

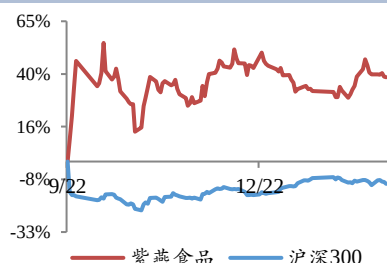
优门店模型、强供应链基础，餐卤龙头紫燕翅展全国

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-02-23

收盘价（元）	30.31
近 12 个月最高/最低（元）	33.76/21.82
总股本（百万股）	412
流通股本（百万股）	42
流通股比例（%）	10.19
总市值（亿元）	125
流通市值（亿元）	13

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

主要观点：

● 紫燕食品主销佐餐卤制食品，产品餐饮属性偏强，门店扩张是扩大销售规模的重要驱动

紫燕食品主销产品为以禽类、畜类、蔬菜、水产品、豆制品等为原材料的卤制食品，应用场景以佐餐消费为主、休闲消费为辅，主要以散装鲜货产品的形态通过“紫燕百味鸡”门店进行销售。公司产品的餐饮属性较强，优良的品质是吸引更多消费者的关键因素之一。2018-2021 年公司营业收入 CAGR 约 15.6%，门店扩张是收入增长的重要驱动力，期间门店数量 CAGR 超 20%。2018 年开放区域加盟以来，公司每年新开门店 1000 家以上。截至 2022H1，公司已在全国 20 个省、自治区拥有“紫燕百味鸡”门店超 5300 家，门店数量位居佐餐卤味品牌之首。

● 佐餐卤制食品行业千亿规模但格局分散，未来行业有较大扩容动力，市场份额预计向龙头集中

2021 年卤制食品行业整体市场规模超 3000 亿元，其中佐餐卤制品与休闲卤制品行业规模分别为 1792 亿元和 1504 亿元。2018-2021 年佐餐卤制品市场规模 CAGR 约 8.1%，增速略低于休闲卤制品行业。佐餐卤制品行业中，紫燕食品以 2.6% 的市场份额居佐餐卤味品牌之首，卤江南、廖记棒棒鸡等其他佐餐卤味品牌市占率均为超过 1%，行业 CR5 不足 5%，格局分散。新时代消费者对于食品消费更方便快捷、更高品质、更经济实惠的需求提升，佐餐卤味市场扩容有较大动力。随着消费者食品安全意识提升、食安监管趋严以及龙头公司发力门店全国化扩张，预计市场份额将逐步向具备品质、品牌、资金优势的头部品牌集中。

● 构建两级销售网络，借力大商实现更快、更低成本的扩张

2016 年公司进行销售模式改革，过去设立的区域销售公司独立出来成为紫燕的区域经销商，构建起“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”的两级销售网络。在此模式下，经销商主要通过以高于从紫燕总部进货价将产品销售给终端门店或加盟商获取利润，同时承担区域市场的拓展与监督职责。紫燕的区域经销商通常具备较好的门店资源、社会资源及较强的资金实力和运营管理能力，因此构建此二级销售网络有助于紫燕以更快的速度、更低的成本实现市场开拓。

● 供应链端夯实基础强化优势，为门店全国化扩张提供保障

采购方面，公司与优质的原材料供应商建立长期合作关系保障原材料供应稳定，通过规模化采购增强采购优势。生产方面，2021 年老产能基本完成整合，目前公司拥有五大生产基地，总产能增加至 73200 吨，IPO 募投项目投产后将再提升年产能约 19000 吨，为门店扩张与销售规模扩大提供坚实保障。2022 年底公司公告计划投资海南生产基地，总产能将再提升，产能布局也将进一步优化。物流配送方面，公司已可实现前一天下单、当天生产、当日或次日配送到店的要求。

● 紫燕门店模型成熟，对加盟商具备吸引力，未来拓店空间仍大

紫燕产品标准化程度高、产品质量保障强叠加公司提供门店运营指导，

有效降低了终端门店的运营难度。从单店模型来看，紫燕门店的初始投资额轻，通常不超过 18 万元，投资回报期通常在 2 年以内。由于消费者对于正餐菜品具有更稳定的口味偏好，因此相比于奶茶、休闲卤味等门店，紫燕门店长期经营的稳定性更强。紫燕在上海、江苏等优势区域门店密度排名前列，目前公司仍处积极开拓市场阶段，综合考虑各地紫燕品牌影响力强弱、区域经济发展水平、饮食习惯等因素，我们测算未来紫燕百味鸡门店数量可超 12000 家，距当前门店数量仍有一倍空间，假设未来维持每年 1000 家左右的净增开店速度，公司有望在 5-7 年实现门店数量扩张至 12000 家左右。

● 预制菜行业高景气度，公司餐饮供应业务前景广阔，未来或将发力

公司也为餐饮等 B 端客户提供卤制食品或其他预制菜品，目前此类业务占比较小，公司尚未发力。但考虑到预制菜行业正处于快速发展时期，且公司在此赛道上具备竞争优势，故判断公司 B 端业务发展前景广阔，后续有望加速发展，或成为公司的新业务亮点。

● 盈利预测与投资建议

预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 34.3/41.9/50.1 亿元，同比 +11.0%/+22.1%/+19.5%；实现归母净利润 2.7/4.2/5.6 亿元，同比 -17.9%/+57.8%/+32.4%；EPS 分别为 0.65/1.03/1.36 元。当前股价对应 PE 分别为 46/29/22 倍，考虑到佐餐卤味市场空间大，公司门店模型吸引力强、供应链能力突出，未来门店持续扩张将带来业绩成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

门店扩张进程不及预期；原材料成本大幅上行；行业恶性竞争导致门店销售受阻；食品安全问题。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3092	3433	4192	5008
收入同比（%）	18.3%	11.0%	22.1%	19.5%
归属母公司净利润	328	269	425	562
净利润同比（%）	-8.7%	-17.9%	57.8%	32.4%
毛利率（%）	21.6%	17.1%	21.4%	22.9%
ROE（%）	27.0%	13.1%	18.1%	21.5%
每股收益（元）	0.89	0.65	1.03	1.36
P/E	0.00	46.42	29.41	22.21
P/B	0.00	6.10	5.31	4.78
EV/EBITDA	-0.22	30.30	18.21	13.67

资料来源：Wind，华安证券研究所

正文目录

1 紫燕食品：佐餐卤味知名品牌，线下门店数量领先.....	6
1.1 主销产品偏餐饮属性，品牌影响力持续积累提升	6
1.2 门店扩张是收入增长的重要驱动	9
1.3 盈利能力受成本波动影响较大	10
1.4 钟氏家族集中控股，员工持股平台绑定核心员工利益	12
2 佐餐卤味行业持续扩容，龙头优势突出有望加速提升份额	14
2.1 佐餐卤味千亿市场，行业集中度仍低	14
2.2 便捷化食品消费需求增加，佐餐卤味市场继续扩容	16
2.3 食品安全严监管+龙头更积极的扩店加速行业集中度提升	17
3 构建两级销售网络，优化供应链体系	19
3.1 经销模式占绝对主导，前员工经销商收入贡献较大	19
3.2 经销商承担门店拓展与监督管理职责，分享门店扩张利益	21
3.3 产能储备充足，物流体系成熟，供应链基础较为扎实	23
4 未来展望：门店扩张仍有较大空间，B 端业务稳步增长	26
4.1 紫燕门店标准化程度较高、投资回报稳定，对于加盟商的吸引力强	26
4.2 测算紫燕门店数量可达 10000+，现阶段仍有较大开店空间	27
4.3 预制菜行业维持高景气度，公司 B 端业务前景广阔	29
5 盈利预测与投资建议	32
6 风险提示	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 紫燕食品业务结构，2021 年	6
图表 2 卤味品牌门店数量	6
图表 3 紫燕食品历史沿革	7
图表 4 紫燕食品产品矩阵及产品收入贡献	8
图表 5 紫燕线下门店主要产品及产品单价	8
图表 6 紫燕食品营业总收入及同比增速	9
图表 7 紫燕食品归母净利润及同比增速	9
图表 8 紫燕食品核心业务卤制食品销售收入增长拆分	9
图表 9 紫燕食品门店数量及净开店数量	10
图表 10 紫燕食品加盟门店与直营门店新开店、闭店数量	10
图表 11 紫燕食品毛利率与净利率变化	11
图表 12 紫燕食品费用率变化	11
图表 13 主要原材料牛肉价格走势	12
图表 14 主要原材料猪肉价格走势	12
图表 15 主要原材料鸡肉价格走势	12
图表 16 核心业务鲜货产品均价、均成本及毛利率	12
图表 17 紫燕食品股权结构图	13
图表 18 紫燕食品管理层履历及持股情况	13
图表 19 2021 年中国卤制食品市场规模超 3000 亿元	14
图表 20 佐餐卤制品市场规模略大于休闲卤制食品	14
图表 21 休闲卤制品与佐餐卤制品市场规模及同比增速	15
图表 22 佐餐卤制食品与休闲卤制食品对比	15
图表 23 中国卤制品行业头部品牌市场份额，2021 年	16
图表 24 佐餐卤制品细分行业头部品牌市场份额，2019 年	16
图表 25 预制菜消费者做饭技能调查	17
图表 26 2021 年中国预制菜行业 C 端用户购买目的	17
图表 27 城镇居民可支配收入与食品支出持续增长	17
图表 28 中国城镇人口数量及城镇化率持续提升	17
图表 29 小作坊经营模式与跨区域经营模式对比	18
图表 30 佐餐卤制品消费者购买考虑因素	18
图表 31 中国食品冷库容量规模及变化情况	18
图表 32 主要佐餐卤味品牌 2021 及 2022 净开店数量	19
图表 33 主要佐餐卤味品牌 2022 年末门店数量	19
图表 34 经销模式为公司贡献绝大多数收入	20
图表 35 前员工经销商对公司收入贡献大	20
图表 36 公司线下门店以加盟门店为绝对主导	20
图表 37 公司其他渠道收入占比低但快速增长	20
图表 38 直营门店坪效与同地区加盟门店无显著差异	21
图表 39 直营门店客单价与同地区加盟门店无显著差异	21

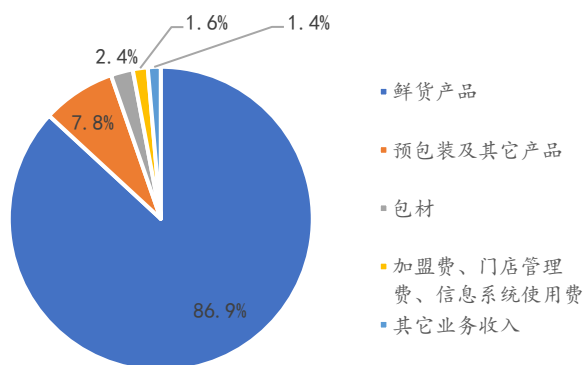
图表 40 紫燕食品“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”两级销售网络图示	21
图表 41 经销模式下公司与经销商及终端加盟门店的业务关系	22
图表 42 公司逐步进行生产基地集中化整合	23
图表 43 2020 年后公司产能显著提升	23
图表 44 IPO 募集资金投资项目	24
图表 45 不断推陈出新，公司兼顾产品的多元化和精品化	25
图表 46 原材料采购环节供应商准入实行高标准	26
图表 47 生产环节宁国生产基地进行温度监测	26
图表 48 配送环节全程进行车辆监测	26
图表 49 终端门店销售环节实时监控	26
图表 50 紫燕食品门店模型	27
图表 51 紫燕食品当前门店分布	28
图表 52 紫燕食品门店空间测算	29
图表 53 预制菜分为即配、即烹、即热、即食四类	30
图表 54 2023 年我国预制菜市场规模有望突破 5000 亿元	30
图表 55 中国预制菜 B 端市场占比约为 80%	30
图表 56 使用预制菜前卤肉饭成本与费用结构（单位：元）	31
图表 57 使用预制菜后人工及租金成本显著降低（单位：元）	31
图表 58 我国预制菜行业 CR5 仅 9.2%	31
图表 59 产品与渠道是预制菜行业的核心竞争力，不同企业具有不同的竞争优势	32
图表 60 紫燕食品收入预测	33
图表 61 紫燕食品利润预测	33
图表 62 紫燕食品估值情况（PE, TTM）	34

1 紫燕食品：佐餐卤味知名品牌，线下门店数量领先

1.1 主销产品偏餐饮属性，品牌影响力持续积累提升

紫燕食品主要从事佐餐卤制食品的生产及销售，线下门店逐渐覆盖全国。紫燕食品是一家全国性的熟食连锁企业，发源于四川，发展于江苏，现总部位于上海。公司生产销售的主要产品为“紫燕”品牌旗下的夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡等禽畜产品以及蔬菜、水产品、豆制品为原材料的卤制食品，产品应用场景以佐餐消费为主、休闲消费为辅。公司产品主要以散装鲜货产品的形态通过“紫燕百味鸡”门店进行销售，也有部分预包装食品通过京东、盒马等新零售渠道进行售卖。公司现已在全国 20 个省、自治区、180 多个城市拥有“紫燕百味鸡”门店超 5300 家（截至 2022H1），全国门店数量仅次于休闲卤味龙头品牌绝味，位于佐餐卤味品牌之首。

图表 1 紫燕食品业务结构，2021 年



图表 2 卤味品牌门店数量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：久谦，华安证券研究所

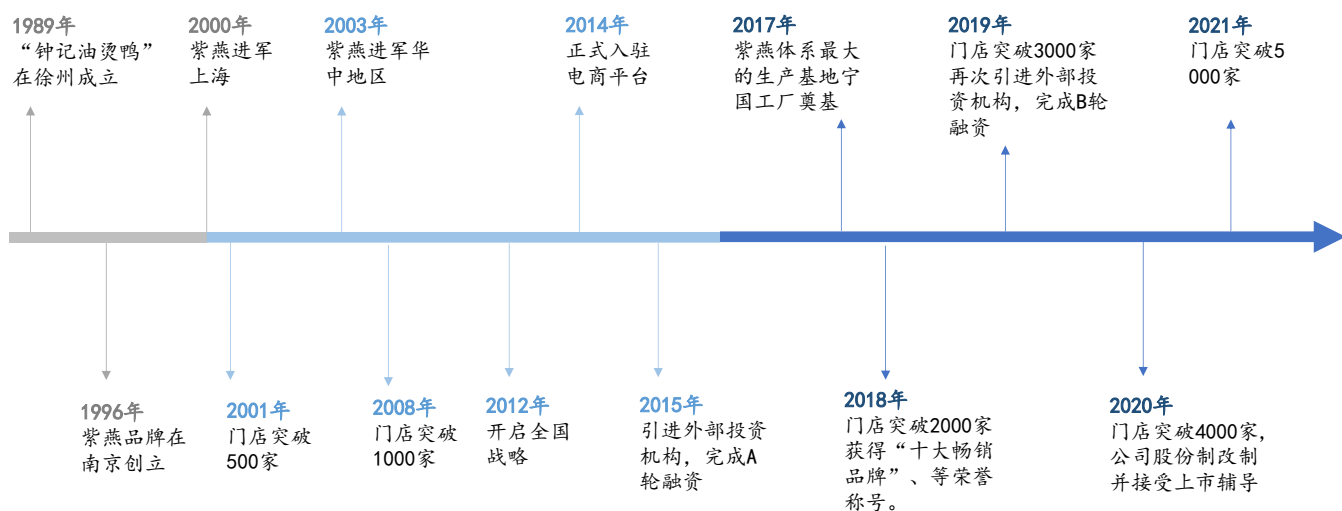
企业初创（1989 年-1999 年）：始于江苏，品牌诞生。“紫燕百味鸡”的前身为紫燕第一代创始人钟春发夫妇于 1989 年在江苏徐州创办的“钟记油烫鸭”，主营产品为乐山口味的卤鸭制品。1996 年，第二代掌门人钟怀军接手家族企业，开始进军熟食品牌龙争虎斗的南京。为了在南京更好发展，公司开始丰富产品矩阵，并更换品牌名称为“紫燕”，名字选自家乡老宅门口的对联“陶朱盐白生瑞气，紫燕黄鹂俱好音”中的紫燕二字。此后“紫燕”品牌开始在南京市场逐渐扎根。

开拓成长（2000 年-2015 年）：逐步扩大业务版图，初步形成全国化布局。2000 年紫燕立足南京，进军上海，积极打开华东市场。随着品牌影响力进一步扩大，2001 年公司门店突破 500 家，已经初具规模。2003 年，紫燕开始实施由沿海向内地拓展的发展战略，业务版图逐步向华中延伸。此后五年时间里，紫燕稳扎稳打，至 2008 年，门店突破 1000 家，遍布全国十多个城市，初步形成“贯穿东西”的连锁经营布局；同时第五代门店形象问世，产品也已实现全面冷链配送。2012 年，紫燕全国化战略实施更进一步，向北重点开发了西安、济南、天津等市场；向南重点开发南昌、

广州等市场。2014 年公司正式入驻电商平台，在天猫、1 号店、京东开设紫燕官方旗舰店，形成线上线下双布局。2015 年紫燕完成 A 轮融资，借助资本的力量加速公司发展。

转型腾飞（2016 年至今）：改变销售模式加速门店扩张，关小厂建大厂助力全国化。2016 年公司着手对销售模式进行改革，将此前的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，借力有加盟门店管理经验的大商加速门店扩张，并于 2018 年正式开放空白市场的对外招商，因此公司门店数量由 2016 年底的 1929 家快速增长至 2021 年末 5160 家。期间公司还进行了产能整合，陆续关闭原规模较小的或者租赁的武汉、合肥、成都、上海等工厂，新建了武汉、连云港、重庆、宁国生产基地，新生产基地面积较大、自动化水平较高。2021 年 7 月公司向上交所递交招股说明书，2022 年 9 月公司成功上市。

图表 3 紫燕食品历史沿革



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所整理

紫燕门店为消费者提供丰富的卤制食品品类与口味选择，并成功打造了夫妻肺片等代表单品。紫燕门店售卖产品的品类丰富，包含牛肉类、猪肉类、鸡肉类、鸭肉类、鹅肉类以及素菜等。口味方面，紫燕为消费者提供了五香系列、香辣系列、双椒系列、川椒系列、藤椒系列等多种口味系列，同时在门店售卖环节，消费者还可根据自身口味偏好对于菜品的辣度和麻度进行微调。丰富的产品品类、多样化的口味选择可较为充分地满足消费者差异性的需求。与此同时，公司经过多年产品培育及改良，已成功打造出夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡、手撕鸡等大单品，大单品也帮助消费者加深了对紫燕品牌的认知。其中第一大单品夫妻肺片 2021 年实现营业收入 9.33 亿元，在主营业务收入中的占比为 30.6%，较 2020 年单品营业额增长 15.27%，产品生命力依然强劲。

图表 4 紫燕食品产品矩阵及产品收入贡献



资料来源：公司官网，公司招股说明书，华安证券研究所整理

图表 5 紫燕线下门店主要产品及产品单价

产品	单价（元/斤）
夫妻肺片	105.8
藤椒鸡	48.8
手撕鸡	48.8
冷吃酸汤肥牛	76.8
百味鸡	36.8
香酥鸭	28.8
酱香/香辣牛腱肉	112.8
香辣鸭肚	49.8
紫燕鹅	35.8
藤椒板鸭	28.8
水西门盐水鹅	22.8
飘香猪手	59.8

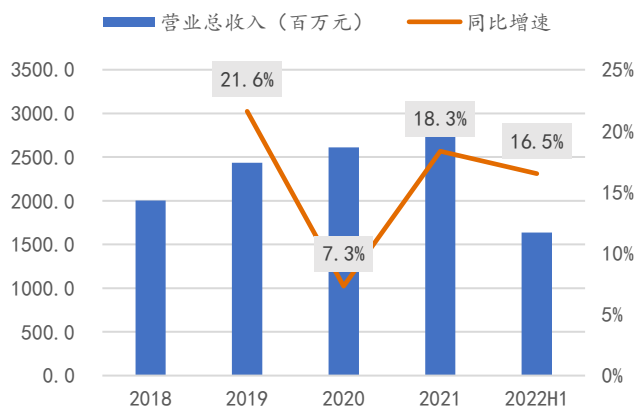
资料来源：草根调研（门店位于南京市），华安证券研究所

紫燕食品定位“餐桌上的一道风味菜”，产品餐饮属性较强。菜品高品质是紫燕获得消费者认可与喜爱的重要原因，良好口碑助力品牌影响力提升。紫燕食品主要售卖以佐餐为主要目的的卤制菜品，公司将其产品定位为“餐桌上的一道风味菜”，产品的餐饮属性较强，意味着消费者会对紫燕的产品提出美味好吃、丰富多样的需求。公司致力于打造高品质的菜品，并重视为每一款产品打造自己的特色以增强客户粘性，比如紫燕的夫妻肺片在传统肺片制作的基础上进行创新，结合现代化工艺，加入牛肚、牛筋、猪耳等多种新鲜优良的食材，并使用独家研发的配方调料，使得产品具有麻辣鲜香俱全、丰富有层次的口感，形成紫燕夫妻肺片独有的味道。高品质的菜品帮助紫燕在消费者心中积累起良好口碑，消费者的口口相传也将在很大程度上促进品牌影响力和品牌美誉度的提升。

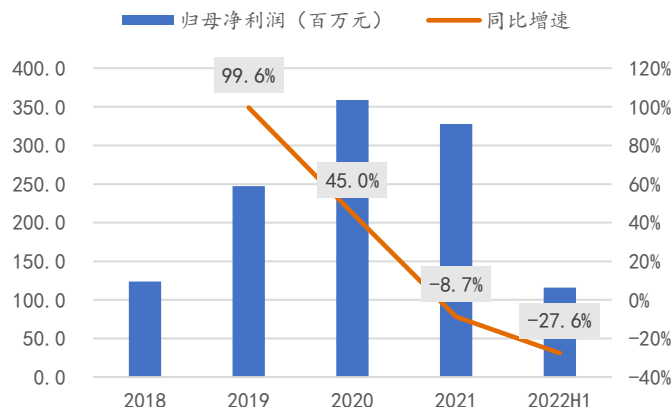
1.2 门店扩张是收入增长的重要驱动

2018-2021 年营业收入 CAGR 约 15.6%，门店扩张是重要增长驱动力。2018-2021 年公司营业总收入由 20.02 亿元增长到 30.92 亿元，CAGR 为 15.6%，考虑到 2020 年新冠疫情对门店经营带来的外部冲击，公司实际内生增长速度较快。2022 年上半年全国曾出现较大范围的疫情影响，2022H1 公司营业总收入同比增长 16.5%，经营韧性凸显。门店方面，2016 底公司拥有 1929 家门店，经销模式改革后门店加速扩张，2018 年开放区域加盟以来，公司每年新开门店 1000 家以上，2019、2020、2021 年底拥有门店 3539、4387、5160 家，其中加盟门店占比超 99%。2019-2021 年门店数量年均复合增速在 20%以上，店均收入由于受到新开门店的稀释作用有所下滑，门店扩张是公司营业收入增长的重要驱动力。此外，主营业务中预包装及其他产品销售收入近年来随公司构建多元化渠道网络增长较快，截至 2021 年底，收入占比接近 10%。

图表 6 紫燕食品营业总收入及同比增速



图表 7 紫燕食品归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

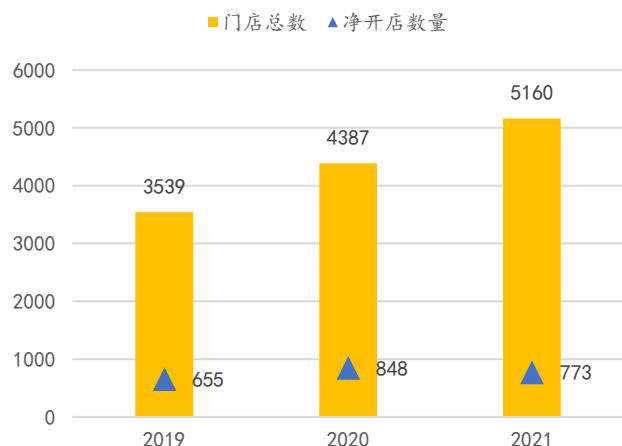
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 紫燕食品核心业务卤制食品销售收入增长拆分

	2019	2020	2021	期间复合增速
营业收入：鲜货产品（百万元）	2248.7	2359.8	2686.0	
yoy		4.9%	13.8%	9.3%
门店数量（家）	3539	4387	5160	
yoy		24.0%	17.6%	20.7%
店均收入（万元/家）	63.5	53.8	52.1	
yoy		-15.3%	-3.2%	-9.5%
营业收入：预包装及其他产品（百万元）	81.2	138.5	241.8	
yoy		70.7%	74.6%	72.6%

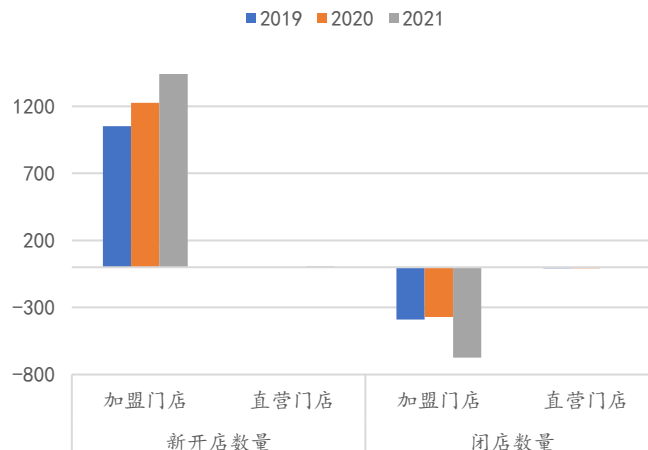
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 9 紫燕食品门店数量及净开店数量



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 10 紫燕食品加盟门店与直营门店新开店、闭店数量



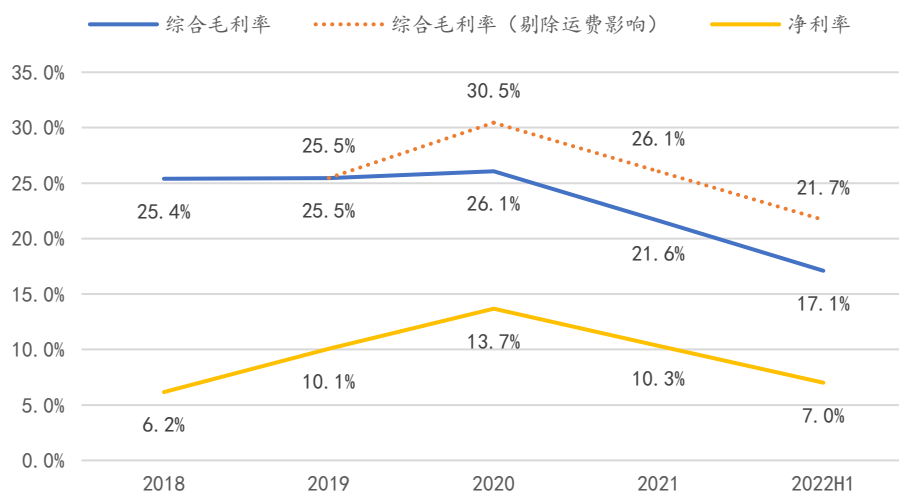
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

1.3 盈利能力受成本波动影响较大

盈利能力方面，公司净利率主要跟随毛利率变动，毛利率则受原材料采购价格影响明显。2019 年，受非洲猪瘟等因素影响，公司主要原材料牛肉、牛杂、猪蹄、猪耳等畜类原材料价格有所上升，鸡爪的采购价格亦有所上升，成本端承受较大压力，2019 年公司曾三次对鲜货产品出厂价进行上调以对冲成本压力。2020 年毛利率同比有所提升约 5 个百分点，主因 2020 年畜类原材料价格回落叠加 2019 年公司多次对产品提价的效果显现。2021 年以来，随着原材料价格再次上升，毛利率再次承压。

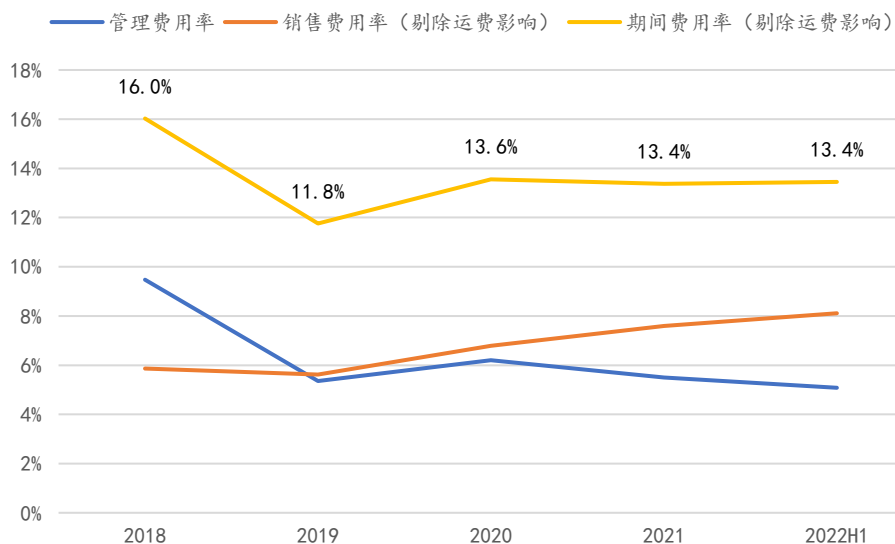
费用率方面，期间费用率整体平稳，其中销售费用率逐年提升，管理费用率稳中有降。1）销售费用率：剔除会计准则变更的影响，将运输费用还原至销售费用进行比较，近年来销售费用率呈现逐渐提升态势，与销售员工资福利、促销及广宣类费用增加有关。2）管理费用率：2018 年以来管理费用率整体呈现下降趋势，其中 2020 年受疫情期间停工损失、新建生产基地折旧摊销以及股份支付费用影响，管理费用率较 2019 年有所上升；此后，管理费用率随着收入规模的提升而逐步下降。

图表 11 紫燕食品毛利率与净利率变化



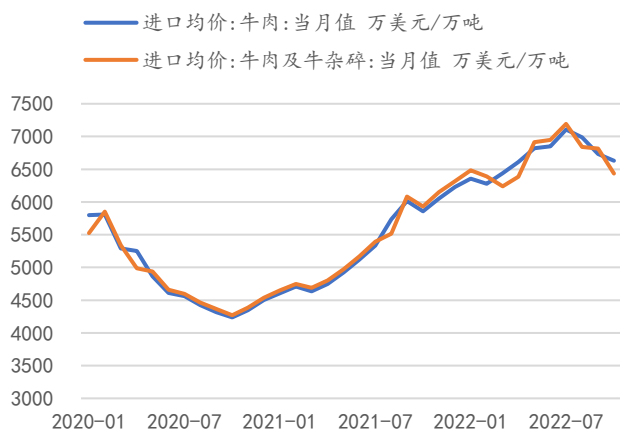
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 紫燕食品费用率变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 主要原材料牛肉价格走势



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 14 主要原材料猪肉价格走势



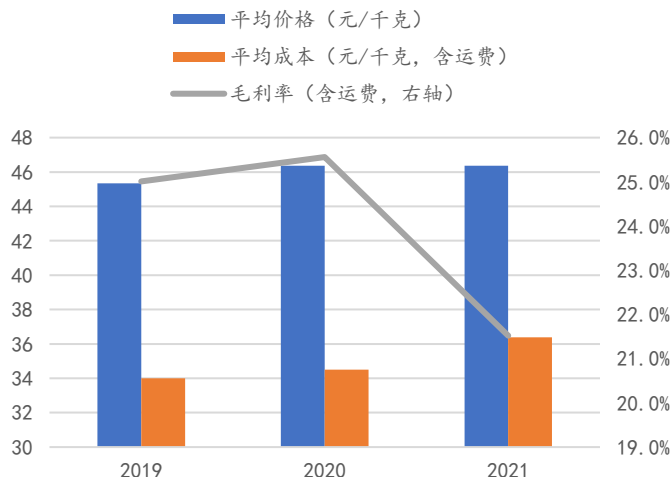
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15 主要原材料鸡肉价格走势



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 16 核心业务鲜货产品均价、均成本及毛利率



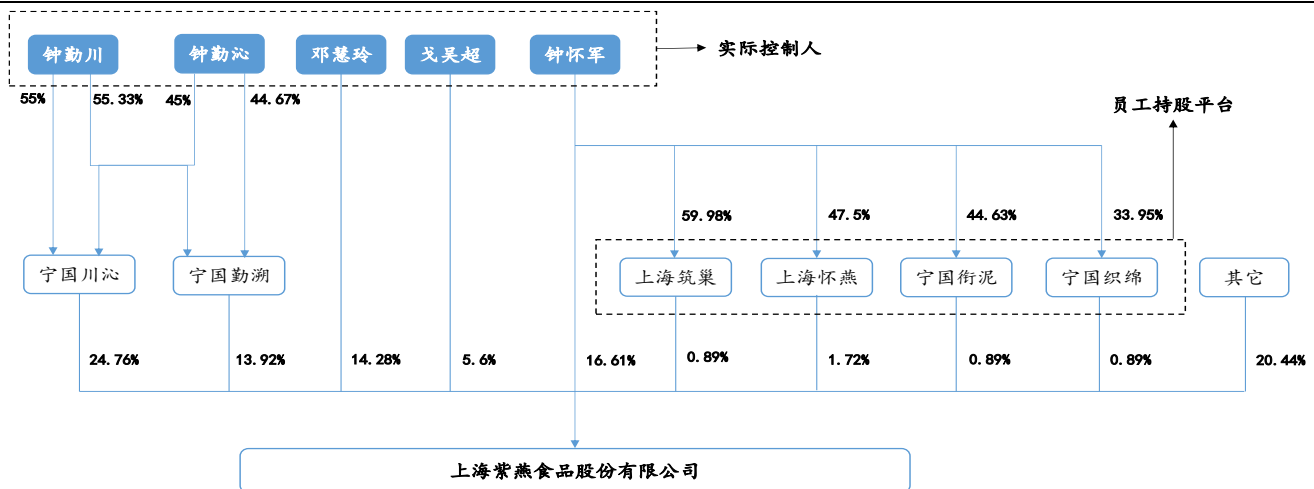
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.4 钟氏家族集中控股，员工持股平台绑定核心员工利益

钟氏家族绝对控股，股权结构集中、稳定。实际控制人为钟怀军、邓惠玲、钟勤沁、戈吴超、钟勤川，系关系密切的家庭成员，通过签署一致行动协议成为公司的共同控制人，五人合计持有公司 77.22% 股权。截至公司 2022 年三季报公布日，紫燕食品的创始人钟怀军先生直接持有公司 16.61% 股份，为最大的自然人股东，其妻邓惠玲女士直接持股 14.28%，其女婿戈吴超先生持股 5.6%，其子女钟勤川先生、钟勤沁女士通过宁国川沁和宁国勤溯间接持有上市公司 21.32%、17.36% 股份。

设立四大员工持股平台，深度绑定核心员工利益。上海怀燕、宁国筑巢、宁国衔泥和宁国织锦系公司员工持股平台，合计持有公司 4.88% 股权。员工持股平台的股东为公司核心的管理、生产、技术、销售人员。公司设立员工持股平台，将核心骨干与公司利益绑定，建立长效激励机制，为公司吸引关键人才及长期稳健发展提供动力。

图表 17 紫燕食品股权结构图



资料来源：公司招股说明书，Wind，华安证券研究所整理

管理层经验丰富、背景多元化，持有公司股份、共享公司成长红利。董事长钟怀军先生为公司创始人，从业三十余载拥有丰富经验，对佐餐卤味行业具有深刻了解。总经理戈吴超先生为钟怀军先生女婿，在公司任职时间较长、对行业及公司情况十分熟悉。此外，公司从外部聘请在相关领域具有丰富经验的董事以及高级管理人员，形成背景多元化、专业能力强的管理团队，多名外部引进高管具有食品饮料公司或者其他快消品公司工作经验。核心管理人员均直接或间接持有公司股份，与公司利益绑定，共享公司成长红利。

图表 18 紫燕食品管理层履历及持股情况

现任管理层	现任职务	持股比例	管理层履历
钟怀军	董事长	18.66%	紫燕食品创始人，曾于2000年6月至2020年5月任紫燕有限执行董事。
桂久强	副董事长	0.21%	曾任职于上海联廉冰鲜电子商务有限公司、上海印克电子商务股份有限公司。
戈吴超	董事，总经理	5.60%	曾任紫燕有限采购总监、总经理。
曹澎波	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	0.34%	曾先后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，紫燕有限副总经理、财务总监。
崔俊锋	董事、副总经理	0.34%	曾先后任宝洁（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、河南链多多食品有限公司总经理、紫燕有限副总经理。
蒋跃敏	董事	0.27%	曾任华润万家（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等职位。
周清湘	副总经理	0.22%	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。

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

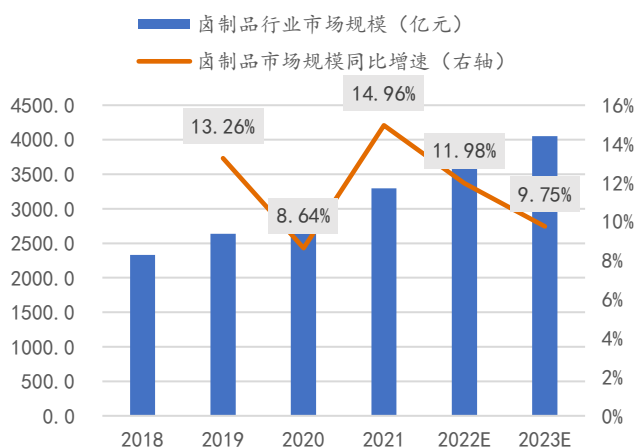
2 佐餐卤味行业持续扩容，龙头优势突出有望加速提升份额

2.1 佐餐卤味千亿市场，行业集中度仍低

卤制食品大行业市场规模超 3000 亿元，2018-2021 年行业规模增速 CAGR 约 12.3%。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。中国的卤味文化源远流长，卤制食品种类丰富，具有深厚的饮食文化基础和稳定的群众消费基础。受益于近年来我国人均可支配收入和购买力的持续提升，卤制食品因其便捷、口味、营养等属性，市场规模随着人们生活水平的提升而增长。据艾媒咨询数据，2021 年中国卤制品行业规模 3296 亿元，其中 2018-2021 年行业 CAGR 约 12.3%，即使在疫情扰动下，卤制品行业仍然保持了较为可观的增长速度。

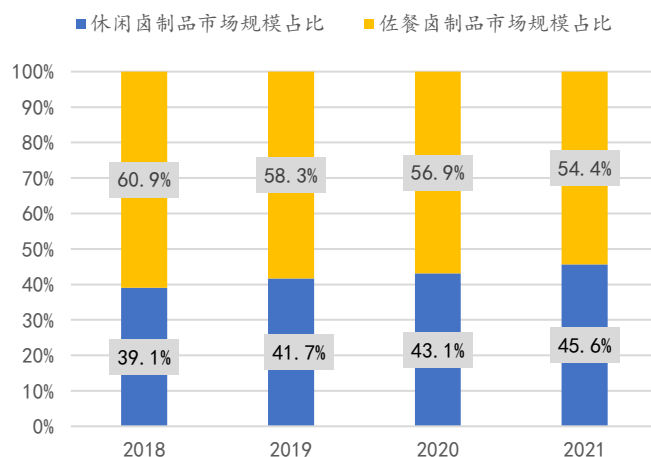
按消费场景划分，卤制食品可分为佐餐卤制食品和休闲卤制食品。紫燕食品所处的佐餐卤制食品行业规模略大于休闲卤制食品行业规模。佐餐卤味面向家庭餐桌场景，是卤制品的传统消费类型，通常作为凉菜用于佐餐，代表品牌包括紫燕百味鸡、廖记棒棒鸡。而休闲卤味主要作为非正餐食用的休闲食品，是伴随着生产工艺、物流条件以及居民消费能力发展而形成的新兴消费类型，代表品牌包括绝味鸭脖、周黑鸭、煌上煌。据艾媒咨询数据，2021 年佐餐卤制品与休闲卤制品行业规模分别为 1792 亿元和 1504 亿元，在整体卤制食品市场中的占比分别为 54.4%/45.6%。2018-2021 年佐餐卤制品行业规模 CAGR 约 8.1%，低于同期休闲卤制食品行业规模 CAGR（约 18.2%）。

图表 19 2021 年中国卤制食品市场规模超 3000 亿元



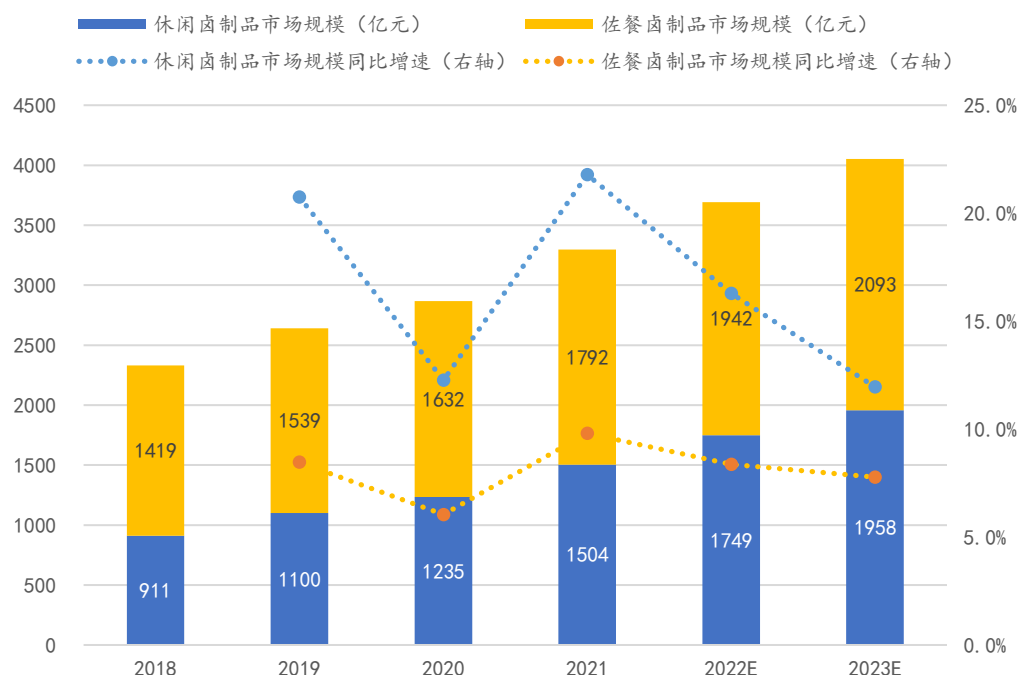
资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 20 佐餐卤制品市场规模略大于休闲卤制食品



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 21 休闲卤制品与佐餐卤制品市场规模及同比增速



资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 22 佐餐卤制食品与休闲卤制食品对比

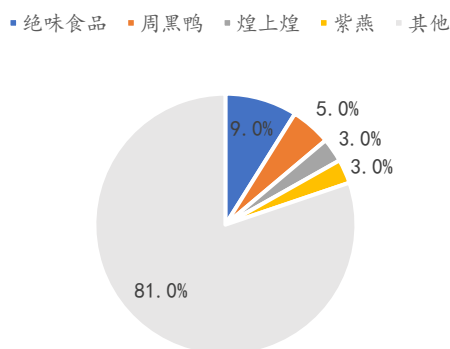
项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲娱乐
品牌效应	无品牌的个体经营店与品牌连锁店共存	多为品牌连锁店
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流较旺的地区，如社区、商场、交通枢纽、公园景点等
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄等为主，以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等
代表品牌	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等	周黑鸭、绝味、煌上煌等

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

卤制品行业集中度低，2021 年 CR4 不足 20%，佐餐卤制品细分行业格局更为分散。据 CBNDATA《2021 卤制品行业消费趋势报告》，2021 年绝味食品/周黑鸭/煌上煌/紫燕食品为卤制品行业市场份额前四位的公司，市占率分别为 9.0%/5.0%/3.0%/3.0%，CR4 不足 20%，市场份额较为分散，行业内仍存在较多中小卤制品品牌。市场份额排名前三位的为休闲卤制品品牌，紫燕作为佐餐卤制食品的代表企业，市场份额位居卤制品行业第四。聚焦佐餐卤制品细分行业内部，据紫燕食品招股说明书数据，紫燕食品以 2.6% 的市场份额居佐餐卤味品牌之首，卤江南、廖记棒棒鸡等其他佐餐卤味品牌市占率均为超过 1%，行业 CR5 不足 5%，反映佐餐卤味行业相较于休闲卤味行业实现市场份额集中的难度更大，这与佐餐卤制食品

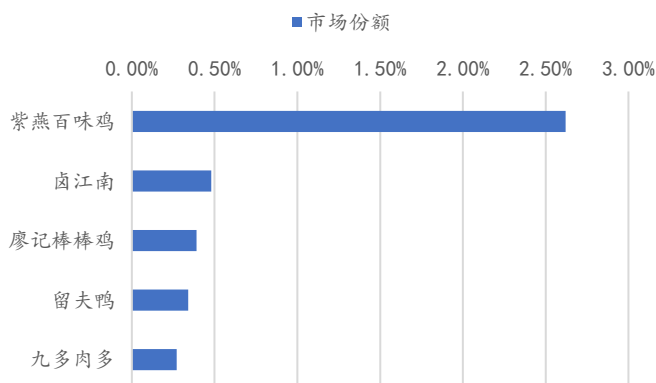
地域性特征更明显有关。

图表 23 中国卤制品行业头部品牌市场份额，2021 年



资料来源：CBNDData《2021 卤制品行业消费趋势报告》，华安证券研究所

图表 24 佐餐卤制品细分行业头部品牌市场份额，2019 年



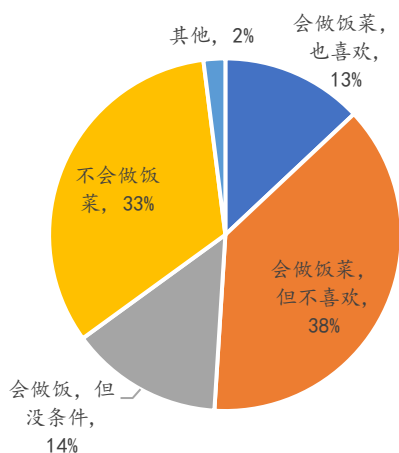
资料来源：紫燕食品招股说明书，《中国卤制品食品行业独立市场研究》，Frost&Sullivan，华安证券研究所

2.2 便捷化食品消费需求增加，佐餐卤味市场继续扩容

现代生活节奏加快，佐餐卤制品可满足便捷化、高性价比的餐食需求。近年来，随着人们生活节奏的加快以及对高品质生活的追求，厨务时间有所减少，消费者更倾向于选择购买新鲜、便捷、卫生、健康的食品以减少家务劳动时间。据美团数据统计，在购买预制菜的消费者中，仅 13% 消费者会做饭且喜欢做饭，52% 消费者会做饭但不喜欢或者没条件做饭，33% 消费者不会做饭。而佐餐卤制食品一方面具备口味鲜香、食材营养、种类丰富的特点，满足了大量新时代人们对食品消费的更方便快捷且更高品质的需求，另一方面，购买佐餐卤制食品相较外出就餐消费又更加经济实惠。因此预计餐桌卤制品受欢迎程度将继续提升，市场扩容有较大动力。

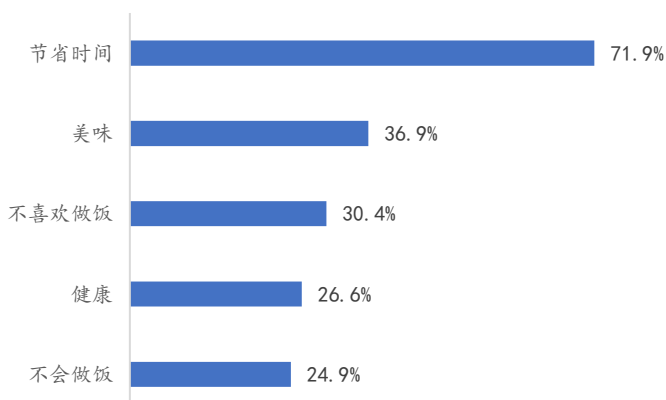
消费水平逐步提升、城镇人口持续增长为佐餐卤味市场扩容提供动力。佐餐卤制品的主要消费群体为城镇人口，随着我国城镇化率进一步提升，城镇人口的持续增长将推佐餐卤制食品市场空间扩大。据国家统计局数据，2021 年末我国城镇人口数量约 9.14 亿人，城镇化率为 64.7%，与发达国家 75% 左右的城镇化率相比，未来我国城镇居民人数还将继续增长，推动城镇佐餐卤制食品消费需求扩容。此外，受益于我国宏观经济稳定发展，未来居民收入水平与消费能力的持续提高亦为佐餐卤制品市场扩容提供支撑。

图表 25 预制菜消费者做饭技能调查



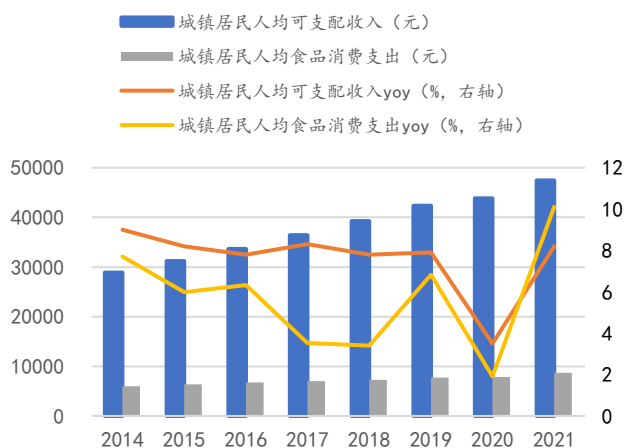
资料来源：美团研究院，智研咨询，华安证券研究所

图表 26 2021 年中国预制菜行业 C 端用户购买目的



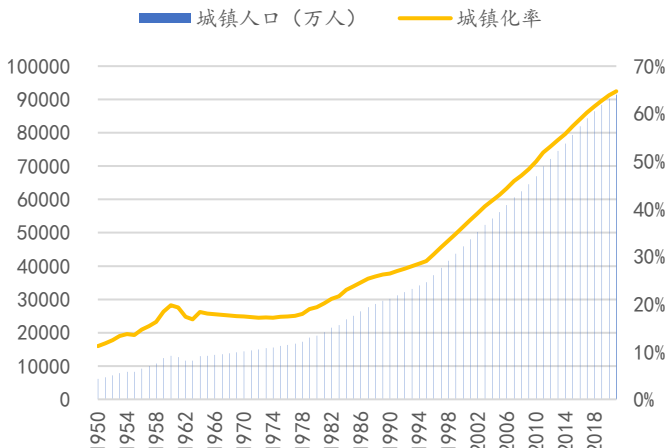
资料来源：艾媒咨询，华安证券研究所

图表 27 城镇居民人均可支配收入与食品支出持续增长



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 28 中国城镇人口数量及城镇化率持续提升



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.3 食品安全严监管+龙头更积极的扩店加速行业集中度提升

相比与小作坊，大型卤制品生产企业在食品安全、工艺水平、产品品质等方面明显胜出。目前佐餐卤制品行业内多数企业以小作坊经营模式为主。小作坊类型的卤制品企业通常以家庭小灶、铁锅等作为生产工具进行生产，工艺水平较为落后，规范意识较差，在食品安全控制上存在部分隐患。相比而言，大型佐餐卤制品生产企业采用规模化生产方式，工艺水平先进，产品品种丰富，接受相关部门及社会公众的监督，规范意识较强，食品质量控制体系较为完善。

图表 29 小作坊经营模式与跨区域经营模式对比

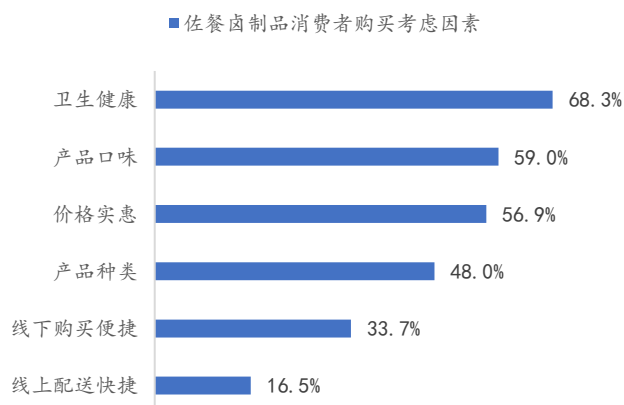
经营模式	原材料采购	生产	销售
小作坊经营模式	原材料采购地域性较强, 采购品类相对较少	以自主生产为主, 主要采用家庭的小灶、铁锅等作为生产工具进行生产, 产品品质控制能力差, 产品品质单一	就近销售给当地农贸市场或自设门店、自设摊贩等, 品牌知名度低
跨区域经营模式	以规模化采购为主, 采购品类丰富, 原材料品质管控及议价能力较强	生产方式有自主生产、委托加工、OEM等方式, 其中自主生产主要采用规模化生产方式, 工艺水平先进; 产能产量较大, 产品品种丰富, 食品质量控制体系较完善	产品销售突破区域限制, 销售渠道丰富, 可通过线下门店、商超、经销商以及线上电商平台等渠道实现销售, 品牌知名度较高

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

消费者食品安全意识提升以及食安监管趋严, 行业内部分小作坊的市场份额将被规范化、规模化生产的连锁品牌替代。随着物质选择更加丰富多样以及居民消费能力提升, 消费者对于食品安全与品质的重视程度在持续提升。据华经产业研究院统计数据, 中国消费者对于佐餐卤制食品最期待提升的方向排名第一的为卫生健康, 其次为产品口味和价格实惠。此外, 国家对于食品安全监管日趋严格, 违规处罚力度不断加大, 不符合要求的生产企业、不合格的产品将被逐步清退。因此预计部分小作坊式卤制品生产模式未来将逐步被规范化、规模化、高水平的生产模式所替代, 连锁佐餐卤味品牌的市场份额将逐渐提升。

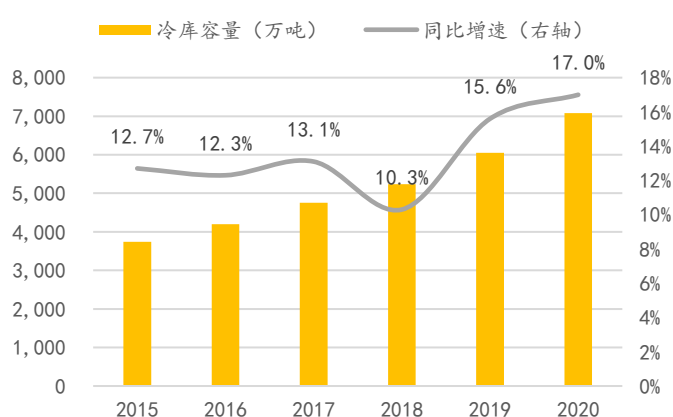
龙头品牌更积极发力门店扩张, 加速行业集中度提升。龙头佐餐卤制品企业由于具备更优质的产品、更多的社会资源、以及更强的资金实力及品牌影响力, 在渠道扩张上具有明显优势。同时我国冷链物流行业快速发展, 以及保鲜技术不断升级并更大范围地推广应用, 为佐餐卤味头部品牌渗透全国市场、建立销售网络创造了有利条件。近年来, 头部佐餐卤味连锁品牌紫燕百味鸡、阿满百香鸡、廖记棒棒鸡、卤江南等开始加速扩张门店, 并通过优质的产品有效的营销活动吸引并转化更多流量, 提升市场份额的同时也增强了品牌影响力。

图表 30 佐餐卤制品消费者购买考虑因素



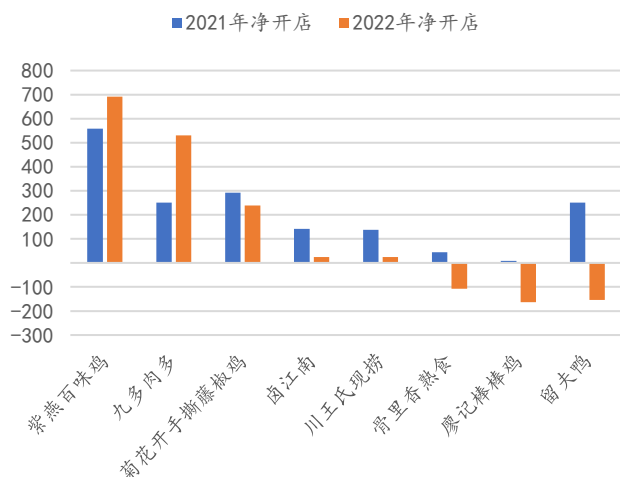
资料来源: 华经产业研究院, 华安证券研究所

图表 31 中国食品冷库容量规模及变化情况



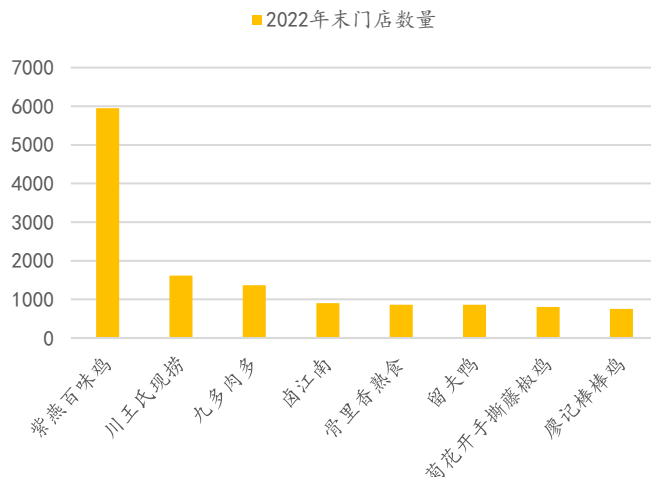
资料来源: 中物联冷链委, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 32 主要佐餐卤味品牌 2021 及 2022 净开店数量



资料来源：久谦，华安证券研究所

图表 33 主要佐餐卤味品牌 2022 年末门店数量



资料来源：久谦，华安证券研究所

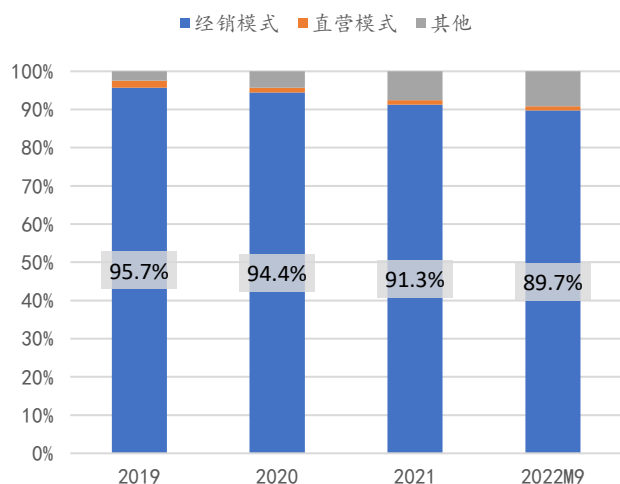
3 构建两级销售网络，优化供应链体系

3.1 经销模式占绝对主导，前员工经销商收入贡献较大

经销模式收入占比超过 9 成，经销模式下的加盟门店数量超过 5100 家。公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，同时构建了包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等其他渠道在内的多样化立体式营销网络体系。2021 年，经销模式/直营模式/其他渠道的收入占比分别为 91.3%/1.1%/7.6%，经销渠道贡献公司的绝大部分收入。2016 年销售模式改革后，经销模式是指公司建立起的“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”的两级销售网络。目前公司已在全国拥有 140 多家经销商主体，开设加盟门店超过 5100 家，覆盖 20 余个省、自治区。

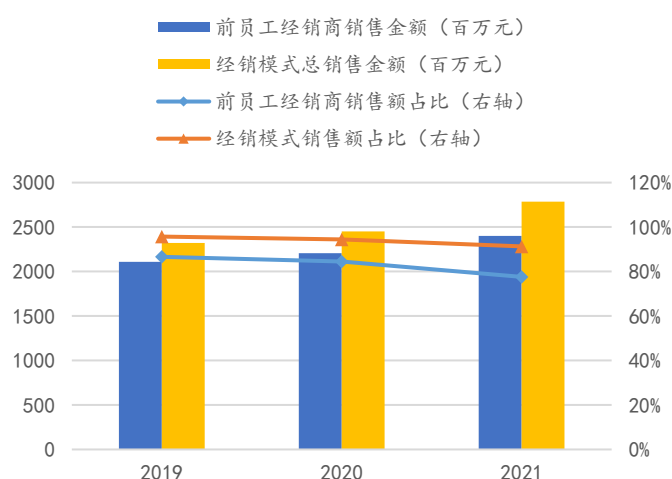
前员工经销商对公司收入贡献较大。发展初期公司在部分区域开设了上海紫燕、武汉川沁、苏州紫燕等独立的区域经营主体，由区域管理团队直接进行管理，并负责区域内产品生产及配送、门店开拓及管理等工作。2016 年，公司调整销售模式后，上述管理团队市场开拓及门店管理的职能由经销商替代。考虑到各个销售区域管理团队人员积累的经验及资源，公司在上述销售模式调整过程中鼓励该原管理团队核心人员在从公司离职后成为紫燕在各区域的经销商，与公司保持了较为稳定、长期的合作关系。目前公司经销商实际控制人中有 11 名公司前员工，主要负责上海、南京、合肥、济南、武汉等核心区域市场的经销业务。2019-2021 年，公司向前员工经销商销售金额占营业收入比例分别为 86.61%、84.44%和 77.60%。

图表 34 经销模式为公司贡献绝大多数收入



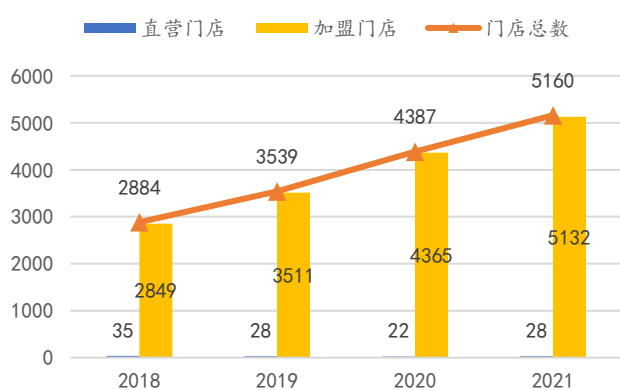
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 前员工经销商对公司收入贡献大



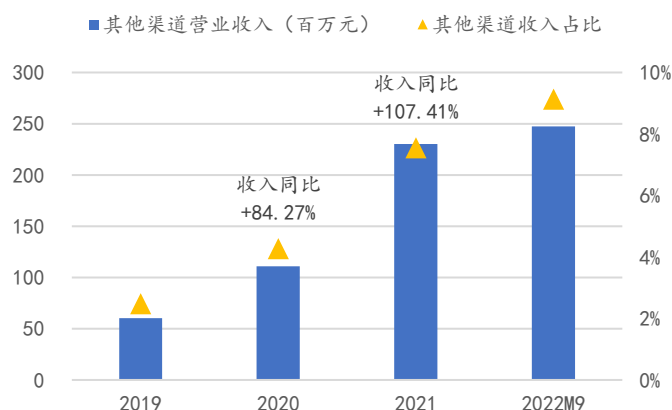
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 36 公司线下门店以加盟门店为绝对主导



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 37 公司其他渠道收入占比低但快速增长

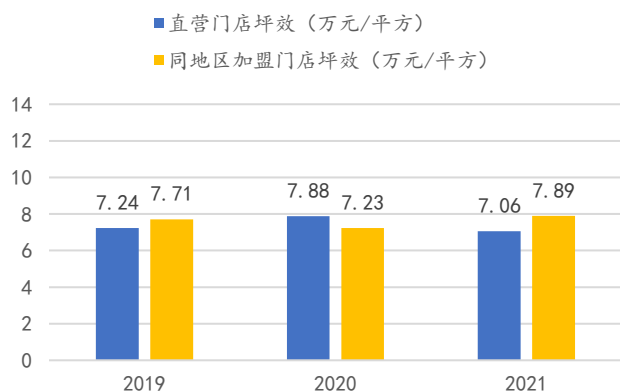


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

开设直营门店树立和宣传品牌形象，门店数量相比较少。直营模式是指公司通过开设直营门店销售产品。公司设立直营门店的目的系树立和宣传品牌形象、进行新品测试及政策试点、获取消费者反馈和积累门店管理经验等。出于经营战略考虑，2020 年公司关闭位于苏州的直营门店，2021 年又在上海、武汉新设子品牌赛八珍直营门店，并在沈阳开设直营门店。截至 2021 年 12 月 31 日，公司共在上海、武汉和沈阳地区开设了 28 家直营门店。据公司招股说明书，直营门店的坪效、客单价与同地区加盟门店不存在显著差异。

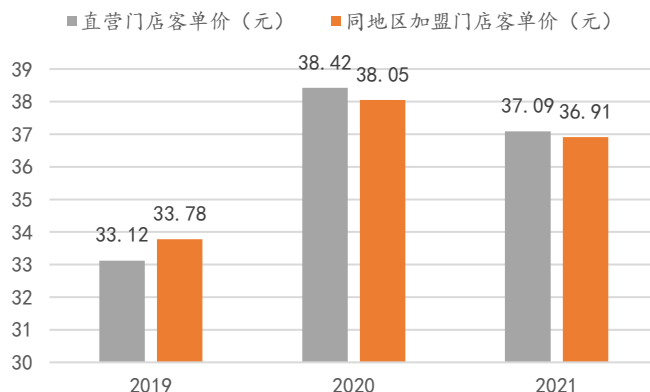
其他渠道作为门店销售的重要补充，近年来增速亮眼。公司其他销售渠道主要包括商超渠道、电商渠道、企业客户渠道等，销售产品以包装产品为主，例如公司目前与盒马、叮咚等平台进行合作，在平台上售卖气调包装 (MAP) 产品，也与老娘舅、吉祥馄饨等餐饮品牌合作，向其提供定制化的熟食产品。2019-2021 年，公司其他销售渠道收入占主营业务收入比例分别为 2.48%、4.27%和 7.55%，虽然目前收入占比相对较低，但近年来收入增长迅速，2021 年其他渠道营业收入 2.30 亿元，同比增长 107.4%。

图表 38 直营门店坪效与同地区加盟门店无显著差异



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 39 直营门店客单价与同地区加盟门店无显著差异



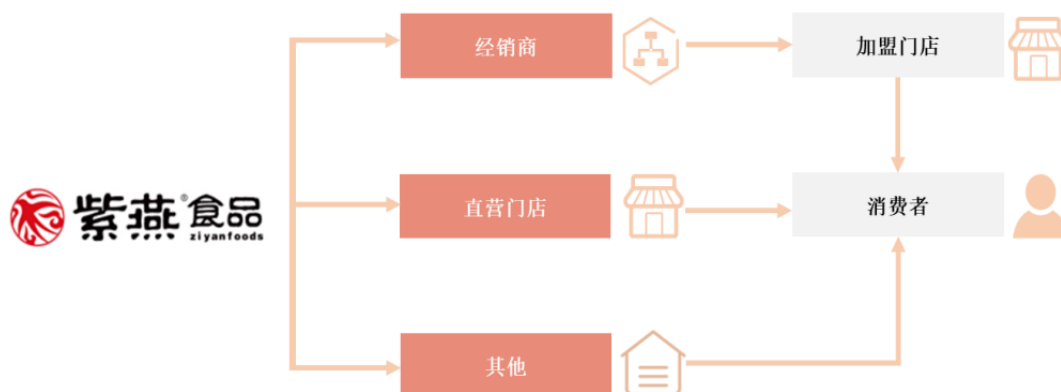
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

注：根据报告期内直营门店开立情况，2019-2020 年同地区指上海、武汉和苏州，2021 年同地区为上海、武汉和沈阳。

3.2 经销商承担门店拓展与监督管理职责，分享门店扩张利益

紫燕的经销渠道为“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”两级结构，公司借力大商实现更快、更低成本的扩张。2016 年销售模式改革后，公司建立起“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”两级渠道结构：公司在已入驻的绝大部分区域市场设有区域经销商，公司以买断式销售的方式将产品销售至省/市区域经销商，省/市区域经销商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，其中部分加盟门店由区域经销商公司开设，另一部分则由区域经销商通过招募新加盟商开设或与加盟商合资开设。在大经销商的区域代理模式下，公司与经销商签订区域代理合同，给予经销商在所辖区域内紫燕产品的代理权，也与经销商商定未来几年内所辖区域开店的数量目标，因此经销商也需履行市场及门店拓展的职责，经销商可以自行设立或发展下游的终端加盟门店。紫燕的区域经销商通常具备较好的门店资源、社会资源及较强的资金实力和运营管理能力，因此构建此二级销售网络有助于紫燕以更快的速度、更低的成本实现市场开拓。

图表 40 紫燕食品“公司—经销商—终端加盟门店—消费者”两级销售网络图示



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司建立起与经销商的利益共享机制,充分调动经销商的市场开拓积极性。(1) 类似于传统的经销渠道,经销商可从销售紫燕产品中获得价差收益:经销商有权制定销售产品给终端加盟门店的价格以及终端门店销售给消费者的价格,但需要提前向公司报备。经销商销售以高于从公司进货的价格销售给终端门店从而获得价差收益(在经销商自行设立加盟门店的情形下是主要的收益来源)。(2) 经销商向加盟门店收取加盟费、门店管理费及信息系统使用费等,作为经销商收入的一部分。虽然公司也向加盟商收取其加盟门店的加盟费、门店管理费及信息系统使用费,但通常费用标准低于经销商向加盟门店的费用收取标准。根据公司招股说明书,以加盟费为例,2021 年公司向经销商收取加盟费 0.8 万元/店/年,而部分地区经销商向加盟门店收取 1.2 万元/店/年的管理费。(在经销商发展加盟商开设加盟门店的情形下,经销商向加盟商出售产品的价差收益相对较小,由收取加盟费、管理费等进行补充。)

公司总部对加盟门店运营统一制定标准与要求,以规范化门店运营,经销商需履行对于加盟门店的监督管理职责。虽然公司将门店拓展的工作主要交给经销商,但公司总部对终端门店进行了较强的管控,如在门店的店铺装修、室内设备、员工培训、对外宣传、终端销售定价、促销方案等方面进行统筹规划,保证加盟门店的经营符合公司中长期发展战略。因此公司也要求经销商履行对于加盟门店的日常监督管理职责。

图表 41 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

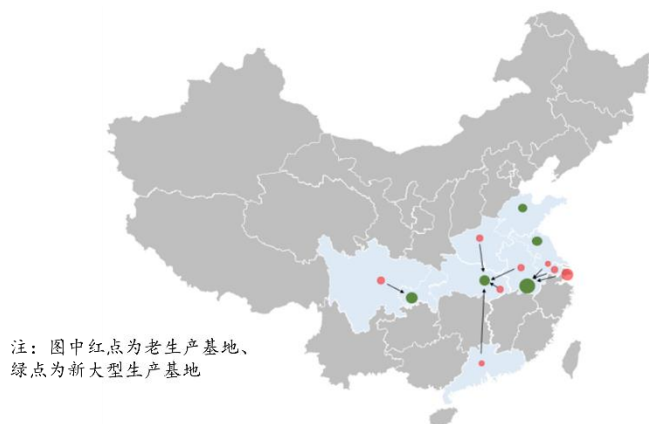
资料来源:公司招股说明书,华安证券研究所

3.3 产能储备充足，物流体系成熟，供应链基础较为扎实

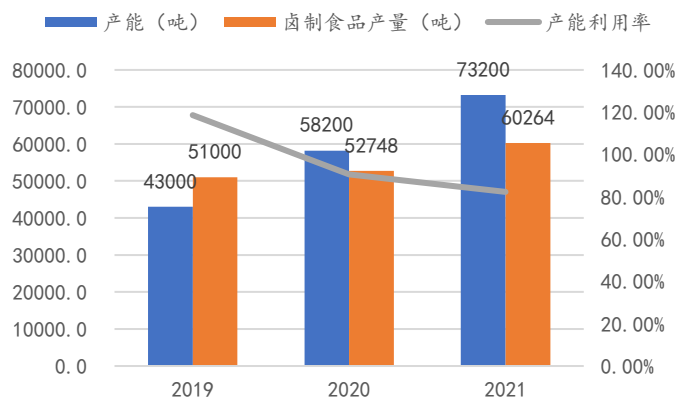
采购端：公司与优质的原材料供应商建立长期合作关系保障原材料供应稳定，规模化采购、锁价等方式增强采购优势。凭借良好的信誉及明显的规模优势，公司在长期业务合作过程中，与包括温氏股份、新希望、中粮集团等在内的一批大型供应商就整鸡、牛肉、鸭副产品等主要原材料建立了长期、稳定的合作关系，针对公司有特殊采购需求的非大宗商品，通过签署长期合作协议及价格锁定协议锁定优质供应商的产能资源及产品价格，有效保证了公司能及时、稳定地以合理成本获得充足的优质原料。

生产端：老产能逐步整合优化，同时扩建新产能，目前形成五大生产基地，解决此前产能制约问题。2019年，公司产能利用率为118.61%，已处十分饱和的状态，且老生产基地存在单体产能较低，布局相对分散等缺陷，产能扩建与产能优化亟待完成。为解决公司产能瓶颈问题，提高生产过程的机械化、自动化水平，降低分散化管理成本，公司对原各区域生产基地进行了集中化整合，将体量较小的生产基地逐步转移合并至临近的大型生产基地，并建设新的大型生产基地，2020年公司新建大型生产基地逐步投产。截至目前，公司共有宁国、武汉、连云港、山东、重庆五大生产基地，分布于华东地区及沿长江流域，能充分覆盖目前公司的优势市场及重点开发的区域。2021年公司总产能增加至73200吨，2019-2021年产能CAGR达到30.47%，2021年产能利用率降低至82.33%，突破了此前发展面临的产能瓶颈，为未来公司业务规模的持续增长提供支撑。

图表 42 公司逐步进行生产基地集中化整合



图表 43 2020 年后公司产能显著提升



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

IPO 募投项目投产后将再提升年产能约 19000 吨，近期规划海南生产基地。公司此次 IPO 募集资金主要用于宁国食品生产基地二期、荣昌食品生产基地二期等项目。项目达产后，公司总年产能将再增加 19000 吨，其中宁国食品生产基地二期项目达产后将贡献 11000 吨卤制品新增年产能，荣昌食品生产基地二期项目达产后将贡献 8000 吨卤制品新增年产能，届时公司总产能可达 92200 吨，为公司持续扩张业务规模提供坚实的支撑。公司招股说明书披露未来卤制产品的产能年复合增长率约为 5.94%，据此测算公司将在 2025 年实现 92200 吨卤制品产能完全达产。此外，公司于 2022 年 11 月发布公告，计划投资 3 亿元建设海南紫燕食品加工生产基地，建设周期约 20 个月，将进一步提升公司产能，促进南方市场拓展。

图表 44 IPO 募集资金投资项目

项目名称	投资总额（百万元）	募集资金投资金额（百万元）	建设周期	新增产能（吨）	预计每年新增销售收入（百万元）
宁国食品生产基地二期	249.4	200	2 年	11000	528
荣昌食品生产基地二期	171.48	120	2 年	8000	322.6
仓储基地建设	126.09	80.22	2 年		
研发检测中心建设项目	87.8	40	2 年		
信息中心建设项目	44.98	44.98	2 年		
品牌建设及市场推广项目	120	80			
总计	799.75	565.2			

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

研发端：在保持大单品竞争力的同时，产品研发创新持续跟进，满足消费者多样化需求。夫妻肺片是紫燕打造的核心单品，单个产品对公司的营收贡献超 30%。据新零售老板内参，2019 年紫燕仅夫妻肺片这一道菜实现 16 亿元销售收入（零售口径），规模在佐餐卤制食品中显著领先。除夫妻肺片外，紫燕的百味鸡、藤椒鸡也是深受消费者喜欢的成熟单品。在保持大单品竞争力的同时，公司也重视产品研发创新，洞察消费需求以不断完善产品品类。据新零售老板内参，紫燕每个季度推出约两个新产品，新品成功率约为 10%。近年来，公司推出的“乐山钵钵鸡”、“爽口蹄花”、“手撕鸡”、“冷吃酸汤肥牛”、“凉拌猪头肉”、“五香鸡边腿”等多款新产品均取得较好的市场反馈。持续的产品创新保障公司始终能满足消费者多样化的需求，也使得品牌持续具备活力。

图表 45 不断推陈出新，公司兼顾产品的多元化和精品化



爽口蹄花



冷吃酸汤肥牛



手撕鸡



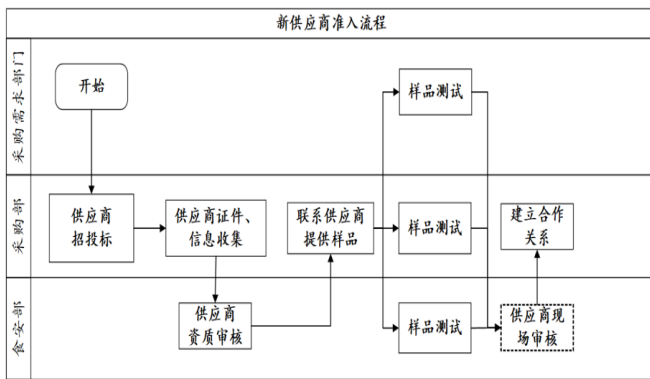
乐山钵钵鸡

资料来源：公司官网，华安证券研究所

物流配送端：订单响应快速，冷链物流体系成熟，当日或最迟次日配送到店。公司先后建成济南、武汉、连云港、宁国、重庆等多个高标准区域中心工厂，以各生产型子公司作为向全国销售网络配送产品的生产基地，以最优冷链配送距离作为辐射半径，构建了全方位供应链体系，能够实现前天下单、当天生产、当日或次日配送到店的要求。产品全称冷链配送，保证了产品的新鲜程度。

公司建立了覆盖采购、生产、仓储、产品配送、终端销售等环节的全面质量控制体系，严格守好质量关。在原材料采购环节，公司设立供应商准入高标准以及对原材料的验收入库，不断提高原材料质量标准；在生产环节与仓储环节，公司建立了完整的质量控制体系，实行标准化生产，按 ISO22000 及 HACCP 等食品安全管理体系的要求，对关键控制点制定了关键限值并严格监控；在产品配送环节，公司实行全程的“冷链”配送，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；在终端门店销售环节，公司可通过终端门店监控系统实时察看终端门店店员对产品销售环节的操作是否符合相应的卫生及质量控制要求。

图表 46 原材料采购环节供应商准入实行高标准



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

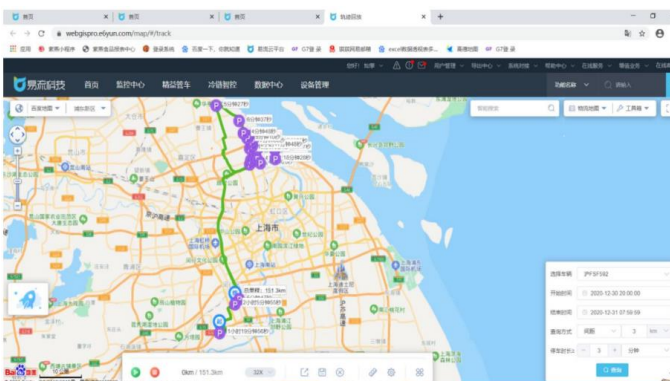
图表 47 生产环节宁国生产基地进行温度监测

鲜货物保障管理平台

设备号	设备名称	所属工厂	所属车间	最近监测时间	监测数据	电量	操作
0302101800001118-7	7 号 4 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:56	15.13°C / 75.98°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000492	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:55	15.12°C / 59.82°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000563	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:52	15.12°C / 59.82°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000569	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:54	15.07°C / 59.13°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000535	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:53	15.34°C / 59.61°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000561	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:53	15.25°C / 59.45°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000566	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:53	15.58°C / 60.06°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000533	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:52	15.08°C / 59.14°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000510-5	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:56	15.13°C / 59.23°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000917-5	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:55	15.22°C / 59.40°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000496	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:53	15.22°C / 59.40°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000484	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:53	15.08°C / 59.14°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000527	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:53	15.07°C / 59.13°F / 10.0k	100%	详情 历史数据
0302101800000550	1 号 2 号 3 号 4 号 5 号 6 号 7 号 8 号 9 号 10 号 11 号 12 号 13 号 14 号 15 号 16 号 17 号 18 号 19 号 20 号 21 号 22 号 23 号 24 号 25 号 26 号 27 号 28 号 29 号 30 号 31 号 32 号 33 号 34 号 35 号 36 号 37 号 38 号 39 号 40 号 41 号 42 号 43 号 44 号 45 号 46 号 47 号 48 号 49 号 50 号 51 号 52 号 53 号 54 号 55 号 56 号 57 号 58 号 59 号 60 号 61 号 62 号 63 号 64 号 65 号 66 号 67 号 68 号 69 号 70 号 71 号 72 号 73 号 74 号 75 号 76 号 77 号 78 号 79 号 80 号 81 号 82 号 83 号 84 号 85 号 86 号 87 号 88 号 89 号 90 号 91 号 92 号 93 号 94 号 95 号 96 号 97 号 98 号 99 号 100 号	宁国工厂	宁国工厂	2021-06-03 15:53	15.29°C / 59.52°F / 10.0k	100%	详情 历史数据

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 48 配送环节全程进行车辆监测



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 49 终端门店销售环节实时监控



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

4 未来展望：门店扩张仍有较大空间，B 端业务稳步增长

4.1 紫燕门店标准化程度较高、投资回报稳定，对于加盟商的吸引力强

紫燕门店标准化程度较高、初始投资额较轻、投资回报期通常在 2 年以内。紫燕门店售卖的产品由公司工厂统一生产，再经公司物流体系配送到店，门店店员仅需完成切剁调拌四种操作即可实现最终产品售卖。紫燕产品标准化程度较高、产品质量保障强叠加公司提供门店运营指导，有效降低了终端门店的运营难度，提升对于加盟商的吸引力。单店模型来看，以安徽合肥市场为例，紫燕门店的初始投资额通常不超过 18 万元，门店年营业额通常为 80-120 万元，加盟商毛利率约 30%，扣除人工、租金等费用后，加盟门店净利率约 10%，投资回报期约 18-24 个月。

对比其他常见的餐饮类型门店投资项目，我们认为紫燕门店长期经营的稳定性更强。类似于不同地区消费者对于正餐菜品具有较稳定的口味偏好，佐餐卤味消费

者对于其所认可的产品也有一定的消费粘性。且紫燕门店主要分布在社区、农贸市场附近，门店经营者更容易与周边消费者产生互动。因此与奶茶、烘焙、休闲卤味等品类相比，紫燕门店可获得更稳定的消费者复购，门店收入也可随经营时间拉长得到更持续提升。因此虽然紫燕门店的投资回报期相较头部奶茶、休闲卤味门店业态并未有优势，但因其门店成长的天花板更高、稳定性更强，对投资期限更长的加盟商而言则是更具吸引力的选择。

图表 50 紫燕食品门店模型

门店类型	省会城市社区店	备注
门店面积大小	12-15 平米	
初始投资额	18 万元以内	不包含首期房租、门店转让费
品牌使用费	3.6 万元	1.2 万元/年，合同签 3 年
货款保证金	2 万元	
装修设备费	8-12 万元	
管理费	0.5 万元	
年营业额	80-120 万元	
日营业额	2200-3300 元	
毛利率	30-35%	加盟商毛利率约 30%，经销商毛利率约 35%
年人工成本	6-8 万元	一般一个门店雇佣一名店员
年租金	不超过 9.6 万元	不超过 8000 元/月
其他运营费用	约占营业额的 2.5%	
净利润率	平均 10%	
投资回报期	18-24 个月	

资料来源：公司公告，渠道调研（安徽合肥地区），华安证券研究所

4.2 测算紫燕门店数量可达 10000+，现阶段仍有较大开店空间

根据窄门餐眼公布的绝味在各省（直辖市）的门店数量，以及各省（直辖市）2021 年常住人口数量，计算紫燕在各省（直辖市）的门店覆盖密度，门店密度位列前三的为上海市（0.223 家/万人）、江苏省（0.171 家/万人）、天津市（0.109 家/万人），紫燕在全国平均门店覆盖密度为 0.044 家/万人。我们根据区域市场成熟程度、饮食习惯、品牌知名度以及当地经济发展与消费水平对各省（直辖市）未来可能实现的最大开店密度做出如下假设，并对紫燕门店数量空间进行测算：

1. 上海区域：一线城市，居民可支配收入及消费水平较高，且紫燕品牌在此区域的认知度高，消费者经过长时间的消费习惯培育，对佐餐卤制食品的接受度高，因此预计可支撑最高的门店密度。从目前门店加密的结果来看，公司在上海区域继续加密的同时，同店营收仍保持每年中个位数增长，表明门店尚未达到饱和，仍有继续加密的空间。目前上海区域门店密度约 0.223 家/万人，保守估计可进一步提升至 0.3 家/万人，约可在当前门店数量基础上再增长 35% 左右。

2. 江苏省、安徽省、天津市等公司重点开发的市场：1）公司进入较早，具有一定的品牌知名度，消费习惯正逐渐加深；2）多数区域有丰富运营经验的大经销商主导当地市场的开拓，预计开店成功率较高；3）部分城市等级较高，对应居民的收入与消费水平较高。预计此类市场现阶段已可以支撑较高的门店密度。我们将此类

共 10 个省份/直辖市对标其中现有门店密度最高的江苏省，假设最大门店密度将在未来达到当前江苏省门店密度 0.171 家/万人。

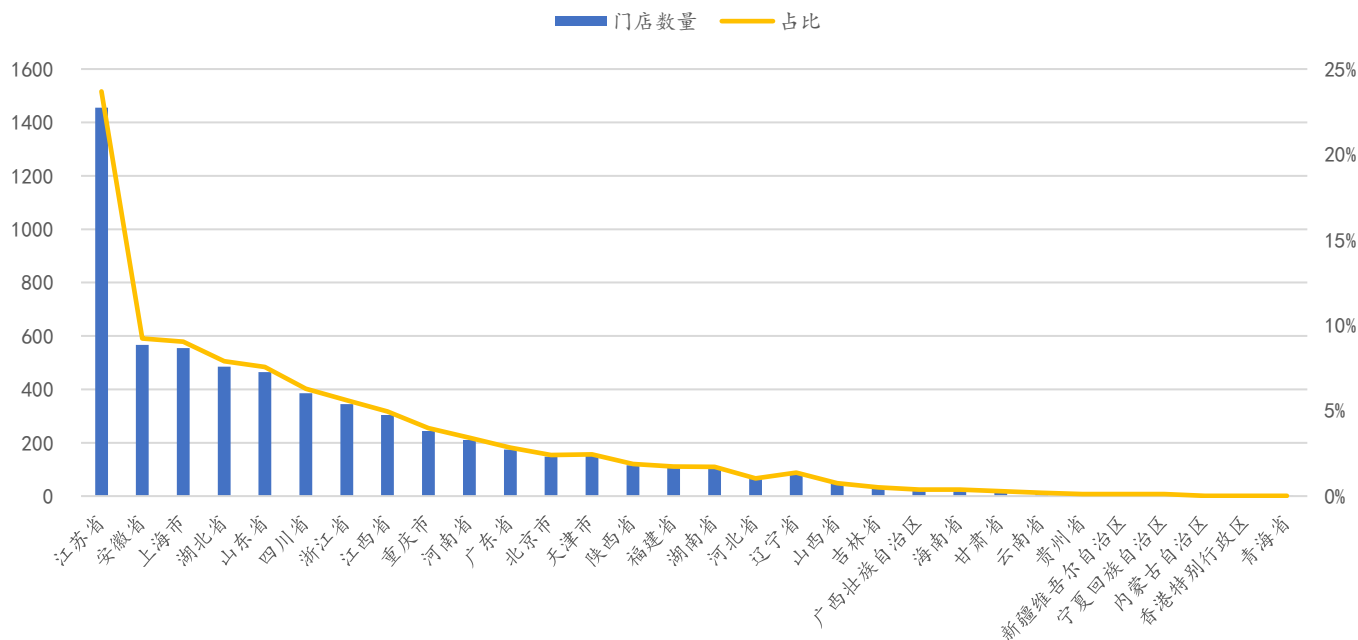
3. 除去以上 11 个省份/直辖市，在剩下 19 个省份中，陕西省、福建省、海南省、河南省门店密度靠前。近两年来公司积极推进开发福建、海南等南方市场，对此类市场的支持力度较大，我们假设此类市场后续将有较快的发展，未来可以达到现阶段全国门店密度平均水平 0.044 家/万人。

4. 剩余的省份主要分布在东北、中西部等，现阶段公司的发展中心还未延伸到此类区域，且紫燕在这些省份的品牌影响力尚不够强，因此预计现阶段包括辽宁、湖南、广东在内的 8 个省份市场紫燕门店的容量偏小。我们将此类市场对标其中现有开店密度最大的辽宁省，假设此 8 个省份最大开店密度可以达到 0.020 家/万人。

5. 当前门店密度排名靠后的省份包括广西、新疆、云南等。考虑到紫燕的主要产品品类包括牛肉、猪肉、禽类等，主要口味为麻辣、酸辣、藤椒等，且食材经过特殊加工处理，此类区域或在人口结构、饮食习惯、口味上与紫燕存在较大差异，或消费水平暂时偏低，预计紫燕门店数量将长期保持在较低水平。类似地，我们对标其中现有开店密度最大的广西省，假设此档市场最大开店密度可以达到 0.005 家/万人。

根据上述假设，我们测算未来紫燕百味鸡门店数量可超 12000 家，距当前门店数量仍有一倍空间（据窄门餐眼，截至 2022 年 12 月 10 日，公司在全国拥有 6142 家门店）。从开店节奏来看，假设未来维持每年 1000 家左右的净增开店速度，公司有望在 5-7 年实现门店数量扩张至 12000 家左右。

图表 51 紫燕食品当前门店分布



资料来源：窄门餐眼，华安证券研究所

图表 52 紫燕食品门店空间测算

省份/直辖市	常住人口 (万人)	假设最大 开店密度 (家/万人)	最大门店 数量 (家)	省份/直辖市	常住人口 (万人)	假设最大 开店密度 (家/万人)	最大门店 数量 (家)
上海市	2489.4	0.300	746	辽宁省	4229.4	0.020	85
江苏省	8505.4	0.171	1455	湖南省	6622	0.020	133
天津市	1373	0.171	234	广东省	12684	0.020	254
安徽省	6113	0.171	1045	山西省	3480.5	0.020	69
湖北省	5830	0.171	997	吉林省	2375.4	0.020	47
重庆市	3212.4	0.171	549	宁夏回族自治区	725	0.020	14
北京市	2188.6	0.171	374	河北省	7448	0.020	149
江西省	4517.4	0.171	772	甘肃省	2490	0.020	50
浙江省	6540	0.171	1118	广西壮族自治区	5037	0.005	24
四川省	8372	0.171	1432	新疆维吾尔自治区	2589	0.005	12
山东省	10170	0.171	1739	云南省	4690	0.005	22
陕西省	3954	0.044	173	贵州省	3852	0.005	18
福建省	4187	0.044	184	青海省	594	0.005	2
海南省	1020.5	0.044	44	香港特别行政区	733.5	0.005	3
河南省	9883	0.044	434	内蒙古自治区	2400	0.005	12
总计					59949.7	0.2	12190

资料来源：窄门餐眼，国家统计局，华安证券研究所测算

4.3 预制菜行业维持高景气度，公司 B 端业务前景广阔

公司产品除了通过经销商-加盟门店的渠道网络向终端消费者销售之外，公司还与部分餐饮企业及盒马等零售企业达成合作，为此类 B 端客户供应卤制食品或其他预制菜品，如公司为老娘舅提供藤椒鸡饭的主菜，为吉祥馄饨提供鸡汤馄饨等。虽然当前公司发展重心仍在于门店销售，B 端业务占比较小，目前尚未发力，处于稳步发展状态，但考虑到预制菜行业目前处于快速发展时期，公司在此赛道上具备一定的竞争优势，故我们判断公司 B 端业务发展前景广阔，后续有望加速发展，可能成为公司的新亮点。

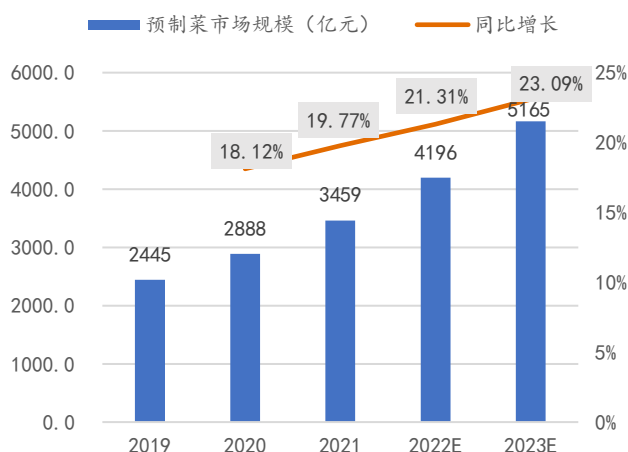
预制菜凭借操作便捷、品种多样等优势，应用场景丰富，近年来行业快速发展。预制菜是将食材进行预加工或预烹调，并进行预包装制成的成品或半成品菜肴，经简单烹饪或加热后，即可作为日常正餐食用。按照方便程度和加工深度，行业内通常把预制菜分为即配、即烹、即热、即食四类。预制菜由于操作方便、品种丰富，既能为餐饮商家节约后厨成本，同时也是家庭厨房的省心选择，应用空间广阔。据艾媒数据中心统计，2021 年中国预制菜市场规模约 3459 亿，同比增长 19.8%。随着消费升级、供应链发展及冷链物流布局更加完善，预制菜将在 B 端继续深化，在 C 端加速发展。

图表 53 预制菜分为即配、即烹、即热、即食四类

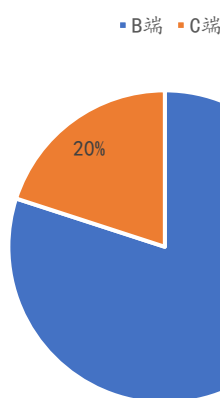
分类	具体含义	代表产品	代表企业
即食食品	开封后可以直接食用的预制调理制品	凤爪、牛肉干、八宝粥、卤味食品、罐头	有友食品
即热食品	只需要经过加热即可食用的食品	方便面、自热锅	安井食品、海底捞
即烹食品	经过相对深加工（加热或浅油炸），按份分装冷藏或常温保存的半成品材料，可以立即入锅，加上调味品进行调理的食品，属于半成品预制菜范畴	速冻水饺、冷藏牛排、冷藏鸡胸肉、冷藏宫保鸡丁	味知香、珍味小梅园
即配食品	经过清洗、分切等初步物理加工而成的小块肉、生鲜净菜等，一般以生的菜料为主，烹饪者要自行搭配各种调料，经过炒制加热变熟后可食用	巴沙鱼片、生虾仁、土豆片	盒马、叮咚

资料来源：华安证券研究所整理

图表 54 2023 年我国预制菜市场规模有望突破 5000 亿元 图表 55 中国预制菜 B 端市场占比约为 80%



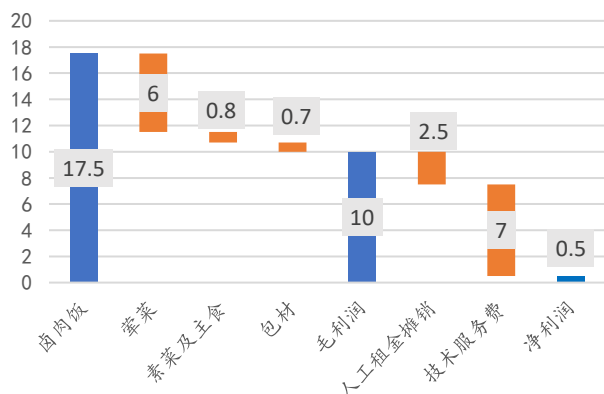
资料来源：艾媒数据中心，华安证券研究所



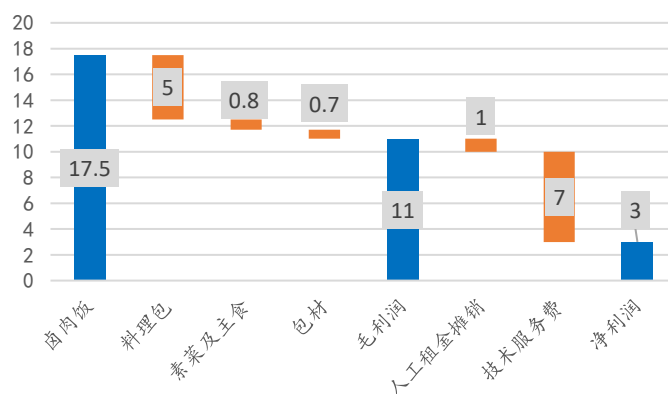
资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

目前预制菜销售渠道主要集中在 B 端，预制菜是餐饮企业较好的降本增效方案。中商产业研究院数据显示，预制菜销售渠道 80% 以上集中于 B 端，在餐饮市场发展由来已久。对餐饮企业而言，一方面使用预制菜能够降低高昂的租金和人力成本，节约 70% - 80% 餐厅后厨空间，提升餐厅整体坪效、提高食品出品效率，有效缓解困扰餐饮行业的租金高、人工成本高、食材成本高和毛利低的“三高一低”难题。据中国连锁经营协会调查，以一般餐饮连锁店的卤肉饭产品为例，使用预制菜后，每份 17.5 元的卤肉饭能节省人工及租金摊销 1.5 元，多创造 2.5 元净利润。另一方面，使用标准化的预制菜能够确保味道、品质的稳定和统一，提高品牌知名度和影响力。目前，已经有 90% 以上的酒店、连锁餐饮、团餐有使用预制菜，预制菜的 B 端渗透基本完成，工艺改进、产品升级将是未来预制菜主要的增长空间。

图表 56 使用预制菜前卤肉饭成本与费用结构 (单位: 元) 图表 57 使用预制菜后人工及租金成本显著降低 (单位: 元)



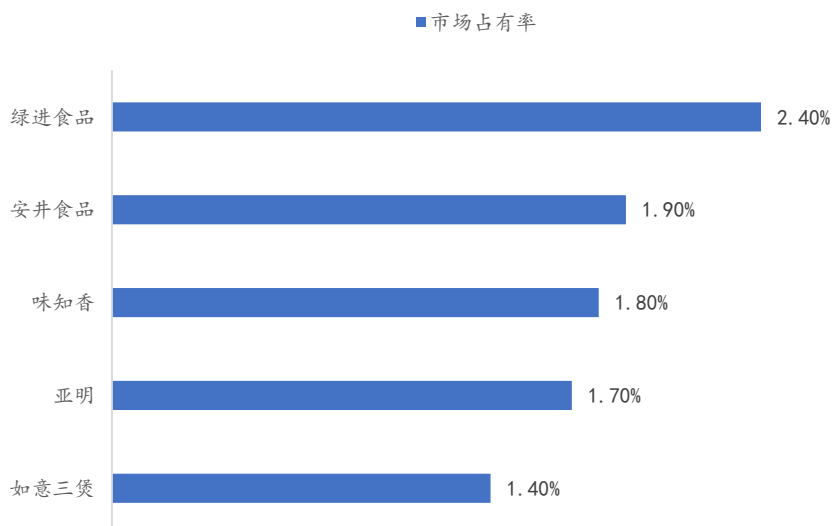
资料来源: 中国连锁经营协会, 华安证券研究所



资料来源: 中国连锁经营协会, 华安证券研究所

预制菜市场竞争激烈, 行业集中度低, 各路玩家各有强项。目前我国预制菜市场竞争激烈, 相比于日本预制菜行业CR5的64.04%, 我国预制菜行业集中度仅9.2%, 行业集中度尚待提升。近年来不断有新玩家进入预制菜行业, 按照其特征及竞争优势, 主要可以分为原料型企业、生产型企业、餐饮型企业、零售型企业四类。原料型企业依靠产品原材料的自主生产, 将成本降到最低, 因此可以依靠低于同行业的定价获取竞争优势; 生产型企业是预制菜行业的主力军, 这类企业产品种类丰富, 生产及研发能力强, 通常依靠做大单品规模, 效率制胜, 如味知香、安井食品等; 餐饮型企业拥有自身品牌基础, 消费者认可度较高, 可以将预制菜的销售融入餐饮店的经营当中, 如同庆楼、西贝等; 零售型企业渠道优势明显, 同时疫情期间线上消费需求增加, 也涌现出如叮咚、盒马等企业, 拥有线上渠道平台带来的流量优势, 在预制菜的竞争中占有一席之地。

图表 58 我国预制菜行业 CR5 仅 9.2%



资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

图表 59 产品与渠道是预制菜行业的核心竞争力，不同企业具有不同的竞争优势

类型	代表企业	优势	劣势
原料型企业	圣农发展、双汇发展	原材料成本低	产品种类偏单一
生产型企业	味知香、安井食品、千味央厨	产品种类丰富，覆盖消费者范围广，生产规模大	对上游成本管理以及下游渠道拓展要求较高
餐饮型企业	同庆楼、西贝（贾国龙功夫菜）	品牌知名度高，消费者认可度高	品类与门店产品重合，扩张难度大
零售型企业	盒马、叮咚、永辉	流量优势明显	规模小，产品性价比相对一般

资料来源：华安证券研究所整理

紫燕的产品偏向于餐饮属性，公司天然具备发展预制菜业务的优势。一方面，公司重视产品研发，可为餐饮客户提供最符合其要求的菜品方案，同时紫燕广泛的门店布局为公司提供大量消费者端的基础数据，帮助公司更好洞察消费偏好，使其产品更受客户及终端消费者的欢迎。另一方面，紫燕的供应链体系完善，具备持续稳定的供应链能力，且产品品质有强保障，规模化生产也有助于提升公司产品的性价比，契合 B 端客户的利益诉求。因此我们认为紫燕生产供应预制菜品具备优势，在预制菜行业高景气带动下，公司 B 端业务未来有望加速发展，逐步贡献更大的业绩增量。

5 盈利预测与投资建议

结合上述分析，我们对未来公司经营作出如下核心假设：

- 1. 开店：**鲜货类产品贡献绝大部分销售收入，公司主要通过门店扩张来实现鲜货类产品销售收入增长。2022 年公司保持 1000 家以上的开店速度，但在疫情影响下闭店率高于以往，2023 年疫情影响减退后，预计公司开店速度略有加快、闭店率明显降低。故假设 2022-2024 年公司分别新开店 1250/1350/1400 家，闭店 720/400/400 家，净开店 530/950/1000 家。
- 2. 店均收入：**紫燕直营门店数量少，加盟门店占主导。加盟门店店均收入与店龄有关，新店店均收入通常低于成熟老店店均收入。考虑到 2022 年有较多成熟区域的门店店主选择离开一二线城市而关闭门店，且部分城市门店受疫情封控影响而歇业，预计 2022 年店均收入同比有所下滑。2023 年行业经营环境回暖，且目前紫燕同店收入仍在增长期，同时考虑到新开门店对整体店均收入的稀释作用，我们假设 2022-2024 年店均收入分别同比 -2.8%/+3.0%/+2.0%。
- 3. 预包装及其他产品营业收入：**除紫燕门店售卖佐餐卤味鲜货产品外，公司还通过电商渠道、商超渠道等多元化渠道体系出售预包装及其他产品。随着渠道拓展深入推进，预计预包装及其他产品在低基数上保持较快增速。我们假设 2022-2024 年预包装及其他产品营业收入分别同比 +50.0%/+40.0%/+35.0%。
- 4. 毛利率：**由于受到疫情及贸易摩擦等因素影响，2021 年下半年开始公司主要原材料牛及牛副产品采购价格同比增幅明显，2022 年毛利率显著承压。

2022 年年底原材料价格开始回落，预计 2023 年毛利率将得到修复。且考虑到 2022 年其他连锁卤味品牌提价而公司未有提价动作，若 2023 年成本压力仍存，公司亦有提价对冲成本压力的空间。故我们假设 2022-2024 年毛利率分别为 17.11%/21.40%/22.90%。

5. **费用率：**当前公司仍在市场扩张阶段，费用投放策略较为稳健，预计销售费用逐年增长，受益于规模效应，销售费用率稳中有降。假设 2022-2024 年销售费用率分别为 3.20%/3.15%/3.10%。类似地，预计管理费用率随收入规模扩张而略有降低，假设 2022-2024 年管理费用率分别为 4.73%/4.65%/4.58%。

综上，我们预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 34.3/41.9/50.1 亿元，同比 +11.0%/+22.1%/+19.5%；实现归母净利润 2.7/4.2/5.6 亿元，同比 -17.9%/+57.8%/+32.4%；EPS 分别为 0.65/1.03/1.36 元。当前股价对应 PE 分别为 46/29/22 倍，考虑到佐餐卤味市场空间大，公司门店模型吸引力强、供应链能力突出，未来门店持续扩张将带来业绩成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 60 紫燕食品收入预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,613	3,092	3,433	4,192	5,008
YOY	7.3%	18.3%	11.0%	22.1%	19.5%
鲜货产品	2,360	2,686	2,878	3,459	4,061
YOY	4.9%	13.8%	7.1%	20.2%	17.4%
门店数量	4387	5160	5690	6640	7640
净开店	848	773	530	950	1000
开店数量	1227	1447	1250	1350	1400
闭店数量	379	674	720	400	400
单店营收（万元/家）	54	52	51	52	53
YOY	-15.3%	-3.2%	-2.8%	3.0%	2.0%
预包装及其他产品	139	242	363	508	686
YOY	70.7%	74.6%	50.0%	40.0%	35.0%
加盟费、门店管理费、信息系统使用费	43	49	54	63	73
YOY	23.3%	15.1%	10.3%	16.8%	15.1%
包装材料	55	73	87	100	115
YOY	-7.6%	32.3%	20.0%	15.0%	15.0%
其他业务收入	17	42	51	61	73
YOY	54.2%	148.7%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：华安证券研究所测算

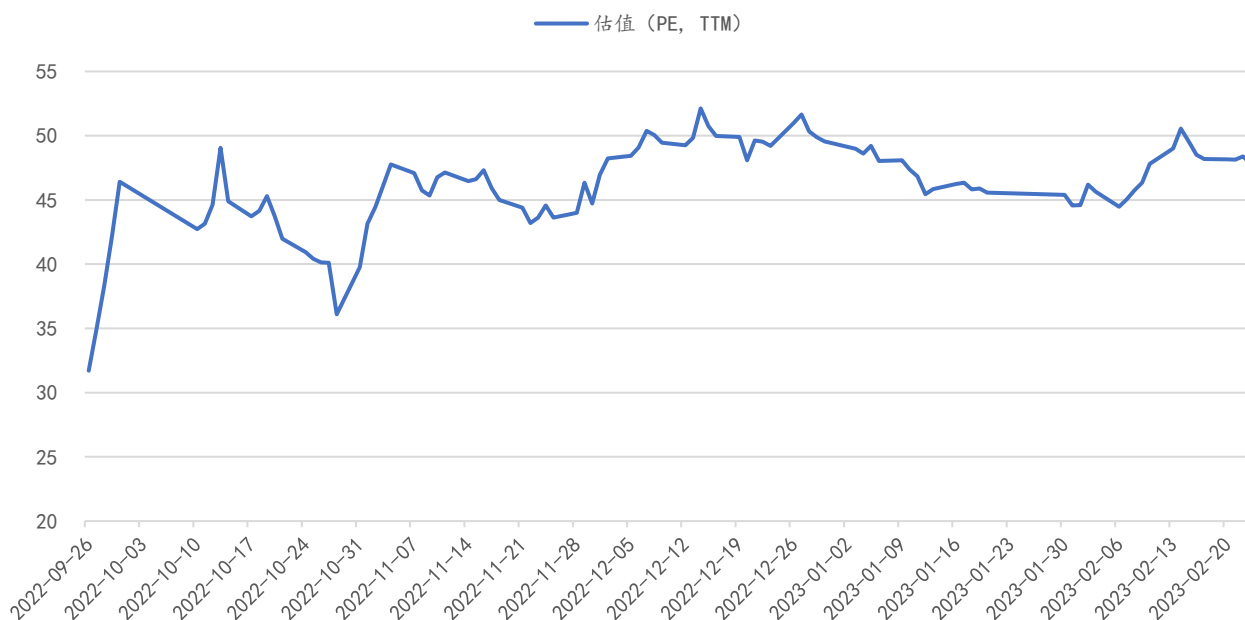
图表 61 紫燕食品利润预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,613	3,092	3,433	4,192	5,008
毛利率	26.1%	21.6%	17.1%	21.4%	22.9%
销售费用率	2.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%
管理费用率	6.2%	5.5%	4.7%	4.7%	4.6%
研发费用率	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

归母净利润（百万元）	359	328	269	425	562
净利率	13.7%	10.6%	7.8%	10.1%	11.2%

资料来源：华安证券研究所测算

图表 62 紫燕食品估值情况（PE, TTM）



资料来源：Wind，华安证券研究所

6 风险提示

1. 门店扩张进程不及预期；
2. 原材料成本大幅上行；
3. 行业恶性竞争导致门店销售受阻；
4. 食品安全问题。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	623	1454	1760	2063	营业收入	3092	3433	4192	5008
现金	244	1090	1362	1613	营业成本	2423	2845	3295	3862
应收账款	65	57	67	68	营业税金及附加	32	25	41	49
其他应收款	5	8	7	10	销售费用	98	110	132	155
预付账款	69	65	72	81	管理费用	170	162	195	229
存货	129	156	173	213	财务费用	0	5	-16	-17
其他流动资产	111	78	78	78	资产减值损失	-1	-5	-5	-5
非流动资产	1387	1476	1591	1675	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	28	36	46	投资净收益	-1	-1	-1	-1
固定资产	1053	1092	1119	1133	营业利润	429	325	568	753
无形资产	97	96	94	93	营业外收入	6	3	4	5
其他非流动资产	215	261	343	404	营业外支出	6	4	6	7
资产总计	2010	2930	3351	3738	利润总额	429	324	566	751
流动负债	611	703	791	888	所得税	109	61	144	191
短期借款	80	80	30	1	净利润	320	263	422	560
应付账款	148	184	219	253	少数股东损益	-8	-6	-2	-2
其他流动负债	382	439	542	635	归属母公司净利润	328	269	425	562
非流动负债	190	190	220	250	EBITDA	524	380	617	804
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.89	0.65	1.03	1.36
其他非流动负债	190	190	220	250	主要财务比率				
负债合计	800	892	1011	1138	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	-2	-8	-10	-12	成长能力				
股本	370	412	412	412	营业收入	18.3%	11.0%	22.1%	19.5%
资本公积	137	660	660	660	营业利润	-11.9%	-24.3%	75.0%	32.4%
留存收益	705	974	1279	1541	归属于母公司净利	-8.7%	-17.9%	57.8%	32.4%
归属母公司股东权	1212	2046	2350	2613	获利能力				
负债和股东权益	2010	2930	3351	3738	毛利率（%）	21.6%	17.1%	21.4%	22.9%
现金流量表					净利率（%）	10.6%	7.8%	10.1%	11.2%
单位:百万元					ROE（%）	27.0%	13.1%	18.1%	21.5%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC（%）	23.6%	12.0%	16.8%	20.2%
经营活动现金流	341	420	594	704	偿债能力				
净利润	320	263	422	560	资产负债率（%）	39.8%	30.5%	30.2%	30.4%
折旧摊销	101	61	65	69	净负债比率（%）	66.2%	43.8%	43.2%	43.8%
财务费用	6	4	3	3	流动比率	1.02	2.07	2.22	2.32
投资损失	1	1	1	1	速动比率	0.51	1.64	1.82	1.90
营运资金变动	-89	104	103	73	营运能力				
其他经营现金流	412	147	318	487	总资产周转率	1.55	1.39	1.33	1.41
投资活动现金流	-148	-136	-178	-151	应收账款周转率	71.35	55.38	65.45	72.00
资本支出	-149	-130	-172	-142	应付账款周转率	17.97	17.14	16.36	16.36
长期投资	0	-8	-7	-9	每股指标（元）				
其他投资现金流	1	1	0	1	每股收益	0.89	0.65	1.03	1.36
筹资活动现金流	-338	562	-143	-302	每股经营现金流薄）	0.83	1.02	1.44	1.71
短期借款	-46	0	-50	-29	每股净资产	3.27	4.97	5.70	6.34
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	42	0	0	P/E	0.00	46.42	29.41	22.21
资本公积增加	30	523	0	0	P/B	0.00	6.10	5.31	4.78
其他筹资现金流	-322	-4	-93	-273	EV/EBITDA	-0.22	30.30	18.21	13.67
现金净增加额	-144	846	273	251					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘略天，华安证券食品饮料首席分析师，英国巴斯大学会计与金融学硕士。6 年食品饮料行业研究经验，曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，2 年食品饮料行业研究经验，1 年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。