



2023-01-02

公司深度报告

买入/调高

紫燕食品(603057)

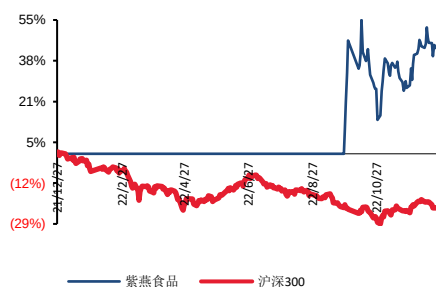
目标价: 44

昨收盘: 31.47

食品饮料 休闲食品

紫燕食品公司深度：佐餐卤味龙头，万店成长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	412/42
总市值/流通(百万元)	12,966/1,322
12 个月最高/最低(元)	33.76/21.82

相关研究报告：

紫燕食品(603057)《紫燕食品：收入稳步增长，盈利提升可期》
——2022/11/01

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

研究助理：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190122080015

报告摘要

公司概况：紫燕食品为佐餐卤味行业的龙头公司。紫燕食品创立于1996年，主营业务为卤制食品的研发、生产和销售，主要品牌为“紫燕”。截至2021年末，紫燕终端门店数量合计超过5100家，主要产品包括鲜货产品（夫妻肺片、百味鸡等）和预包装产品，应用场景以佐餐卤味为主、休闲卤味为辅。销售模式上，公司以经销模式为主，销售区域集中在华东和华中。公司在2016年对经销模式进行了改革，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，这一转变下，公司业务规模增长速度明显加快。此外，公司鼓励原区域管理人员（前员工）离职后成为公司的经销商，近几年前员工经销商贡献了公司80%左右的收入，我们认为随着新市场新经销商的开拓，公司前员工经销商的收入占比有望逐步下降。

行业分析：佐餐卤味赛道向连锁化、规模化发展，龙头具备较大发展空间。（1）卤制品行业市场规模呈扩张态势，企业注册量高增，2015-2020年卤制品企业注册量复合增长率为26.4%，呈现高增长状态。（2）佐餐卤制品 vs 休闲卤制品：与休闲卤味相比，佐餐卤味消费场景偏正餐，品牌化、标准化程度低，未来单店经营效率、连锁化、规模化发展空间大。2021年佐餐卤制食品市场规模为1942亿元，预计2025年可达到2799亿元，2020-2025年CARG为11.40%。（3）2020年，我国佐餐卤制食品行业CR3为3.5%，行业集中度较低，其以小作坊经营模式为主，经营相对分散。未来随着行业发展及技术进步，佐餐卤制品行业集中度将会得到提升，佐餐卤味龙头具有相对更大的发展空间。

公司逻辑：门店不断扩张、单店收入提升下收入、盈利双增。1）门店方面：中性、乐观预测下，我们预计公司的开店空间分别在1.4-1.5、3.1万家。近年来，公司门店每年净增650-850家，以每年750家净增门店数量计算，公司尚需10-12年达到中性预测下的开店规模。2）单店方面：公司的单店收入提升关键在于提升转化率和复购率，过去公司成熟城市同店每年增长5%，我们认为这一趋势有望持续。3）盈利方面：2021年公司收入、归母净利率分别为30.92亿元、10.59%，在毛利率稳步提升、期间费用率稳步下降、税率25%的情况下，公司净利润率有望达到12-14%，规模效应下远期或可达15%，在同业中处于中等偏上水平。

盈利预测及估值：我们认为公司作为佐餐卤味行业龙头企业，门店业务兼具确定性和成长性，独特的经销模式利于门店不断扩张。供应链

方面，公司产能不断增长支撑业务的高速增长。我们看好公司未来的成长潜力，预计公司 2022-2024 年收入增速为分别为 15%、20%、20%，归母净利润增速分别为为-15%、45%、30%，EPS 分别为 0.67、0.98、1.27 元/股，按照 2024 年业绩给予 35X 估值，一年目标价 44 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、市场开拓不及预期、食品质量安全风险、销售渠道管理风险、销售区域集中度高风险等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,092	3,561	4,283	5,125
(+/-%)	18%	15%	20%	20%
净利润(百万元)	328	278	402	522
(+/-%)	-9%	-15%	45%	30%
摊薄每股收益(元)	0.80	0.67	0.98	1.27
市盈率(PE)	40	47	32	25

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司概况：佐餐卤制品行业龙头	6
(一) 发展历程	6
(二) 股权结构	7
(三) 产品情况	7
(四) 销售模式	9
二、行业分析：佐餐卤味行业向连锁化、规模化发展	15
(一) 千亿级卤制品行业高速增长	15
(二) 佐餐 VS 休闲：佐餐卤味规模化、连锁化提升空间大	17
(三) 佐餐赛道市场集中度不高，“一超多强”布局稳固	22
三、公司逻辑：门店不断扩张、单店收入提升下规模、盈利双增	24
(一) 开店：中性、乐观预测下门店空间或达 1.4-1.5、3.1 万家	25
(二) 单店：关键在于提升转化率和复购率	28
(三) 盈利：规模效应下远期利润率或可达 15%	30
四、盈利预测及估值	33
(一) 盈利预测	33
(二) 估值及投资建议	34
五、风险提示	34

图表目录

图表 1：公司发展历程	7
图表 2：公司股权结构	7
图表 3：公司产品结构	8
图表 4：公司鲜货产品结构	8
图表 5：公司鲜货产品矩阵	8
图表 6：公司预包装产品矩阵	9
图表 7：公司终端销售渠道模式	9
图表 8：分渠道收入占比	9
图表 9：公司各销售模式收入（亿元）及增速	10
图表 10：公司经销商情况	11
图表 11：前员工经销商贡献收入（亿元）	11
图表 12：分地区收入（万元）	11
图表 13：前员工经销商贡献收入（亿元）	11
图表 14：公司加盟门店数量（家）	12
图表 15：公司经销商管理门店情况	12
图表 16：直营模式与经销模式销售价格差异率	12
图表 17：公司业务规模增长情况	13
图表 18：加盟门店平均单店销售金额（万元）	13
图表 19：公司向经销商收取的各类费用	13
图表 20：公司直营门店情况	14
图表 21：公司直营门店单店坪效及客单价	14
图表 22：公司直营门店同地区加盟门店地单店坪效及客单价	14
图表 23：公司直营门店同地区加盟门店地单店坪效及客单价	15
图表 24：2018-2023 年中国卤制品行业市场规模	16
图表 25：2011-2020 年中国卤制品企业注册量	16
图表 26：居民人均可支配收入及消费支出	17
图表 27：城镇人口和农村人口数量对比	17
图表 28：佐餐卤制食品与休闲卤制食品对比	18
图表 29：佐餐卤制食品与休闲卤制食品市场份额对比	18
图表 30：佐餐卤制食品与休闲卤制食品规模对比	18
图表 31：佐餐卤制食品市场规模	18
图表 32：佐餐卤制食品与休闲卤制食品各品牌对比	19
图表 33：门店连锁赛道筛选框架	19
图表 34：佐餐卤制食品与休闲卤制食品各品牌对比	20
图表 35：21 佐餐与休闲卤制食品供应链能力对比	21
图表 36：门店数量及增速	21
图表 37：卤味代表品牌成熟单店模型拆解	21
图表 38：小作坊经营和跨区域经营模式对比	22
图表 39：佐餐卤味主要企业对比	23
图表 40：佐餐卤味主要企业门店分布	23
图表 41：2020 年佐餐卤味行业零售额份额	24
图表 42：公司各类型门店数量及平均单店收入	24
图表 43：部分省市门店分布及单店覆盖人数（截至 2022 年 12 月 2 日）	25
图表 44：公司门店数目天花板区间测算	26
图表 45：公司开店空间测算	26
图表 46：2019 年公司生产基地转移情况	27

图表 47：2019-2021 产能利用率变化	27
图表 48：公司产能支撑门店数量测算	27
图表 49：公司拟建项目	27
图表 50：产品冷链配送车辆监测界面展示	28
图表 51：紫燕食品信息系统交互示意图	28
图表 52：卤制食品各品牌对比	29
图表 53：卤味代表品牌成熟单店模型拆解	30
图表 54：公司营业收入和归母净利润	30
图表 55：紫燕食品毛利率变化	31
图表 56：行业相关公司毛利率比较	31
图表 57：紫燕食品分产品毛利率变化	31
图表 58：紫燕食品鲜货产品毛利率拆分	31
图表 59：同行业公司销售费用率对比（模拟含运费）	32
图表 60：同行业公司管理费用率对比（模拟含运费）	32
图表 61：公司的期间费用率	32
图表 62：卤味品牌归母净利率	32
图表 63：收入预测	33
图表 64：盈利预测表	34
图表 65：估值对比（时间截至 2022 年 12 月 31 日）	34

一、公司概况：佐餐卤制品行业龙头

紫燕食品是国内佐餐卤制品行业首家上市公司，为佐餐卤制品行业龙头。公司于1996年创立于江苏南京，2022年在上交所上市。公司前身是“钟记油烫鸭”，通过在行业深耕30余载，公司由徐州的卤味小店发展成今天走进千家万户的全国性卤味食品连锁企业。现公司总部位于上海，其连锁品牌“紫燕百味鸡”进驻全国20个省，截至2021年12月31日，公司终端品牌门店合计超过5,100家，主营卤制品研发、生产、销售，应用场景以佐餐卤味为主、休闲卤味为辅，其招牌菜肴包括“夫妻肺片”、“百味鸡”、“藤椒鸡”等。公司凭借精选的原料、特色的配方、严谨的工艺以及完善的质控体系，在全国范围内树立起良好的品牌声誉，近年来多次荣获“诚信经营示范单位”、“十大畅销品牌”、“五星级先进单位”等荣誉称号，2020年被中国烹饪协会授予“中国最具影响力餐饮品牌”称号。

（一）发展历程

回顾公司发展历程可以分为三个阶段：

1989年-2002年：发源四川，起家南京，发于上海，兴于华东

公司前身“钟记油烫鸭”是由四川盐商钟春发夫妇在1989年于江苏徐州创办，夫妇二人将家乡四川甜皮鸭的独特口味融入到徐州卤鸭之中，遂“钟记”名遍徐州大街小巷。1996年，钟氏第二代掌门人钟怀军先生为带领家族品牌进军“鸭都”南京，将公司产品线扩展到鸡肉、猪肉、牛杂，打造差异化竞争优势的同时不断尝试打造爆品，最终敲定“百味鸡”为招牌菜品进而创立品牌——“紫燕百味鸡”。品牌先后推广到华东、华中地区。2000年，公司驻扎上海，凭借开在各大社区、菜市场的10平米小店和独特的“鲜香”风味，迅速获得较高知名度，次年门店数量超过500家并实现江浙沪地区全覆盖。

2003年-2013年：升级品牌形象，完成全国布局。

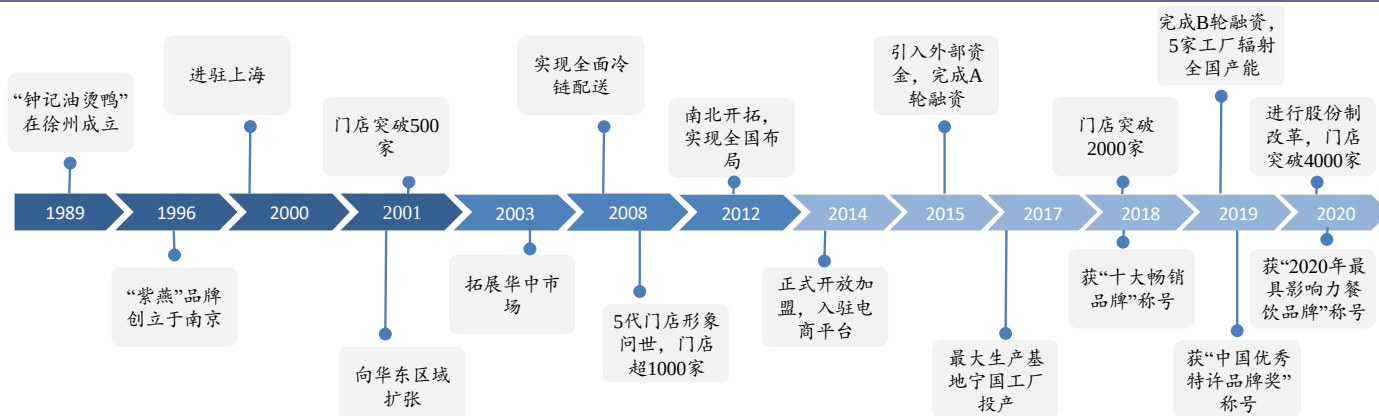
2003年，公司向长江上游开拓华中市场，先后在在武汉、芜湖、安徽、重庆开设直营门店，并不断打磨品牌和门店形象，建立起完善的品质管理系统。至2008年，紫燕门店已升级至第五代，全国门店数量突破1000家。2012年，公司又以长江为轴开拓南北市场，向北重点开发西安、济南、天津等市场，向南重点开发南昌、广州。至此实现全国连锁经营布局，品牌知名度进一步提升，并获得“上海肉类市场畅销品牌奖”以及“上海肉类行业突出贡献企业”称号。

2014年至今：招贤融资，积极变革，规模迅速扩张

2012年开始，国内卤制品市场进入快速发展阶段，头部地方卤味品牌开始抢占全国市场。2014年，公司开放门店加盟模式，广招各地贤士。同年入驻电商平台，在天猫、1号店、京东开设紫燕官方旗舰店。2015年开始引入外部融资机构，并完成A轮融资。2017年，紫燕食品体系最大的生产基地宁国工厂投产，宁国工厂被认定为全国主食加工示范企业，先后获得了多个奖项，备受市场和行业的认可。2018年至2020年，公司门店由2000家增长至4000家，并先后获得“十大畅销品牌”“五星级先进单位”等荣誉称号。2019年为了满足不断增长的业务规模，公司对区域生产基地进行了集中化整合，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。2020年，公司进行股份制改制并接受上市辅导，2022年9月26日，公司在上交所主板上

市，以15.15元/股的价格发行4200万股，发行市盈率22.99倍。

图表 1：公司发展历程

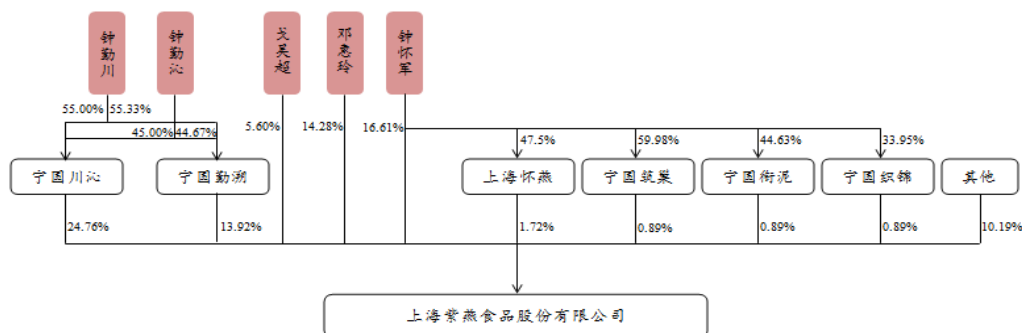


资料来源：公司官网，百度百科，太平洋证券整理

（二）股权结构

公司无控股股东，钟怀军、邓惠玲、钟勤沁、戈吴超、钟勤川合计持有公司77.22%的股份并控制公司79.55%的表决权，并已签署一致行动协议，是公司的共同实际控制人。钟怀军直接持有公司发行后16.61%的股份并通过上海怀燕、宁国筑巢、宁国街泥和宁国织锦间接持有公司2.05%的股份，合计持有公司发行后18.66%的股份并控制公司发行后20.99%的表决权，钟怀军的配偶邓惠玲直接持有公司发行后14.28%的股份，钟怀军与邓惠玲的儿女钟勤川、钟勤沁通过宁国川沁、宁国勤溯合计持有公司发行后38.68%的股份，钟勤沁的配偶戈吴超直接持有公司发行后5.60%的股份。

图表 2：公司股权结构

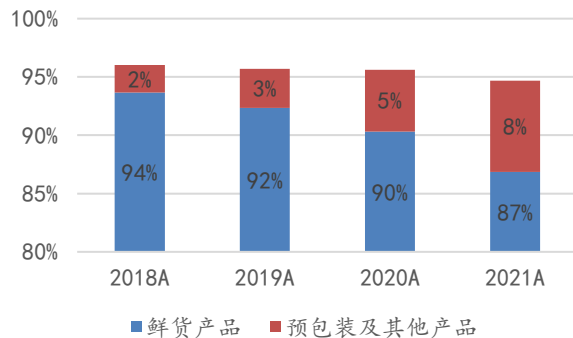


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

（三）产品情况

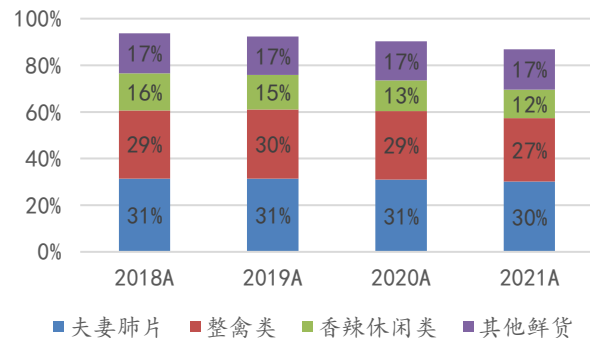
公司主要产品为卤制食品，以鸡、鸭、鹅、猪、牛、蔬菜、水产品、豆制品等为原料，以川卤口味为基础，揉合粤、湘、鲁众味，创造出以夫妻肺片招牌产品、整禽类产品、香辣休闲系列产品等为主的上百种精选美食。公司卤制食品的销售方式“以鲜货产品为主，预包装产品为辅”，鲜货产品收入占比九成左右。

图表 3：公司产品结构



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 4：公司鲜货产品结构



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

公司产品以鲜货为主，夫妻肺片为第一大单品。鲜货产品主要是指以散装或者简易包装方式出售的可直接食用的卤制熟食产品，保质期较短，以佐餐应用为主，主要通过线下连锁门店销售给终端消费者。公司先后打造出了百味鸡、夫妻肺片、藤椒鸡等大单品，已展现出突出的产品研发能力和规模生产能力。公司鲜货产品可以分为夫妻肺片、整禽类、香辣休闲类及其他，2021年占比分别为30.2%、27.2%、12.1%、17.3%，夫妻肺片目前为公司第一大单品。

图表 5：公司鲜货产品矩阵

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

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

公司预包装产品帮助提升产品应用场景，近年来收入占比不断提升。预包装产品保质期相对较长，公司采用锁鲜技术及真空包装技术逐步将鲜货品种复制到包装产品中，提高产品的便携性，将产品应用拓展至休闲享受及礼品赠送领域。2019-2021年预包装产品收入占比分别为3.3%、5.3%、7.8%，收入占比呈现出不断提升的态势。

图表 6：公司预包装产品矩阵

产品线	具体类别	产品示意图
预包装产品	预包装产品	
		
		
		
		
		
		
		
		

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

（四）销售模式

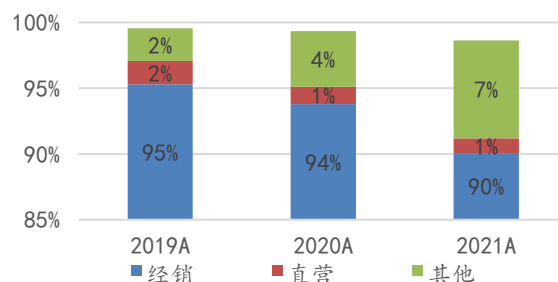
以经销为主的多样化立体式渠道网络。公司采用以经销为主的连锁经营模式，经销模式收入占比90%以上，同时构建了包括直营门店、其他（电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等）等多样化立体式营销网络体系。

图表 7：公司终端销售渠道模式



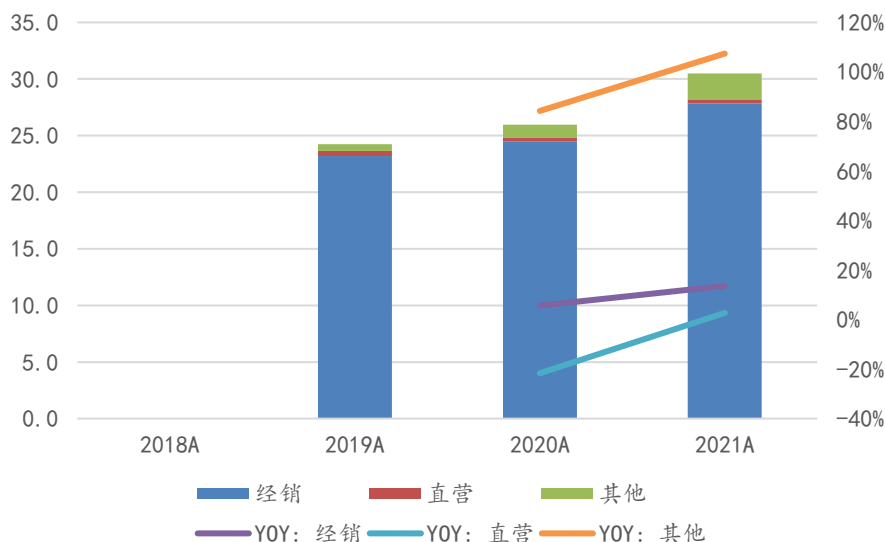
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 8：分渠道收入占比



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 9：公司各销售模式收入（亿元）及增速



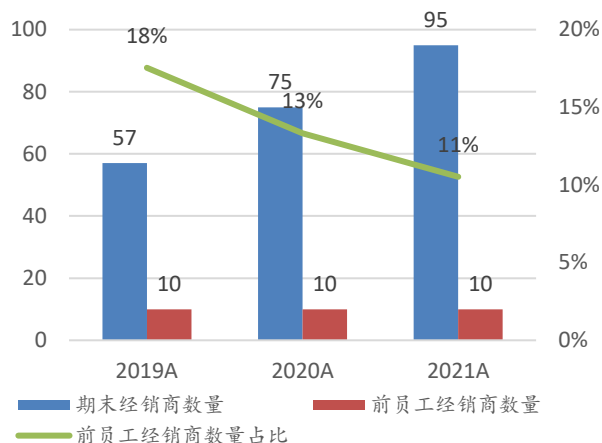
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

(1) 经销模式：

公司在发展初期为分散化的直接加盟模式，即在各区域设立管理团队进行管理，主要负责区域内产品生产及配送、门店开拓及管理等工作，加盟商服务质量参差不齐，各地出现较多品牌模仿店，导致品牌口碑下降。2016年，公司对经销模式进行了改革，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，在主要省/市区域设立经销商发展加盟门店，改革后管理团队市场开拓及门店管理的职能由经销商替代，通过经销商高效把控加盟商的质量，兼顾了拓店速度和门店质量。

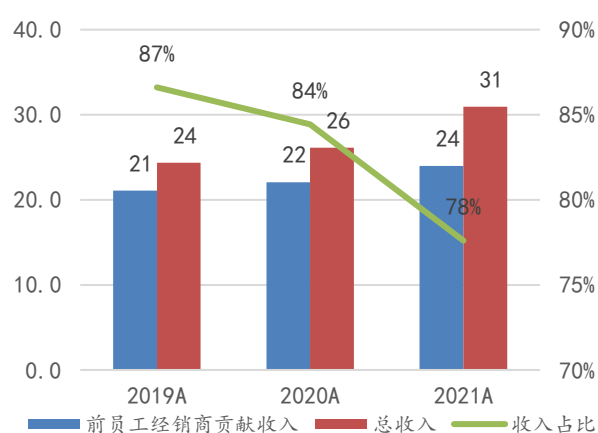
前员工经销商贡献了大部分收入，可看作公司成熟经销商。公司经销体系成熟稳定，2021年末，公司共有95个经销商，覆盖全国150+个城市。由于2016年前各个销售区域管理团队在各自区域深耕多年，掌握了较多的区域门店资源和管理经验，公司在销售模式调整过程中鼓励该类人员在从公司离职后成为经销商。2016年，赵邦华、邓绍彬等十多名原区域管理人员（前员工）离职后成为公司的经销商，2019-2021年前员工经销商（10名）贡献收入占总收入比例分别为86.61%、84.44%和77.60%，由于前员工经销商主要负责上海、南京、合肥、济南、武汉等核心区域市场的经销业务，该市场开发较为成熟，对公司收入贡献较大且较为稳定，我们认为前员工经销商可以看作公司成熟的经销商。

图表 10：公司经销商情况



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 11：前员工经销商贡献收入（亿元）



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

销售区域集中在华东和华中，前五大客户均为公司前员工经销商。公司的销售区域主要集中于华东、华中地区，2021年的收入占比分别为73.51%、10.59%。前五大客户2019-2021年销售占比分别为66.58%、65.53%、62.11%，占比逐渐下降。公司前五大客户主要负责上海、南通、南京、合肥、济南等核心地区的销售业务，该区域市场开拓历史较长，主要为前员工经销商管理，未来公司将持续进入并开拓新市场，逐步降低市场集中度。

图表 12：分地区收入（万元）

地区	2019年度		2020年度		2021年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东	18.2	75.2%	19.4	74.8%	22.4	73.5%
华中	2.3	9.5%	2.4	9.1%	3.2	10.6%
西南	1.7	7.1%	2.0	7.7%	2.3	7.6%
华北	0.9	3.6%	1.1	4.1%	1.3	4.2%
华南	0.6	2.7%	0.5	2.1%	0.7	2.2%
西北	0.4	1.7%	0.4	1.5%	0.4	1.4%
东北					0.0	0.1%
海外			0.0	0.0%	0.0	0.1%
其他	0.0	0.1%	0.2	0.7%	0.1	0.4%
合计	24.2	100.0%	26.0	100.0%	30.5	100.0%

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 13：前员工经销商贡献收入（亿元）

客户名称	2019年度		2020年度		2021年度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
上海颀瑞	6.2	25.5%	6.4	24.4%	6.8	22.1%
南京金又文	3.6	14.8%	3.8	14.5%	4.7	15.3%
合肥翔合	2.6	10.8%	2.8	10.5%	2.9	9.5%
山东邦晟	2.0	8.2%	2.3	8.9%	2.3	7.5%
武汉川蕊	1.8	7.3%	1.9	7.1%	2.4	7.8%
合计	16.2	66.6%	17.1	65.5%	19.2	62.1%

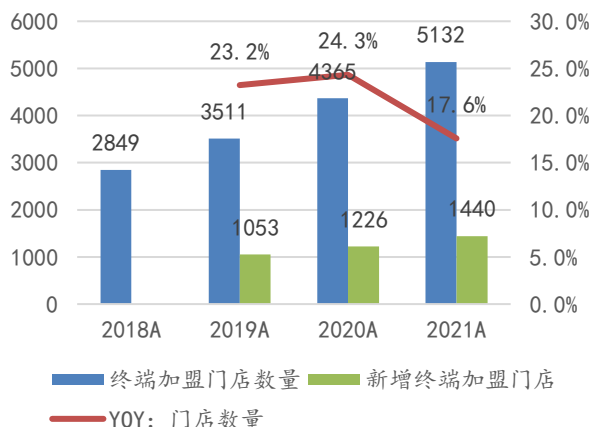
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

公司采取优惠措施激励新市场的开拓。公司对同类产品采取全国统一的出厂价格，经销商结合当地市场自主制定加盟门店批发价、加盟门店终端零售价（公司对此进行审批备案），公司主要对出厂价格及终端零售价格进行两头管控。同时，公司根据经销商届别、市场开拓情况、区域竞争情况以及新品促销情况等制定进货返点、进货返利、开店返利、促销返利等折扣以及返利政策。考虑到新市场的开拓难度，公司给予新市场的经销商一定的进货折扣，一般为自开始合作的第1、2、3年按照进货金额分别给予10%、8%、5%的进货折扣，促进新市场及新经销商的发展。

加盟门店每年新开1000+家，经销商管理门店数量较多。2021年末，公司加盟门店

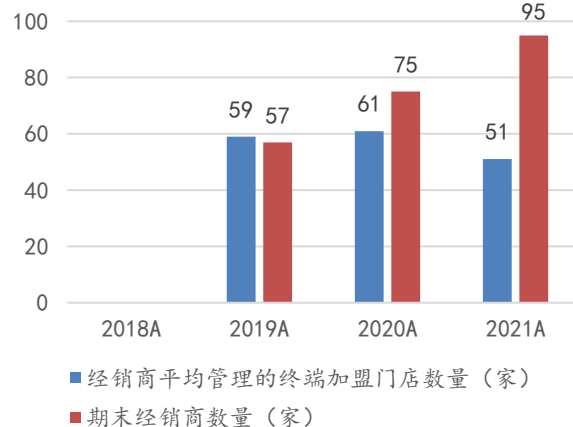
数量达5132家，近年来每年新开1000+以上门店。同时，经销商数量不断增长，由2019年的57家增长至2021年的95家，随着新经销商的加入，经销商平均管理的加盟门店数量有所摊薄，从2019年的59家减少至2021年的51家，与其他上市卤味企业相比（绝味、周黑鸭21年单家加盟商平均拥有的门店数量不足5家、约4家），公司经销商数量少，管理门店数量较多，客户集中度相对较高。

图表 14：公司加盟门店数量（家）



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

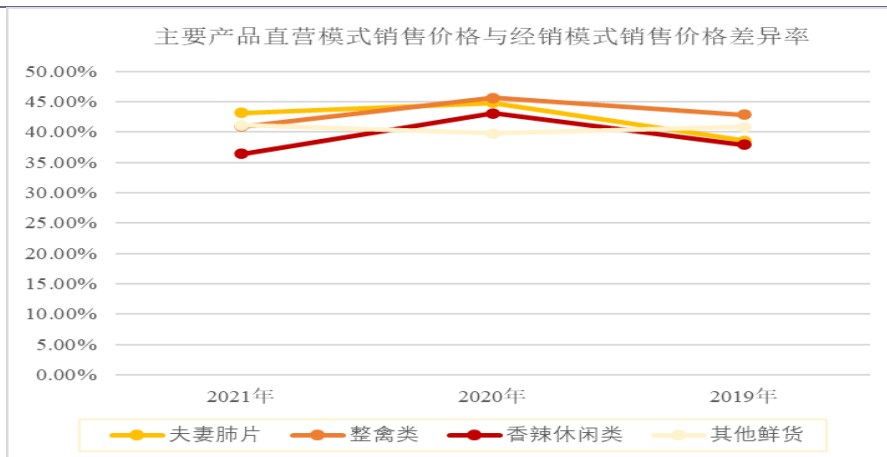
图表 15：公司经销商管理门店情况



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

让利经销商，激励其不断开拓市场。公司主要产品在直营模式和经销模式下的价格差异率整体在35.00%-45.00%之间。二者之间的差异则是公司给予下游经销商的利润空间，差异率越大则经销商的利润空间越大。公司通过向经销商让利，能够提高经销商业务拓展的积极性，从而与公司更好地合作，帮助持续不断地拓展市场。

图表 16：直营模式与经销模式销售价格差异率

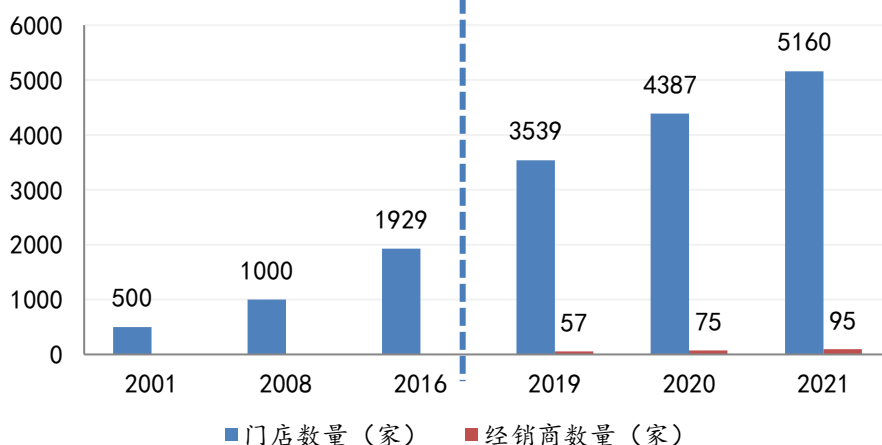


资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

两级销售网络的经销模式下公司业务规模快速增长。在两级销售网络的经销模式下，公司重点耕耘产品端和供应链端，集中精力完成产品研发、质量控制及供应链管理，有利于公司业务规模的快速拓展，提升公司整体核心竞争力和市占率。公司门店数量从2008年的1000家增长至2016年的1929家，8年时间增长不到1000家。经销模式调

整后，公司门店数量得到快速扩张，2019-2021年，公司每年新开加盟门店数量分别为1053家、1226家和1440家。

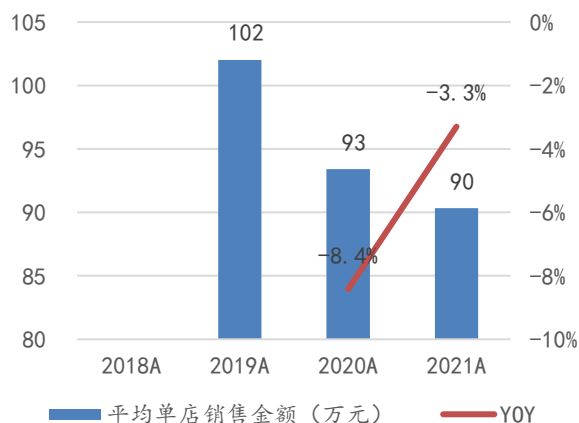
图表 17：公司业务规模增长情况



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

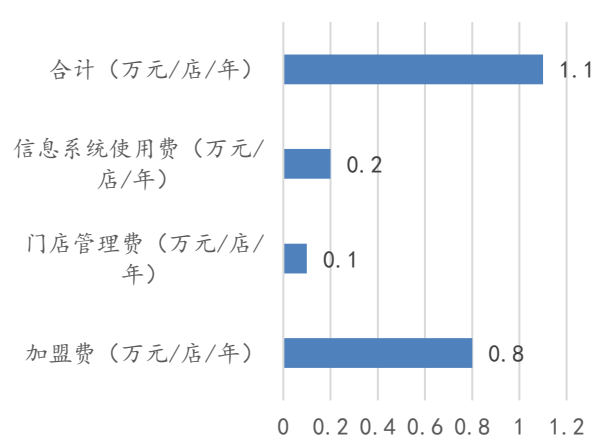
新市场开拓及疫情拉低了加盟平均单店收入。从加盟门店单店销售金额来看，2019-2021年加盟门店平均单店销售金额分别为102.00万元、93.41万元和90.33万元，2020-2021年，平均单店销售金额分别同比下降8.42%和3.30%，主要由于新开拓市场区域的门店处于市场培育期，收入规模较小，品牌认可度以及影响力有较大增长空间，叠加新冠疫情的影响，因此平均单店销售金额有所下滑。公司每年向加盟商收取的费用包括加盟费、门店管理费、信息系统使用费，三项费用每店每年分别为0.8、0.1、0.2万元，合计1.1万元。

图表 18：加盟门店平均单店销售金额（万元）



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 19：公司向经销商收取的各类费用



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

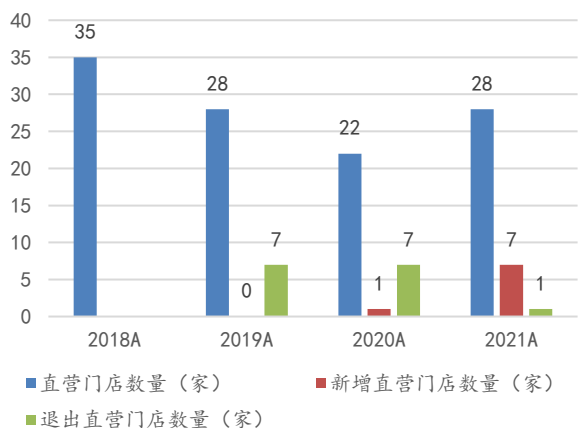
(2) 直营模式：

截至2021年末，公司在上海、武汉和沈阳共有28家直营门店。2019年-2020年，公

司直营门店数量每年减少7家，主要关闭的是位于苏州的直营门店。2021年，公司在上海、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7家。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。

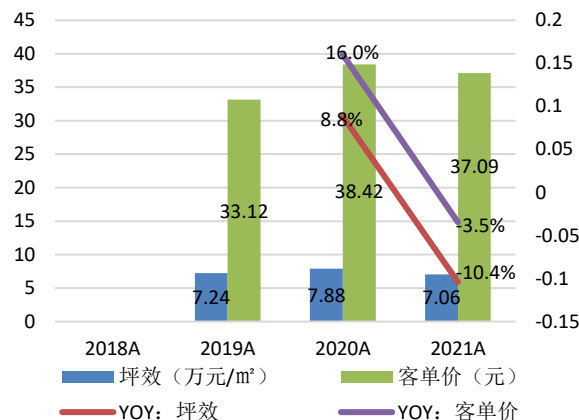
2020年直营门店坪效增长主要由客单价提升拉动。2019-2021年，公司直营门店的单店坪效分别为7.24、7.88、7.06万元/m²，2020-2021年坪效增速分别为8.8%、-10.4%，由于2019-2020年新增直营门店不多，直营门店发展较久相对成熟，或可将单店坪效增速看作同店增速，由此公司2020年同店增长约8.8%，增长主要由客单价提升拉动。

图表 20：公司直营门店情况



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

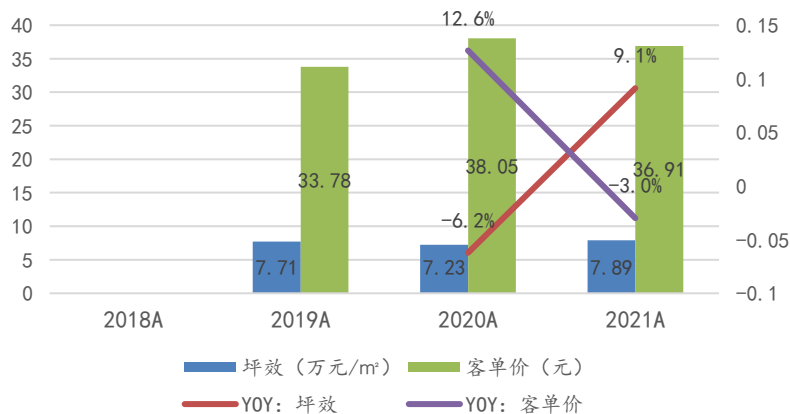
图表 21：公司直营门店单店坪效及客单价



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

客单价提升负面影响加盟门店单店收入。公司披露了位于直营门店相同地区的加盟门店单店情况（主要为上海、武汉等相对成熟地区的门店），2019-2021年，该类门店的单店坪效分别为7.71、7.23、7.89万元/m²，2020-2021年坪效增速分别为-6.2%、9.1%，而客单价增速分别为12.6%、-3.0%，客单价提升或影响加盟店的单店销售，两者成反向关系。

图表 22：公司直营门店同地区加盟门店地单店坪效及客单价

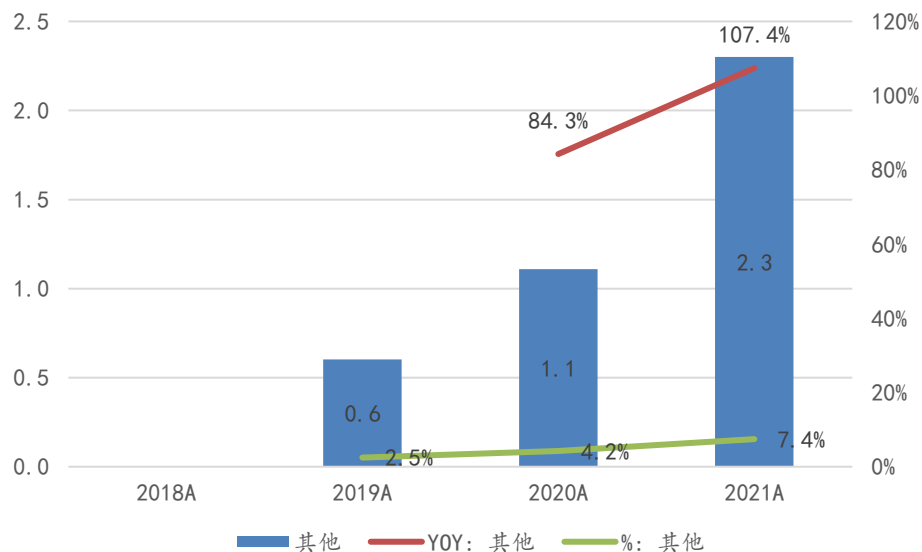


资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

(3) 其他模式：

公司通过其他销售渠道销售的产品以包装产品为主，主要销售渠道包括商超渠道、电商渠道、团购渠道等。2019-2021年，公司其他销售渠道收入占主营业务收入比例分别为2.47%、4.25%和7.44%，占比相对较低，但增速较高。

图表 23：公司直营门店同地区加盟门店地单店坪效及客单价



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

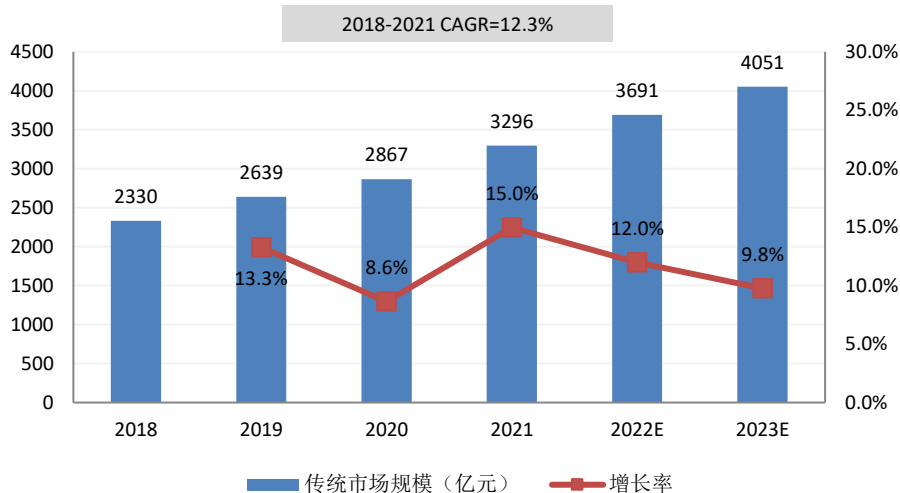
二、行业分析：佐餐卤味行业向连锁化、规模化发展

中国卤味品消费历史悠久、口味多样，川卤竞争力强。中国的卤味文化源远流长，夏商时期卤烹便初具雏形，后在各地饮食文化不断发展与碰撞中，从口味上发展出川卤、粤卤等多种卤制风味。其中，川卤属五香味型中最大宗的一类，具有耙、软、味美浓香、老少皆宜、携带食用方便等特点，经过三十多年的发展，川卤通过产业化运营逐步走向全国，成为近年来流行的佐餐、休闲食品之一。

(一) 千亿级卤制品行业高速增长

卤制品行业市场规模呈扩张态势。我国的卤制品行业正处在快速发展中，根据《中国卤制食品行业独立市场研究》，2021年中国卤制食品行业市场规模达到3296亿元，预计2022年和2023年分别为3691亿元和4051亿元，2018-2021年复合增长率为12.3%，随着未来经济的发展和消费需求的提升，卤制品行业会不断扩大，未来具有较大的发展空间。

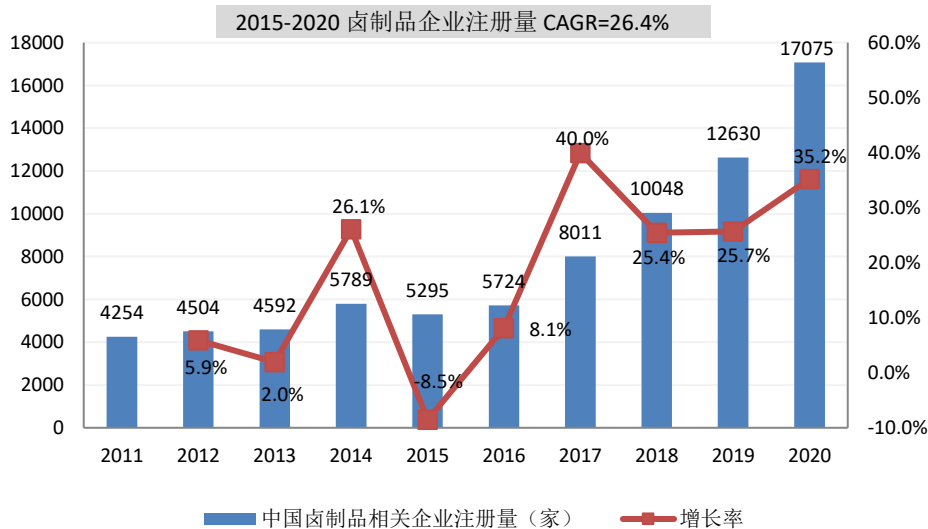
图表 24：2018-2023 年中国卤制品行业市场规模



资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，艾媒咨询，太平洋证券整理

卤制品企业注册量高增。从近年来中国卤制品企业注册量来看，2021年中国卤制品企业注册量达17075家，累计注册总数超过12万家，2015-2020年卤制品企业注册量复合增长率为26.4%，呈现高增长状态。市场上众多卤制品新企业的涌入，为卤制品市场增添新活力、新动力。

图表 25：2011-2020 年中国卤制品企业注册量



资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，艾媒咨询，太平洋证券整理

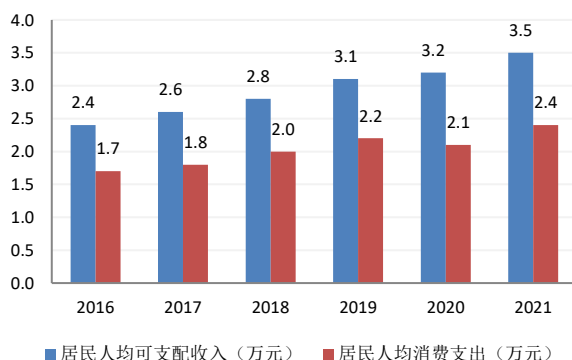
• 卤制品行业发展驱动力

经济增长推动消费升级，卤制食品市场需求增长空间巨大。2016年至2021年，我

国居民人均可支配收入由2.4万元增加到3.5万元，居民人均消费支出也相应地从1.7万元增加到2.4万元，我国居民收入水平和消费能力的持续增加，推动了卤制食品市场规模的不断增长，未来卤制食品行业增长空间巨大。

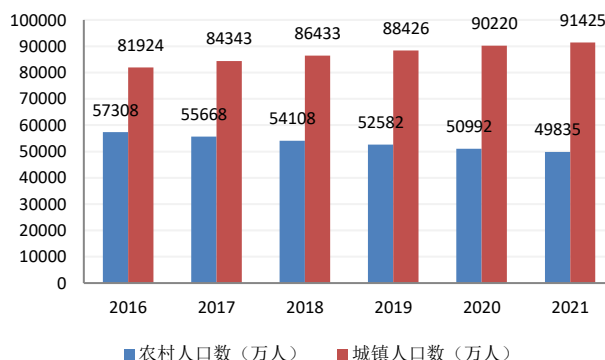
城镇化的提升进一步扩展卤制食品市场。卤制食品主要消费群体为城镇人口，2021年，我国城镇人口进一步增加至91425万人，占总人口的比重已经达到 64.7%，与发达国家75%的城镇化率相比，我国未来城镇居民人数还将持续增加，进一步促进卤制食品市场的发展。

图表 26：居民人均可支配收入及消费支出



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图表 27：城镇人口和农村人口数量对比



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

卤制食品的发展符合消费需求，生产配送技术发展促进行业规模化发展。此外，现代生活节奏不断加快，人们越来越追求高品质生活，厨务时间有所减少，通过购买卤制食品等便捷化食品可以减少家务劳动时间，卤制食品行业的发展符合未来的消费趋势。同时，卤制食品生产的规模化、自动化以及标准化水平也不断提高，冷链运输有效地提升产品配送效率，这些共同保障了产品质量的可靠性、品质的高标准，为行业内企业的规模化、连锁化发展奠定了坚实的基础。

（二）佐餐 VS 休闲：佐餐卤味规模化、连锁化提升空间大

按产品定位和消费场景划分，卤制食品主要可分为佐餐卤制食品与休闲卤制食品。佐餐卤味是卤制品的传统消费类型，是家庭及餐厅、酒店等餐桌消费场景享用的食品，相关品牌主要有紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等；休闲卤味则是伴随着生产工艺、物流条件以及居民消费能力发展而形成的新兴消费类型，是在正餐之间、社交以及体育活动等场景作为零食享用的食品，如闲暇时享用的鸭脖、鸭爪等卤制食品，类似于零食小吃，代表品牌有周黑鸭、绝味、煌上煌等。

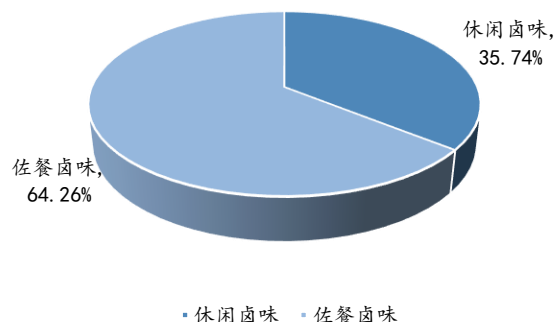
与休闲卤味相比，佐餐卤味消费场景偏正餐、品牌化程度低。2019年卤制食品中佐餐卤制食品市场份额为64.26%，休闲卤制食品市场份额为35.74%。佐餐市场的规模大于休闲，两者的市场规模比大约为6:4。对比休闲卤味：需求端，佐餐卤味多以正餐消费为主，消费具有较强的刚性需求属性，消费频次较高，消费者基数庞大。供给端，目前中国佐餐卤制食品市场多以区域性的小型个体经营企业为主，市场分散，品牌化程度低。

图表 28：佐餐卤制食品与休闲卤制食品对比

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	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：公司招股说明书，太平洋证券整理

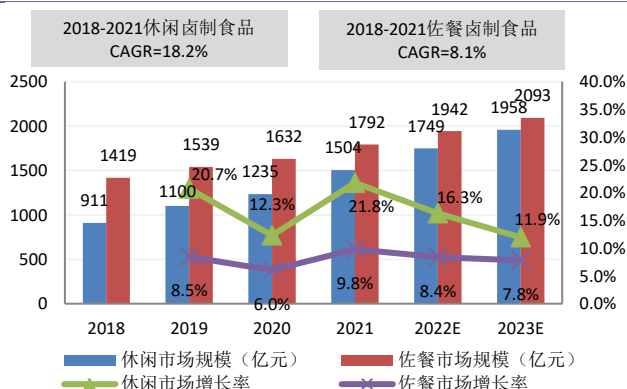
图表 29：佐餐卤制食品与休闲卤制食品市场份额对比



资料来源：公司招股说明书，Frost&Sullivan，太平洋证券整理

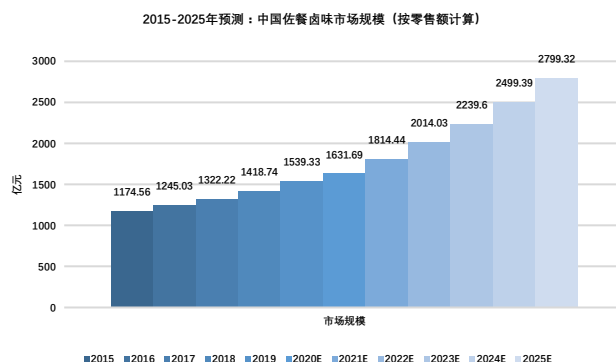
进一步对比可以看到，2021年佐餐、休闲卤制食品市场规模为1942、1504亿元，2018-2021年佐餐卤制食品复合增长率为8.1%、18.2%。因此与休闲卤制食品相比，佐餐卤制食品虽然市场规模更大，但增长相对较慢，主要由于佐餐卤味市场分散、品牌化程度低，未来随着市场品牌集中化程度的提升、食品卫生安全标准的提高、冷链物流的发展，中国佐餐卤制食品市场将朝着连锁化、品牌化、规模化、规范化的方向发展。受益于此，行业内规模化佐餐卤制食品企业发展空间和渗透潜力巨大。根据Frost&Sullivan统计数据，佐餐卤制食品行业市场规模预计2025年可达到2799亿元，2020-2025年CARG为11.40%。

图表 30：佐餐卤制食品与休闲卤制食品规模对比



资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，艾媒咨询，太平洋证券整理

图表 31：佐餐卤制食品市场规模



资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，太平洋证券整理

与休闲卤制食品相比，佐餐卤制食品的市场规模更大，但通过佐餐卤制食品与休闲卤制食品各龙头品牌的对比可以看出，休闲卤制食品品牌的规模普遍更高，截至2022年12月2日绝味食品、周黑鸭和煌上煌的门店数量分别为13888家、3216家、2186家，佐餐卤制食品品牌除了紫燕食品规模较大，目前达到6145家，其余品牌的规模还比较小。休闲卤制食品连锁化、规模化的时间要更早更快，在全国门店布局上绝味食品基本实现了全国的门店布局，周黑鸭和煌上煌目前实现了局部强势布局，全国性布局待发力，相较而言佐餐卤制食品除了紫燕食品布局华东、华中和西南，其余品牌布局较为分散，具有区域性特点。相对而言，佐餐卤制食品的连锁化、规模化、品牌集中度

提升空间较大。

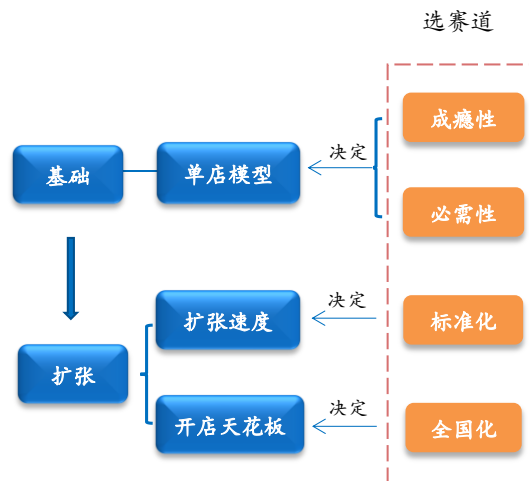
图表 32：佐餐卤制食品与休闲卤制食品各品牌对比

	紫燕食品	廖记棒棒鸡	卤江南	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
成立时间	2000	2012	2017	2008	2006	1999
门店数量（截至 2022. 12. 02）	6142	778	817	13888	3216	2186
覆盖城市	213	93	15	347	226	197
门店分布	江苏、上海、山东、安徽、湖北、川渝等	川渝地区、湖北	江浙地区	全国布局	河南、湖北、湖南、广东等（全国覆盖）	江西、广东等（全国覆盖）
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	廖记棒棒鸡、棒棒鸡、夫妻肺片、无骨鸡爪、香辣猪蹄、红油兔丁等	夫妻肺片、酱牛肉、酸辣海带丝、虎皮凤爪、手撕鸡、香辣鸭脖等	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、香干、藕片等	卤鸭翅、卤鸭掌、卤鸭脖、豆制品、素食、凉菜、米制品等
人均（元）	31.73	35.85	28.97	28.72	36.56	31.08

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

我们按照门店连锁公司筛选框架对佐餐卤制行业与休闲卤制行业进行对比。

图表 33：门店连锁赛道筛选框架



资料来源：太平洋证券整理

（1）佐餐 VS 休闲卤味：单店收入差异不大

我们认为对于卤味行业来说，在成本和费用固定的情况下，更好的单店收入意味着更好的利润。我们简单定义为：单店收入=客单价*客流量*转化率*复购率

佐餐卤制食品客单价相对更高。客单价一方面反映产品品类，另一方面反映品牌定位。对比可以看出，佐餐卤制食品的产品品类相对多元，有鸡、牛、猪等产品，相应地原材料以这些红肉类为主，客单价相对较高。休闲卤制食品的产品品类主要以鸭脖等鸭副产品为主，这类原材料为家禽类，客单价会相对低一些。

休闲卤制食品客流量更高。客流量受门店选址、品类调性有关。从门店所处位置来看，佐餐卤制食品企业多靠近农贸市场、社区和大型商超，休闲卤制食品企业多位于人流较旺的地区（商场、交通枢纽，公园景点等）。相较而言，休闲卤制食品所处的位置客流量要高一些。

转化率二者差异不大。转化率与有效营业时间和销售产品的必需性有关。对于有效营业时间来说，佐餐卤制品消费时间段集中在午餐和晚餐，而休闲卤制食品的消费时间段更多一些。对于必需属性来看，由于佐餐卤味多以正餐消费为主，消费具有较强的刚性需求属性，消费频次较高，因此其单位时间转化率比较高。综合来看，转化率层面佐餐卤制食品和休闲卤制食品差异不大。

复购率没有明显差异。卤味品兼具大众食品及快消品属性，由于口感好、耐嚼和有趣性，使其本身具有成瘾性，因此卤味产品的复购率高、消费者粘性好。卤味品之下佐餐卤制食品和休闲卤制食品都具有成瘾性，复购率没有太明显的差距。

综上，佐餐卤制品和休闲卤制品在不同方面各有优势，单店收入差异不大。

图表 34：佐餐卤制食品与休闲卤制食品各品牌对比

	佐餐卤制食品				休闲卤制食品		
	紫燕食品	廖记棒棒鸡	卤江南	留夫鸭	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
消费场景	餐桌菜肴				零食小吃		
产品品类	相对多元，鸡、牛、猪等产品				主要以鸭脖等鸭副产品为主		
客单价	原材料以红肉类为主，客单价相对较高				原材料以家禽类为主，客单价相对较低		
人均（元）	31.73	35.85	28.97	32.82	28.72	36.56	31.08
门店位置	多靠近农贸市场、社区和大型商超				多位于人流较旺的地区（商场、交通枢纽，公园景点等）		

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

（2）佐餐 VS 休闲卤味：佐餐卤味供应链、标准化程度低

佐餐卤制食品相较于休闲卤制食品标准化程度低。休闲卤制食品一般在工厂生产车间加工完成后进袋封口，后续便可进行运输直接进行售卖，由于产品口味丰富度相对较低，工艺偏标准化，进入门槛相对较低，易于标准化；相较而言，佐餐卤制食品在门店端存在二次简易加工，许多产品需要通过门店现切现拌后带走，因此佐餐卤制食品售卖更复杂，标准化难度更高。

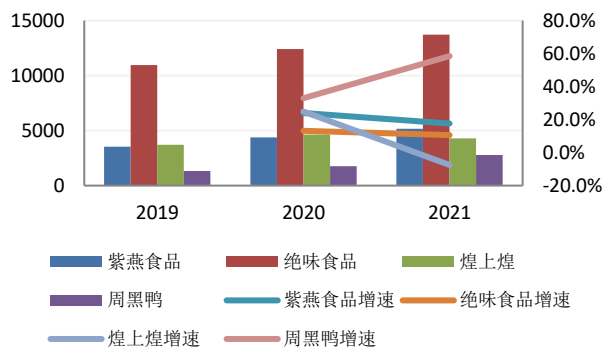
佐餐卤味行业供应链存在较大提升空间。将以紫燕食品为代表的佐餐卤制食品 and 以绝味食品、周黑鸭、煌上煌为代表的休闲卤制食品进行对比：1、固定资产周转率：休闲卤制食品中的绝味该比率高于紫燕，其对固定资产的利用率更高，管理水平好；2、存货周转率：紫燕食品的存货周转率为21.65，是绝味食品等休闲品牌的4倍以上。主要是由于：1) 公司原材料中包含一部分鲜品原材料（活鸡、冰鲜鸡等），保质期较短，采购频率和存货周转率相对较高；2) 公司原材料较为分散，目前主要采用定期采购模式，采购周期较短；3) 公司现阶段仓储能力有限。佐餐卤制食品公司原材料品类繁多、保质期短、仓储能力有限使得其供应链复杂，未来有更多提升空间。3、应付账款周转率层面，休闲卤制食品的应付账款周转率要更低，相较而言能更多占用供应商的贷款，拥有主动权。4、应收账款周转率层面，紫燕食品和绝味食品的应收账款周转率都较高，收账速度快，偿债能力强。5、从门店数量和增速看，绝味食品的门店数量最多，近年来的门店扩展速度也最高（供应链能力强）。

图表 35：21 佐餐与休闲卤制食品供应链能力对比

	紫燕食品	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
固定资产周转率（次）	2.86	4.15	2.02	3.64
存货周转率（次）	21.65	5.23	4.14	2.05
应付账款周转率（次）	18.00	9.52	14.52	15.82
应收账款周转率（次）	67.45	68.32	40.45	20.01

资料来源：公司财报，太平洋证券整理

图表 36：门店数量及增速



资料来源：公司财报，太平洋证券整理

综上，佐餐卤味和休闲卤味在单店收入方面（加盟模式）差异不大，但由于休闲卤味在标准化和供应链能力上更强，节约了单店的原材料及人力相关成本，单店经营效率更高，回收期更短，相较之下佐餐卤味门店模型具备更大提升空间。

图表 37：卤味代表品牌成熟单店模型拆解

	绝味鸭脖	周黑鸭	煌上煌	紫燕食品
商业模式	加盟为主	直营为主	加盟为主	加盟为主
店面选址	多位于人流较旺的地区（社区、商场、交通枢纽，公园景点等）	多靠近农贸市场、社区、商超		
单店投资（万元）	15-20	特许经营要求 500 万	约 20 万	25
门店平均收入（万元）	60-80	约 240	约 80	华东约 100，非华东 50-60 万
门店平均面积（平方米）	25	30	25	25
坪效（万元/平方米）	6.4	7.6	4	7-8
回收期	12-18 个月	6-12 个月	12-18 个月	成熟区域 6-12 个月，其他 18-24 月
门店数量（截至 2022.12.02）	13888	3216	2186	6142

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

（三） 佐餐赛道市场集中度不高，“一超多强”布局稳固

佐餐卤制食品的经营模式可以分为小作坊经营模式和跨区域经营模式。目前佐餐卤制食品还是以小作坊经营模式为主，经营相对分散。小作坊经营模式下，原材料采购地域性较强，采购品类相对较少，受产品较短保质期限限制，只能就近销售给当地农贸市场或自设门店、自设摊贩等，品牌知名度低。未来佐餐卤制食品的发展将以跨区域经营模式为主导，实现规模化采购、规模化生产、跨区域售卖，实现卤制食品的规模化、品牌化发展。

图表 38：小作坊经营和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或自设门店、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，原材料品管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，食品质量控制体系较完善	产品销售突破区域限制，销售渠道丰富，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：公司招股说明书，太平洋证券整理

我国佐餐卤制食品行业集中度不高。2020年，我国佐餐卤制食品CR3为3.5%，行业以小作坊经营模式为主，经营相对分散，因此行业集中度较低。未来随着佐餐卤制食品的连锁化、规模化发展，佐餐卤制品行业集中度将会获得提升，佐餐市场具有更多的发展空间。

佐餐卤制食品行业“一超多强”局面稳固。目前佐餐卤制食品领域的市场竞争更多源自于规模企业对于小微作坊式企业的挤压，品牌企业间竞争相对缓和，佐餐卤味领域主要企业包括紫燕、卤江南、廖记、留夫、九豫全等。对比而言，紫燕食品成立时间最早，发展时间最长，门店数量和规模一骑绝尘，华东地区门店数量最密集，在全国其他地区也有相当数量的门店布局，拥有全国范围内的品牌知名度。其他佐餐企业成立时间较短，门店体量较小，门店布局区域性发展，目前处于成长期。对标行业龙头紫燕食品，未来佐餐企业将逐渐发展起来，向规模化、连锁化看齐。

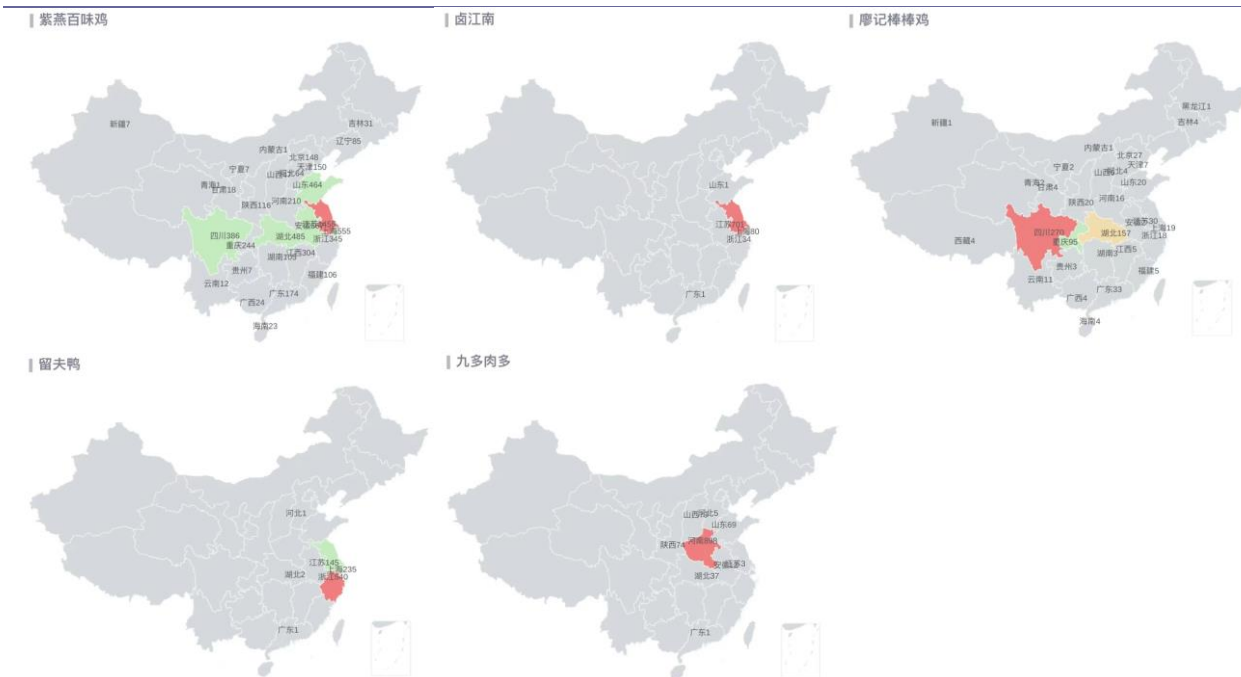
从所占市场份额来看，2020年，紫燕食品在佐餐赛道零售额份额为2.6%，远超过同赛道中排名第二、第三的卤江南（0.5%）和廖记棒棒鸡（0.4%），公司凭借自身优势占据了较大的市场占有率，在未来扩张发展上占据了相对优势。

图表 39：佐餐卤味主要企业对比

	紫燕食品	廖记棒棒鸡	卤江南	留夫鸭	九豫全
成立时间	2000	2012	2017	2017	2016
门店数量（截至 2022.12.02）	6142	778	817	924	1178
覆盖城市	213	93	15	23	55
门店分布	江苏、上海、山东、安徽、湖北、川渝等	川渝地区、湖北	江苏区域	江浙沪地区	河南地区
旗下品牌	紫燕、椒言椒语、赛八珍、钟记、嗨辣麻唇等	“廖记棒棒鸡”	“卤江南”	“留夫鸭”	“九多肉多”
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	廖记棒棒鸡、金汤夫妻肺片、掌中宝、无骨凤爪、风味耳丝等卤制食品	滋味鸭、香卤鸭肫、香卤猪爪、宰相牛肚、芙蓉老鹅等卤制食品	现卤土鸭、茄汁排条、猪蹄、桂花酱鸭、咸草鸭等卤制食品	麻油鸡、猪头肉、牛肉、烧鸡、猪蹄、猪耳等卤制食品
人均（元）	31.73	35.85	28.97	32.82	22.73

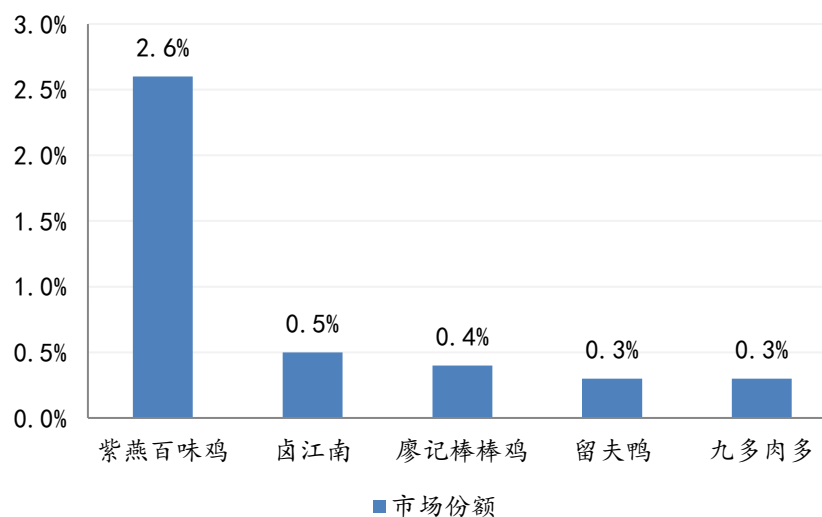
资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

图表 40：佐餐卤味主要企业门店分布



资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

图表 41：2020 年佐餐卤味行业零售额份额



资料来源：《中国卤制食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，太平洋证券整理

三、公司逻辑：门店不断扩张、单店收入提升下规模、盈利双增

公司采用以经销为主、直营为辅的连锁经营模式，2021年末，公司拥有加盟、直营门店5132、28家，产生的收入分别为27.8、0.35亿元，平均单店收入分别为54、125万元，加盟门店的单店平均收入逐年下滑主要是由于新市场新门店增长、疫情影响所致。我们认为公司的逻辑在于门店不断扩张、单店收入提升下规模、盈利双增。

图表 42：公司各类型门店数量及平均单店收入

	2019 年	2020 年	2021 年
加盟渠道收入（万元）	232,022	245,092	278,458
加盟门店数量（家）	3,511	4,365	5,132
加盟单店平均收入（万元）	66	56	54
直营渠道收入（万元）	4,351	3,408	3,500
直营门店数量（家）	28	22	28
直营单店平均收入（万元）	155	155	125

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

（一）开店：中性、乐观预测下门店空间或达 1.4-1.5、3.1 万家

（1）门店空间

根据窄门餐眼各省市门店分布数据以及常住人口数量，我们计算了公司各省市单店覆盖人数。从数据来看，上海、江苏等公司发展成熟的华东地区单店覆盖人数最少、门店密度最高，每家店分别覆盖4.48、5.85万人口。其他繁华地区如广东、四川地区门店密度较低、单店覆盖人数较高。总体来看，公司在多个地区单店覆盖人数有进一步下降空间，门店密度较低，有大量空白市场待开发。而即使是在门店覆盖度较高的地区，其仍有郊区、周边县区等空白区域可供下沉覆盖，整体来看公司开店空间巨大。

图表 43：部分省市门店分布及单店覆盖人数（截至 2022 年 12 月 2 日）

	门店数目（家）	2021 常住人口（万人）	单店覆盖人数（万人/家）
上海市	555	2489	4.48
江苏省	1455	8505	5.85
天津市	150	1373	9.15
安徽省	567	6113	10.78
湖北省	485	5830	12.02
重庆市	244	3212	13.16
北京市	148	2189	14.79
江西省	304	4517	14.86
浙江省	345	6540	18.96
四川省	386	8372	21.69
山东省	464	10170	21.92
陕西省	116	3954	34.09
福建省	106	4187	39.50
河南省	210	9883	47.06
湖南省	105	6622	63.07
广东省	174	12684	72.90

资料来源：窄门餐眼，国家统计局，太平洋证券整理

中性、乐观预测下，门店天花板或为1.4、3.1万家。不考虑人口增长，我们参考不同地区的单店覆盖人数，假设了3种情形：1）乐观情形：以2021年总人口数为基数，选择单店覆盖人数最少、门店密度最高的上海地区的情况作为预测的乐观情形，预计公司开店天花板为3.1万家；2）以天津/安徽地区单店覆盖人数作为中性情形，预计开店天花板为1.4万家；2）以江西地区单店覆盖人数作为悲观情形，预计天花板为0.9万家。

图表 44：公司门店数目天花板区间测算

情形分析	门店数目 (家)	总人口(万人)	参考地区	单店覆盖人数(万人/店)
乐观	31,391	141,260	上海	4.5
中性	14,126	141,260	天津/安徽	10
悲观	9,417	141,260	江西	15

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

参照绝味门店分布情况，谨慎预测下公司门店数量或达1.5万家。根据窄门餐眼数据，截至22年12月3日，紫燕共有6145家门店，分别分布在不同线级城市，我们根据各线级城市数量计算了每个线级城市平均的门店数，一线、新一线、二线、三线、四线、五线城市平均门店数分别为211、149、47、15、5、1家，参照绝味在各线级城市的门店分布情况，我们预计公司的开店空间或在1.5万家。近年来，公司门店每年净增650-850家，以每年750家净增门店数量计算，公司尚需10-12年达到1.4-1.5万家的门店规模。但我们认为跟绝味相比，公司的佐餐卤味偏正餐，开店空间相对更为广阔（佐餐卤味的市场规模也更大），但由于标准化程度较低，开店难度大，开店速度或受影响。

图表 45：公司开店空间测算

城市	城市数量	紫燕		绝味		预测平均门店数/城	预计开店空间
		总门店数	平均门店数/城	总门店数	平均门店数/城		
一线	4	847	212	1,551	388	400	1,600
新一线	15	2,237	149	3,967	264	300	4,500
二线	30	1,395	47	2,870	96	100	3,000
三线	70	1,075	15	2,331	33	35	2,450
四线	90	414	5	1,971	22	25	2,250
五线	128	162	1	1,093	9	10	1,280
其他		15		105			
总计	337	6,145		13,888			15080

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

（2）供应链支持能力

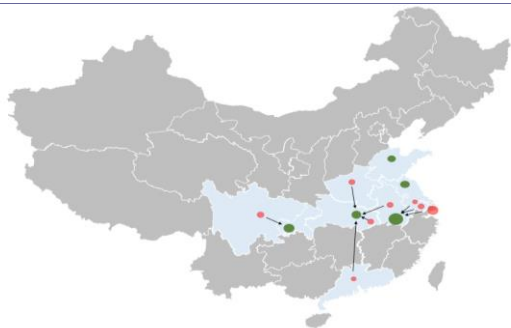
公司的门店开拓需要供应链能力的支持，公司的供应链能力主要包含原材料采购、生产加工、产品配送这主要的几大环节。原材料采购方面，凭借品牌优势与相对规模优势，公司与温氏股份、新希望等众多供应商建立了稳定的合作关系。由于公司的盈利能力受到原材料价格波动的影响，为保障原材料的安全、稳定供应，公司计划建设大型原材料仓储基地，帮助管控原材料价格的波动，进一步提升供应链能力的同时提升盈利能力的稳定性。

生产加工方面，公司目前有5个自建生产基地，以生产基地为核心并结合冷链运输形成了辐射全国的供应链体系，做到前一日下单、当天生产、当日或次日配送到店，高效便捷。

五家工厂产能辐射全国，产能逐步扩张，支撑业务持续增长。从产能利用率看，2018、2019年，公司产能利用率处于饱和状态。为支撑公司业务规模的稳定增长，公司规划并逐步建设新的生产基地，将产能较低的老的生产基地的产能逐步转移至临

近的大型生产基地。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，产能不足的情况有所缓解，产能利用率从2019年的118.61%下降至2021年的82.33%，支撑公司业务规模的持续增长。公司目前形成了以宁国、武汉、连云港、山东、重庆等5家工厂辐射全国的产能布局。

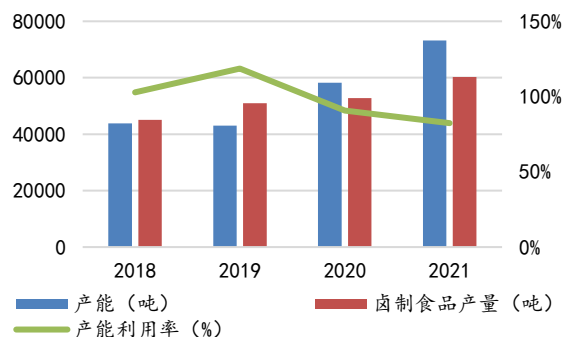
图表 46：2019 年公司生产基地转移情况



注：红点表示老工厂，绿点表示新工厂。

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 47：2019-2021 产能利用率变化



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

紫燕产能7.3万吨，未来预计新增1.9万吨，或支撑7000+门店的产品供应。2021年公司产能7.3万吨，计划建设宁国食品生产基地二期和荣昌食品生产基地二期项目，两个项目达产后将新增1.9万吨的年产能，加上已有产能公司产能合计约达9.2万吨。产能全部投产后，若按100%的产能利用率计算，或能支撑7257家门店的产品供应。截至22年12月，公司门店数量6145家，该产能或能支持公司2023年的门店扩张。此外，公司计划建设的海南紫燕食品加工生产基地，能够进一步新增华南地区的产能，支持公司未来的业务发展。

图表 48：公司产能支撑门店数量测算

	2019	2020	2021	2023E
产能 (万吨)	4.3	5.8	7.3	9.2
产量 (万吨)	5.1	5.3	6.0	9.2
产能利用率	118.61%	90.63%	82.33%	100%
销量 (万吨)	5.2	5.5	6.7	9.22
产销率	99.38%	100.35%	98.18%	100%
门店数量 (个)	3539	4387	5160	7,257

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

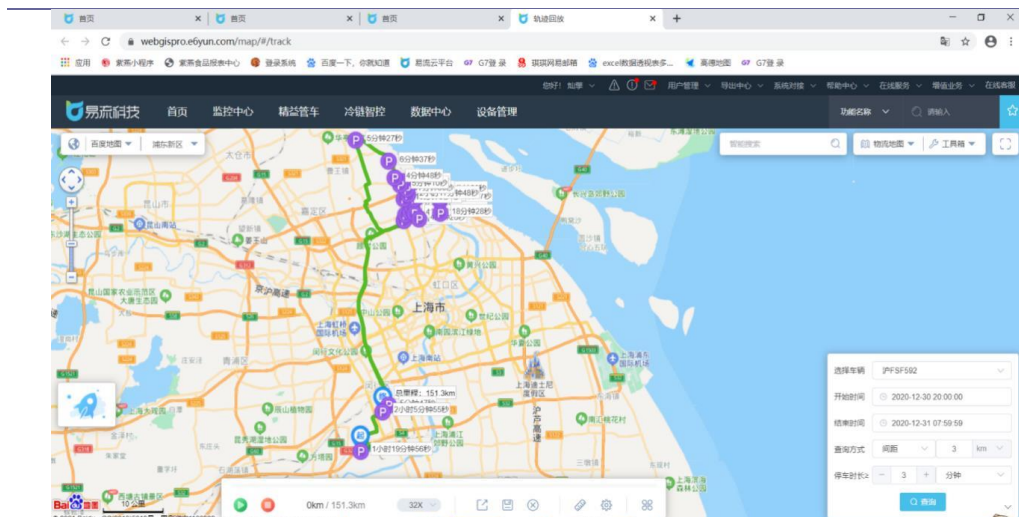
图表 49：公司拟建项目

序号	项目名称	地区	产能规划 (吨)	建设期
1	宁国食品生产基地二期	安徽	11,000	2 年
2	荣昌食品生产基地二期	重庆	8,000	2 年
3	海南紫燕食品加工生产基地	海口		20 个月

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

在产品配送环节，公司全程采用冷链配送车进行产品运输，下单后生产当日或次日便可送达店内，保证了产品的新鲜度，产品运输半径可达500km。在安全卫生方面，公司对于生产、流通过程中的生产设备设施、运输车辆、储存转运设施等均进行严格的清洗消毒、微生物检测和控制，对冷链运输全过程实施监控。

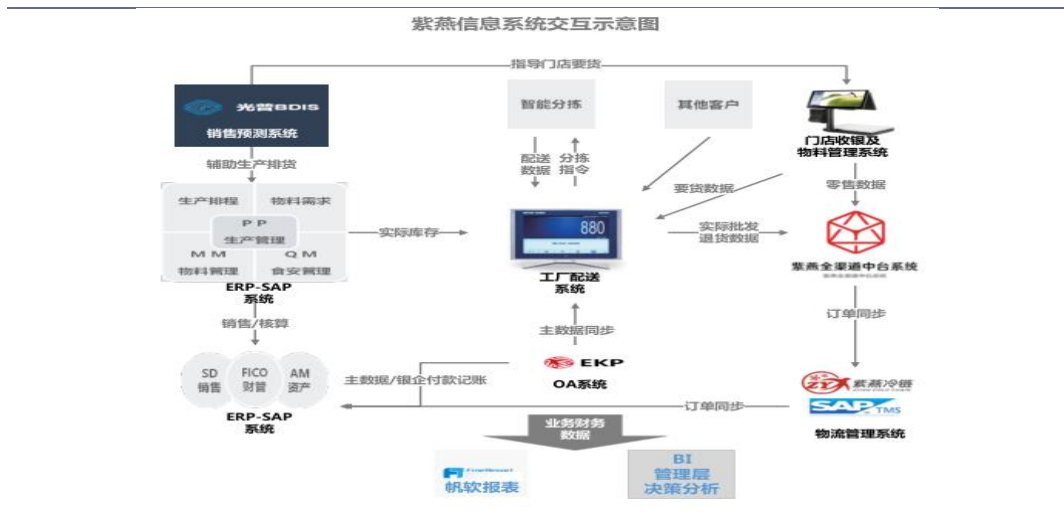
图表 50：产品冷链配送车辆监测界面展示



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

在渠道管控方面，公司引入了食品行业 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，通过先进的数字化系统使业务信息一体化，便于获取把控终端门店销售信息，通过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。

图 表 51: 紫燕食品信息系统交互示意图



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

(二) 单店：关键在于提升转化率和复购率

对于连锁企业来说,最基本的是单店盈利模式。单店盈利模式的好坏,在一定程

度上反映了连锁企业的盈利能力、竞争能力以及投资价值。在成本和费用固定的情况下，更好的单店收入意味着更好的利润，也就是更好的单店模型。而单店收入中，我们简单定义为： $\text{单店收入} = \text{客单价} \times \text{客流量} \times \text{转化率} \times \text{复购率}$

客单价提升空间不大。与同行业企业廖记棒棒鸡、卤江南等企业相比，紫燕食品客单价处于中等以上水平。与休闲食品企业绝味食品、周黑鸭和煌上煌相比，紫燕食品客单价仅低于价格偏高的周黑鸭。此外，公司2020年客单价提升12.6%的情况下加盟门店的销售-6.2%。综上，公司客单价提升空间不大。

图表 52：卤制食品各品牌对比

	紫燕食品	廖记棒棒鸡	卤江南	留夫鸭	九豫全	绝味食品	周黑鸭	煌上煌
成立时间	2000	2012	2017	2017	2016	2008	2006	1999
门店数量（截至 2022.12.02）	6145	778	817	924	1178	13888	3216	2186
覆盖城市	213	93	15	23	55	347	226	197
人均（元）	31.73	35.85	28.97	32.82	22.73	28.72	36.56	31.08

资料来源：窄门餐眼，太平洋证券整理

客流量中等但相对稳定。公司门店大部分靠近农贸市场、社区和商超，与绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌多处于商场、交通枢纽等地相比，紫燕食品客流量中等，但是相对稳定。

转化率、复购率不断提升。转化率我们认为一方面与有效营业时间有关，另一方面与销售产品的必需性有关。**1) 有效营业时间：**公司的营业时间主要集中在中午11-12点、晚上的17-18点，公司近年来通过提升外卖拉长营业时间，提升单店收入。外卖收入占比每年持续增长，从19年的7-8%提升至目前的20%+（80%门店上线外卖业务）。**2) 必需属性：**由于紫燕食品品类偏正餐，卤味产品的鲜、香、麻、辣，使其具有顾客粘性，产品偏必需属性，家庭消费频次较高。这样的必需属性一方面提升转化率另一方面提升复购率。随着未来人们工作繁忙，厨房工作时间减少，公司单店的转化率、复购率将进一步提升。

综上，公司的单店收入提升关键在于提升转化率和复购率，过去公司成熟城市同店每年增长5%，我们认为这一趋势有望持续。

图表 53：卤味代表品牌成熟单店模型拆解

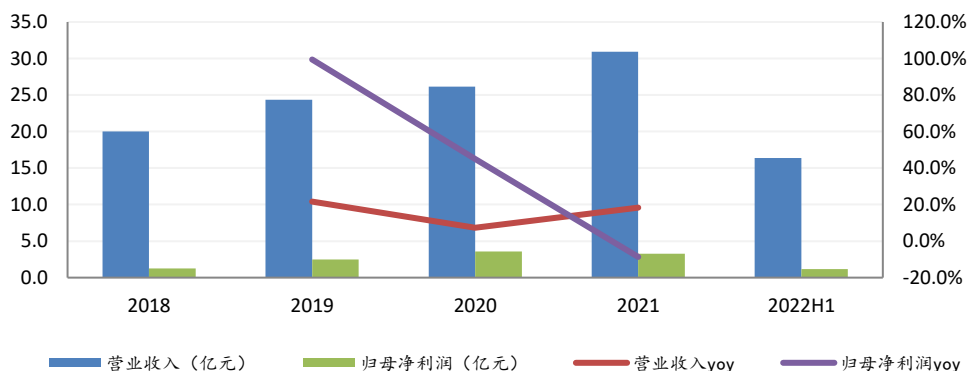
	绝味鸭脖	周黑鸭	煌上煌	紫燕食品
商业模式	加盟为主	直营为主	加盟为主	加盟为主
店面选址	多位于人流较旺的地区（社区、商场、交通枢纽，公园景点等）			多靠近农贸市场、社区、商超
单店投资（万元）	15-20	特许经营要求 500 万	约 20 万	25
门店平均收入（万元）	60-80	约 240	约 80	华东约 100，非华东 50-60 万
门店平均面积（平方米）	25	30	25	25
坪效（万元/平方米）	6.4	7.6	4	7-8
回收期	12-18 个月	6-12 个月	12-18 个月	成熟区域 6-12 个月，其他 18-24 月
门店数量（截至 2022.12.02）	13888	3216	2186	6142

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

（三）盈利：规模效应下远期利润率或可达 15%

收入持续增长，利润受疫情和原材料成本上涨影响。2018年、2019年、2020年、2021年，紫燕食品营业收入金额分别为人民币20.02亿元、24.35亿元、26.13亿元、30.92亿元，2021年营业收入增速为18.34%，公司保持了业务规模持续扩大的良好趋势。归母净利润从2018年的1.24亿元增长至2020年的3.59亿元，2021年归母净利润为3.28亿元，有所下滑，主要受疫情和原材料成本上涨等影响。

图表 54：公司营业收入和归母净利润



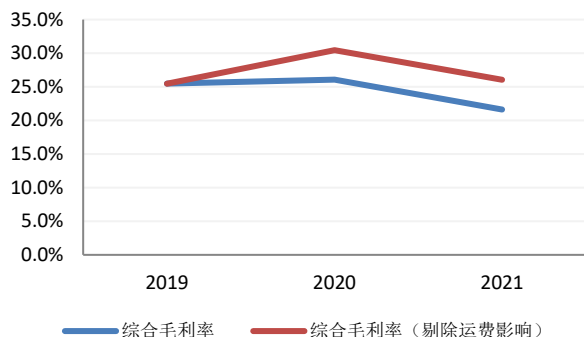
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

规模优势降低平均单位成本。2021年公司原材料采购金额达16.6亿元，规模庞大。大规模采购，可有效提高公司对上游的议价能力，降低采购成本。

公司有能力通过提价转移原材料成本上涨风险，保持毛利率水平相对稳定。2019-2021年，公司综合毛利率/综合毛利率（剔除运费影响）分别为25.46%/25.46%、26.07%/30.45%、21.62%/26.06%，公司综合毛利率有所波动主要受公司价格政策、原材料价格波动等因素影响。2019-2021年同行业公司综合毛利率平均水平分别为42.69%、

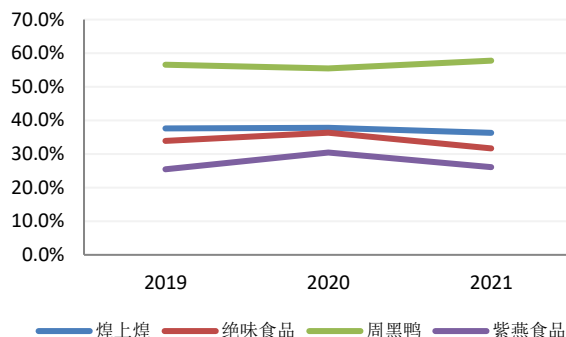
43.21%和41.92%，公司毛利率低于同行业平均水平，主要是给与经销商一定的利润空间。公司2020年毛利率水平较高主要由于公司进行了提价，若原材料成本持续上涨，公司有能力通过提价转嫁，稳定毛利率水平。2021年，公司毛利率（剔除产品配送成本影响）水平有所下降，主要原因包括：（1）公司制造费用随着公司产能整合逐步完成而上升，因此单位成本有所上升；（2）公司禽类、牛类原材料价格上涨。未来，我们认为公司综合毛利率有望继续维持在22%左右。

图表 55：紫燕食品毛利率变化



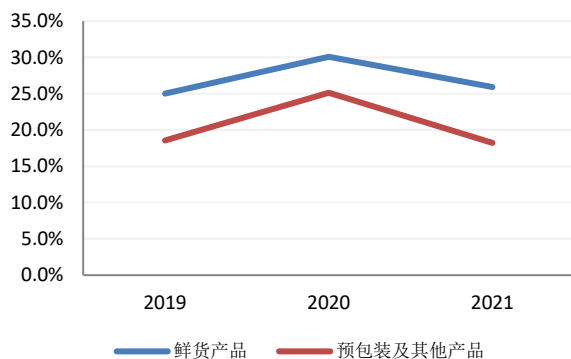
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 56：行业相关公司毛利率比较



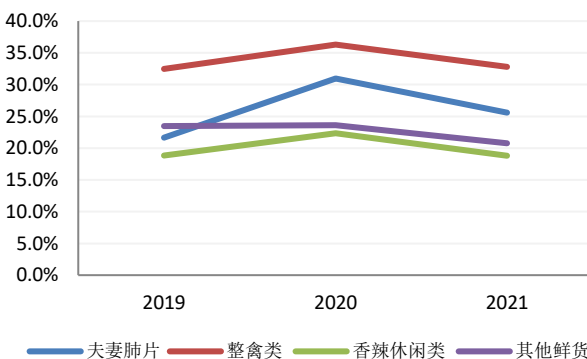
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 57：紫燕食品分产品毛利率变化



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

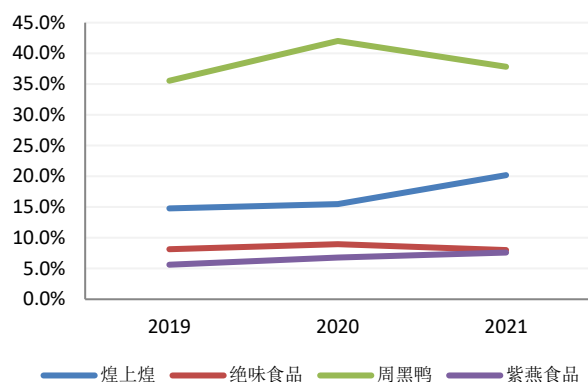
图表 58：紫燕食品鲜货产品毛利率拆分



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

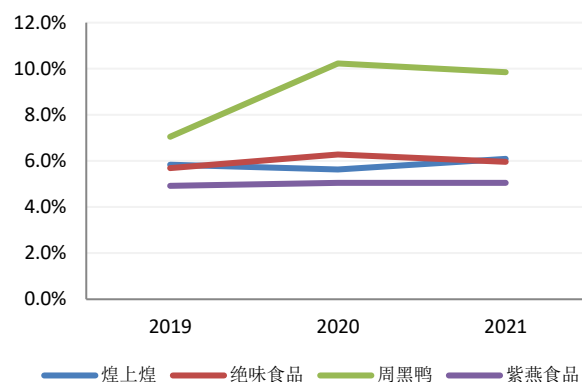
公司整体销售费用率和管理费用率低于同行业平均水平。在经销模式下，公司将部分经营管理权限下放至经销商，开拓市场和宣传推广等费用由经销商自行承担、自负盈亏，降低了公司的营销和相关运营成本。其他企业如煌上煌、绝味食品以直接加盟为主，周黑鸭主要以直营门店为主，需要由公司直接承担推广宣传等费用。2019-2021年，公司销售、管理费用率（模拟包含运费）分别为5.62%/6.79%/7.60%、5.36%/6.21%/5.50%，同行业上市公司销售、管理费用率（模拟包含运费）平均值分别为19.50%/22.16%/22.00%、6.19%/7.38%/7.30%，公司销售、管理费用率明显低于行业平均水平。2019-2021年，研发费用率分别为0.46%、0.38%、0.25%；财务费用率分别为0.33%、0.18%、0.02%。公司具有一定的成本费用优势，费用率有望随着规模扩大逐步下降。

图表 59：同行业公司销售费用率对比(模拟含运费)



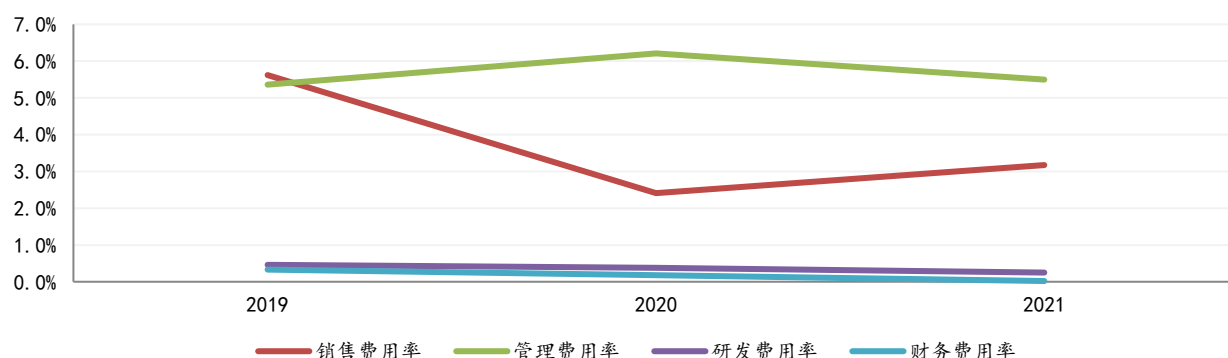
资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

图表 60：同行业公司管理费用率对比(模拟含运费)



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

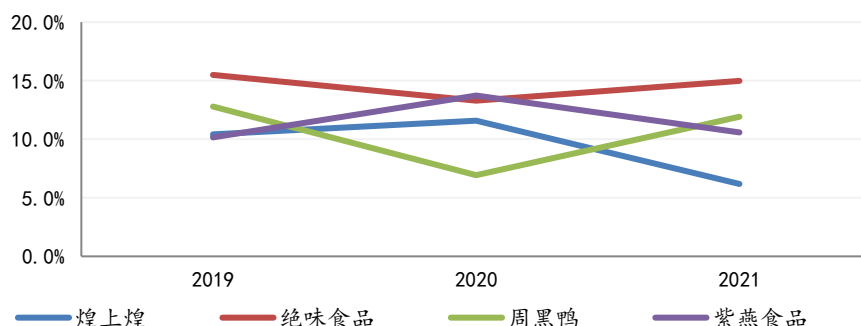
图表 61：公司的期间费用率



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

公司2019-2021年，归母净利率分别为10.16%、13.73%、10.59%。在毛利率稳步提升、期间费用率稳步下降、税率25%的情况下，公司净利润率有望达到12-14%，规模效应下远期或可达15%，在同业中处于中等偏上水平。

图表 62：卤味品牌归母净利率



资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

（一）盈利预测

我们按照公司门店数量及单店平均收入进行未来的主要收入预测：

1) 公司终端加盟门店数量从2018年末2849家增加至2021年末的5132家，2019-2021年新开门店数量分别为1053、1226、1440家，新增门店数量不断增长。关店分别为391、372、673家，闭店率分别为13.7%、10.6%、15.4%，2021年闭店率高主要是受到疫情影响，预计未来自然闭店率为10%左右。我们预计公司2022-2025年新开门店数量为1699、1971、2247、2517家，结合10%的闭店率，净增门店分别为1006、1357、1497、1618家，加盟门店数量分别为6138、7495、8992、10610家。加上直营门店在2021年28家基础上逐年递增一家的门店数量，公司总门店数量分别为6167、7525、9023、10642家。

2) 公司直营门店单店收入高于加盟门店，但是直营门店收入体量小，影响有限，所以我们将公司鲜货产品收入除以总门店数量粗略估算出公司平均门店收入，2019-2021年分别为64、54、52万元，随着新市场拓展平均门店收入逐步下降，我们预计公司2022-2025年平均门店收入为50、48、47、46万元。

通过对公司未来门店数量及单店平均收入的预测，我们预计公司2022-2025年鲜货产品收入收入为31、36、42、49亿元，预计预包装及其他产品23年及之后以50%+增速增长，包材以约15%的增速稳步增长，加盟费、门店管理费、信息系统使用费依据加盟门店数量及每年收费金额计算，公司总体22-25年收入为36、43、51、61亿元，2022-2025年收入的CAGR为19.8%。

图表 63：收入预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
门店数量	2,884	3,539	4,387	5,160	6,167	7,525	9,023	10,642
期末终端加盟门店数量（家）	2849	3511	4365	5132	6138	7495	8992	10610
期末直营门店数量（家）	35	28	22	28	29	30	31	32
终端加盟门店数量变动情况								
期末终端加盟门店数量（家）	2849	3511	4365	5132	6138	7495	8992	10610
YOY		23.2%	24.3%	17.6%	19.6%	22.1%	20.0%	18.0%
本期新增终端加盟门店数量（家）		1053	1226	1440	1699	1971	2247	2517
YOY			16.4%	17.5%	18%	16%	14%	12%
本期退出终端加盟门店数量（家）		391	372	673	693	614	750	899
关店率		13.7%	10.6%	15.4%	14%	10%	10%	10%
本期净增加终端加盟门店数量（家）		662	854	767	1006	1357	1497	1618
YOY			29.0%	-10.2%	31.2%	34.9%	10.3%	8.1%
平均单店收入测算	65	64	54	52	50	48	47	46
YOY		-2.3%	-15.3%	-3.2%	-4.0%	-3.5%	-3.0%	-2.5%
营业收入（亿元）	20.0	24.3	26.1	30.9	35.6	42.8	51.3	61.2
YOY		21.6%	7.3%	18.3%	15.2%	20.3%	19.7%	19.4%
鲜货产品	18.8	22.5	23.6	26.9	30.8	36.3	42.2	48.5
预包装及其他产品	0.5	0.8	1.4	2.4	2.9	4.4	6.5	9.8
包材	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8	1.0	1.1	1.3
加盟费、门店管理费、信息系统使用	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	1.0	1.2
小计	19.9	24.2	26.0	30.5	35.2	42.4	50.8	60.8
其他	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

盈利预测：

公司2022年受到原材料成本上涨的影响，我们预计毛利率从21年的21.6%下滑至22年的18.0%，随着原材料价格的回落及效率的提升，未来毛利率稳步提升，从22年的18%提升至25年的22%。预计随着管理费用率、销售费用率的不断下降，公司归母净利率从2021年的10.6%下降至22年的7.8%，往后逐步提升至2025年的10.3%，归母净利润从2021年的3.3亿元下降至2022年的2.8亿元，往后逐步增长至2025年的6.3亿元，2022-2025年CAGR为31.4%。

图表 64：盈利预测表

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	20.02	24.35	26.13	30.92	35.6	42.8	51.3	61.2
YOY	0.0%	21.6%	7.3%	18.3%	15.2%	20.3%	19.7%	19.4%
毛利率（%）	25.4%	25.5%	26.1%	21.6%	18.0%	20.0%	21.0%	22.0%
销售费用率（%）		5.6%	2.4%	3.2%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%
管理费用率（%）		5.4%	6.2%	5.5%	4.8%	4.7%	4.6%	4.5%
研发费用率（%）		0.5%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
归母净利率		10.2%	13.7%	10.6%	7.8%	9.4%	10.2%	10.3%
归母净利润		2.5	3.6	3.3	2.8	4.0	5.2	6.3
YOY			45.0%	-8.7%	-15.2%	44.7%	29.9%	20.7%

资料来源：公司招股书，太平洋证券整理

（二） 估值及投资建议

截止至2022年12月31日，公司的收盘价为31.47元，总市值为129.7亿元，对应的2022-2024年P/E分别为47倍、32倍、25倍，与行业平均水平接近。

我们认为公司作为佐餐卤味行业龙头企业，门店业务兼具确定性和成长性，独特的经销模式利于门店不断扩张。供应链方面，公司产能不断增长支撑业务的高速增长。我们看好公司未来的成长潜力，预计公司2022-2024年收入增速为分别为15%、20%、20%，归母净利润增速分别为为-15%、45%、30%，EPS分别为0.67、0.98、1.27元/股，按照2024年业绩给予35X估值，一年目标价44元，给予公司“买入”评级。

图表 65：估值对比（时间截至 2022 年 12 月 31 日）

代码	简称	最新价（元）	总市值（亿元）	净利润（亿元）					P/E			
				2021	2022E	2023E	2024E	22-24CAGR	2021	2022E	2023E	2024E
603517.SH	绝味食品	61.09	371.8	9.8	6.4	10.7	13.3	43.5%	38	58	35	28
605338.SH	巴比食品	31.73	78.7	3.1	2.4	2.9	3.7	24.0%	25	33	27	21
002695.SZ	煌上煌	13.88	71.1	1.4	1.4	2.2	2.8	41.9%	49	51	33	25
	平均		173.9	4.8	3.4	5.3	6.6	39.0%	37	47	31	25
603057.SH	紫燕食品	31.47	129.7	3.3	2.8	4.0	5.2	37.1%	40	47	32	25

资料来源：公司财报，wind，太平洋证券整理
注：除煌上煌盈利预测为wind一致预测以外，其余盈利预测为太平洋证券预测整理

五、 风险提示

原材料价格波动风险、市场开拓不及预期、食品质量安全风险、销售渠道管理风险、销售区域集中度高风险等。

资产负债表 (百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	388.10	244.11	1005.85	1672.65	2472.34
应收和预付款项	62.51	139.21	112.16	134.89	161.42
存货	93.42	128.55	158.44	185.89	219.67
其他流动资产	63.68	110.80	101.41	121.95	145.94
流动资产合计	607.71	622.67	1377.86	2115.37	2999.36
长期股权投资	14.06	22.53	21.59	20.64	19.69
投资性房地产					
固定资产	1108.92	1082.35	914.84	746.95	578.68
在建工程	15.36	14.67	12.23	9.78	7.34
无形资产开发支出	105.31	96.82	80.69	64.55	48.41
长期待摊费用	4.15	16.42	8.21	0.00	0.00
其他非流动资产	112.16	154.15	130.64	130.64	130.64
资产总计	1967.68	2009.62	2546.05	3087.93	3784.12
短期借款	126.08	79.93	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	121.30	148.38	190.39	223.38	263.97
长期借款	0.00	41.37	31.07	21.18	11.77
其他负债	71.63	148.26	148.26	148.26	148.26
负债合计	836.80	800.23	1061.95	1206.23	1386.00
股本	370.00	370.00	370.00	370.00	370.00
资本公积	106.61	136.62	136.62	136.62	136.62
留存收益	654.50	704.91	982.83	1385.07	1907.53
归母公司股东权益	1131.11	1211.53	1489.45	1891.70	2414.15
少数股东权益	-0.23	-2.14	-5.35	-10.00	-16.03
股东权益合计	1130.87	1209.39	1484.10	1881.70	2398.12
负债和股东权益	1967.68	2009.62	2546.05	3087.93	3784.12

现金流量表 (百万)					
经营性现金流	648.93	334.39	854.62	674.62	804.00
投资性现金流	-248.27	-147.63	-1.35	-1.35	-1.35
融资性现金流	-313.83	-337.66	-91.53	-6.47	-2.95
现金增加额	86.83	-150.90	761.74	666.79	799.69

利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2612.99	3092.09	3561.26	4282.74	5125.13
营业成本	1931.72	2423.47	2920.23	3426.19	4048.85
营业税金及附加	22.21	31.97	32.24	38.78	46.40
销售费用	62.95	97.91	113.96	132.76	153.75
管理费用	162.21	170.20	170.94	201.29	235.76
财务费用	4.66	0.48	1.31	-3.42	-6.45
资产减值损失	-7.13	-1.36	-4.37	-5.25	-6.28
投资收益	9.08	-0.60	2.92	2.92	2.92
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	486.96	429.01	364.79	526.49	682.83
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	479.33	428.78	361.45	523.16	679.50
所得税	121.80	108.98	86.75	125.56	163.08
净利润	357.53	319.80	274.71	397.60	516.42
少数股东损益	-1.17	-7.80	-3.21	-4.65	-6.04
归母股东净利润	358.70	327.60	277.92	402.25	522.46

预测指标					
毛利率	26.07%	21.62%	18.00%	20.00%	21.00%
销售净利率	13.68%	10.34%	7.71%	9.28%	10.08%
销售收入增长率	7.31%	18.34%	15.17%	20.26%	19.67%
EBIT 增长率	44.17%	-11.31%	-15.49%	43.27%	29.50%
净利润增长率	45.03%	-8.67%	-15.16%	44.74%	29.88%
ROE	31.71%	27.04%	18.66%	21.26%	21.64%
ROA	18.23%	16.30%	10.92%	13.03%	13.81%
ROIC	37.14%	27.86%	20.53%	45.43%	77.54%
EPS (X)	0.87	0.80	0.67	0.98	1.27
PE (X)	36.15	39.58	46.65	32.23	24.82
PB (X)	11.46	10.70	8.70	6.85	5.37
PS (X)	4.96	4.19	3.64	3.03	2.53
EV/EBITDA (X)	23.16	24.99	22.15	16.42	12.79

资料来源：WIND，太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。