

紫燕食品（603057）

佐餐卤味龙头，二代接班启新程

买入（首次）

2025 年 11 月 03 日

证券分析师 苏毓

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 李茵琦

执业证书：S0600524110002

liyinqi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,550	3,363	3,162	3,427	3,637
同比（%）	(1.46)	(5.28)	(5.96)	8.35	6.15
归母净利润（百万元）	331.57	346.48	248.82	291.87	344.08
同比（%）	49.46	4.50	(28.19)	17.30	17.89
EPS-最新摊薄（元/股）	0.80	0.84	0.60	0.71	0.83
P/E（现价&最新摊薄）	23.46	22.45	31.26	26.65	22.61

投资要点

■ **三十载深耕成就佐餐卤味龙头。**创始人钟怀军于 1989 年在江苏创业，2000 年进军上海，2012 年启动全国战略；经历 30 年耕耘从区域走向全国，公司治理结构也逐步从家族管理向现代企业治理过渡。**1) 产品端：**2024 年鲜货和包装产品营收占比分别为 83.4%、10.5%，“夫妻肺片”和“整禽类”是两大核心单品在鲜货业务中占比稳定在 60%以上。**2) 渠道端：**公司主要采用以经销大商加盟为主的连锁经营模式，截止至 2024 年 6 月底公司门店数量达到 6308 家。以电商、商超、新零售等为代表的其他渠道营收占比在逐步提升，从 2018 年的 2.1%提升至 2024 年的 14.6%。分地区来看，优势区域华东地区占比 70%左右；其次是华中和西南地区，分别占比 10%左右。**3) 盈利端：**公司毛利率、净利率走势与原材料价格波动高度相关，受益于牛肉、鸡肉价格自 2022 年高位回落，公司毛利率显著回升，费用端近几年由于布局新渠道和海外等略有增加，未来随着规模提升有优化空间。

■ **市场广阔份额分散，公司领先优势显著。**我国卤味行业存“大市场，小企业”特征，消费习惯普遍受众广且相对稳定，市场空间大而集中度低。我国佐餐卤制食品市场规模从 2018 年的 1498 亿元扩张至 2022 年的 2350 亿元，CAGR 为 11.9%，保持良好的增长态势；且消费区域分布广泛、消费者购买习惯稳定。CR5 的市场占有率仅 5.1%，公司的市占率为 3.1%，行业集中度较低。根据窄门餐眼数据，公司门店数量在 5000 家以上，第 2-5 名品牌门店数量在千家上下；且公司的地区和城市线级分布最为广泛。公司在采购、生产、配送端都更具效率和优势，随着下游需求好转，有望继续加快全国化步伐。

■ **多元化发展，开启全球战略。****1) 国内：**巩固供应链优势，完善渠道布局，探索校园及 2B 市场。公司以预制菜、凉拌菜、卤味小吃为突破口，成功开拓了 B 端客户。2024 年公司鼓励加盟商开拓校园市场，截至 2025 年 1 月，其校园店已入驻 70 余所高校；不仅开拓了空白市场，还显著增加了品牌在年轻人市场的曝光度。**2) 海外：****①门店出海。**2023 年 5 月公司成立海外事业部，2024 年 5 月海外首店在澳洲墨尔本开业，目前公司海外门店已突破 9 家。**②尼泊尔布局上游牛肉原料，供应链有望强化升级。**尼泊尔喜马拉雅国际食品与公司已经签署合作备忘录，喜马拉雅国际食品公司将在第一阶段每年对华出口 27 万吨热加工水牛肉。尼泊尔具备优质的牛养殖场资源，该项目拟出口量占我国目前牛肉进口量的 9.4%；并且相较国内市场价具备价格优势。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 31.6/34.3/36.4 亿元，同比-6%/+8%/+6%；归母净利分别为 2.5/2.9/3.4 亿元，同比-28%/+17%/+18%。对应 PE 分别为 31/27/23X，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**食品安全问题，尼泊尔项目进度不及预期，原材料价格波动，居民消费力复苏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.81
一年最低/最高价	16.10/26.68
市净率(倍)	3.88
流通 A 股市值(百万元)	7,749.72
总市值(百万元)	7,778.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.85
资产负债率(% ,LF)	48.35
总股本(百万股)	413.51
流通 A 股(百万股)	412.00

相关研究

内容目录

1. 公司概况：三十载深耕成就佐餐卤味龙头	5
1.1. 区域品牌走向全国，二代接班启全球化新征程.....	5
1.2. 餐桌卤味鲜货主打，核心大单品稳定.....	6
1.3. 门店销售占主导，强化多元渠道布局.....	7
1.4. 财务分析：原料波动对盈利水平影响较大，费用投入有优化空间.....	9
2. 市场广阔份额分散，佐餐卤味紫燕遥遥领先	12
2.1. 卤味消费群广泛且稳定，行业空间大而集中度低.....	12
2.2. 紫燕全国化更为领先，未来仍有空间.....	14
3. 二代接班展新姿，全球布局启新程	17
3.1. 国内渠道拓新进取，积极探索校园及 2B 市场	17
3.2. 卤味出海，南亚落子，全球布局显前瞻.....	18
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2018-2025H1 公司分产品营收结构	7
图 3: 2018-2025H1 公司鲜货业务营收结构	7
图 4: 2018-2025H1 公司分产品营收增速	7
图 5: 2018-2025H1 公司鲜货业务营收增速	7
图 6: 2018-2024 年公司分销售模式营业收入及增速（亿元）	8
图 7: 公司门店数量及单店营收.....	8
图 8: 2017-2024 年公司经销商数量（个）	9
图 9: 2018-2024 年公司单个经销商销售额（万元）	9
图 10: 2018-2025H1 公司分地区营收结构	9
图 11: 2018-2025H1 公司分地区营收结构	9
图 12: 2018-2021 公司直接材料各项占比	10
图 13: 2018-2021 公司营业成本中肉类原材料占比	10
图 14: 2018-2021 年主要原材料价格走势（元/公斤）	10
图 15: 2018 年至今牛肉和鸡肉市场价格走势（元/公斤）	10
图 16: 2018-2024 公司毛利率及净利率走势	11
图 17: 2018-2024 年公司分品类毛利率	11
图 18: 2018-2024 年公司鲜货类产品毛利率	11
图 19: 2018-2025H1 公司费用率走势	12
图 20: 2019-2024 年公司销售费用组成明细（万元）	12
图 21: 2019-2024 年公司管理费用组成明细（万元）	12
图 22: 2019-2023 我国卤制食品市场规模（单位：亿元）	13
图 23: 2022 年我国卤制食品结构.....	13
图 24: 2018-2022 我国佐餐卤制食品市场规模（单位：亿元）	13
图 25: 2025 年我国卤味品牌门店数区间占比.....	14
图 26: 2022 年我国佐餐卤味 CR5	14
图 27: 2025 年我国各线城市卤味门店占比.....	14
图 28: 2024-2025 年卤味消费者购买频次变化	14
图 29: 卤味头部品牌门店数量对比（家）	15
图 30: 我国头部佐餐卤味品牌区域分布.....	16
图 31: 我国佐餐卤味头部品牌门店城市线级分布（单位：家）	16
图 32: 我国佐餐卤味头部品牌门店城市线级占比.....	16
图 33: 我国预制菜行业规模及增速.....	17
图 34: 公司门店积极入驻各地高校.....	18
图 35: 公司海外布局积极推进.....	19
图 36: 公司海外市场增长迅速（单位：万元）	19
图 37: 公司与尼泊尔喜马拉雅国际食品签署热加工水牛肉合作备忘录.....	20
图 38: 我国进口牛肉数量（万吨）	21
图 39: 我国进口牛肉均价（美元/吨）	21
图 40: 2025H1 我国进口牛肉来源国占比.....	21
图 41: 2025H1 我国进口牛肉来源国均价（美元/吨）	21
图 42: 盈利预测.....	22

表 1： 公司核心管理层履历 6

表 2： 佐餐卤味前五大品牌基础情况梳理 15

表 3： 公司工厂布局梳理 16

表 4： 可比公司估值情况 23

1. 公司概况：三十载深耕成就佐餐卤味龙头

1.1. 区域品牌走向全国，二代接班启全球化新征程

公司的发展历程大致可分为区域深耕、全国扩张、启动全球化三大阶段。

1989年，钟春发夫妇在江苏徐州创办了“钟记油烫鸭”，凭借独特风味在当地积累了良好的口碑。1996年第二代掌门人钟怀军先生接手后，为寻求更大市场，果断进军南京并扩充了产品品类，研发出了招牌菜品“百味鸡”，同时将品牌更名为“紫燕”。2000年，紫燕进军上海，并确立了以上海为中心向华东地区辐射的战略，次年门店数量便突破了500家。

2008年门店突破1000家，并完成了五代门店形象的升级和全面冷链配送体系的建设，为全国连锁经营的打造基础。2012年公司正式启动全国战略，向南北方向开发市场，先后进军华中、华南等市场。2014年公司敏锐地捕捉到电商的发展趋势，正式入驻天猫、京东等主流电商平台，开辟了线上营销的新路径。此后公司门店数量快速增长，2018年门店数量突破2000家。

2022年9月公司在上海证券交易所主板上市，成为“佐餐卤味第一股”，此时全国门店数量已近5700家。2023年公司全国门店总数达6205家，大陆省份基本覆盖，逐步开拓海外市场。2024年截至6月底，其全国门店数量已超过6300家。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

创始人钟怀军自1996年从父亲钟春发手中接手“钟记油烫鸭”后，长期主导公司发展，直至2023年5月卸任董事长。由女婿戈吴超接任了董事长兼总经理职务。此外，公司的管理团队还包括多位资深职业经理人；崔俊锋先生拥有丰富的行业经验，曾在宝洁(中国)、三全食品等公司担任高管职务，现任公司董事、副总经理；周清湘先生则主

要负责公司的信息化建设，现任副总经理。

二代接班开启全球化新征程，多举措革新。尤其是 2023 年以来，渠道更加多元化，校园渠道和 2B 均取得亮眼成就，品牌年轻化也更进一步。并且成功开启全球化新征程，海外已在澳大利亚、美国开店，美国还进入华人商超渠道，与尼泊尔签订牛肉源头合作条款，以上诸多事件表明二代接班人是有所作为有想法的。

表1：公司核心管理层履历

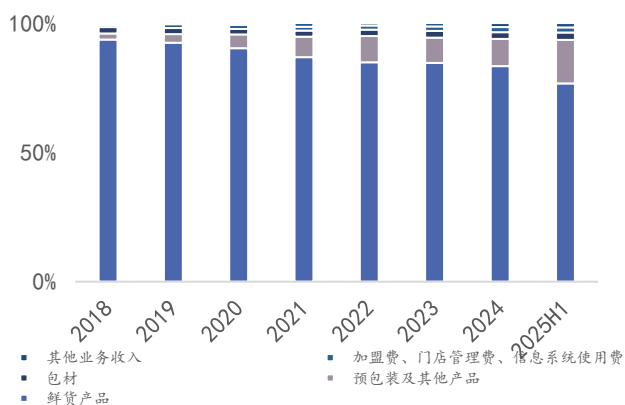
姓名	职务	性别	年龄	履历
戈吴超	董事长、董事、总经理	男	36	1989 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。上海市青联委员，上海市闵行区政协委员。曾任上海紫燕食品股份有限公司采购总监。现任上海紫燕食品股份有限公司董事、董事长、总经理，上海市青联委员，上海市闵行区政协委员，上海市闵行区工商联青创联会长。
曹澎波	董事、董事会秘书、副总经理、财务总监	男	55	1970 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生 学历，中国注册会计师。曾任上海国福龙凤食品有限公司财务总监，苏谷阳盈（上海）投资有限公司（现已更名为“上海爵嘉实业有限公司”）副总经理，上海汇慈投资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，紫燕有限副总经理、财务总监。现任公司董事、副总经理、财务总监、董事会秘书。
崔俊锋	董事、副总经理	男	53	1972 年 9 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历。曾任宝洁（中国）有限公司高级经理，天狮集团有限公司产品技术总监，三全食品股份有限公司副总裁，蜀海（北京）投资有限公司副总裁（现已更名为“蜀海（北京）食品有限公司”），河南链多多食品有限公司总经理，紫燕有限副总经理。现任公司董事、副总经理。
周清湘	副总经理	男	52	1973 年 10 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。 曾任许继集团有限公司项目经理，北京新榕基业软件技术有限公司顾问经理，三全食品股份有限公司信息总监，鸿星尔克（厦门）实业有限公司首席信息官，紫燕有限副总经理。现任公司副总经理。

数据来源：公司公告，企查查，东吴证券研究所

1.2. 餐桌卤味鲜货主打，核心大单品稳定

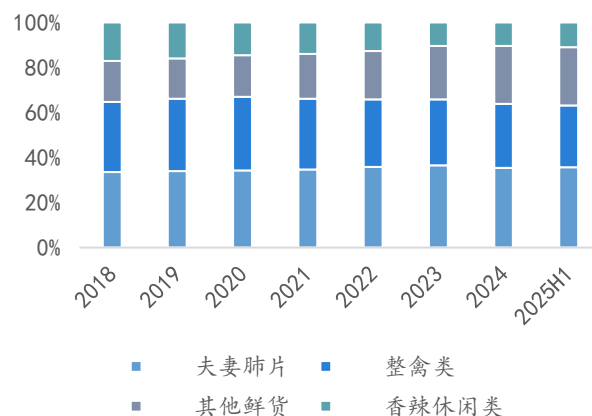
公司主打鲜货产品，2018 年其鲜货产品收入达 18.76 亿元，营收占比 93.7%，后续随着包装类占比逐步提升，鲜货产品占比有一定下降，但仍保持在 80%左右的比例，2024 年公司鲜货产品和包装产品的占比分别为 83.4%、10.5%。公司营收结构中还包括包材、加盟费和服务费等业务收入，占比较小。在鲜货产品中，“夫妻肺片”和“整禽类”是两大核心大单品，2018 年-2025H1 两者在鲜货业务中占比稳定在 60%以上。

图2：2018-2025H1 公司分产品营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

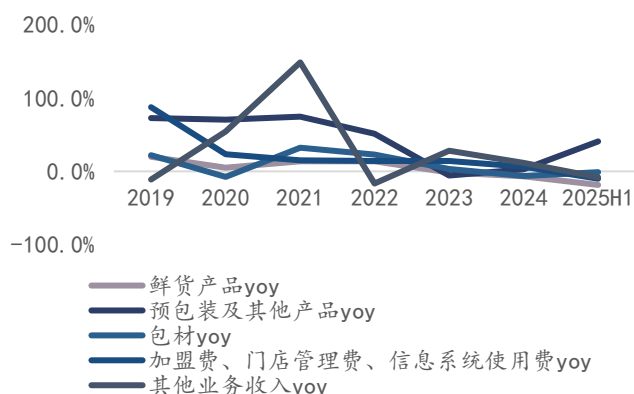
图3：2018-2025H1 公司鲜货业务营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

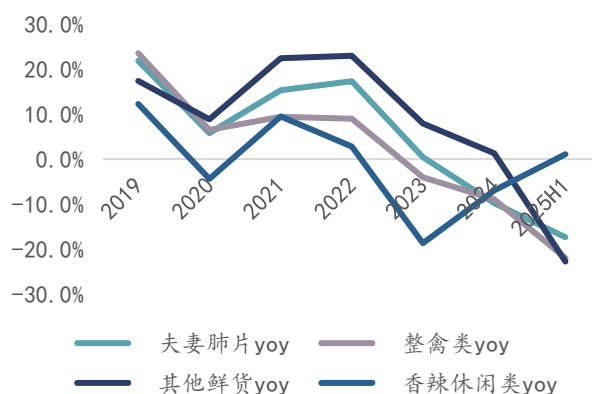
鲜货产品作为核心业务，2018-2022 期间营收 CAGR 为 13.0%，保持良好的增长。但增速自 2023 年开始放缓且出现负增长。预包装及其他产品增长较快，2018-2024 年期间营收 CAGR 为 40%。鲜货产品细分品类中，几大品类的增速走势基本一致，2022 年增速开始持续放缓，不过香辣休闲类的增速在 2024 年-2025H1 期间开始回升；从增速水平来看，其他鲜货类增速靠前，其次是夫妻肺片和整禽类。

图4：2018-2025H1 公司分产品营收增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2018-2025H1 公司鲜货业务营收增速



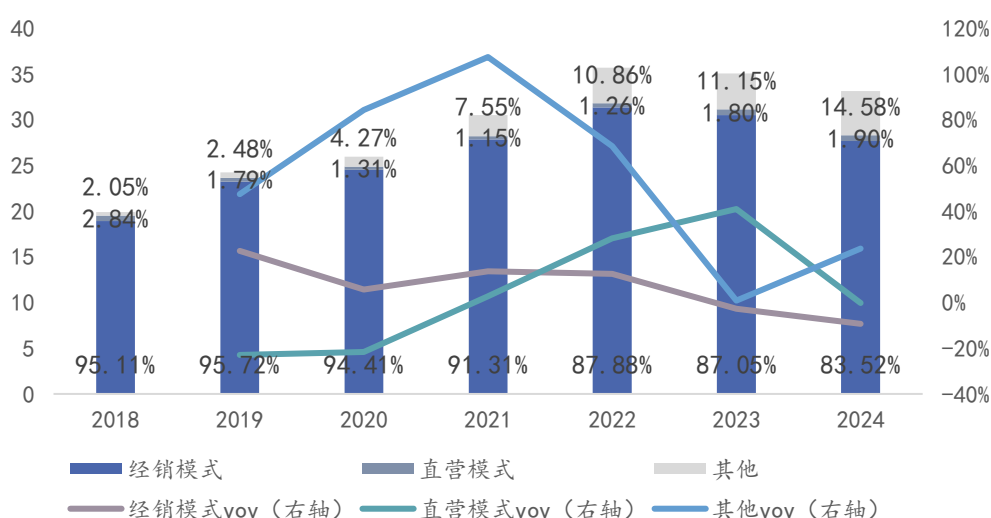
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 门店销售占主导，强化多元渠道布局

在销售渠道方面，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。从收入结构来看，经销模式的收入贡献占据大头，其占比从 2018 年的 95.1%逐步下降到 2024 年的 83.5%，期间的营收复合增速为 6.5%，进入 2024 年后出现下滑。以电商、商超、新零售等为代表的其他渠道占比在逐步提升，从 2018 年的 2.1%提升至 2024 年的 14.6%，期间的营收复合增速为 50.9%。直营模式的占比相对稳定，保持在 2%左右。

这反映出公司在保持加盟门店主体渠道稳定的同时，积极开拓和成功培育新的收入增长渠道。在线下，公司持续加密重点城市门店布局，并与山姆、全家等商超和便利店合作，成功进入其供应链体系。在线上，公司通过天猫、京东、抖音等电商平台以及社区团购模式进行销售，2024 年线上销售收入实现稳步增长。通过“经销+直营”、“线上+线下”的全渠道布局，公司有效地扩大了市场覆盖面和品牌影响力。

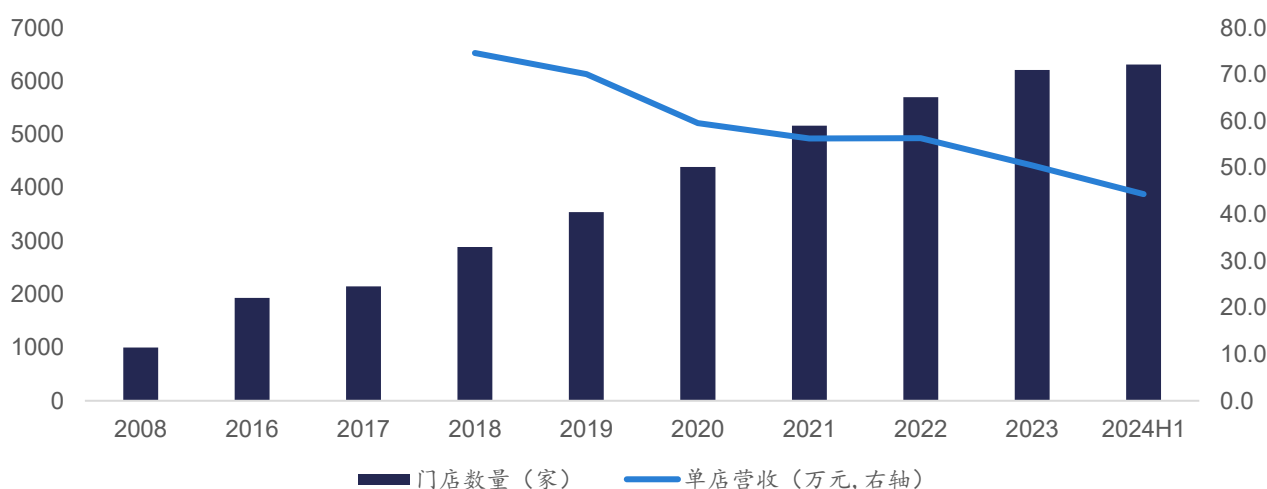
图6：2018-2024 年公司分销售模式营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

截止至 2024 年 6 月底，公司门店数量达到 6308 家，2016 年至 2023 年期间，公司门店数量的复合增速为 18.2%，保持良好的增势。进入 2024 年后，由于下游需求偏弱，门店数量增速开始放缓。2018 年至今，单店营收呈现下降的趋势，我们认为与门店加密后的客流量分流和需求疲弱都有关系。

图7：公司门店数量及单店营收

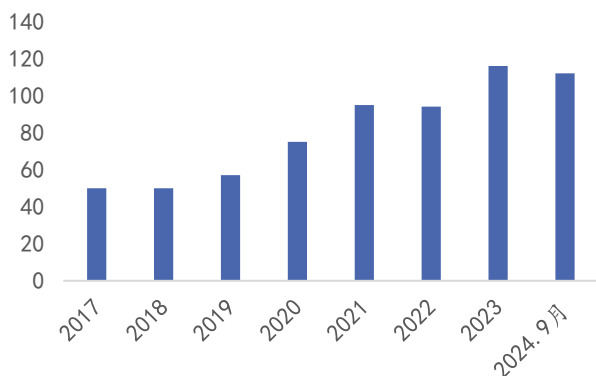


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2024H1 公司单店营收为年化值

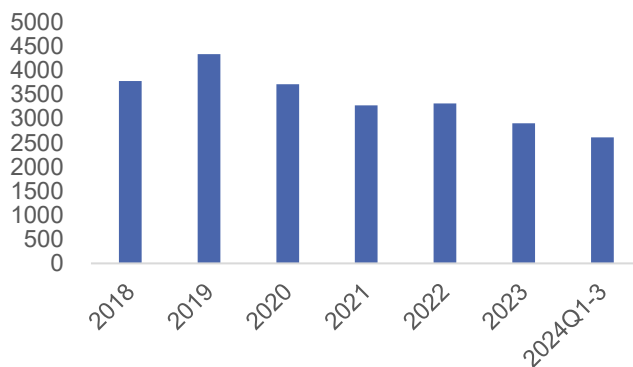
支撑公司门店迅速扩张与运营的是其经销商体系。公司建立了“公司——经销商——终端加盟门店——消费者”的两级销售网络，公司通过发展经销商体系，高效地覆盖了全国数千家终端门店。公司经销商数量截止到 2024 年 9 月底共有 112 名，公司经销商数量主要在 2020-2023 年期间有一波扩充，其他阶段相对稳定。从单个经销商的销售额来看，2019 年达到高点后进入下行趋势。

图8：2017-2024 年公司经销商数量（个）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2018-2024 年公司单个经销商销售额（万元）

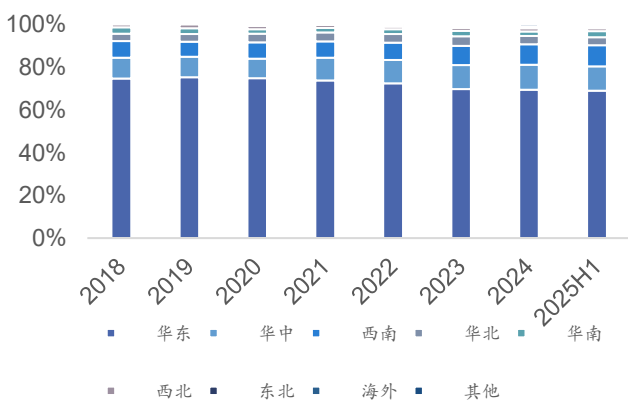


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2024 年前三季度为年化值

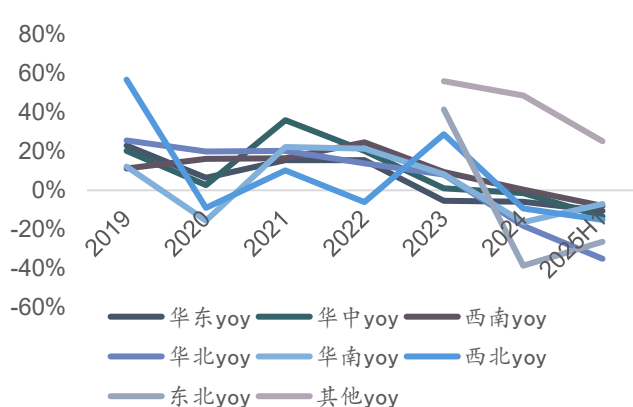
分地区来看，华东地区占比 70%左右；其次是华中和西南地区，分别占比 10%左右。华东作为大本营市场，在 2018-2022 年期间的营收 CAGR 为 14.9%，保持较好的增势。2023 年之后大部分地区营收增速都出现放缓或者负增长。

图10：2018-2025H1 公司分地区营收结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2018-2025H1 公司分地区营收结构

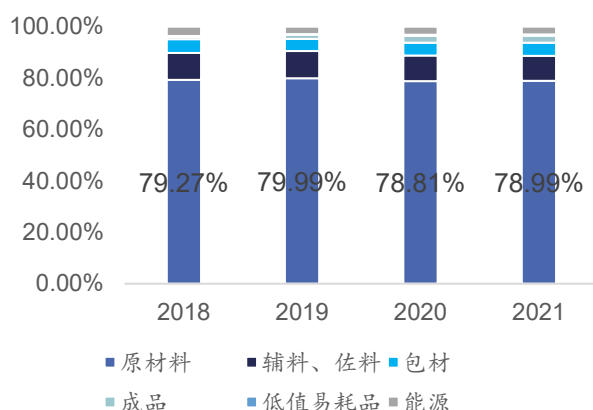


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.4. 财务分析：原料波动对盈利水平影响较大，费用投入有优化空间

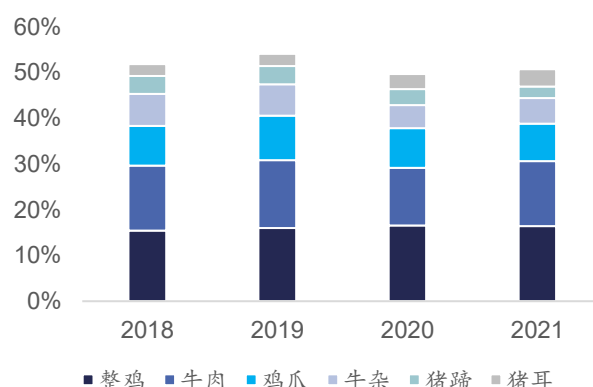
在成本构成中，根据招股说明书中 2018-2021 年的数据，公司原材料占其直接材料 80%左右，其中整鸡、牛肉、鸡爪、牛杂、猪蹄、猪耳等约占营业成本的 50%以上。主要原材料价格在 2018-2021 年基本呈上升走势；2022 年至今牛肉价格有显著回落，但 2025 年初以后开始有所回升；鸡肉价格在 2022 年底上抬到峰值后开始回落。

图12：2018-2021 公司直接材料各项占比



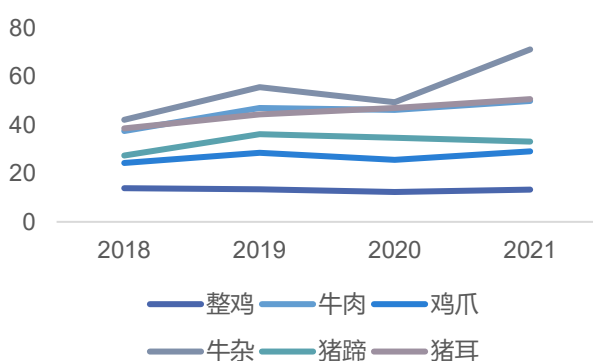
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图13：2018-2021 公司营业成本中肉类原材料占比



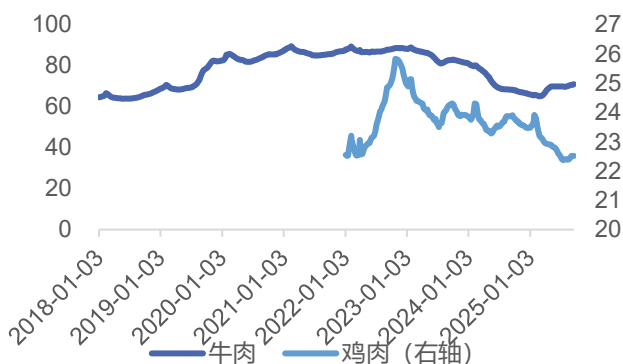
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图14：2018-2021 年主要原材料价格走势（元/公斤）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

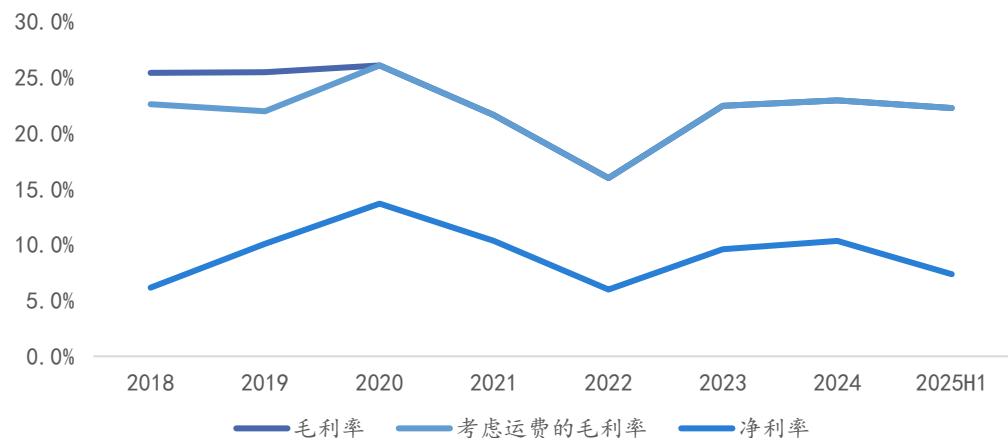
图15：2018 年至今牛肉和鸡肉市场价格走势（元/公斤）



数据来源：农业农村部，东吴证券研究所

公司毛利率、净利率走势与原材料价格波动高度相关。2019 年主要原材料价格出现上涨，公司通过提价来对冲成本压力，2020 年随着成本回落释放出提价红利；2021 年成本再次上涨，毛利率承压。自 2022 年起经过成本优化措施和原材料价格回调，公司毛利率实现显著回升，2023 年达到 22.9%，2024 年虽略有回落但仍保持在 22.2% 的较好水平，净利率走势和毛利率基本同步。

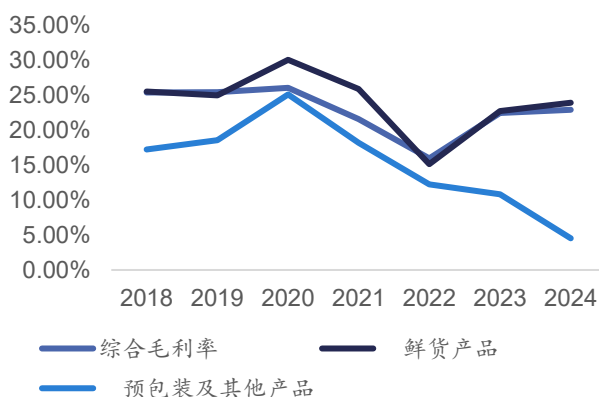
图16：2018-2024 公司毛利率及净利率走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

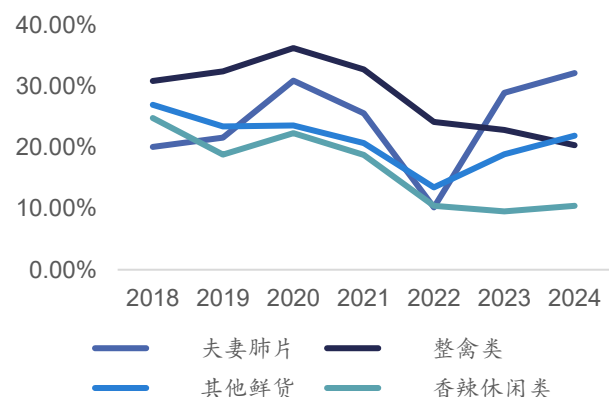
分产品来看，鲜货类产品作为公司的主要产品，其毛利率水平高于公司综合毛利率，包装产品的毛利率略低。再细分来看，整禽类和夫妻肺片的毛利率保持较高水平，2018-2022 年整禽类是公司毛利率最高大单品，由于牛肉原料价格显著回落，2023-2024 年夫妻肺片的毛利率反超整禽类。

图17：2018-2024 年公司分品类毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

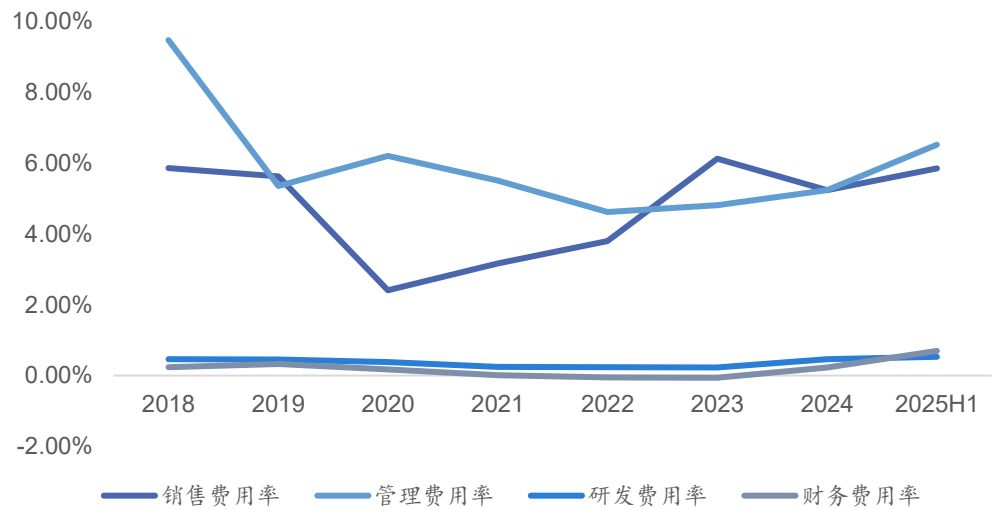
图18：2018-2024 年公司鲜货类产品毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

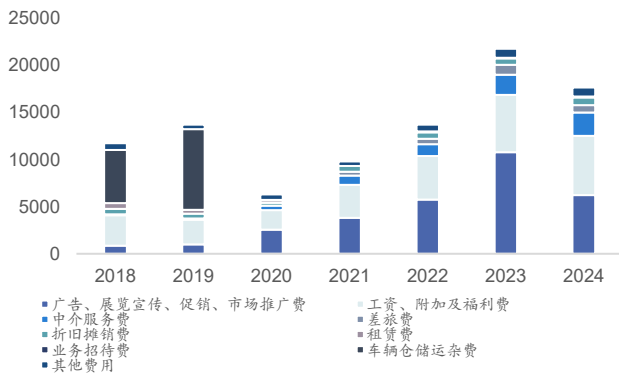
费用端近几年仍处于扩张投入期。销售费用率 2020 年显著下降与运输费规则调整有关（计入销售费用的产品运输费用计入营业成本），2020-2023 年销售费用率呈上升趋势，主要是营销费用、人员薪资等持续增加，2024 年销售费用率开始回落。管理费用率在 2018-2022 年有下降趋势，主要是激励费用减少，2022-2024 年有小幅提升，费用总额相对稳定，但是收入承压下规模效应减弱。我们认为公司开启渠道多元化战略，短期费用投放增加，后续随着模式稳定以及规模效应释放，预计费用端有优化空间。

图19：2018-2025H1 公司费用率走势



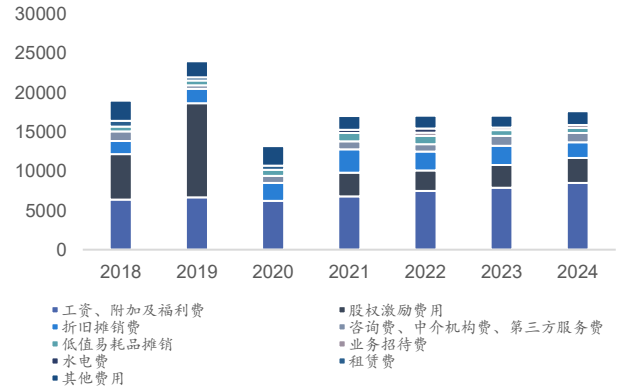
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：2019-2024 年公司销售费用组成明细（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图21：2019-2024 年公司管理费用组成明细（万元）



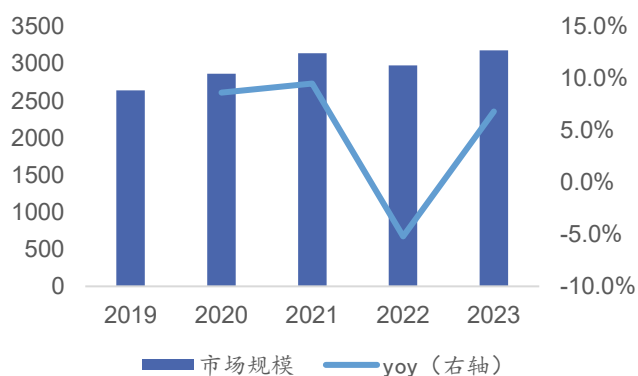
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 市场广阔份额分散，佐餐卤味紫燕遥遥领先

2.1. 卤味消费群广泛且稳定，行业空间大而集中度低

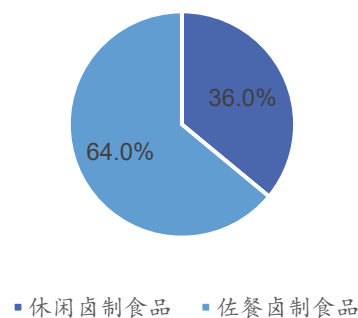
我国卤味行业整体市场规模从2019年的2639亿元增长至2023年的3180亿元，期间的营收复合增速为5%。从市场结构来看，2022年佐餐卤味占比64%，休闲卤味占比36%。我国佐餐卤制食品市场规模从2018年的1498亿元扩张至2022年的2350亿元，期间年均复合增长速为11.9%，保持良好的增长态势。

图22：2019-2023 我国卤制食品市场规模（单位：亿元）



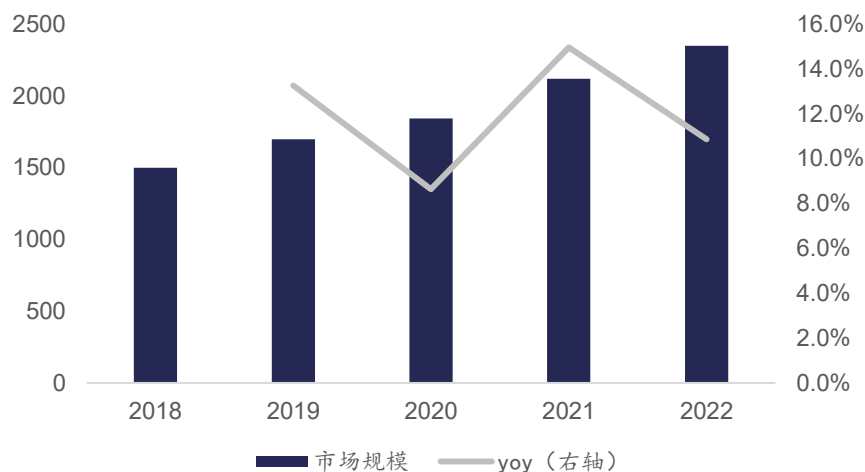
数据来源：中研普华产业研究院，东吴证券研究所

图23：2022 年我国卤制食品结构



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

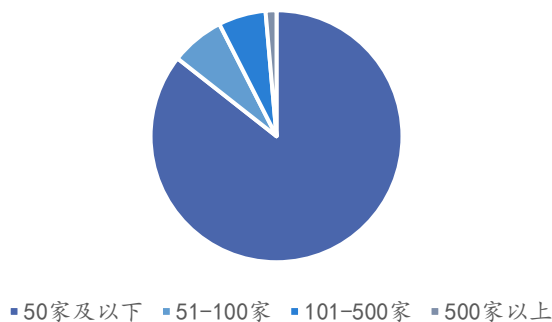
图24：2018-2022 我国佐餐卤制食品市场规模（单位：亿元）



数据来源：头豹研究院、沙利文，东吴证券研究所

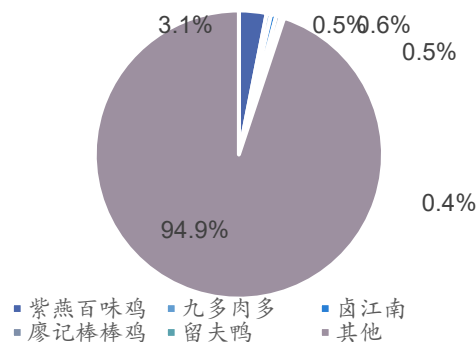
竞争格局还相对分散、小品牌众多是卤味行业的特性。根据红餐网数据，2025 年门店规模在 500 家以上的品牌占比仅有 1.4%，而门店数量不到 50 家的品牌占比高达 85.6%。在公司所处的佐餐卤味赛道，CR5 的市场占有率仅有 5.1%，公司自身的市占率为 3.1%。充分说明行业集中度较低，对于头部企业来说存在较大的整合空间。

图25：2025 年我国卤味品牌门店数区间占比



数据来源：红餐网，东吴证券研究所

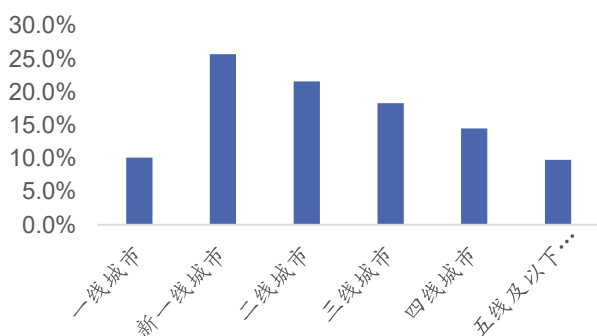
图26：2022 年我国佐餐卤味 CR5



数据来源：窄门餐眼、头豹研究院，东吴证券研究所

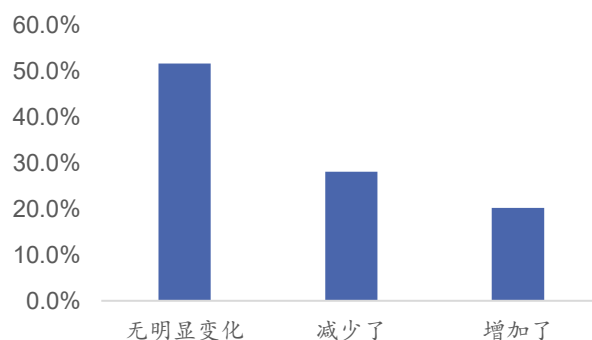
区域分布广泛、消费习惯稳定。卤味门店在各线城市均有广泛的分布，2025 年新一线城市占比最高，达到 25.7%，其次是二线和三线城市；不过卤味门店在一线城市和低线城市的占比也不低。红餐产业研究院“2025 年卤味消费者行为与偏好调查”显示，超九成受访者在日常生活中有吃卤味的习惯，还有 40.9%的受访者每个月都会吃卤味，这说明卤味在大众饮食文化中有着广泛的接受度；而且有 51.7%的受访者购买卤味的频次没有明显变化，说明卤味消费群体比较稳定。

图27：2025 年我国各线城市卤味门店占比



数据来源：红餐网，东吴证券研究所

图28：2024-2025 年卤味消费者购买频次变化

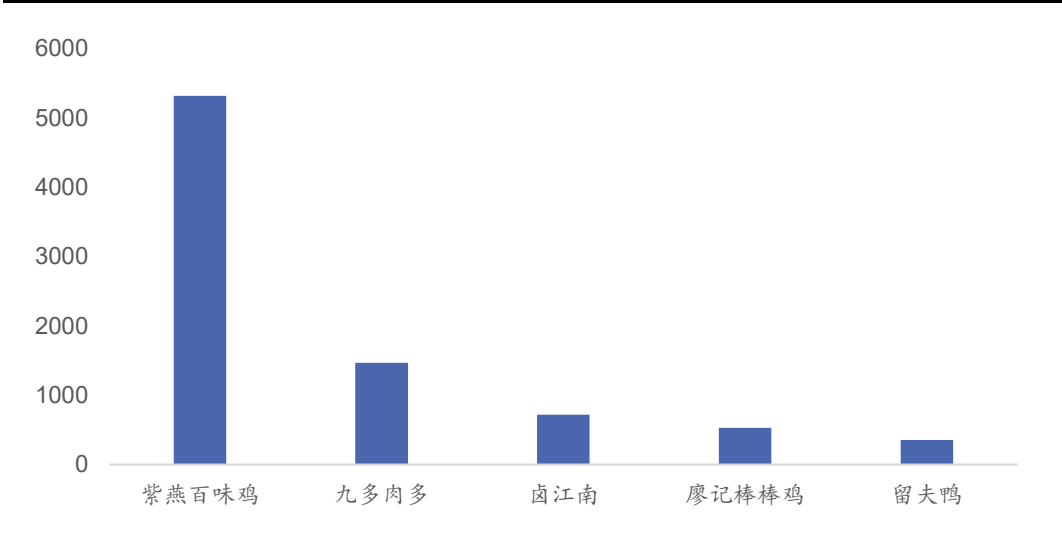


数据来源：红餐网，东吴证券研究所

2.2. 紫燕全国化更为领先，未来仍有空间

在佐餐卤味赛道，紫燕食品、廖记棒棒鸡、卤江南、留夫鸭、九多肉多属于头部品牌。根据窄门餐眼的数据库，截至 2025 年 9 月公司的门店数量有绝对领先优势，达到 5000 家以上；其次是九多肉多的门店数量有 1000 余家，廖记、卤江南、留夫鸭的门店数量在千家以下。

图29：卤味头部品牌门店数量对比（家）



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所
注：取值时间为 2025 年 9 月，窄门餐眼上统计的门店数量和公司实际开店数量可能存在误差。

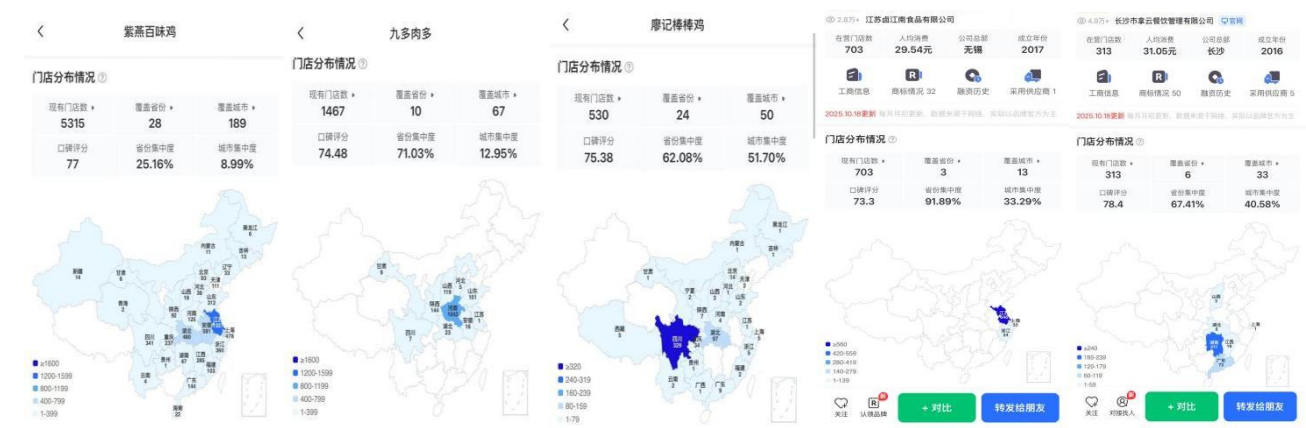
表2：佐餐卤味前五大品牌基础情况梳理

	创立时间	门店数量 (家)	发源地	主营产品及口味特点
紫燕百味鸡	1989 年	5315	江苏徐州	百味鸡、藤椒鸡、夫妻肺片；麻辣为主
九多肉多	1997 年	1467	河南三门峡	猪头肉、猪蹄、牛腱；卤味为主
卤江南	2013 年	720	江苏无锡	招牌手撕鸡、狗撵滋味酱鸭、东北老鹅；江南卤派
廖记棒棒鸡	1993 年	530	四川成都	夫妻肺片、棒棒鸡、无骨鸡爪；川味，麻辣鲜香
留夫鸭	2008 年	354	上海	招牌土鸭、鸭附件；麻辣香甜

数据来源：窄门餐眼、各公司官网，东吴证券研究所
注：取值时间为 2025 年 9 月，窄门餐眼上统计的门店数量和公司实际开店数量可能存在误差。

从地域分布来看，公司基本实现了全国化布局，其他品牌还有较强的区域性。另外公司在各城市线级的分布较为均衡。新一线城市门店数量最多，其次是二三四线，一线城市和五线及以下城市也有布局，基本和卤味行业整体门店分布相匹配。

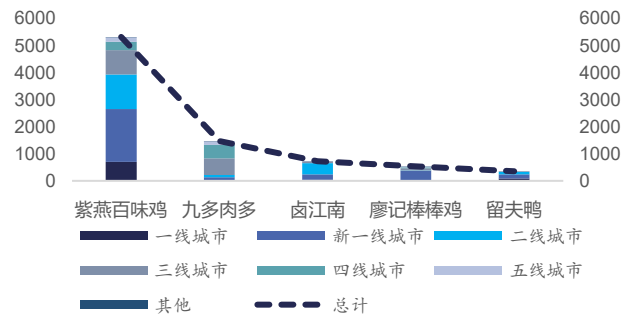
图30：我国头部佐餐卤味品牌区域分布



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

取值时间为 2025 年 9 月，窄门餐眼上统计的门店数量和公司实际开店数量可能存在误差。

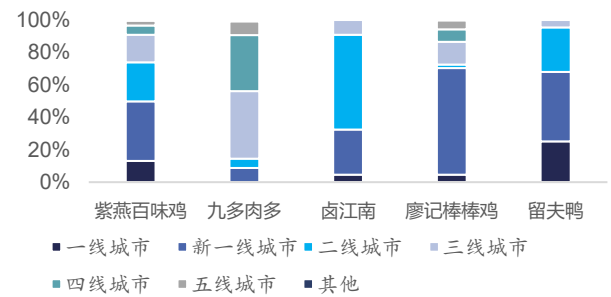
图31：我国佐餐卤味头部品牌门店城市线级分布（单位：家）



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

注：取值时间为 2025 年 9 月，窄门餐眼上统计的门店数量和公司实际开店数量可能存在误差。

图32：我国佐餐卤味头部品牌门店城市线级占比



数据来源：窄门餐眼，东吴证券研究所

注：取值时间为 2025 年 9 月，窄门餐眼上统计的门店数量和公司实际开店数量可能存在误差。

在连锁赛道规模效应是核心竞争力，公司的门店数量已经遥遥领先。门店规模背后意味着相较于对手更有优势的原料采购、更加完善的工厂布局和配送体系。截至 2025 年 9 月，公司在全国已经构建五大工厂，华东区域有 2 个，剩下 3 个分布在山东、湖北、重庆，可以较好的辐射华北、华中和西南地区。

表3：公司工厂布局梳理

工厂	建设时间	设计产能（万吨）
山东济南工厂	2014 年	0.5
湖北武汉工厂	2014 年	1.06
江苏连云港工厂	2014 年	0.69
安徽宁国工厂	2016 年	3.38
重庆荣昌工厂	2018 年	1.2

数据来源：公司官网，公司公告

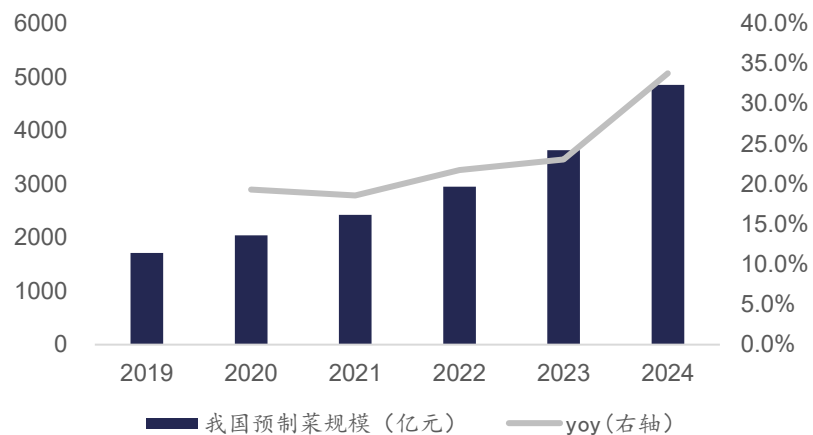
3. 二代接班展新姿，全球布局启新程

3.1. 国内渠道拓新进取，积极探索校园及 2B 市场

公司聚焦主业的同时也与时俱进，打造多元化渠道布局。线上方面，公司在天猫、京东、抖音、快手、拼多多等电商平台均有布局；线下方面公司与盒马鲜生、朴朴超市、麦德龙、罗森、全家、711、美团买菜、叮咚买菜等新零售渠道进行深度合作；B 端客户也有突破；并且创新性开拓了校园渠道，并取得亮眼成绩。

我国预制菜市场发展迅速，2024 年已经达到 4850 亿元，2019-2024 年的复合增速为 23.2%。而卤味、凉拌菜等本身适合预制化，非常契合 B 端预制菜市场。叠加国家产业政策和相关法律法规不断完善预制菜行业的标准，有利于行业健康化发展，也有利于高质量龙头份额进一步提升。公司以预制菜、凉拌菜、卤味小吃为突破口，成功开拓了老娘舅、陈香贵、锅圈食汇、和府捞面、王小卤、三只松鼠、重味山等国内一线品牌客户。

图33：我国预制菜行业规模及增速



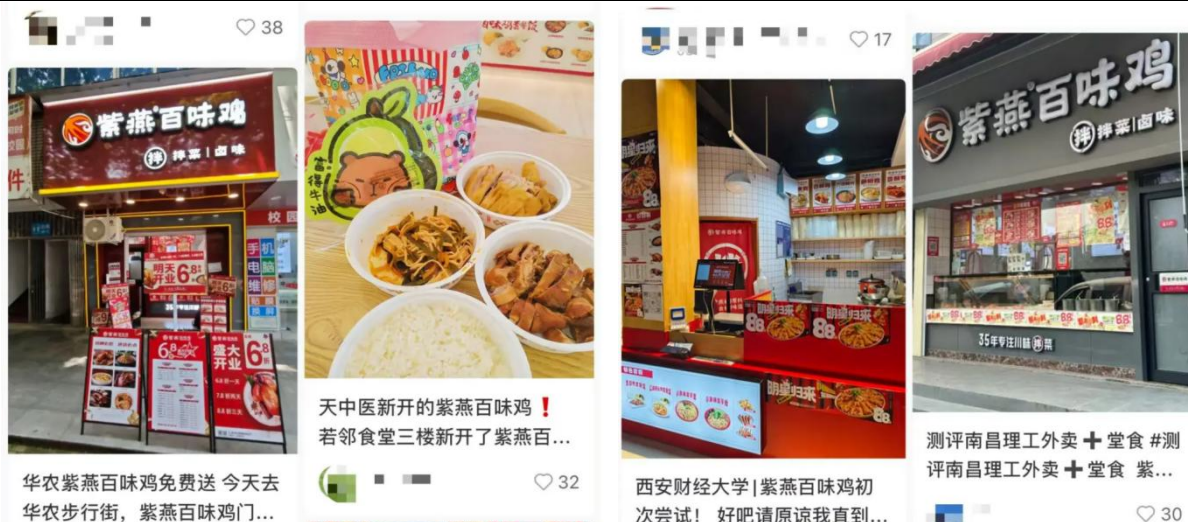
数据来源：艾媒数据，东吴证券研究所

2024 年开始，公司鼓励经销商开拓校园市场，并制定相关定向扶持政策，到年底公司的门店进驻各地校园，学生群体反馈积极，不仅开拓了空白市场，还显著增加了品牌在年轻人市场的曝光度。截至 2025 年 1 月，其校园店已入驻 70 余所高校。2025 年公司继续深化该战略，新增大厂食堂，以“大学城+ 大厂食堂”双场景为突破口，制定精准渠道拓展方案，已经入驻多地互联网、高新企业食堂，公司还计划将该模式复制至全国科技园区、工业园及大型企业食堂。

公司推出了更加适合学生群体的性价比套餐，“招牌菜+素菜+米粉”的形式，定价比校园外门店更便宜，很好的匹配了学生群体的需求。另外公司也以腾讯生态作为营销阵地之一，例如和《王者荣耀》、《和平精英》等腾讯旗下手游开展品牌联名，与庞大的年轻游戏玩家群体建立连接，打破他们对传统熟食品牌的刻板印象，实现引流和品牌

渗透。

图34：公司门店积极入驻各地高校



数据来源：小红书，东吴证券研究所

3.2. 卤味出海，南亚落子，全球布局显前瞻

2023年5月公司成立海外事业部，2024年5月12日，紫燕百味鸡海外首店在澳洲墨尔本开业，现场掀起排队热潮，2024年下半年墨尔本二店正式落地。2025年3月公司红油海带片与红油藕片进驻美国大华连锁超市，依托其覆盖全美11个州64家门店的网点，可以触达百万华人消费群体；2025年4月公司在美国纽约先后开设法拉盛首店与曼哈顿店，并于7月在美国纽约、新泽西及澳大利亚墨尔本三新增5家门店。从成立事业部到成功落地，公司仅用了1年左右时间，背后是董事长戈吴超先生带头领导，前期通过充足的准备使得海外门店顺利落地，并且具备持续复制扩张的生命力。

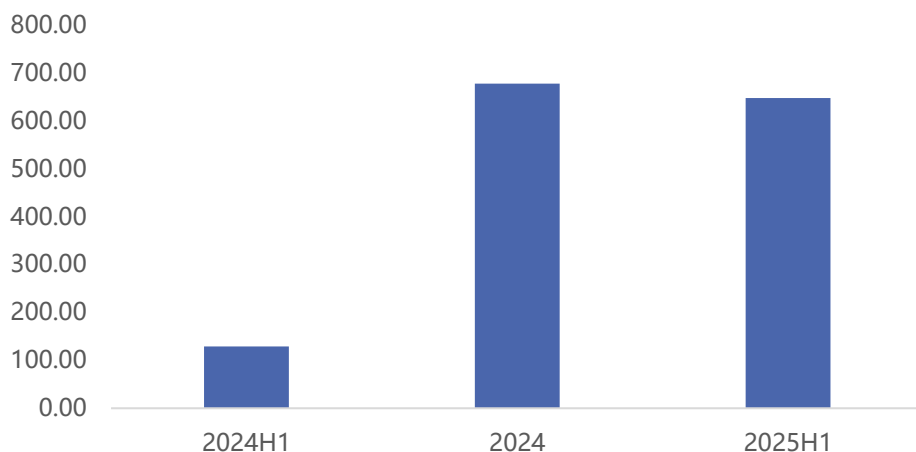
公司的全球化并非简单复制，而是做了本土化适配和创新，比如在产品上选择小锅卤制保证原汁原味的稳定出品。2024年海外市场营收达到679万元，2025H1营收同比增长5倍以上，虽然体量尚小，但是成长迅速，预计2025年营收体量会超过千万。

图35：公司海外布局积极推进



数据来源：公司公众号，东吴证券研究所

图36：公司海外市场增长迅速（单位：万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2025年4月18日公司发布公告，拟以自有资金出资5亿元对全资子公司成都紫燕食品有限公司进行增资，成都紫燕出资不超过3亿元设立全资孙公司尼泊尔紫燕，并投资建设尼泊尔生产加工基地。此举措积极响应国家“一带一路”倡议，尼泊尔具备优质的牛养殖场资源，该项目落地可以显著提升公司牛肉原材料的储备能力，有效控制牛肉采购成本，还可以形成覆盖南亚地区的牛肉产品加工贸易网络，与公司现有业务产生协同效应。

2024年12月16日，尼泊尔喜马拉雅国际食品与公司签署合作备忘录，根据双方协议，喜马拉雅国际食品公司将在第一阶段每年对华出口27万吨热加工水牛肉，预计价值15亿美元。并且中方将在未来六个月内与喜马拉雅国际食品公司合作建造一座全自动水牛屠宰场。

此外该项目不仅是企业之间的合作，也是中尼两国之间友好交往的落地项目，政府要员也对该项目寄予厚望。签约仪式上我国驻尼泊尔大使陈松出席并致辞，尼泊尔农业和畜牧发展部长拉姆·纳特·阿迪卡里，土地管理、合作社和减贫部长巴拉·拉姆·阿迪卡里，外交部秘拉伊，畜牧发展部秘拉金德拉均出席活动。中方还给予尼泊尔 100% 税目产品零关税待遇，欢迎尼泊尔熟制水牛肉、青贮饲料、植物源性药材、茶叶等优质产品输华。尼泊尔政府也强调，将按照中国政府标准出口水牛肉的承诺，有效实施《动物屠宰场和肉类检验法》；商业水牛养殖已在尼泊尔 30 个地区全面开展，以确保肉类的可持续供应。

图37：公司与尼泊尔喜马拉雅国际食品签署热加工水牛肉合作备忘录



数据来源：尼泊尔工业部、中国海关总署，东吴证券研究所

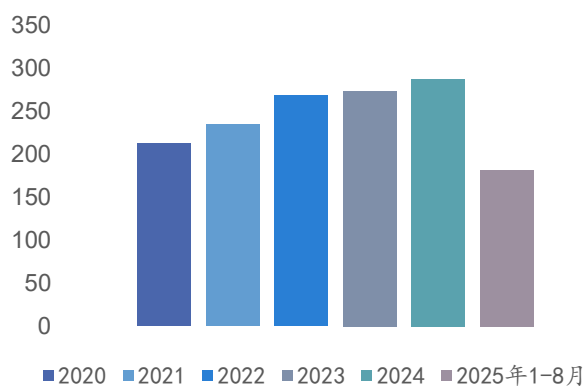
2024 年我们进口牛肉总量为 287 万吨，且呈现逐年提升的趋势，进口部分占牛肉总供给量的约 37%。进口牛肉价格波动较大，2025 年以来又有上涨的趋势，进口均价在 5000 美元/吨以上。从来源国分布来看，巴西是我国最大的牛肉进口来源国，占比接近一半，其次是阿根廷和澳大利亚。若尼泊尔牛肉进口项目落地，该项目占目前牛肉进口量的 9.4%；根据我们测算，尼泊尔牛肉进口价格约为不到 40 元/公斤，而国内水牛肉价格在普遍在 40-60 元/公斤，具备明显的价格优势。

此外尼泊尔项目以水牛肉为主，与公司卤制产品所需牛肉原料正好匹配。卤菜的核心是通过长时间卤煮，让香料味道渗透食材，同时使肉质软烂入味，而水牛肉的特性恰好能满足这一要求：水牛肉的肌肉纤维相对粗实，脂肪含量低（远低于黄牛肉、进口肉牛），在长时间卤制过程中不易煮烂、散碎，能保持肉块的完整形态；其次水牛肉的肉质结构相对疏松，卤汤中的香料风味更容易渗透到肉的纤维中，且能长时间保留卤香。

总结来看与尼泊尔的合作项目于公司而言是优质低价的原料来源，且进口量较大，除满足自身原料需求外还可外销，有望赚取可观的贸易差价。于国家和政府而言，也是

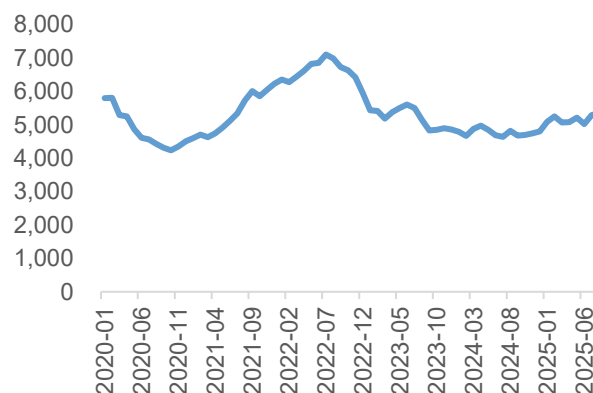
中尼交好的落地项目，双方供需互补，促进了两国在农业、贸易等领域的进一步合作，加深两国友谊。

图38：我国进口牛肉数量（万吨）



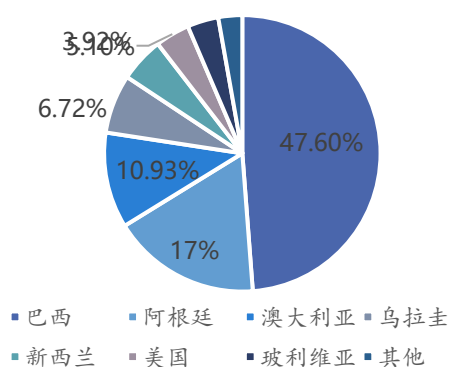
数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图39：我国进口牛肉均价（美元/吨）



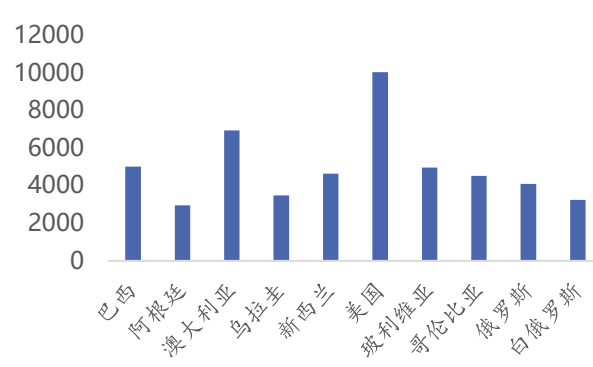
数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图40：2025H1 我国进口牛肉来源国占比



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

图41：2025H1 我国进口牛肉来源国均价（美元/吨）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

营收预测：分品类来看，1) 鲜货业务整体在 2025 年仍有承压，预计 2026-2027 年有小幅好转，另外加盟费、门店管理费、信息系统使用费与鲜货业务有较强的同步性。2) 预包装食品得益于新零售渠道的开发，增速较快，预计 2025-2027 年增速分别为 40%、30%、20%。3) 包材和其他业务预计保持小幅增长。综合来看，预计公司 2025-2027 年营收增速为 -6.0%/+8.4%/+6.2%。

利润预测：1) 毛利率方面，2025H1 牛肉成本有小幅上涨，预计 2025 年毛利率略低于 2024 年，后续随着成本稳定以及规模效应提升，2026-2027 年毛利率小幅抬升。2)

费用率方面，2025 年仍在加大投入，费用率提升，预计 2026-2027 年可逐步下降。3) 综合来看，预计 2025-2027 年归母净利率分别为 7.9%/8.5%/9.5%。

图42：盈利预测

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
整体营业收入	3,550.15	3,362.84	3,162.35	3,426.53	3,637.28
增长率	-1.46%	-5.28%	-5.96%	8.35%	6.15%
鲜货业务合计	3,003.68	2,803.87	2,470.17	2,578.85	2,656.21
增长率	-1.71%	-6.65%	-11.90%	4.40%	3.00%
其中：夫妻肺片	1,099.27	991.14	832.55	874.18	900.41
增长率	0.46%	-9.84%	-16.00%	5.00%	3.00%
其中：整禽类	879.48	800.74	656.61	689.44	710.12
增长率	-4.06%	-8.95%	-18.00%	5.00%	3.00%
其中：香辣休闲类	313.96	292.14	239.56	251.53	259.08
增长率	-18.68%	-6.95%	-18.00%	5.00%	3.00%
其中：其他鲜货	710.97	719.85	741.45	763.69	786.60
增长率	7.90%	1.25%	3.00%	3.00%	3.00%
预包装产品	344.92	353.85	495.38	644.00	772.80
增长率	-5.72%	2.59%	40.00%	30.00%	20.00%
包材	92.31	86.50	86.50	89.09	90.88
增长率	3.26%	-6.29%	0.00%	3.00%	2.00%
加盟费、门店管理费、信息系统使用费	63.89	68.05	61.24	63.08	64.34
增长率%	13.98%	6.51%	-10.00%	3.00%	2.00%
其他业务	45.35	50.57	49.05	51.51	53.05
增长率%	28.23%	11.51%	-3.00%	5.00%	3.00%
整体毛利率	22.5%	22.9%	22.1%	22.1%	22.3%
销售费用率	6.1%	5.2%	6.0%	5.7%	5.3%
管理费用率	4.8%	5.2%	6.4%	6.0%	5.5%
归母净利率	9.3%	10.3%	7.9%	8.5%	9.5%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

可比公司估值情况：公司处于卤味赛道。可比公司包括 ST 绝味、煌上煌、周黑鸭等，和同行相比公司估值低于平均水平。目前在主业卤味方面，公司积极寻求新渠道增量，比如校园渠道、B 端预制菜等，有望实现稳定发展；对比其他同行，公司在全球化布局上更为领先，除了产品出海以外，还积极开拓新的原料贸易，除了可以更好的控制原材料，也有利于实现贸易收入。

投资建议：我们认为公司成长性优秀，估值有上升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值情况

股票代码	公司	收盘价（元）	EPS（元）			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603517.SH	ST 绝味	13.64	0.61	0.82	0.96	22.34	16.56	14.14
002695.SZ	煌上煌	12.71	0.16	0.22	0.27	79.73	57.92	47.67
1458.HK	周黑鸭	1.82	0.09	0.1	0.13	19.51	16.09	12.83
PE 平均值						40.53	30.19	24.88
603057.SH	紫燕食品	18.35	0.60	0.71	0.83	30.50	26.00	22.05

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：收盘价时间为 2025 年 10 月 31 日；可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。周黑鸭市值为人民币单位，参考 2025 年 10 月 31 日汇率，1 元港币=0.9160 元人民币。

5. 风险提示

食品安全问题：若发生食品安全问题，将会给公司声誉带来十分恶劣的影响，进而严重影响公司的生产经营活动。

原材料价格波动风险：公司盈利水平受原材料价格走势影响较大，且牛肉、鸡肉价格波动性较大，可能导致公司的盈利水平存在较大波动。

居民消费力复苏不及预期：如果居民消费力复苏较弱，可能会影响消费意愿、消费频率等。

紫燕食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,945	1,865	1,923	1,994	营业总收入	3,363	3,162	3,427	3,637
货币资金及交易性金融资产	1,261	1,256	1,294	1,351	营业成本(含金融类)	2,592	2,465	2,670	2,827
经营性应收款项	218	164	173	179	税金及附加	32	29	32	33
存货	145	129	139	146	销售费用	176	190	195	193
合同资产	0	0	0	0	管理费用	176	202	206	200
其他流动资产	321	316	317	318	研发费用	16	16	14	11
非流动资产	1,387	1,366	1,335	1,308	财务费用	8	12	11	10
长期股权投资	54	54	54	54	加:其他收益	56	47	51	55
固定资产及使用权资产	955	925	889	848	投资净收益	3	3	3	4
在建工程	127	114	103	93	公允价值变动	20	20	20	20
无形资产	102	97	93	89	减值损失	(10)	(6)	(6)	(6)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	1	1	1	1
长期待摊费用	7	4	1	2	营业利润	435	314	369	436
其他非流动资产	142	172	195	223	营业外净收支	3	3	3	3
资产总计	3,332	3,231	3,257	3,302	利润总额	438	317	372	439
流动负债	1,090	1,001	1,035	1,066	减:所得税	90	63	74	88
短期借款及一年内到期的非流动负债	499	511	511	511	净利润	347	254	298	351
经营性应付款项	128	103	111	118	减:少数股东损益	1	5	6	7
合同负债	177	126	137	145	归属母公司净利润	346	249	292	344
其他流动负债	286	261	276	292	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.84	0.60	0.71	0.83
非流动负债	229	215	195	195	EBIT	418	329	383	449
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	526	412	471	536
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.93	22.05	22.08	22.27
租赁负债	60	40	20	20	归母净利率(%)	10.30	7.87	8.52	9.46
其他非流动负债	169	175	175	175	收入增长率(%)	(5.28)	(5.96)	8.35	6.15
负债合计	1,319	1,215	1,230	1,261	归母净利润增长率(%)	4.50	(28.19)	17.30	17.89
归属母公司股东权益	2,004	2,002	2,008	2,014					
少数股东权益	9	14	20	27					
所有者权益合计	2,013	2,016	2,028	2,041					
负债和股东权益	3,332	3,231	3,257	3,302					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	454	295	388	443	每股净资产(元)	4.84	4.84	4.85	4.87
投资活动现金流	(411)	(31)	(29)	(33)	最新发行在外股份 (百万股)	414	414	414	414
筹资活动现金流	(21)	(269)	(322)	(352)	ROIC(%)	13.92	10.24	11.97	14.01
现金净增加额	21	(5)	38	57	ROE-摊薄(%)	17.29	12.43	14.54	17.08
折旧和摊销	108	83	87	87	资产负债率(%)	39.60	37.61	37.76	38.18
资本开支	(145)	(26)	(26)	(26)	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.45	31.26	26.65	22.61
营运资本变动	(2)	(32)	9	11	P/B (现价)	3.89	3.89	3.87	3.86

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>