋曾任宝洁的高级经理、三全食品的副总裁；董事蒋跃敏曾任华润万方总经理；副总经理周清相曾在鸿星尔克、三全食品任职；核心团队的管理人员具有丰富的消费品、投资、财务、咨询从业经验，资历深厚且专业能力强。

图表 3：公司管理层经验丰富且背景多元

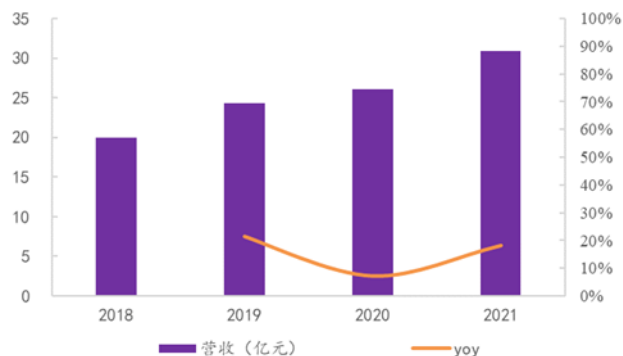
姓名	职务	从业经历
钟怀军	董事长	曾任有限执行董事
桂久强	副董事长、董事	曾任普华永道会计师事务所审计师、凯捷安永咨询经理、SAP（中国）咨询部总监
戈吴超	总经理、董事	曾任紫燕有限采购总监，总经理
曹澎波	董事会秘书、董事、财务总监	曾任上海国福龙凤食品有限公司财务总监、上海汇慈投资控股有限公司财务营运副总经理、上海晨光文具股份有限公司财务总监
崔俊锋	副总经理、董事	曾任宝洁（中国）有限公司高级经理、天狮集团有限公司产品技术总监、三全食品股份有限公司副总裁等
蒋跃敏	战略委员会委员，董事	历任深圳华润万方超市有限公司总经理、香港华润超市有限公司总经理、华润万佳有限公司副总裁、北京物美控股集团副总裁
周清相	副总经理	曾任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

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

1.3、营收稳健增长，盈利能力持续提升

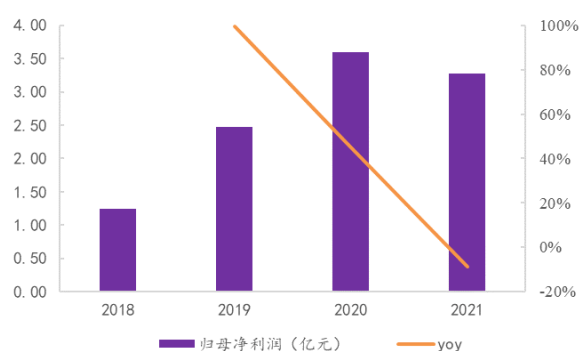
营收和归母净利润分别从 2018 年 20.02/1.24 亿元增至 2021 年 30.92/3.28 亿元，5 年 CAGR 分别为 15.59%/38.30%，营收和利润均保持快速增长的态势，疫情扰动叠加前期基数较高，2020 年营收增速放缓，2021 年归母净利润略有下滑。最新数据显示，2022Q1-Q3 营收和归母净利润分别为 27.42/2.28 亿元，同比+15.5%/-22.5%，利润下降主要系疫情持续多点散发、部分线下门店关店、原材料成本上涨所致。

图表 4：2018-2021 年公司营收稳健增长



资料来源：wind，华鑫证券研究

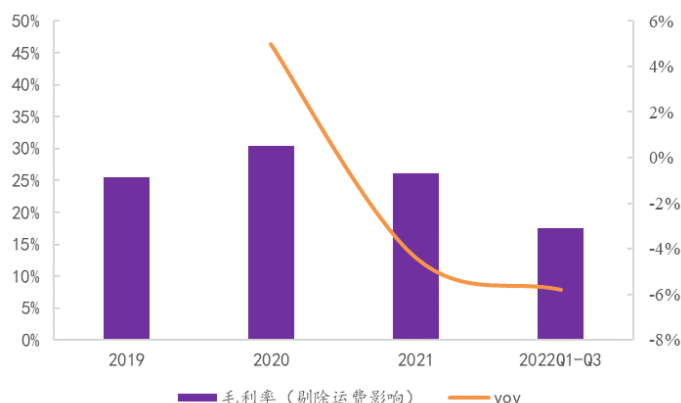
图表 5：近 2 年利润受疫情扰动、原材料上涨，增速放缓



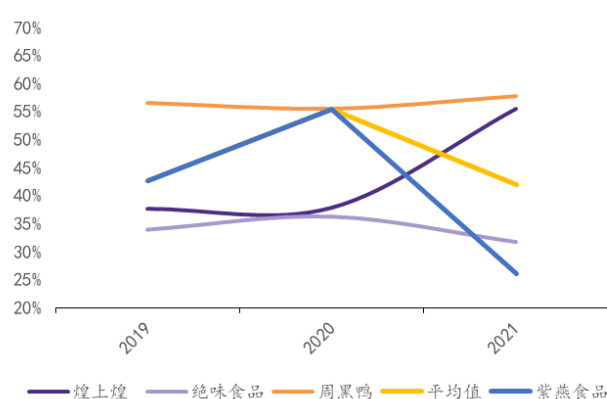
资料来源：wind，华鑫证券研究

毛利率受成本影响明显，处于同行业较低水平。公司 2019-2021 年毛利率（剔除运费影响）分别为 25.46%/30.45%/26.06%，同比+4.99pct/-4.39pct。2020 年毛利率同比提升较多主要系：2019 年公司由于原材料成本上涨多次对产品进行提价，提价红利在 2020 年逐步显现，叠加 2020 年畜类原材料的供应逐步释放带动价格回落，成本端压力有所缓解；2021 年毛利率水平同比下降主要系：公司产能整合完成后制造费用上升，禽类、牛类原材料价格上涨带动成本压力增加。2022Q1-Q3 毛利率为 17.5%，同比下降 5.79pct，系牛类、鸡爪等进口原材料大幅上涨，上半年维持高位，Q3 略微下降，后续随着疫情改善和业务扩张，毛利率有望改善。对比同行业上市公司，行业综合毛利率分别为 42.69%/43.21%/41.92%，公司毛利率水平低于行业平均水平，系公司采用“公司-经销商-加盟商”的渠道模式，给予经销商一定的利润空间以快速拓店，并且公司主打佐餐食品，牛、猪等饱腹感强的红肉制品占比高，受牛类、猪类原材料价格波动影响较大，而绝味食品、煌上煌、周黑鸭主要定位休闲食品，以禽副类产品为主。

图表 6：毛利率水平受成本影响明显



图表 7：毛利率水平低于同行业平均水平

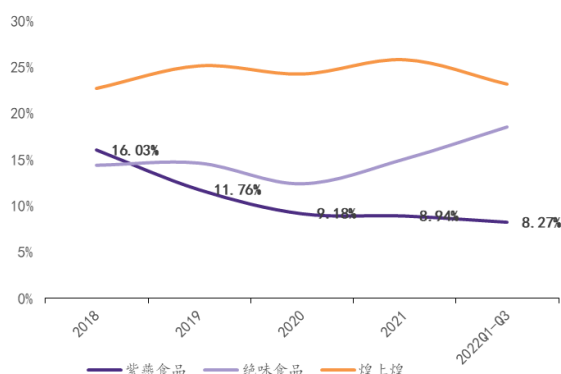


资料来源：招股说明书，wind，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

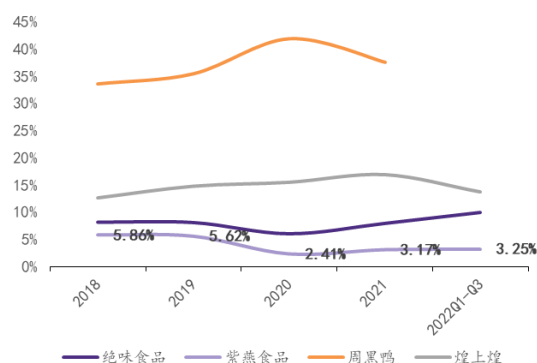
费用率稳中有降，净利率处于行业中游水平。从费用端看，2018-2022 年前三季度期间费用率为 16.03%/8.27%，费用率逐步下降，公司对费用率把控良好，处于行业的中下游水平。2019-2021 年公司销售费用率为 5.62%/6.79%/7.60%，低于同行业上市公司，主要系公司采用两级销售网络，市场开拓、门店运营等费用由经销商和加盟店承担。管理费用率方面，2019-2021 年为 5.36%/6.21%/5.50%，处于行业低位且整体较为稳定，公司分别于 2018 年、2019 年进行了两次股权激励，2018、2019 年确认股份支付金额分别为 1060.12 万元、3018.50 万元、3032.40 万元。2019-2021 年净利率为 10.08%/13.68%/10.34%，同比+3.6pct/-3.34pct，2022Q1-Q3 净利率为 8.12%，净利率略有下滑系受毛利率拖累和股权激励影响。

图表 8：期间费用率处于行业中下游水平并且稳中有降



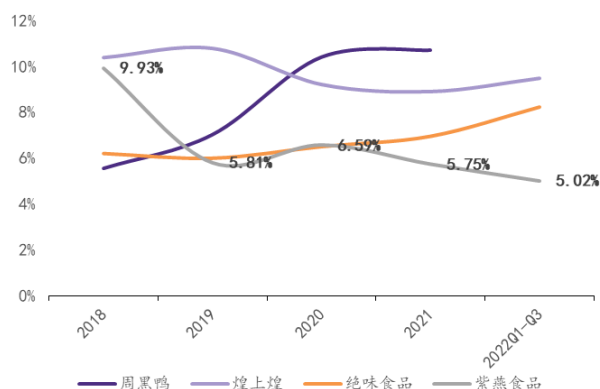
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：销售费用率低于同行业上市公司水平，把控良好



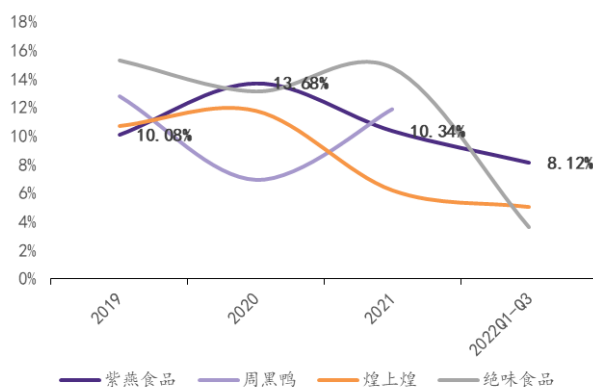
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 10：管理费用率位于行业低位且逐步下降



资料来源：wind，华鑫证券研究

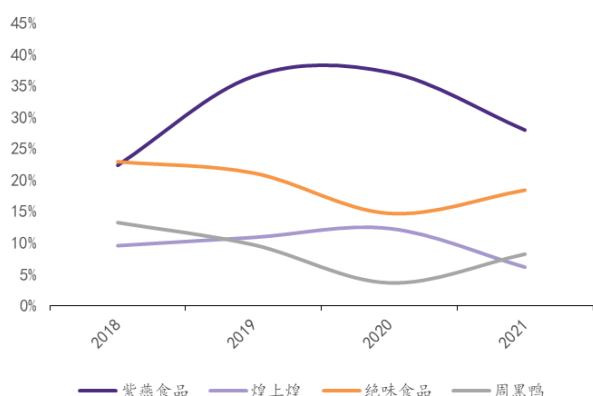
图表 11：净利率受毛利率拖累和股权激励影响略有下滑



资料来源：wind，华鑫证券研究

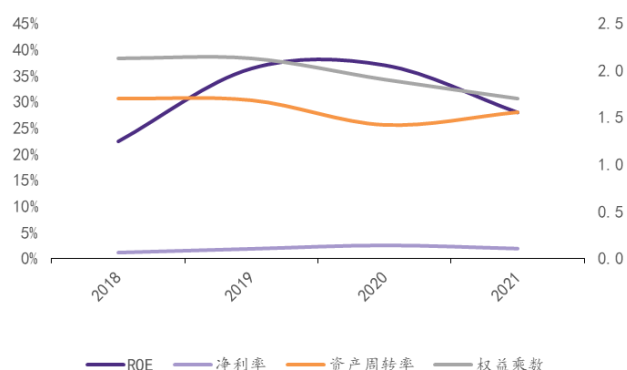
ROE 水平明显高于同行业上市公司，营运能力良好。从 2018 年 22.39% 提至 2021 年 27.97%，5 年 CAGR 为 7.70%，明显高于同行业上市公司，主要系资产周转率较高。权益乘数近年来稳定在 2 左右，2021 年下降至 1.7，财务风险较小，营运状况良好；总资产周转率较好，周转能力较强，领先同业水平，2021 年下滑至 1.55 次，主要系 2020 年在宁国、连云港等地的新建生产基地完工，固定资产增加；存货周转率常年稳定在 20 次左右，2021 年提升至 21.8，远超于同业水平，主要系：1) 部分鲜品原材料保质期较短，采货频率和周转频率相对较高；2) 公司由于原材料较分散，需定期采购且采购周期较短，精细化库存管理以降低资金占用和仓储成本。

图表 12: ROE 水平明显高于同业上市公司



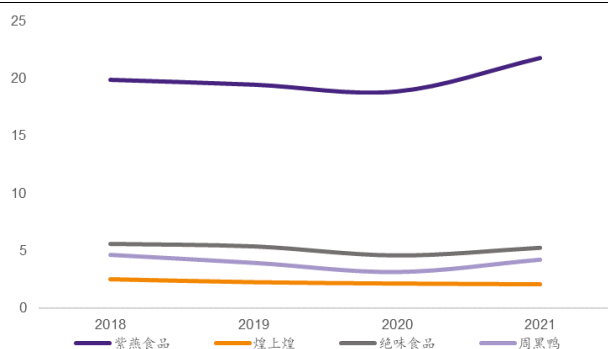
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 13: ROE 受资产周转率影响显著



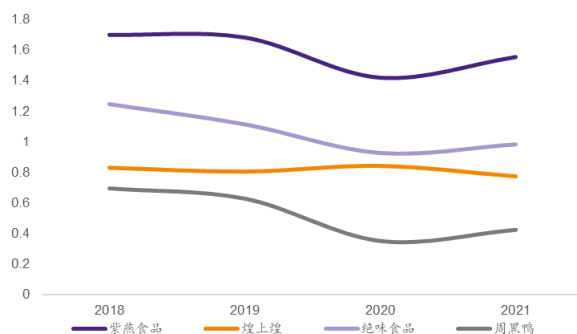
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 14: 存货周转率远超同业公司水平



资料来源: wind, 华鑫证券研究

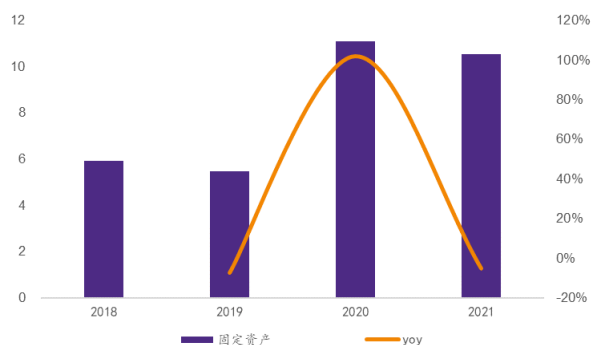
图表 15: 总资产周转率处于同业领先水平



资料来源: wind, 华鑫证券研究

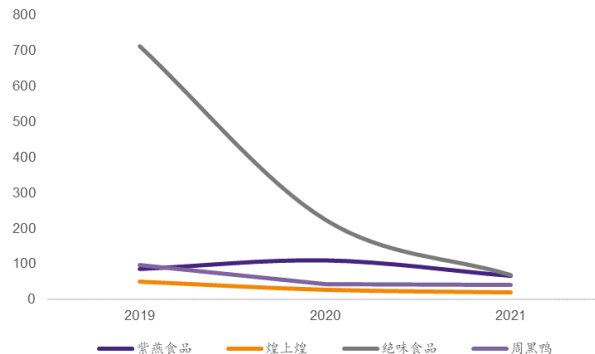
应收账款周转率处于行业平均水平。2018-2021 年为由于公司采用“经销商-终端加盟门店-消费者”模式，加盟门店与消费者实时结算，门店与经销商、经销商与公司依次结算，各环节结算周期较短，应收账款回款较为及时且占营收比例较小。2021 年由于电商渠道销售收入增加且电商客户信用期较长，同时子公司连云港香万家的“To B”业务规模扩大，公司通常给予“To B”业务客户一定的信用期，应收账款有所下降。

图表 16: 固定资产由于生产基地完工大幅增加



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 17: 应收账款周转率处于行业平均水平



资料来源: wind, 华鑫证券研究

2、 卤制品空间较大，佐餐卤味集中度待提升

2.1、 卤制品千亿市场快速扩容，品牌化助力集中度提升

卤制食品是以畜禽肉类、蔬菜、豆制品、水产品等食材，通过卤烹加工使其具有“色、香、味、型”俱全的特点。在各地饮食文化发展中，中国传统卤味工艺不断吸收、纳新，卤制食品从口味上已发展出川卤、粤卤等多种卤制风味。卤制食品历史悠久、品类和应用场景丰富，可作为小吃、正餐、佐餐菜品出现，消费人群覆盖多个年龄段，但市场较为分散且存在区域口味差异和消费偏好。

图表 18：区域卤味各不相同，争霸一方



资料来源：CBNData，华鑫证券研究

中国卤制品行业经历四轮发展历程，由传统手工作坊到规模化生产，区域性龙头品牌逐步扩张全国形成优势性品牌，行业规模持续扩容。

1980-1990 年，起步阶段：休闲卤制品工业逐渐起步，江浙地区率先出现较具规模的小作坊式生产企业，但产品结构单一、风味较清淡、技术水平较低，影响其跨区域销售。

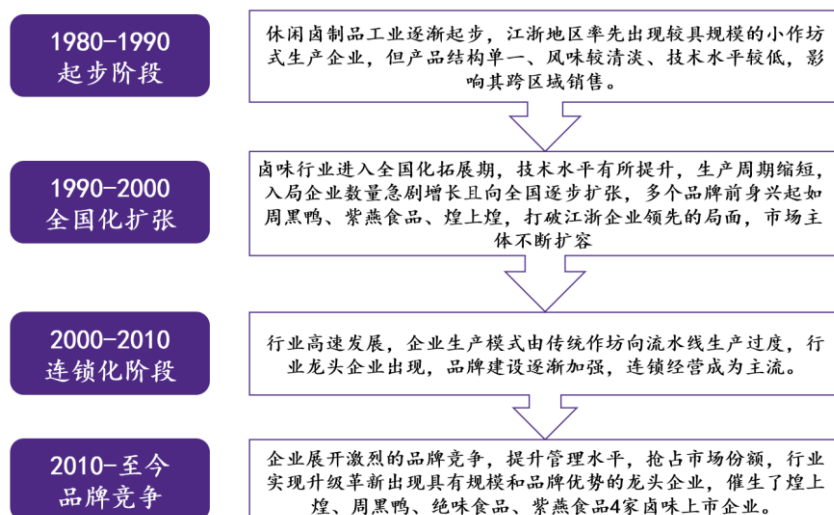
1990-2000 年，全国化扩张阶段：卤味行业进入全国化拓展期，技术水平有所提升，生产周期缩短，入局企业数量急剧增长且向全国逐步扩张，多个品牌前身兴起如周黑鸭、紫燕食品、煌上煌，打破江浙企业领先的局面，市场主体不断扩容。

2000-2010 年，连锁化阶段：行业高速发展，企业生产模式由传统作坊向流水线生产过度，行业龙头企业出现，品牌建设逐渐加强，连锁经营成为主流。

2010 年-至今，品牌竞争阶段：业内企业展开激烈的品牌竞争，提升管理水平，抢

占市场份额，行业实现升级革新出现具有规模和品牌优势的龙头企业，催生了煌上煌、周黑鸭、绝味食品、紫燕食品 4 家卤味上市企业。

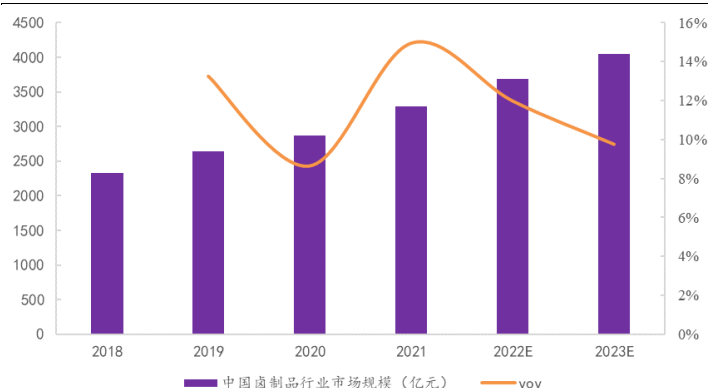
图表 19：中国卤制品发展主要经理四个阶段



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

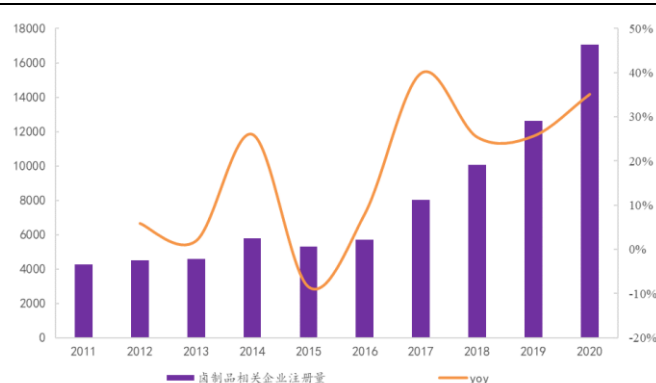
卤制品行业规模将突破 4000 亿元，增速高，企业注册量大幅增长。随着居民生活水平提高、生活节奏加快，卤制食品有较强的刚性需求属性，消费频次较高，未来受消费升级、消费里面的变化、新零售模式的快速发展等影响，根据招股说明书数据，2020 年中国卤制食品行业市场规模约在 2500 亿元-3100 亿元之间；根据艾媒咨询，2018-2021 年卤制品市场规模约为 2330/3296 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 12.3%，预计 2023 年将达 4051 亿元。卤制品相关企业总注册量从 2011 年至今呈现上升趋势，截至 2020 年已超过 12 万家，2015-2020 年 CAGR 达到 26.4%。

图表 20：2023 年中国卤制品行业规模将达 4051 亿元



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 21：2020 年卤制品相关企业注册量整体呈上升趋势



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

按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

卤味体量更大。佐餐卤味和休闲卤味的占比大约为 6:4，2021 年佐餐和休闲卤制品行业规模分别为 1792 亿元和 1504 亿元，佐餐卤味的市场份额更多。休闲卤味以禽类为主，产品口味丰富度较低，工艺偏标准化，积极发展真空装、锁鲜装，多用于闲暇时间作为零食满足娱乐需求；佐餐卤味以红肉、整禽类为主，品类更加多元，地域性风味更强，对于新鲜度和现做现拌的口味灵活度要求也相应更高，品牌扩张弱于休闲卤味，以家庭、餐厅等餐桌消费场景为主。

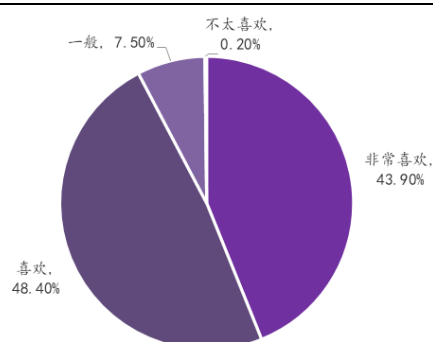
图表 22：佐餐卤味和休闲卤味主要区别

项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲、娱乐
品牌效应	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存	多为品牌连锁店经营
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流较旺的地区（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，华鑫证券研究

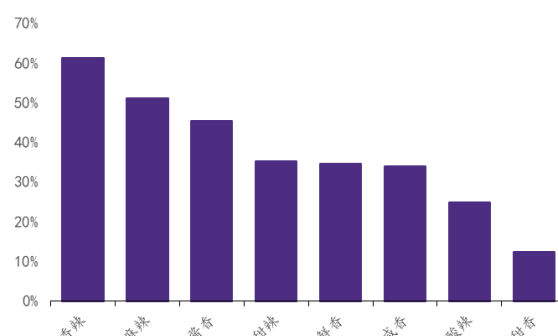
从需求端看，随着国民经济水平的提高和城镇化的快速发展，卤制品的消费群体主要为城市人口，由于生活节奏快、下厨时间少，卤制品能满足便捷性需求提高了卤制品消费的渗透率；消费者对卤制品口味需求趋向多元化，最喜欢的是香辣口味（61.3%），其次是麻辣（51.0%），酱香、鲜香、咸香等口味的偏好比例均超三分之一，上瘾性较强，适用场景广泛且单价普遍偏低，接受度高且复购属性强；受疫情催化，宅家场景的关联消费提升，进一步催化卤味市场的发展。据艾媒咨询，96.6%的消费者购买过卤制品，其中超 9 成的消费者表示喜欢。

图表 23：2021 年中国消费者超 9 成购买过并喜欢卤制品



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

图表 24：中国卤制品消费者口味多元化

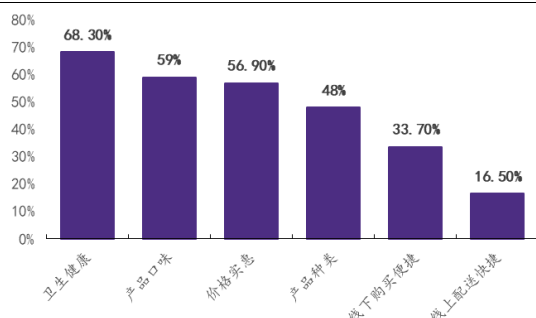


资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

卤制品呈年轻化、健康化、品牌化的消费趋势。据艾媒咨询，卤制品的消费者以女性居多，占比 58.7%，以中青年为主，占比高达 78.9%。区域方面，消费者主要分布在华东、华南、华北地区。据华经产业研究院数据，中国卤制品消费者中 68.3%的人认为

佐餐卤制品最需要改善的方向是卫生健康，其次是产品口味和价格实惠。同时，Z 世代群体愈发成为消费市场的重要力量，2020 年中国 Z 世代在购买快销食品中的卤制品比例达 34%。Z 世代等年轻消费群体有较强的消费升级倾向，对品牌和健康的认同度更高，引领行业迭代升级，客单价随之提高。

图表 25：中国卤制品消费者对佐餐卤制品主要期待方向



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 26：2021 年中国卤制品消费者人群画像



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

供给端方面，卤制品从包装、产品、供应链、物流配送等方面多向升级。由于冷链运输的快速发展，锁鲜包装兴起，卤制品的新鲜口感和保质期得以保证，销售半径得以扩展，推动卤制品发展到现今多层次、多渠道、线上线下相融合的状态。由于卤制品消费存在即时性、冲动性，目前线下门店的扩张是主要增长点，渠道占比为 63%；部分连锁品牌在高势能地区、社区、线上、外卖平台上的渠道快速铺设，线上电商和外卖占比 34%，提高产品曝光度，成为新增量。

图表 27：紫燕百味鸡根据一人食来配餐发展线上外卖平台



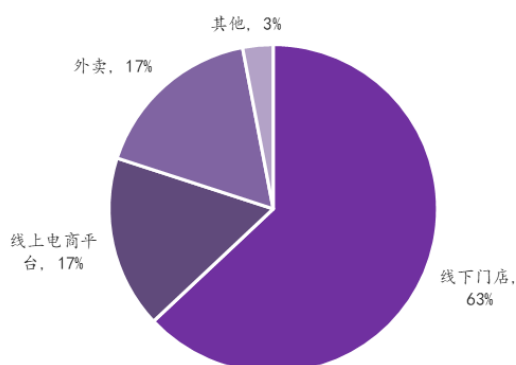
资料来源：美团，华鑫证券研究

图表 28：周黑鸭散装产品现已升级为“锁鲜装”



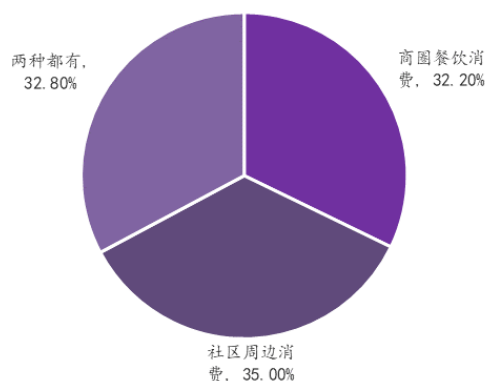
资料来源：苏宁易购，华鑫证券研究

图表 29：消费者购买卤制品渠道分布



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

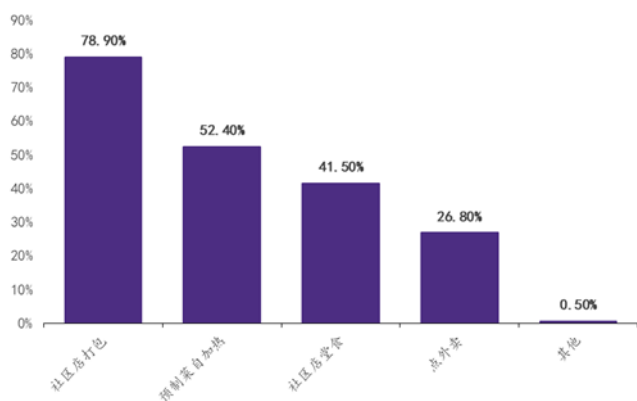
图表 30：2021 年佐餐卤制品消费场景



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

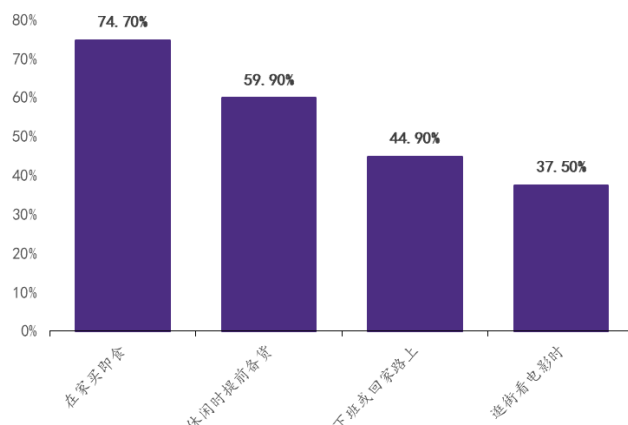
购买场景方面，根据艾媒咨询，消费者在商圈和社区周边消费佐餐卤制品的比例基本相等。在社区周边消费时，选择在社区店打包的比例最高(78.9%)，其次是预制菜自加热(52.4%)和社区店堂食(41.5%)；购买休闲卤制品的消费者有 74.7%选择居家时购买，占比最高，其次是休闲时提前备货(59.9%)，因此社区店模式更能够满足居家时即食即买的需求。

图表 31：2021 年中国佐餐卤制品消费者偏爱社区店和预制菜模式



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

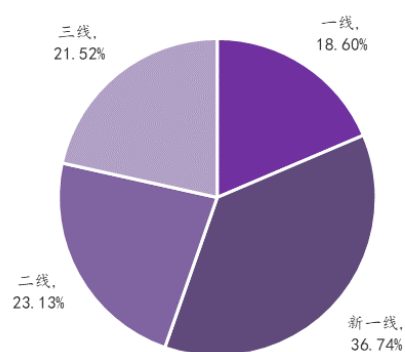
图表 32：购买休闲卤制品的消费者有 74.7%选择居家时购买，占比最高



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

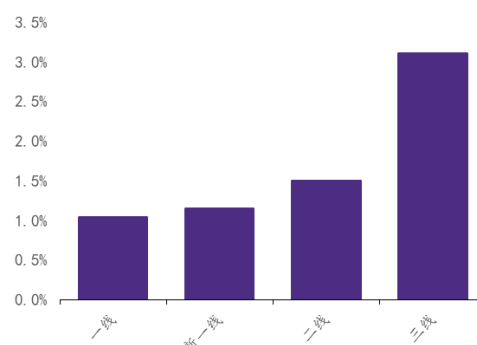
城市分布方面，新一线城市卤味门店占比数量最多，其次是三线城市；从增速角度来看，三线城市的年度增长率最高，达到 3.11%，远超一线、新一线、二线城市，因此三、四线城市的下沉空间巨大，同时在一、二线的商圈、交通枢纽等高势能地区，以周黑鸭为例，在机场、火车站的覆盖率分别为 14/200、38/2000，仍有较大潜力，可继续加强渠道建设。

图表 33：新一线城市的卤味门店占比数量最多



资料来源：网聚资本，华鑫证券研究

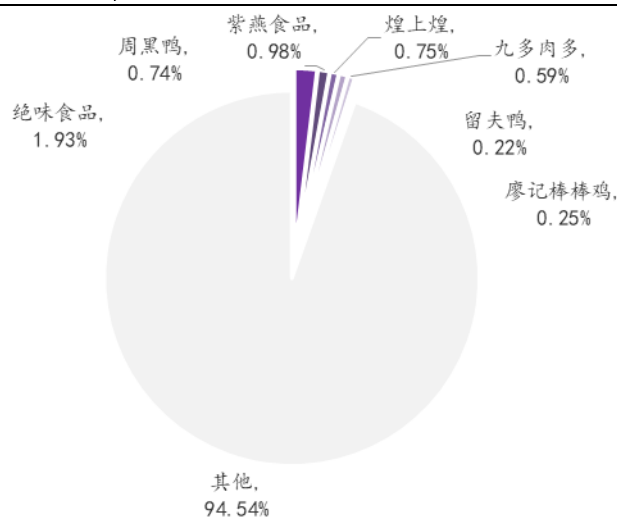
图表 34：三线城市的年度增长率最高



资料来源：网聚资本，华鑫证券研究

卤制品行业的竞争格局目前较为分散、品牌化略低，尚未形成头部垄断。行业较大体量的连锁卤味分别为绝味食品、周黑鸭、煌上煌、久久丫、紫燕百味鸡。从整个卤制食品市场竞争情况看，2020 年，绝味食品在整个卤制食品市场占比为 1.93%，紫燕食品市场占比为 0.98%，煌上煌市场占比为 0.75%，整体来看，我国卤制食品生产代表性企业市场份额均较小。

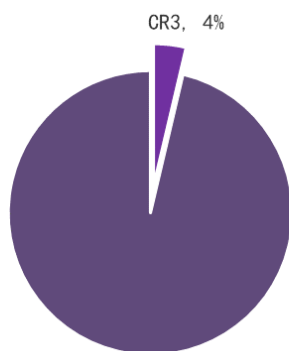
图表 35：2020 年中国卤制品行业 CR7 为 5.46%，代表性企业市场份额均较小



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

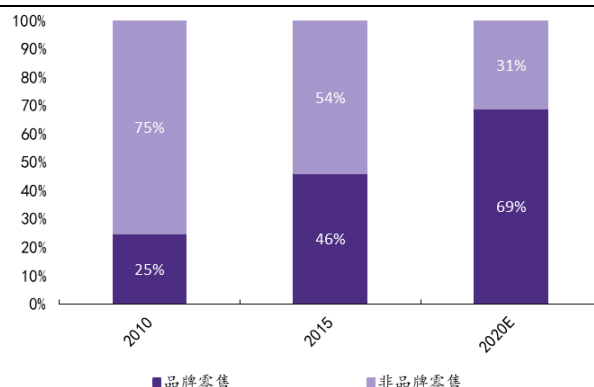
品牌化趋势明显，行业集中度有望进一步提高。休闲卤制食品市场集中度要高于佐餐卤制食品市场。据前瞻产业研究院，卤制食品市场 CR3 为 4%。由于卤制食品市场进入门槛较低，前期聚集大量小微作坊式的传统企业，且地区口味差异性较大，全国扩张需要较长的消费者培育时间。疫情爆发后行业加速洗牌和整合，大量个体店出局，行业消费向品牌企业集中，头部品牌有望快速扩张，预计未来消费升级和供给侧改革将进一步推动市场份额从作坊型向连锁型、非品牌向品牌企业转移，行业集中度将进一步提升。

图表 36：我国卤制食品 CR3 仅为 4%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 37：休闲卤制品行业品牌化趋势显著

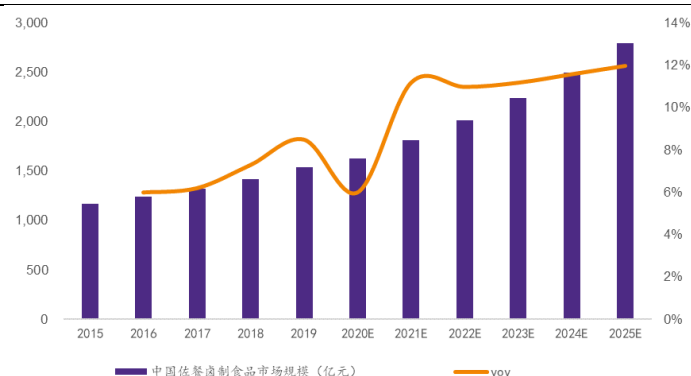


资料来源：CBNData，华鑫证券研究

2.2、佐餐卤制品规模广阔，竞争格局相对分散

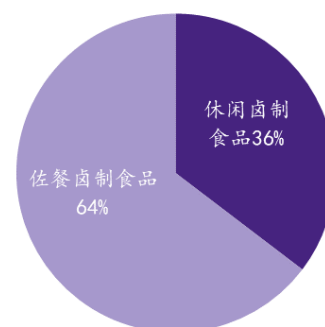
我国佐餐卤制品市场体量较大，增速较为平稳。2015 年佐餐卤味市场规模为 1174.56 亿元，预计 2025 年可达到 2799.32 亿元，2020 年至 2025 年 CAGR 为 11.40%。从市场份额上看，佐餐卤制食品起源于餐桌消费具有较强的刚性需求属性，消费频次较高，消费者基数庞大。根据前瞻产业研究院数据，2019 年卤制食品中佐餐卤制食品市场规模占比达 64%，占据卤制食品主要的市场份额。

图表 38：中国佐餐卤制品市场规模稳健增长



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

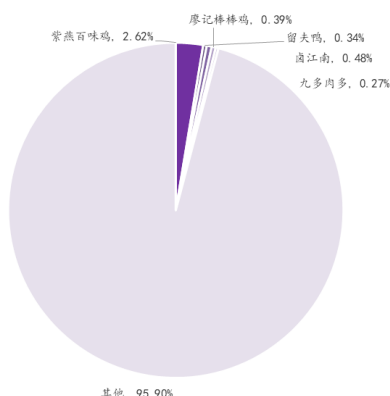
图表 39：佐餐卤制品占据卤制食品的主要市场份额



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

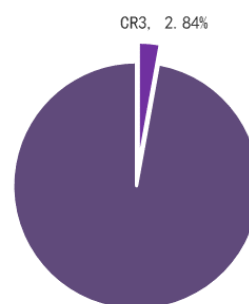
佐餐卤味集中度有望持续提升，向品牌化、连锁化方向发展。目前佐餐卤制食品行业的主要企业有紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡、留夫鸭与九多肉多。市场份额分别为 2.62%、0.48%、0.39%、0.34%与 0.27%，CR5 仅为 4.1%，低于休闲卤制品的 20%，有较大提升空间佐餐卤制品行业里非品牌企业较多，大多为小作坊的加工，目前行业集中度不高，市场较为分散，未来连锁化、品牌化是发展的关键。

图表 40：佐餐卤制品的主要企业市场份额总额仅有 4%



资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

图表 41：佐餐卤制食品 CR3 为 2.84%

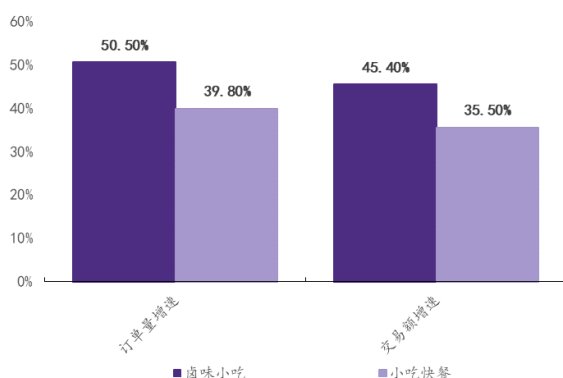


资料来源：前瞻产业研究院，华鑫证券研究

佐餐卤味更偏向于家庭消费，对于新鲜度要求相应更高，门店选址通常靠近农贸市场、社区、商超等区域，根据美团餐饮数据，晚餐为最大刚需，卤味小吃快餐化现象明显，因此，佐餐卤味制品更具优势，刚需属性更强。另外，疫情使得“佐餐+社区”属性更受欢迎，在销售上，美团餐饮 2021 年卤味小吃订单量从 1.8 亿单增长到 2.7 亿单，增幅超 50%，且订单量和交易总额都超整体小吃快餐 10%。

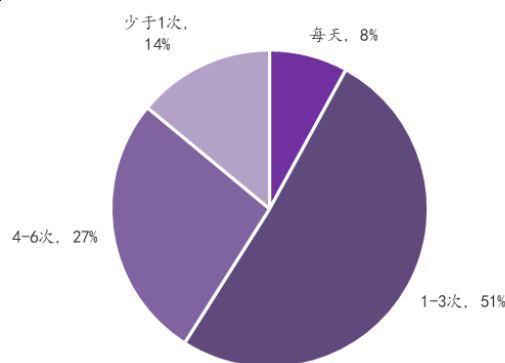
佐餐卤味更容易切入预制菜赛道，德州扒鸡在招股书中已经表明，预制菜是其未来发展的重点，而紫燕食品依托贴近社区的门店布局和强大的供应链，更容易进入预制菜赛道。根据艾媒咨询，2021 年中国预制菜市场规模为 3459 亿元，同比增长 19.8%，2021 年 86%的受访者会每周消费预制菜。

图表 42：2021 年美团线上餐饮典型品类交易增幅超小吃快餐 10%



资料来源：美团餐饮，华鑫证券研究

图表 43：2021 年 86%的受访者会每周消费预制菜



资料来源：艾媒咨询，华鑫证券研究

全国化扩张为佐餐卤味目前的主要挑战。产品方面，佐餐卤味的 SKU 相比休闲卤味更多，对锁鲜的要求更严格，对冷链运输的水平的要求更高，并且在口味上的区域特点

更显著，从区域向全国化扩张进行消费者培育所需的时间相对休闲卤制食品要长；原材料的种类为禽类、畜类、菜类等多种品类，规模化采购较难，供应链要求较高；制作流程上对门店员工的操作技术要求更高；消费群体方面以家庭为主，相比休闲卤味更加局限，目标客群稳定但缺乏爆发性。

3、产品矩阵持续完善，产能提升助力扩张

3.1、品牌端：品牌历史悠久，华东知名度高

华东地区知名度高，位列佐餐卤味品牌榜第一。作为来自四川嘉州的地产名吃，紫燕百味鸡是中国熟食行业的领跑者，前身为 1989 年创立的钟记油烫鸭，2000 年扎根上海并深耕华东地区，历经 30 余年的发展，享有“无紫燕不成席”的美誉，荣获“2021 年上海食用农产品·十大畅销品牌”、“最具影响力餐饮品牌”等荣誉称号，2020 年上半年被 NCB（餐宝典）2021 年入选中国卤味十大品牌榜，位列卤味第四名、佐餐卤味第一名。

图表 44：公司被评为十大最受欢迎的卤味熟食品牌



序号	品牌名称	欢迎指数
1	周黑鸭	85.30
2	绝味鸭脖	82.16
3	煌上煌	81.44
4	紫燕百味鸡	80.09
5	精武鸭脖	77.18
6	卤人甲	76.84

资料来源：NCBD（餐宝典），华鑫证券研究

图表 45：2021 年被选入中国十大品牌榜



排名	品牌/企业名称	品牌指数
1	绝味鸭脖 绝味食品股份有限公司	960.0
2	周黑鸭 周黑鸭国际控股有限公司	955.6
3	紫燕百味鸡 上海紫燕食品股份有限公司	938.1
4	煌上煌 江西煌上煌集团食品股份有限公司	935.3
5	久久丫 上海久久丫食品股份有限公司	889.4
6	卤人甲 江苏恒昌食品股份有限公司	867.8
7	廖记棒棒鸡 廖记食品连锁股份有限公司	846.6
8	蜀大侠 上海蜀大侠食品股份有限公司	834.1
9	德香斋新式热卤 长沙市掌厨餐饮管理有限公司	832.9
10	隆达鸡爪 四川隆达鸡爪餐饮管理有限公司	815.4

资料来源：央广网，华鑫证券研究

双向沟通铸就好口碑。早在 1996 年，紫燕率先在同行业中开展直接面谈的“顾客恳谈会”，让顾客帮公司找问题，直面市场，得到各界好评。同年，公司又率先聘请 20 余位顾客做生产、销售的监督顾问，不定期举办各种参观、监督、暗访以及联谊活动，让顾客和紫燕双向沟通了解，树立了极好的品牌形象和口碑，2018 年至今连续获得“十大畅销品牌”荣誉称号。

图表 46：多次获得畅销品牌荣誉称号



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 47：深耕华东地区，极具影响力



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

专注场景化营销，培养“带上紫燕回家吃饭”的消费习惯。2014 年，围绕老百姓的餐桌熟食为发展方向，紫燕提出“带上紫燕回家吃饭”的品牌理念，选品以“下饭、下酒”这样的要素为主，如夫妻肺片、猪头肉、卤鸡爪、红油笋丝等。基于这样的定位，紫燕食品的门店选址基本在社区、菜市场，可形成一人带动一户，一户带动一楼，一楼带动一社区的辐射圈，将餐桌熟食与家的维度进行捆绑营销，知名度和复购率迅速提升。

图表 48：紫燕提出“带上紫燕回家吃饭”的品牌理念



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 49：公司选址主要为社区门店，利于社交关系的辐射圈



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

跨界联名、数字营销、公益活动、电商营销等全方位立体式营销引爆流量。近年来，紫燕百味鸡多次与热门游戏 IP 进行跨界联名深受年轻人的追捧，如《绝地求生》《王者荣耀》等。2020 年紫燕百味鸡与完美世界 DOTA2 职业联赛强强联手，将打游戏和吃紫燕深度关联，微博阅读量达到 214 万；2021 年，紫燕百味鸡与吉祥馄饨、人潮汹涌等展开联名跨界营销活动，独家冠名超燃少儿篮球综艺《灌篮少年》；公益方面，紫燕加入支付宝蚂蚁森林“公益林活动”，公益成为消费者心中紫燕百味鸡的年度关键词之一，同时，深圳的近百家紫燕百味鸡门店都积极参与活动并推出定制专属爱心餐，为

环卫工人送温暖；电商方面，紫燕通过抖音、小红书等平台进行宣传引流，加强渗透。

图表 50：紫燕百味鸡多次与热门游戏 IP 进行跨界联名



资料来源：搜狐，华鑫证券研究

图表 51：紫燕百味鸡与完美世界 DOTA2 职业联赛的微博阅读量达到 214 万



资料来源：微博，华鑫证券研究

图表 52：紫燕积极参与公益活动



资料来源：中国食品网络台，华鑫证券研究

图表 53：紫燕在抖音上借助世界杯的热门话题进行推广



资料来源：抖音，华鑫证券研究

品牌多元化战略，发力年轻群体。公司以“椒言椒语”“嗨辣麻唇”等新品牌与年轻群体对话，其中“椒言椒语”成立于 2017 年，主打冷锅串串并进行口味改良，“嗨辣麻唇”则以“麻辣烫研究所”的品牌形象与消费者对话，主打健康麻辣烫，产品上以海鲜等为主，与公司目前产品有较明显区隔，且差异化切入堂食场景。近期，公司推出新锐品牌万美人，主打“东方轻养、健康果泡”理念的爪类小吃，以“美”为品牌核心，满足当代年轻人养生年轻化和新鲜美味诉求，目前已在上海开出门店。

图表 54：椒言椒语主打冷锅串串并进行口味改良



资料来源：知乎，华鑫证券研究

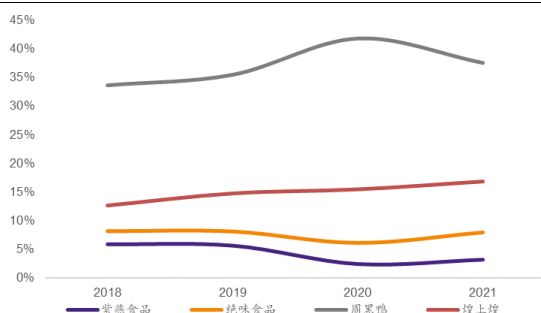
图表 55：嗨辣麻唇以麻辣烫研究所的品牌形象与消费者对话



资料来源：知乎，华鑫证券研究

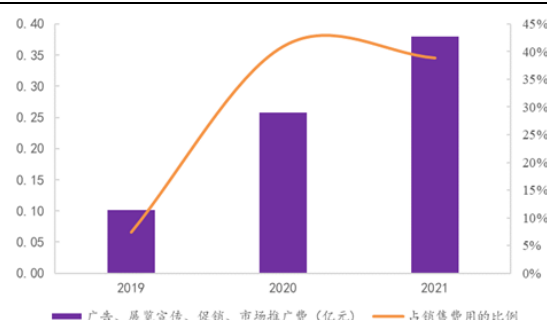
2021 年公司投入 1.2 亿元实施品牌建设和市场推广项目，计划加强对传统媒体如电视媒体广告投入、社区楼宇广告投放等平面媒体投放，同时顺应行业发展趋势加大移动互联网等新媒体广告投入，进一步提高公司品牌影响力和消费者认知度。公司的销售费用率处于行业下游水平，2018 年-2021 年稳中有降，由 5.86% 降至 3.17%。其中，广告、展览宣传、促销、市场推广费在 2020、2021 年的投入力度加大，分别为 0.26、0.38 亿元，占比为 41%、39%，主要系公司在江苏卫视、今日头条、抖音、百度等电视广告平台和网络平台进行品牌推广。

图表 56：销售费用率水平处于行业下游



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 57：品牌推广投入在 2020、2021 年明显加大



资料来源：wind，华鑫证券研究

3.2、产品端：定位佐餐，鲜货产品为主，产品矩阵丰富

主打佐餐卤味，产品矩阵持续完善。公司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，消费场景以家庭消费为主并且兼顾休闲享受、礼品赠送等多元化场景需求，主要品牌为“紫燕”，产品配方传承川卤工艺，融合了川、粤、湘、鲁众味，由于配方独特，消费者的忠诚度和复购率较高。目前产品线以鲜货产品为主，预包装产品为辅，夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡是鲜货产品的大单品，预包装产品一

部分是鲜食，另一部分为气调包装和真空包装，面对线上电商、生鲜超市和礼盒的需求。品类创新方面，公司在 2021 年推出“藤椒板鸭”、“酸汤肥牛”，2022 年，推出新品“凉拌猪头肉”、“五香鸡边腿”“双椒鱿鱼须”、“双椒鱿鱼”四款新品。预计每年推出 5-8 款新品，消费额占比 5%，产品矩阵持续完善。

图表 58：公司主要产品

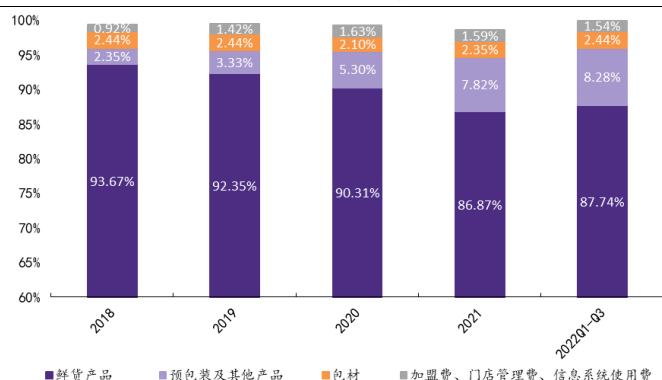
产品线	具体类别	产品示意图			
鲜货类	夫妻肺片				
	整禽类				
					
		香辣休闲类			
		其他鲜货			
					
	预包装产品	预包装产品			
					
					

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

鲜货产品贡献主要营收，预包装产品占比提升，品类发展日趋均衡。分品类看，鲜货产品 2018 年-2021 年营收为 18.76/26.86 亿元，占比分别为 93.67%/86.87%，3 年 CAGR 为 12.71%，2022Q1-Q3 营收为 23.80 亿元，占比为 87.74%，其中夫妻肺片和整禽

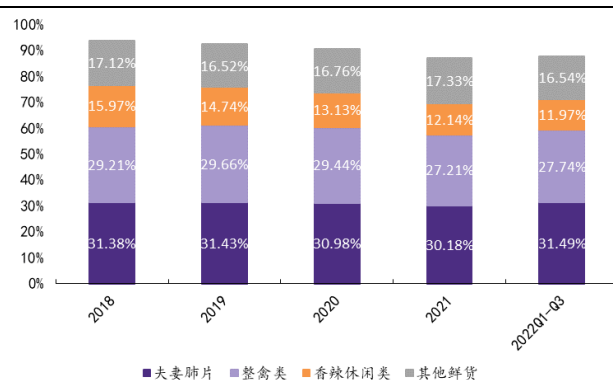
类的营收从 12.13 亿元增至 17.74 亿元，占鲜货产品的比例约为 60%，2021 年两大单品收入占比超过营业收入的 30%，3 年 CAGR 为 13.51%，2022Q1-Q3 营收为 16.07 亿元；预包装产品营收从 2018 年 0.47 亿元增至 2021 年 2.42 亿元，占比由 2.35% 增至 7.82%，3 年 CAGR 为 72.68%，增速较快，预计每年至少增长 50%，2022Q1-Q3 营收为 2.25 亿元，主要系盒马鲜生、叮咚买菜等大型生鲜电商渠道的拓展和子公司花生米、坚果业务的快速扩张。

图表 59：鲜货产品为主要营收贡献，占比接近 90%



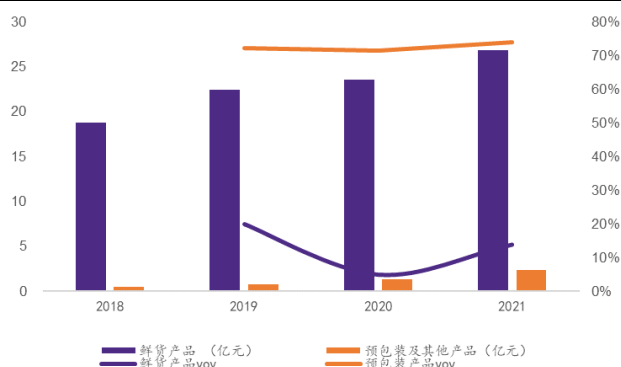
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 60：2021 年两大单品收入占比超过营业收入的 30%



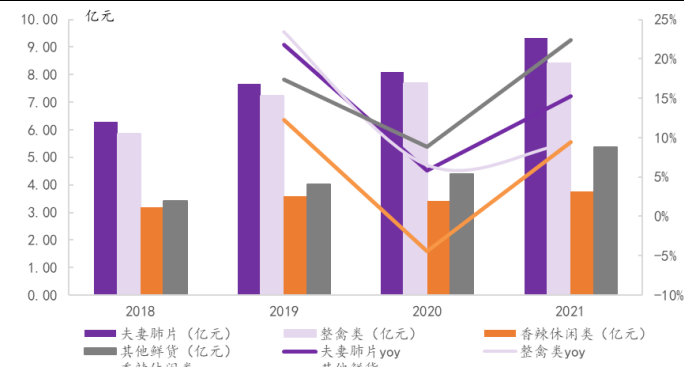
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 61：预包装产品增速较高



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 62：夫妻肺片和其他鲜货的增速领先

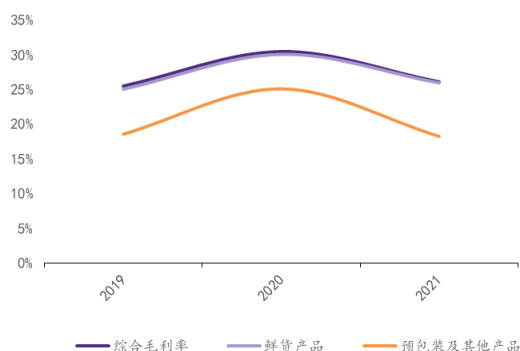


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

各品类毛利率相对平稳，提价缓解成本端压力。2019-2021 年，公司综合毛利率分别为 25.46%/26.06%，其中鲜货产品毛利率分别为 18.55%/18.22%，预包装产品毛利率分别为 17.26%/25.13%，毛利率的提升主要依靠鲜货产品的拉动，其中整禽类的毛利率最高，其次是夫妻肺片，两大核心单品对毛利率的影响较大。2020 年毛利率提升较快，主要系：1) 畜类原材料供应逐步释放，价格回落带动单位成本下降；2) 2019 年先后多次对产品出厂价格进行上调，提价红利影响于 2020 年显现。2021 年，公司剔除产品配送成本影响的毛利率水平有所下降，主要系：1) 公司产能整合逐步完成带动制造费用上升；2) 禽类、牛类原材料价格上涨压缩利润空间。经过 2019 年多次价格调整，夫妻肺片、五香牛肉、飘香猪手等以畜类原材料为主的产品价格涨幅相对较大；2021

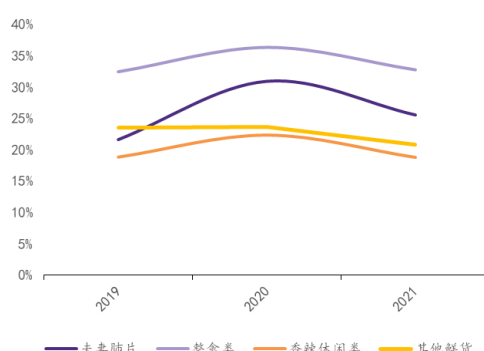
年对夫妻肺片产品及其他鲜货产品中牛肉、牛杂类产品进行价格上调，并对夫妻肺片中部分猪副类产品及翅尖产品进行价格下调。

图表 63：毛利率整体保持平稳



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 64：夫妻肺片、整禽类产品的毛利率较高



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 65：公司主要产品出厂价变化情况（元/千克）

产品类别	单品	调价前	2019 年 4 月	2019 年 9 月	2019 年 11 月
夫妻肺片	夫妻肺片	98.80 元	110.8 元/106.3 元 /101.8 元/93.8 元 组合分档价格	132.8 元;102.8 元 ;82.80 元 食材分类定价	137.8 元;110.8 元; 92.8 元 食材分类定价
整禽类	百味鸡	42.98 元	保持不变	44.98 元	47.18 元
	藤椒鸡	48.30 元	保持不变	52.16 元	54.36 元
香辣休闲类	短爪产品	51.90 元	保持不变	54.50 元	57.50 元
	虎皮凤爪	51.90 元	保持不变	54.90 元	54.90 元
其他鲜货	五香牛肉	104.00 元	121.00 元	133.10 元	142.10 元
	飘香猪手	56.50 元	68.00 元	78.20 元	83.20 元

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 66：公司产品历年提价情况（元/千克）

品类	产品	提价前	2019 年 4 月	2019 年 9 月	2019 年 11 月	2021 年 9 月
夫妻肺片	夫妻肺片	98.80 元	按牛类产品占比进行 差异化定价，分为 110.8（65%牛类产品）、 106.3（55%牛类产品）、 101.8（45%牛类产品）、 93.8 元（30%牛肉）	按食材类型分类定 价，其中牛肉、牛副 产品单价为 132.80 元/千克；猪副产品 单价为 102.80 元/ 千克；其他产品为 82.80 元/千克	按食材类型分类定 价，其中牛肉、牛 副产品单价为 137.80 元/千克； 猪副产品单价为 110.80 元/千克； 其他产品为 92.80 元/千克	按食材类型分类定 价，其中牛肉、牛 肚、牛百叶 150.80 元/千克；猪耳、猪 舌、猪红肠、猪脆 肠 100.80 元/千 克；其余食材价格 不变
整禽类	百味鸡	42.98 元	保持不变	44.98 元	47.18 元	保持不变
	藤椒鸡	43.80 元	保持不变	52.16 元	54.36 元	保持不变
	短爪产品			54.50 元	57.50 元	保持不变
	虎皮凤爪				54.90 元	保持不变
香辣休闲类	酸辣凤爪、青 椒柠檬凤爪	51.90 元	保持不变	保持不变	保持不变	63.80 元
	翅尖产品					43.90 元
其他鲜货	五香牛肉	104.00 元	121.00 元	133.10 元	142.10 元	155.10 元
	飘香猪手	56.50 元	68.00 元	78.20 元	83.20 元	保持不变

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2019 年-2020 年，公司夫妻肺片产品、整禽类产品、香辣休闲类和其他鲜货产品平均单价分别同比+9.06%/+5.14%/-4.24%/-0.96%。一方面，2019 年价格调整使得 2020 年全年平均价格进一步拉高；另一方面，公司在疫情后加大了返利激励力度，单位产品返利金额有所上升，抵消了部分调价影响。2021 年，公司价格调整涉及物料种类较少，鲜货产品平均单价总体保持稳定，香辣休闲类产品受结构因素影响平均单价有所下降。预包装及其他产品的单价分别为 34.43 元/千克、37.17 元/千克、26.38 元/千克。2020 年较 2019 年上升 7.94%，2021 年较 2020 年下降 29.01%。预包装及其他产品销售金额相对较小，预包装及其他产品业务尚在快速发展的过程中，产品结构变化较大，对预包装及其他产品平均单价影响较大。2021 年子公司连云港香万家花生米业务规模逐步扩大，由于花生米产品的价格较低，使得预包装及其他产品平均单价下降较多。

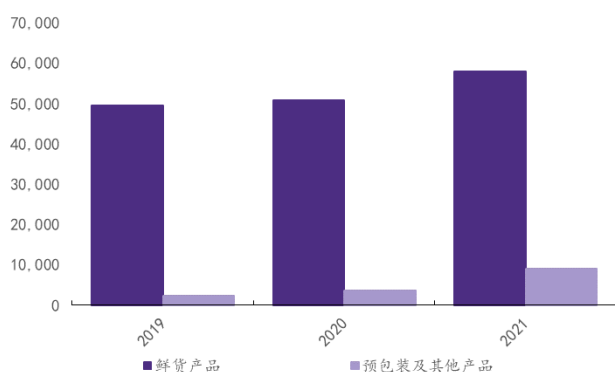
图表 67：公司鲜货产品各细分产品平均单价及变动情况（元/千克）

产品	2019 年	2020 年		2021 年	
	金额	金额	变动率	金额	变动率
夫妻肺片	91.60	99.89	9.06%	101.77	1.88%
整禽类	36.74	38.63	5.14%	38.59	-0.09%
香辣休闲类	42.93	41.11	-4.24%	40.09	-2.47%
其他鲜货	30.42	30.13	-0.96%	30.45	1.06%

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

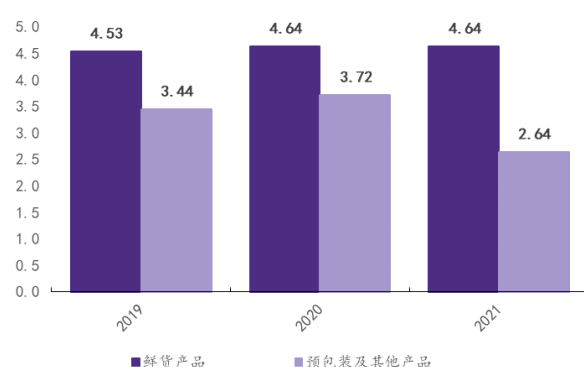
量增为主要驱动力。2019 年-2021 年鲜货产品的销售量为 4.96/5.80 万吨，CAGR 为 8.14%，2020 年受疫情影响销量增速放缓；预包装产品销售量为 0.24/0.92 万吨，CAGR 为 95.79%，公司通过盒马鲜生、叮咚买菜等大型生鲜电商渠道扩张，销量稳步增长。**吨价方面**，2019 年-2021 年鲜货产品为 4.53/4.63 万元/吨，CAGR 为 1.10%，价增主要来自于 2018、2019 年两次上调出厂价，预包装产品为 3.44/2.64 万元/吨，CAGR 为 -12.4%，由于花生米产品的价格较低，使得预包装及其他产品平均销售价格下降较多。

图表 68：2019-2021 年鲜货产品、预包装产品销售量（吨）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 69：2019-2021 年鲜货产品、预包装产品吨价



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

3.3、渠道端：全渠道立体化建设，二级销售网络加速扩张

二级经销模式为主，全渠道建设日益完善。公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，构建了“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”的两级销售网络，即公司主要通过旗下的经销商来拓展加盟店，经销商自行设立或发展下属的二级加盟商，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，从而降低自行开发终端加盟门店的不确定性以及对终端渠道的管理复杂度，实现业务规模的快速拓展。另外，公司构建了包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等渠道在内的多样化立体式营销网络体系。截至目前，公司于第三方电商渠道方面已经覆盖天猫商城、京东、有赞商城、微信等主流电商平台，实现了对绝大多数网购消费者群体的覆盖；同时开展了与盒马鲜生、叮咚买菜为代表的大型 O2O 生鲜电商的合作。同时，公司还针对批量采购或定制采购需求开设团购通道，以满足不同层次客户的需求。

图表 70：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



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

公司在分散化经营阶段于各个销售区域设立管理团队，管理团队在各自区域深耕多年，掌握较多的区域门店资源。2016 年，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，赵邦华、邓绍彬等十多名原区域管理人员离职后成为公司的经销商，经过多年的发展，该等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。截至 2022 年 12 月，公司在全国拥有 94 家经销商，总门店数达到 6142 家，市场占有率和影响力不断提高。

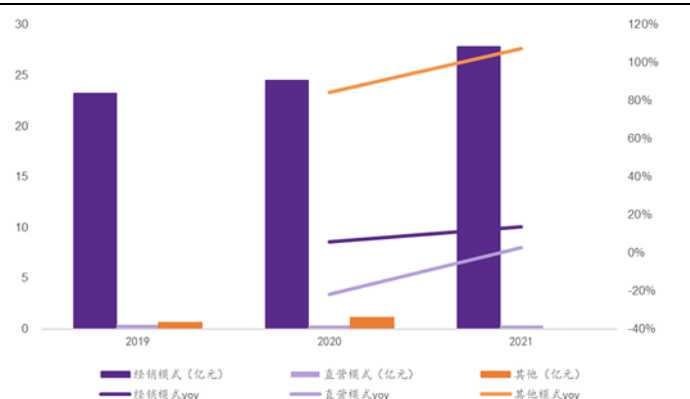
图表 71：2016 年销售模式调整前后，对比情况如下

项目	2016 年前主要销售模式	2016 年后主要销售模式
1 购销关系	公司以买断式销售的方式将产品销售直接加盟门店，再由直接加盟门店将产品销售至终端消费者。	以买断式销售方式将产品销售至省/市区域经销商，然后将产品销售至终端加盟门店，再由终端加盟门店将产品销售至终端消费者。
2 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。
3 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。
4 加盟门店的日常管理	公司在各地区的子公司履行对所在区域加盟门店的日常监督管理职责，保证加盟门店的经营符合公司对店铺装修、室内设备、终端销售定价、员工培训、对外宣传、市场促销等统一品牌运营管理的相关要求。各加盟门店实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。	经销商可以自行设立或发展下游的终端加盟门店，并履行对加盟门店的日常监督管理职责，保证终端加盟门店的经营符合公司对店铺装修、室内设备、终端销售定价、员工培训、对外宣传、市场促销等统一品牌运营管理的相关要求。公司对经销商及其终端加盟门店不具有控制权，各经销商及终端加盟门店实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。
5 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，华鑫证券研究

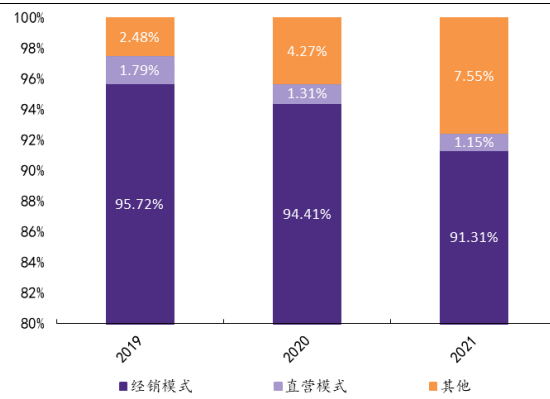
直营为主，经销为辅，电商等新兴渠道快速发展。2019-2021 年，公司经销模式收入从 23.2 亿元增长至 27.85 亿元，CAGR 为 9.56%，占比维持在 90%以上，2021 年有所下滑，主要系近年来公司持续推动立体化渠道建设，电商、商超和团购等渠道增长较快所致。直营收入从 0.44 亿元下降至 0.35 亿元，CAGR 为-10.81%；其他渠道收入从 0.60 亿元增至 2.30 亿元，CAGR 为 95.79%，占比从 2.48%提升至 7.55%，近年来发展迅速，主要系公司近年来持续推动电商、团购、商超等渠道建设，目前已经和天猫、京东、有赞和微信等主流电商平台达成合作，并在盒马、叮咚买菜等 O2O 生鲜超市铺设产品，产品渠道建设逐渐完善。公司保留少数直营门店主要是出于店铺形象设计、获取消费者反馈、累积门店经营管理经验及人员培训等目的。截至 2021 年底，公司共在上海及武汉等地区开设 28 家直营门店。

图表 72：2019-2021 不同模式营收及增速



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 73：不同渠道模式的营收占比，经销为主要模式

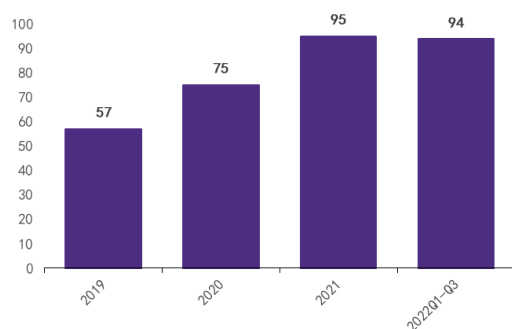


资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2019 年-2021 年，公司经销商数量分别为 57 家、75 家和 95 家，各期新增经销商数量分别为 16 家、20 家和 36 家，截至 2022Q3，经销商数量为 94 家。经销商数量稳步增长，主要系公司进一步拓展新市场，逐步与新经销商建立区域市场合作。2022 年第三季度净减少 1 家，主要系公司会与业绩不达标的经销商友好解除。门店数量在经销模式的带动下从 2020 年的 4334 家增长至 2022 年 12 月 6142 家，保持持续扩张的态势。

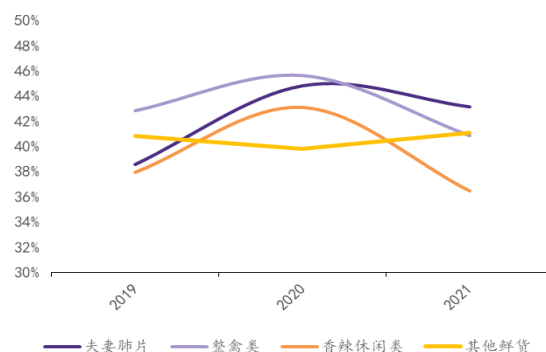
公司考虑自身利润空间和持续盈利能力，制定全国统一出厂价，通过给予经销商返利，保障不同地区经销商均有合理的利润空间，公司主要产品在经销模式平均售价与直营模式平均售价差异率整体在 35.00%-45.00%之间。2021 年，夫妻肺片、整禽类、香辣休闲类产品直营销价格与经销销售价格之间的差异同比下降，主要系公司 2021 年对经销商销售出厂价格调整涉及物料种类较少，经销模式价格基本保持稳定，并且由于 2021 年整禽类等推出较多新品并且开展新品促销活动，价格下降，另外公司开立 4 家赛八珍直营门店，相较紫燕主品牌，赛八珍品牌定位有所下移，相关产品如八珍肺片、八珍贡鹅等主打低价格、严品控，直营模式下产品价格下降。

图表 74：经销商数量整体稳健增长



资料来源：招股说明书，公司公告，华鑫证券研究

图表 75：主要产品在经销模式平均售价与直营模式平均售价差异率整体在 35%-45%之间



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

经销模式下，公司与经销商签订《特许经营合同》，授权经销商在协议约定的区域内经销公司的特许经营产品、使用公司的商标、招牌、服务标记等，在统一的品牌形象下销售公司品牌产品及提供相关服务。经销商向公司买断产品，获得公司授权其在约定经营区域内经销特许产品，通过加盟门店实现终端销售。经销商可以自行设立或发展下游的终端加盟门店，并履行对加盟门店的日常监督管理职责，保证终端加盟门店的经营符合公司对店铺装修、室内设备、终端销售定价、员工培训、对外宣传、市场促销等统一品牌运营管理的相关要求。公司对经销商及其终端加盟门店不具有控制权，各经销商及终端加盟门店实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司业务指导与监督。

图表 76：经销模式下，公司与经销商及终端加盟门店的业务关系

项目	经销商	终端加盟门店
销售模式	经销模式下，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，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。	
加盟费用	公司根据各经销商管理的终端加盟门店数量向经销商收取相应的加盟费用	经销商根据市场开拓情况向终端加盟门店收取相应的加盟费用
销售关系	发行人与经销商之间建立销售关系，并与经销商进行结算	经销商与终端加盟门店建立销售关系，并与终端加盟门店进行结算
采购流程	为提升运营效率，经销商通过协议授权终端加盟门店通过智能 POS 系统直接向公司报送每日商品订货量，系统自动生成订单上传给发行人，公司与经销商在订货后 2 日核对其下辖所有门店订货当天的订货量及交货情况	终端加盟门店每天通过智能 POS 系统报送次日或者后日的商品订货量
发货流程	经销商无仓库，不参与商品配送环节	公司根据终端加盟门店订货量安排冷链运输，将商品直接运送到终端加盟门店
确认收货流程	终端加盟门店收货后视同经销商确认收货	终端加盟门店收货后进行数量及种类核验，通过 POS 系统确认收货
结算流程	经销商与发行人在终端加盟门店确认收货后 2 日对账，并依照约定结算	经销商与终端加盟门店结算
产品定价方式	发行人销售给经销商的产品价格由发行人统一制定	经销商销售给终端加盟门店的价格以及终端加盟门店销售给消费者的价格由经销商制定，但需要提前报备给发行人

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

2019 年-2021 年，经销商平均管理的终端加盟门店数量分别为 59 家、61 家和 51 家，平均单店销售金额分别为 102.00 万元、93.41 万元和 90.33 万元。2020 年-2021 年，平均单店销售金额分别同比下降 8.42%和 3.30%，主要系新增门店系新开拓市场区域门店，处于市场培育期，收入规模尚小，品牌认可度以及影响力仍有较大增长空间，叠加新冠疫情的影响，因此平均单店销售金额在报告期内被摊薄。

图表 77：2019 年-2021 年经销商平均管理终端加盟门店数量、平均单店销售金额

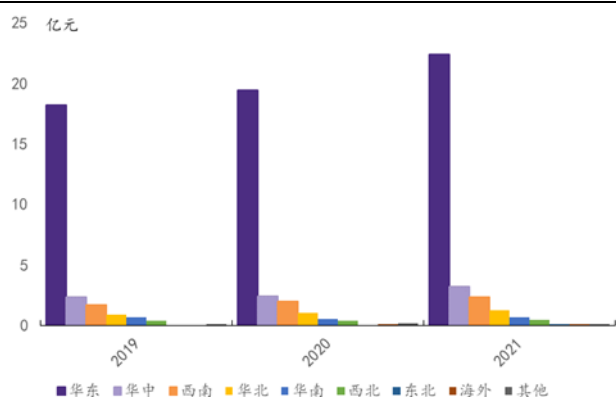
	2019	2020	2021
经销商平均管理的终端加盟门店数量（家）	59	61	51
平均单店销售金额（万元）	102.00	93.41	90.33

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

3.4、区域扩张：华东为优势市场，经销模式加速扩张

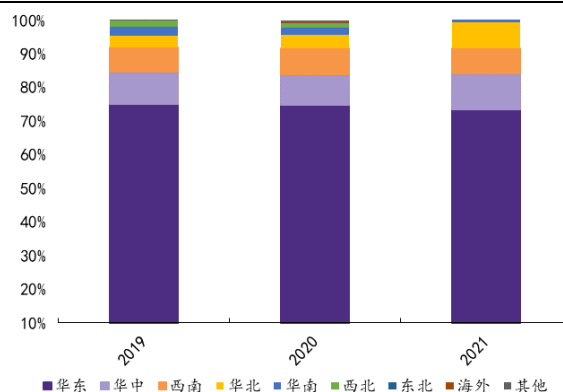
深耕华东市场，全国扩张潜力大。公司起家于华东市场，优势市场主要集中在华东、华中和西南地区，开拓时间较长，销售区域较为集中，尚未形成全国性的社会知名度。2019-2021 年，华东市场营收占比维持在 70%以上，华中、西南地区的占比分别在 10%、7%左右，全国空白区域较多，可覆盖开拓的市场空间极大。截至 2022Q3，华东、华中、西南、华北地区营收占比分别为 73%/11%/8%/4%/2%/1%/1%/0.4%，华中、西南、华北市场营收占比增速较快，同比 2019 年提升 1.42、0.50、0.57pct。

图表 78：华东市场的营收远远领先其他区域（亿元）



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 79：华东市场营收占比最大



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

门店数量方面，窄门餐眼数据显示，截至 2022 年 12 月，上海、南京、武汉、苏州、合肥门店数分别达 555、384、323、267、245 家，占比分别达到 9.03%、6.25%、5.26%、4.34%、3.99%。未来，公司将以既有市场优势为基础，进一步渗透销售网络密度相对不足的城市，完善全国化门店网络，加快公司品牌在全国的深入布局。根据渠道调研，公司近年针对没有覆盖或品牌认知不够的地区进行开发，主要开发了东北、海南、福建和甘肃。

图表 80：公司门店在全国分布情况

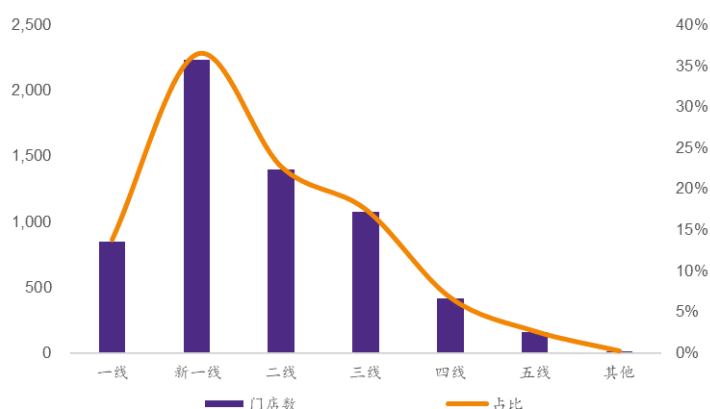


资料来源：窄门餐眼，华鑫证券研究

门店主要集中在新一线、二线城市。截至 2022 年 12 月，新一线/二线/三线/一线门店数量分别为 2237/1395/1075/847 家，占比分别为 36.4%/22.7%/17.49%/13.78%，四线及以下城市的门店布局较少，有较大的渠道下沉空间。根据渠道调研显示，公司预计全年保持 1000-1500 家门店的扩张节奏，闭店系疫情原因，部分大城市店主选择关店回家。公司每年的开店计划为成熟城市加密和新区域拓展并行。从分布场景看，紫燕场

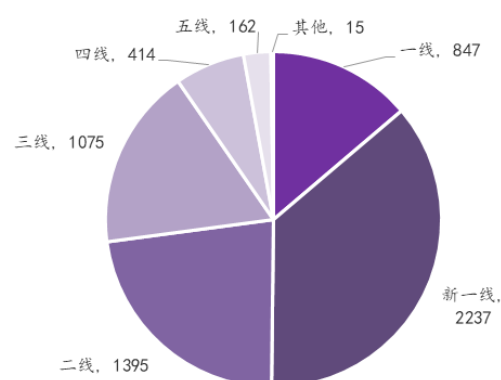
景主要位于社区、农贸市场等。

图表 81：门店主要集中在新一线、二线城市



资料来源：窄门餐眼，华鑫证券研究

图表 82：新一线、二线城市的门店数量占比超 6 成



资料来源：窄门餐眼，华鑫证券研究

截至 2021 年，公司加盟门店数量为 5132 家，平均每家经销商下属门店约为 66 家，直营门店数量为 28 家。2019 年-2020 年，公司出于经营战略考虑，逐步关闭位于苏州的直营门店，因此直营门店数量有所减少，2021 年在上海、武汉新设子品牌赛八珍直营门店，并在沈阳开设直营门店，因此直营门店数量增加。

图表 83：2019-2021 年加盟门店数量持续上升

	2019	2020	2021
加盟门店	3511	4365	5132
直营门店	28	22	28

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

直营门店的坪效、客单价和日均存货结余情况与同地区加盟门店不存在显著差异。其中，公司 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。

图表 84：直营门店的坪效、客单价和日均存货结余情况与同地区加盟门店不存在显著差异

	直营门店			同地区加盟门店		
	坪效 (万元/m²)	客单价 (元)	日均存货结余金额 (元)	坪效 (万元/m²)	客单价 (元)	日均存货结余金额 (元)
2019	7.24	33.12	4526.63	7.71	36.91	3526.52
2020	7.88	38.42	4575.64	7.23	38.05	4378.89
2021	7.06	37.09	4526.63	7.89	36.91	4376.29

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

公司单店模型方面，回本周期较短，投资成本相对较低，有望吸引更多加盟商。

1) 单店营收较高: 2019 年-2021 年公司单店的年度销售额为 102/93.41/90.33 万元, 受疫情影响叠加门店扩张, 新开发区域仍处于培育期, 规模较小, 2020、2021 年单店营收略有下滑; 2) 毛利率: 2019 年-2021 年经销商及门店环节毛利率为 34.89%/38.33%/37.09%, 新城市可享受货折返利; 3) 净利率在 14%-16%左右; 4) 客单价在 33-38 元之间, 相对较高; 5) 回本周期: 根据渠道调研显示, 回本周期在 7-12 个月左右, 相对较快。

图表 85: 公司单店模型

	2019	2020	2021
单店销售额 (万元)	102	93.41	90.33
单店日销 (元)	2833	2595	2509
客单价 (元)	33.78	38.05	36.91
客单数/日	84	68	68
经销及门店环节毛利率	34.89%	38.33%	37.09%
毛利 (万元)	35.6	35.8	33.5
单店人数	1-2	1-2	1-2
人工成本 (万元)	9.9	9.9	9.9
租金成本 (万元)	6	6	6
信息系统使用费 (万元)	0.20	0.20	0.20
损耗、水电费用 (万元)	4.4	4.4	4.4
净利润 (万元)	15.1	15.3	13
净利率	14.80%	16.38%	14.39%
回本周期 (月)	7-12	7-12	7-12
单店面积 (m²)	13	13	11
坪效 (万元/m²)	7.71	7.23	7.89

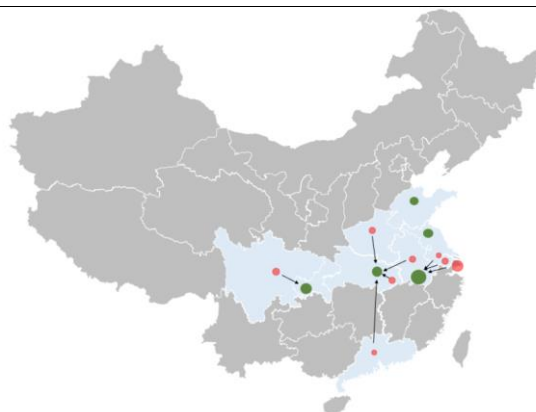
资料来源: 加盟费查询网, 搜狐网, 渠道调研, 招股说明书, 华鑫证券研究

3.5、产能端: 供应链布局合理高效, IPO 项目提升产能

公司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, 针对公司有特殊采购需求的非大宗商品, 公司通过签署长期合作协议及价格锁定协议锁定优质供应商的产能资源及产品价格, 从而有效保证公司能及时以合理成本获得充足的优质原料。

供应链效率较高, 产能布局辐射全国。2019 年以来, 公司产能处于满负荷状态, 为支撑公司业务规模的稳定增长, 公司对各区域生产基地进行集中化整合, 逐步开设新的大型生产基地, 公司目前共有 5 个生产基地, 形成目前以宁国、武汉、连云港、山东、重庆等 5 家工厂辐射全国的产能布局, 形成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坚实的供应保障。

图表 86：公司生产基地转移情况



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

从产能利用率看，2019 年，公司产能利用率处于饱和状态，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。2020 年，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。

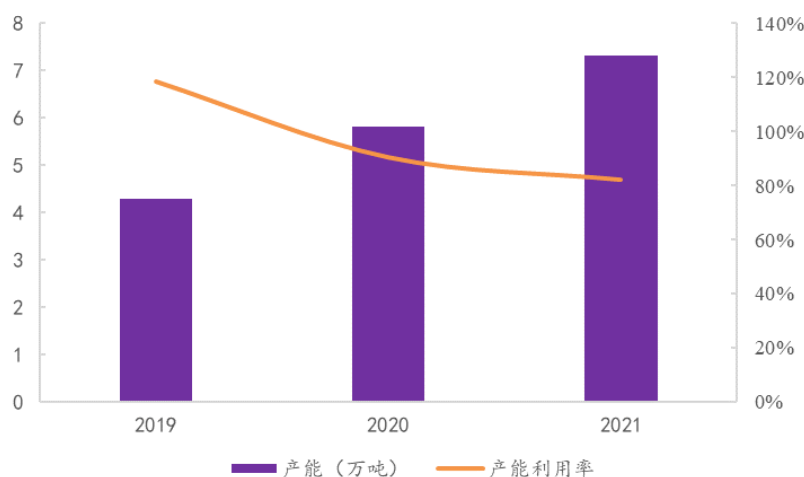
图表 87：公司卤制品产能、产量情况

	2019	2020	2021
产能（万吨）	4.30	5.82	7.32
卤制食品产量（万吨）	5.10	5.27	6.03
产能利用率	118.61%	90.63%	82.33%

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

IPO 募投项目提升产能。随着卤制品行业规模的增长和公司门店的全国化扩张，公司首次 IPO 预计募集资金总额 6.36 亿元，扣除 0.71 亿元，的发行费用后，共募集资金净额 5.65 亿元。本次募投项目“宁国食品生产基地二期”“荣昌食品生产基地二期”实施后，可快速复制、扩张制造工艺和标准化产品，通过各生产基地的联动，战略性扩大产能。“宁国食品生产基地二期”达产后将新增年产 11000 吨卤制品的生产能力，“荣昌食品生产基地二期”达产后将新增年产 8000 吨卤制品的生产能力，两个项目合计新增年产 19000 吨卤制品生产能力，按照 2021 年产能测算，公司未来卤制品的产能年复合增长率为 5.94%。

图表 88：2019 年-2021 年公司产能、产能利用率情况



资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

图表 89：公司 IPO 募投项目具体情况

项目名称	项目投资总额 (亿元)	新增产能	预计新增收入	投资回收期 (含建设期)	用途
宁国食品生产基地二期	2.49	1.1 万吨	5.28 亿元	5.67 年	推陈出新，优化产品结构；推陈出新，优化产品结构；加强会员体系优化、门店改造迭代，以扩展消费群体、增加消费频次
荣昌食品生产基地二期	1.71	0.8 万吨	3.226 亿元	5.68 年	
仓储基地建设	1.26			2 年	将建成一座大型原材料仓储基地，以应对市场的不断变化，保障原材料的安全、稳定供应
研发检测中心建设项目	0.88			2 年	设备智能化、自动化升级改造，生产线设计与改进，以及工艺定制、设备定制等方向的技术研发；建设产品研发中试中心，围绕产品、配方、原料等方面开展创新研究，丰富公司的产品品类，提升营养、风味；建设包含 CMA/CNAS 标准化实验室、食材检测室、生产环境检测室以及实验培训基地的专业检测中心，提升食品安全检验检测水平
信息中心建设项目	0.45			2 年	建设满足公司未来 3-5 年业务需求的数据机房；搭建安全、高效、基本覆盖公司全业务流程的协同管理平台，创造较为有利的办公、管理条件。
品牌建设及市场推广项目	1.20				品牌建设（社区、楼宇、卤味节）、天猫（钻展、直通车等）/京东旗舰店推广及渠道建设，提升公司品牌影响力和消费者认知度，拓展营销渠道，步扩大并完善线上销售渠道，挖掘潜在客户群体，步扩大并完善线上销售渠道，提升市场份额

资料来源：招股说明书，华鑫证券研究

4、 盈利预测

当前佐餐处于快速发展期，我们认为公司作为龙头有望持续提升份额，当前全国化仍处于早期。预计 2022-2024 年 EPS 为 0.72/1.07/1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 45/30/24 倍，维持“买入”投资评级。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,092	3,550	4,271	5,082
增长率（%）	18.3%	14.8%	20.3%	19.0%
归母净利润（百万元）	328	267	394	502
增长率（%）	-8.7%	-18.4%	47.4%	27.5%
摊薄每股收益（元）	0.89	0.72	1.07	1.36
ROE（%）	27.1%	21.3%	29.7%	35.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、原材料上涨风险、门店开拓不及预期等。

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	3,092	3,550	4,271	5,082
现金及现金等价物	244	307	391	525	营业成本	2,423	2,925	3,434	4,050
应收款	70	73	82	91	营业税金及附加	32	28	33	38
存货	129	138	152	157	销售费用	98	110	128	152
其他流动资产	180	195	214	244	管理费用	170	177	209	244
流动资产合计	623	712	838	1,017	财务费用	0	-7	-11	-14
非流动资产：					研发费用	8	9	11	13
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	276	289	337	395
固定资产	1,053	991	929	868	资产减值损失	-4	-2	-1	0
在建工程	15	6	2	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	97	92	87	83	投资收益	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	23	23	23	23	营业利润	429	326	479	611
其他非流动资产	200	200	200	200	加：营业外收入	6	2	4	3
非流动资产合计	1,387	1,312	1,241	1,174	减：营业外支出	6	2	3	2
资产总计	2,010	2,024	2,079	2,191	利润总额	429	326	480	612
流动负债：					所得税费用	109	65	96	121
短期借款	80	30	0	10	净利润	320	261	385	490
应付账款、票据	148	162	171	179	少数股东损益	-8	-6	-9	-12
其他流动负债	328	328	328	328	归母净利润	328	267	394	502
流动负债合计	611	578	563	587					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	190	190	190	190	营业收入增长率	18.3%	14.8%	20.3%	19.0%
非流动负债合计	190	190	190	190	归母净利润增长率	-8.7%	-18.4%	47.4%	27.5%
负债合计	800	768	753	776	盈利能力				
所有者权益					毛利率	21.6%	17.6%	19.6%	20.3%
股本	370	370	370	370	四项费用/营收	8.9%	8.1%	7.9%	7.8%
股东权益	1,209	1,257	1,326	1,415	净利率	10.3%	7.4%	9.0%	9.7%
负债和所有者权益	2,010	2,024	2,079	2,191	ROE	27.1%	21.3%	29.7%	35.5%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	39.8%	37.9%	36.2%	35.4%
净利润	320	261	385	490	营运能力				
少数股东权益	-8	-6	-9	-12	总资产周转率	1.5	1.8	2.1	2.3
折旧摊销	88	75	71	66	应收账款周转率	44.1	48.7	52.1	56.2
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	18.9	21.5	22.8	26.1
营运资金变动	-59	-10	-27	-30	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	341	320	420	515	EPS	0.89	0.72	1.07	1.36
投资活动现金净流量	-148	70	66	62	P/E	36.4	44.6	30.3	23.7
筹资活动现金净流量	-131	-264	-345	-392	P/S	3.9	3.4	2.8	2.3
现金流量净额	63	126	141	185	P/B	9.8	9.4	8.9	8.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2 年食品饮料卖方研究经验。于 2022 年 1 月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市

场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人力力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。