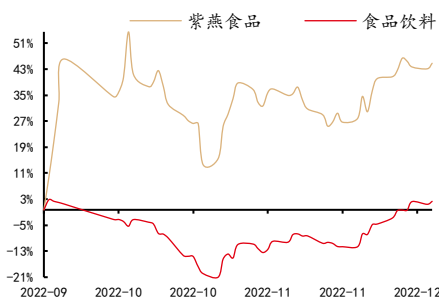


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	31.65
总股本/流通股本(亿股)	4.12 / 0.42
总市值/流通市值(亿元)	130 / 13
52 周内最高/最低价	33.76 / 21.82
资产负债率(%)	39.8%
市盈率	35.75
第一大股东	宁国川沁企业管理咨询 服务合伙企业(有限合 伙)
持股比例(%)	24.8%

研究所

分析师:蔡雪昱
SAC 登记编号:S1340522070001
Email:caixueyu@cnpsec.com
分析师:杨逸文
SAC 登记编号:S1340522120002
Email:yangyiwen@cnpsec.com

紫燕食品(603057)

经销模式撬动千亿市场，开启全国化扩张之路

● 投资要点

卤制食品行业规模整体保持向好趋势，佐餐卤制品发展未来可期。根据咨询机构数据显示，2021 年中国卤制品行业规模达 3296 亿元，2018-2021 年复合增长率为 12.3%，行业发展朝气蓬勃，预计 2023 年行业规模可达 4051 亿元，为佐餐卤制品提供了较大的发展空间，佐餐卤制品行业占比有望上升。从佐餐卤制品行业自身情况来看，即便收到疫情影响，其行业市场规模始终保持稳定提升，至 2023 年规模可达到 2093 亿元，2020 年至 2023 年复合增长率为 8.08%。目前佐餐卤味行业集中度低，紫燕以 2.6% 的市占率领先其他佐餐卤味品牌，稳居行业第一市场份额，龙头地位显著。

紫燕食品是规模化的全国性卤制食品生产企业，历经 30 年全方位拓展，从区域卤味品牌华丽蜕变为全国卤制品行业佼佼者，也是佐餐卤味第一股。公司 2016 年进行渠道改革，采用以经销为主的连锁经营模式，建立两级销售网络，形成区域经销商制度。近两年疫情和大宗原材料价格波动对公司营收和利润两端造成了较大冲击，但公司门店数量稳步增加，营收保持在双位数增长。

我们认为公司经营优势有以下四点：**1) 经营分工明确，经销模式推动开店提速。**以经销为主、买断式的连锁经营模式降低了公司整体的销售费用率和管理费用率。公司的经销商大多为前员工，之前在公司任职时就主要为区域管理团队核心人员，有较为丰富的地区资源及管理经验，忠诚度较高，有较强的发展驱动力，与总公司协力发展相得益彰。**2) 门店模型“小而美”，更具吸引力。**从门店投入及回报情况来看，经销商向总公司买断式经营，加盟门店单店经营利润率较高。相较行业内其他公司而言，紫燕走的是小而美的门店模型，初始投资不高，投资回报期短，无论是经销商开店还是二批商加盟都更具吸引力。**3) 大单品优势凸显，选定佐餐卤味差异化赛道。**目前公司已形成以夫妻肺片为核心大单品、整禽类、香辣休闲产品为辅的产品矩阵，其中夫妻肺片占比超 30%。核心大单品夫妻肺片差异化显著，在同类品牌中以高质中价脱颖而出。**4) 建设优质产能，不断优化物流体系。**公司充分利用以宁国、武汉、连云港、山东、重庆等 5 家工厂辐射全国的产能布局，产能利用率始终处于高位运转，本次拟募集资金将继续用于产能提升，预计达产后将新增产能 19000 吨。同时公司也与第三方机构合作建立了全方位冷链配送体系，在提升运作效率的同时也大大降低了运输成本。

在疫情不断反复的背景下，紫燕积极维持门店开拓步伐、控制成本费用开支，纵观连锁业态今年以来的整体经营表现，公司在收入和利润端的表现均处于较高水平，市占率稳步上升。因此我们预计公司 2022-24 年收入预测分别为 35.94/44.26/53.40 亿元，对应增速分别

为 16.24%/23.15%/20.7%，22-24 年归母净利润预测分别为 2.66/4.01/5.21 亿元，对应增速-18.83%/50.96%/29.81%，根据可比公司估值，给予 23 年 41 倍 PE 估值，对应目标价 39.77 元，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

原材料价格波动风险；疫情导致门店销售收入下滑；门店扩张不及预期；食品安全风险

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3092	3594	4425	5340
增长率(%)	18.3%	16.2%	23.1%	20.7%
EBITDA（百万元）	523	439	630	815
归属母公司净利润（百万元）	328	266	401	521
增长率(%)	-8.7%	-18.8%	50.9%	29.8%
EPS（元/股）	0.80	0.65	0.97	1.26
市盈率（P/E）	41.63	51.28	33.98	26.18
市净率（P/B）	11.26	9.23	7.26	5.68
EV/EBITDA	26.28	30.21	20.69	15.41

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 公司概况：厚积薄发，紫燕稳居行业龙头	6
1.1 历史沿革：三十年潜心耕耘，紫燕全方位拓展国内市场	6
1.2 股权结构：股权高度集中于家族内部	6
1.3 经营情况：核心大单品“夫妻肺片”领衔各类鲜货产品，门店数量持续扩张	7
1.4 财务情况：疫情冲击下稳中求进，财务状况稳步向好	10
2 行业状况：佐餐卤味大有可为，龙头市占率将持续提升	11
2.1 行业规模：行业规模不断扩张，利润水平长期向好	11
2.2 竞争格局：佐餐卤制品行业集中度较低，头部企业上升空间大	13
3 竞争优势：四维度分析紫燕内生增长动力	14
3.1 模式：经营分工明确，经销模式推动开店提速	14
3.2 门店：“小而美”店型更具吸引力	19
3.3 大单品优势凸显，选定佐餐卤味差异化赛道	21
3.4 供应链：建设优质产能，优化物流体系	22
4 募投项目分析	22
5 盈利预测与投资评级	24
6 风险提示	26

图表目录

图表 1: 紫燕食品发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 2021 年各公司前五大客户销售占比.....	7
图表 4: 公司主要产品及营业收入占比 (2021 年)	8
图表 5: 营业收入按产品类别分类情况 (单位: 亿元)	8
图表 6: 鲜货产品收入结构.....	8
图表 7: 营业收入按销售模式分类情况 (单位: 亿元)	9
图表 8: 经销商数量变动情况.....	9
图表 9: 终端门店数量变动情况.....	9
图表 10: 单店收入情况 (单位: 万元)	9
图表 11: 营业收入、净利润变动情况	10
图表 12: 销售毛利率变动情况.....	10
图表 13: 预付材料采购款变化情况 (单位: 万元)	11
图表 14: 产品平均价格变化情况 (单位: 元)	11
图表 15: 佐餐卤制品和休闲卤制品的区别	11
图表 16: 中国卤制品行业产业图谱.....	12
图表 17: 卤制品及佐餐卤制品行业市场规模 (含预测值)	12
图表 18: 佐餐卤制食品行业前五大品牌市场份额	13
图表 19: 2019-2021 年佐餐卤制品行业各企业新增门店数	14
图表 20: 公司经销模式示意图.....	15
图表 21: 公司与经销商及终端加盟门店的业务关系.....	15
图表 22: 同行业上市公司销售模式对比	16
图表 23: 业内各公司销售费用率比较	16
图表 24: 业内各公司管理费用率比较	16
图表 25: 相关前员工经销商的基本情况	17
图表 26: 经销商销售价格情况.....	18
图表 27: 经销商销售额占比情况.....	18
图表 28: 经销商毛利率情况.....	18
图表 29: 终端门店按城市等级分布情况	19
图表 30: 2021 年全国范围内门店分布情况.....	19
图表 31: 全国门店数量变化情况.....	19
图表 32: 加盟费用及回报情况.....	20
图表 33: 各公司单店店效及初始投资情况对比	20
图表 34: 18-21 年原材料价格变化情况.....	21
图表 35: 鲜货产品毛利率变化情况.....	21

图表 36: 夫妻肺片价格对比.....	21
图表 37: 18-21 年产能利用率变化情况.....	22
图表 38: 现有工厂布局	22
图表 39: 18-21 年产能变化情况	23
图表 40: 募投项目新增产能.....	23
图表 41: 募投项目资金使用情况说明	23
图表 42: 根据公司收入结构预测表	24
图表 43: 可比公司估值情况.....	25

1 公司概况：厚积薄发，紫燕稳居行业龙头

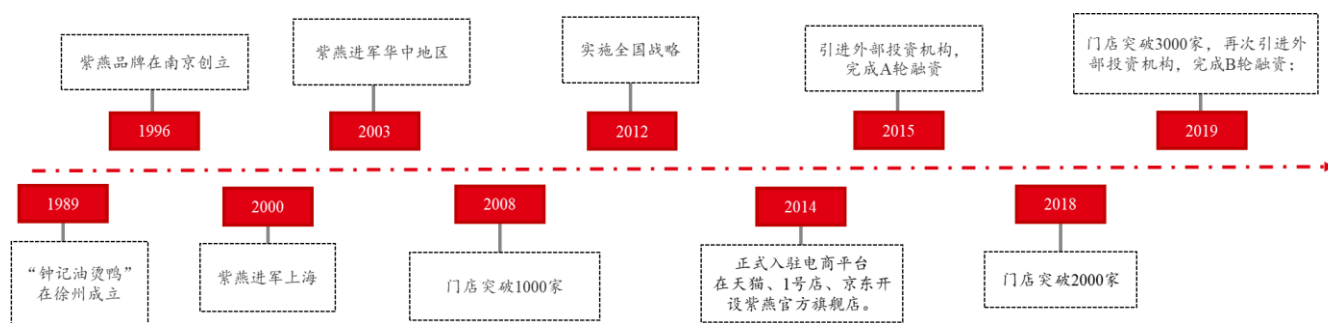
1.1 历史沿革：三十年潜心耕耘，紫燕全方位拓展国内市场

紫燕食品是规模化的全国性卤制食品生产企业。总部位于上海，公司主营业务为卤制食品的研发、生产和销售，主要产品为夫妻肺片、百味鸡、藤椒鸡等以鸡、鸭、牛、猪等禽畜产品以及蔬菜、水产品、豆制品为原材料的卤制食品，主要应用于佐餐消费、休闲消费。

30 年全方位拓展，紫燕从区域卤味品牌华丽蜕变为全国卤制品行业佼佼者。紫燕食品 1989 年发源于四川，前身为徐州“钟记油烫鸭”，1996 年紫燕品牌在南京正式成立，2003 年公司进军华中地区，遵循由沿海向内地拓展的发展方向，紫燕走上拓展全国商业布局的道路。2012 年正式实施全国战略，向北重点开发西安、济南、天津等市场；向南重点开发南昌、广州等市场，迈开了向北方和南方市场延伸的坚实步伐，实现东西南北中全国布局的战略目标。2014 年开辟线上营销的新路径，正式入驻电商平台。截至 2021 年底，终端门店数量超过 5100 家，成为卤制品行业的佼佼者。

经过 30 多年的潜心耕耘，紫燕食品现已在全国 20 个省、直辖市，180 多个城区开设“紫燕百味鸡”品牌连锁店，集中分布于江苏、安徽、山东、湖北等省份，门店大多选址在新一线、二线城市。在此期间公司建成多座大型标准工厂，旗下还开设多个涵盖休闲餐饮、休闲卤味品类子品牌，实现了高水平系统化发展。

图表1：紫燕食品发展历程

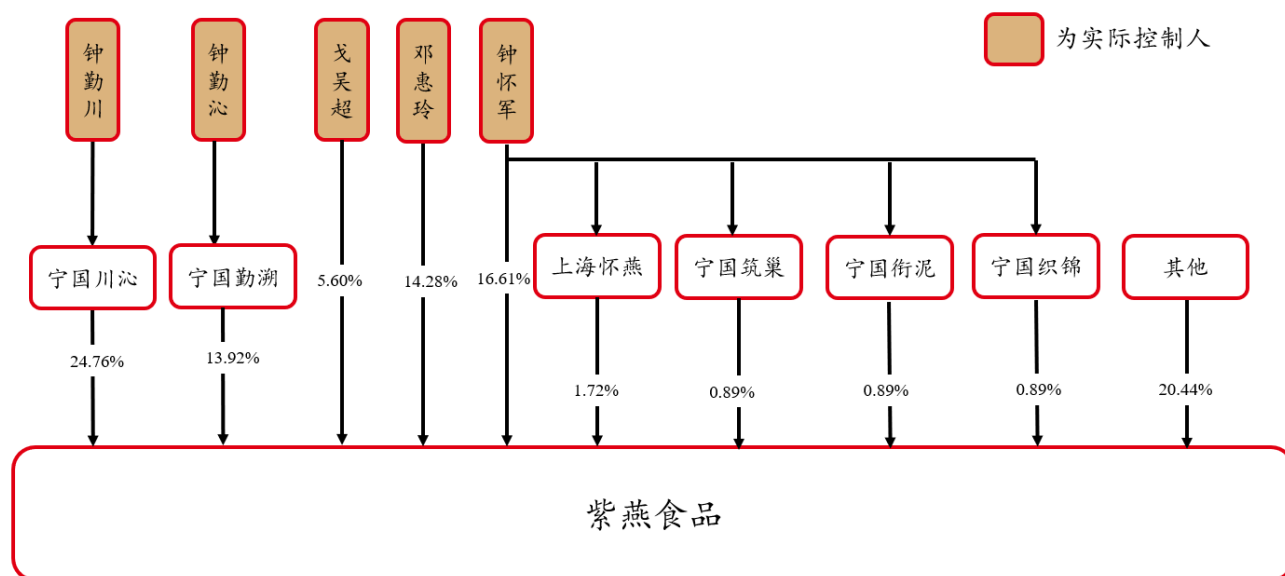


资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

1.2 公司股权结构：股权高度集中于家族内部

公司绝大部分股权被钟怀军、钟勤沁、钟勤川、戈吴超、邓惠玲等人持有，股权高度集中于家族内部，五人合计持股占比为 85.98%。公司本次公开发行股票为 4,200.00 万股，发行价格为 15.15 元/股。

图2：公司股权结构



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

老经销商业务能力熟练，与总公司关系密切，忠诚度高。经销商多为公司前员工，对于公司经营业务熟悉度较高，也是目前最主要的收入贡献群体，截至 21 年底前 5 大经销商共经营有 2930 家门店，占全国门店总数的 56.78%，销售占比为 62.11% 远超同类品牌，对公司经营发展的助推作用强。且经销商中不乏公司实际控制人的直系亲属，如经销商内部邓绍彬系公司实际控制人之一邓惠玲的兄弟、谢斌系公司实际控制人之一邓惠玲的姐妹的配偶，利益绑定的现象对于忠诚度的提高大有裨益。

图3：2021 年各公司前五大客户销售占比

项目	销售模式	前五大客户销售占比
紫燕	经销商-加盟店两级销售	62.11%
绝味	一级加盟	3.44%
煌上煌	一级加盟	6.52%
周黑鸭	一级加盟	小于 30%

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

1.3 经营情况：核心大单品“夫妻肺片”领衔各类鲜货产品，门店数量持续扩张

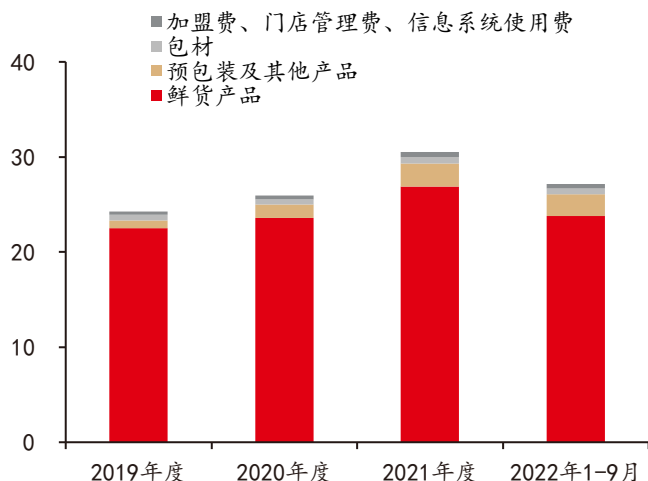
产品结构稳定，鲜货产品收入占据主营收入的绝大部分。紫燕食品所属佐餐卤制品类，主营业务以鲜货产品为主，产品结构稳定。公司 90% 左右的主营收入来自于鲜货产品，目前主要销售的鲜货产品可以分为四类：夫妻肺片、整禽类、香辣休闲类、其他鲜货。其中，夫妻肺片、百味鸡产品大单品地位显著，2021 年核心大单品夫妻肺片占鲜货产品收入超过 30%。

图表4：公司主要产品及营业收入占比（2021年）



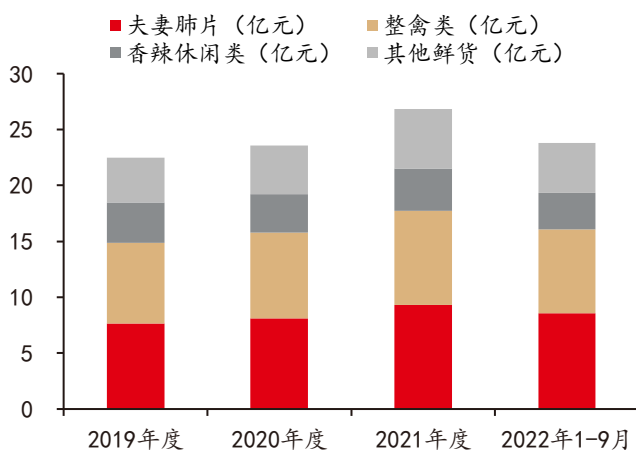
资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表5：营业收入按产品类别分类情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

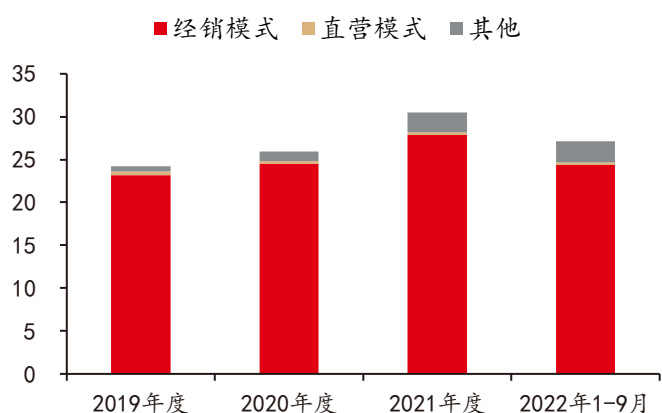
图表6：鲜货产品收入结构



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

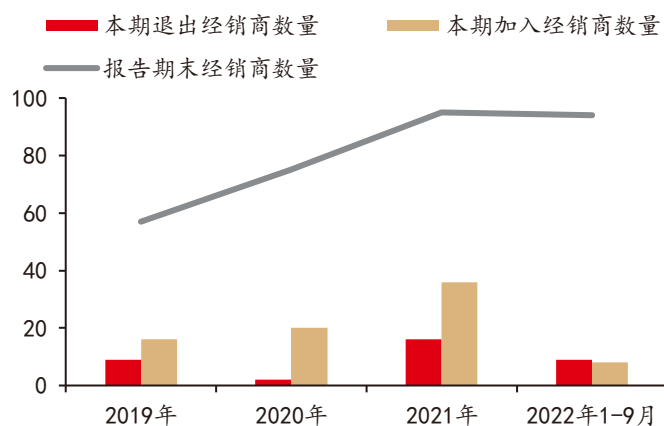
经营模式已经成熟，新兴销售渠道随着科技进步逐步发力。目前，公司主要采用以经销为主的连锁经营模式，同时构建了包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等其他渠道在内的多样化立体式营销网络体系。其中，经销商渠道在主营收入占比稳定在90%以上。公司目前仅保留少数直营门店，主要出于店铺形象设计、获取消费者反馈、累积门店经营管理经验及人员培训等目的。随着互联网经济的发展，电商、商超等新渠道也为公司营收做出越来越大的贡献。

图表7：营业收入按销售模式分类情况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表8：经销商数量变动情况

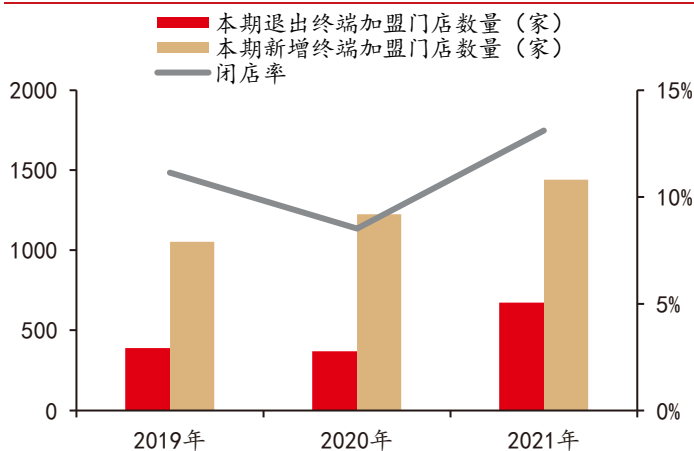


资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

线下门店受疫情冲击，但公司总体门店数量始终不断扩张，疫情好转后单店收入回春。2019年至2021年的期末终端门店数量分别为3511、4365、5132，每年净增加数量为662、854、767家，增长态势比较稳定。2021年上半年公司总部所在地上海及其主要分布省份江苏爆发了大规模疫情，各行业线下门店运营均陷入焦灼情绪，公司运营面临较大压力，2021年的退出经销商数量和退出终端加盟门店数量相较2020年大幅增加，闭店率达到13.11%，经销商退出数量在2021年也首次达到两位数，2022年1-9月经销商退出数量首次超过增加数量。但在大环境恶劣的情况下，公司新增加盟门店数量仍保持较快增长速度，立足华东区域不断向全国拓展，得益于其长期积累的品牌效应以及处于行业内龙头地位的规模体量。

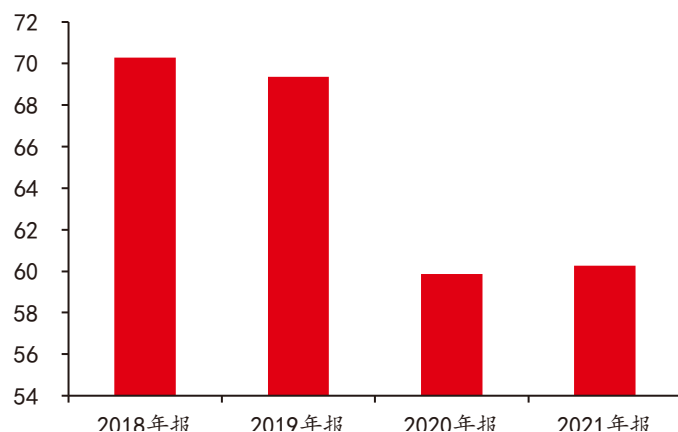
从单店收入情况来看受疫情冲击较大，但稳中有增。18-19年单店收入比较稳定，2020年疫情爆发之后单店收入断崖式下滑，受疫情影响线下门店经营状况欠佳，2021年疫情常态化带动下单店收入逐步回春。

图表9：终端门店数量变动情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表10：单店收入情况（单位：万元）



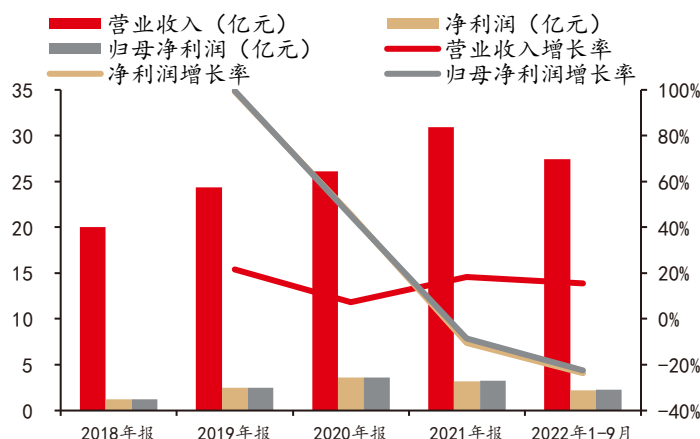
资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

1.4 财务情况：疫情冲击下稳中求进，财务状况稳步向好

公司财务状况良好，疫情短期扰动不改长期运行趋势。从各报告期来看，2019 年财务状况呈良好发展态势，营业收入、净利润、归母净利润稳步增长，2020 年新冠疫情在国内持续多点散发、防疫管控措施的实施对线下终端门店销售产生一定影响，全国餐饮行业收到冲击，进而对公司整体盈利水平产生不利影响，尽管当期营业收入增长率有所下降，但基于公司规模和业务基础，疫情冲击下营业收入及毛利率、净利润仍保持上升态势。2021 年疫情常态化的管理使得线下终端门店的销售环节得到改善，营业收入增长率上涨至 18.34%，但与此同时，公司主要原材料采购价格受境外疫情等因素影响，自 2021 年下半年快速上涨，导致主要产品单位成本有所上升、毛利率降低，净利润增长放缓，增长率出现负值。

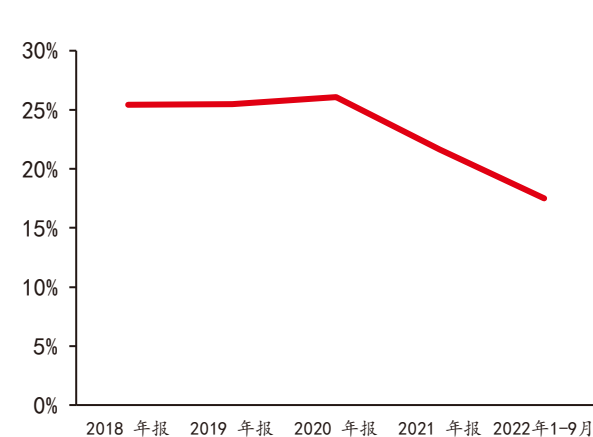
疫情影响营收增速小幅放缓，但在 22 年前三季度仍保持双位数增长。2022 年 1-9 月营业收入为 27.42 亿元，同比增长 15.51%，增速小幅下滑，原因在于 2022 年上半年疫情反弹，上海等多地的长期封控对线下终端门店的经营造成了一定地冲击，但疫情下仍保持两位数以上稳定的营收增长率，体现了公司大体量生产基础及其龙头地位的把控能力，长期来看具备较大的成长空间。

图表11：营业收入、净利润变动情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

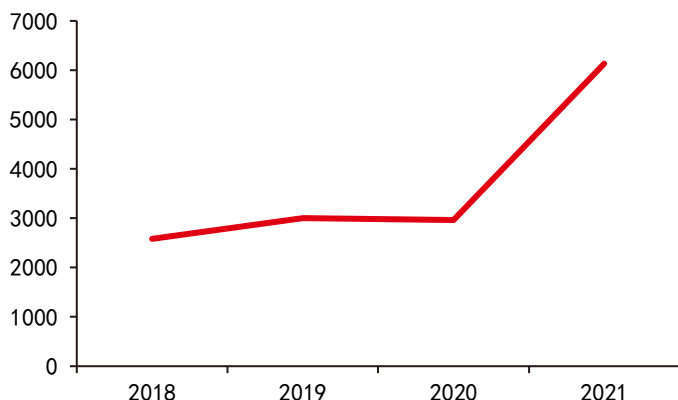
图表12：销售毛利率变动情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

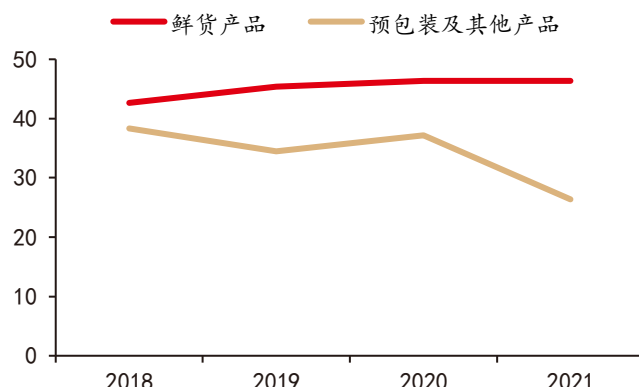
盈利空间有所承压，公司通过上游锁价+下游涨价转移部分成本压力。受原材料价格上升影响，自 2021 年起毛利率出现小幅度下降。针对这一情况，公司通过上游锁价和下游涨价相互搭配的措施积极应对。从上游来看，公司对牛肉、坚果等原材料价格存在一定的上涨预期，在缜密安排下，为锁定货源、稳定采购价格，公司提前支付了部分预付款项，使得 2021 年末预付材料采购款项余额较高。除此之外，公司针对下游产品进行了适当幅度的涨价，2021 年鲜货产品平均价格上涨 2.26%，预包装及其他产品价格上涨 7.94%，有效缓解了原材料提价带来的压力，使得毛利率变动维持在可控范围内。

图表13: 预付材料采购款变化情况 (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 中邮证券研究所

图表14: 产品平均价格变化情况 (单位: 元)



资料来源: 招股说明书, 中邮证券研究所

2 行业状况: 佐餐卤味大有可为, 龙头市占率将持续提升

2.1 行业规模: 行业规模不断扩张, 利润水平长期向好

卤制品属于传统日常美食, 拥有广泛的群众基础。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, 具有区域性和季节性特征。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, 根据市场统计数据, 2019 年卤制食品中佐餐卤制食品市场规模占比达 64.26%, 占据卤制食品主要的市场份额, 紫燕食品所属佐餐卤制品类。佐餐卤制食品中无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存, 具有连锁品牌效应的紫燕食品具有极大优势, 成为当之无愧的龙头企业。

图表15: 佐餐卤制品和休闲卤制品的区别

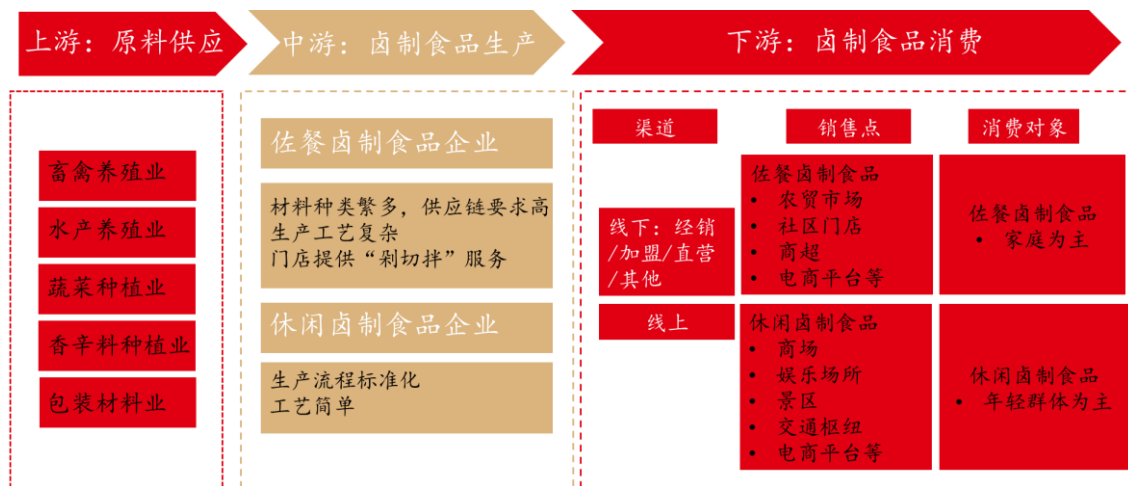
项目	佐餐卤制食品	休闲卤制食品
产品定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐	休闲、娱乐
品牌效应	无品牌的个体经营店与品牌连锁店并存	多为品牌连锁店经营
店面选址	多靠近农贸市场、社区、商超	多位于人流较旺的地区 (社区、商场、交通枢纽, 公园景点等)
代表产品	夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄等为主, 以及各种凉拌菜	鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等
代表品牌	紫燕百味鸡、卤江南、廖记棒棒鸡等	周黑鸭、绝味、煌上煌等

资料来源: 招股说明书, 中邮证券研究所

卤制品行业发展受上下游产业影响较大, 上游原材料供需格局呈现周期属性, 下游依赖冷链物流发展。从上游来看, 卤制食品的主要原材料为畜禽肉类、蔬菜、豆制品、水产品等, 上游产业主要包括畜禽养殖业、农产品种植业及水产品养殖业等, 这种第一产业的生产具有很强的周期性, 易受自然条件、市场供求、国际政策等因素影响, 稳定性较差。且卤制品产品对

储存条件要求较高，产品保质期短、不易保存的特点决定了其下游零售端的发展对冷链物流的依赖性很强。

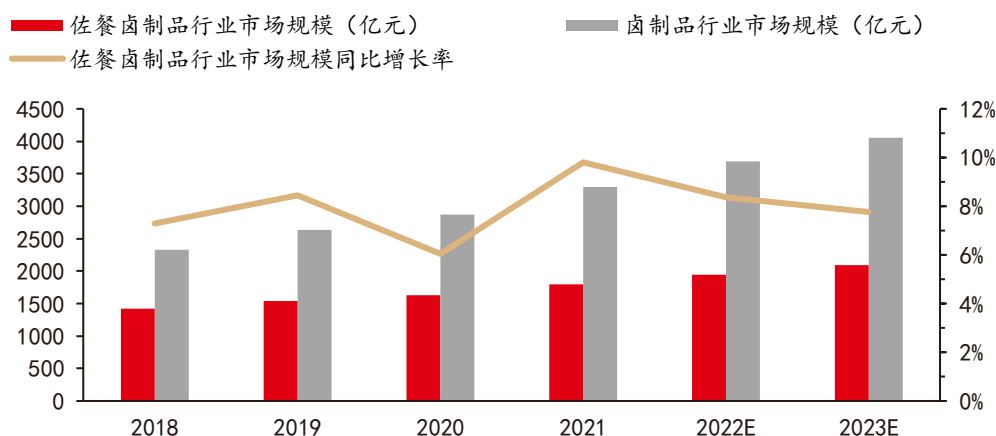
图表16：中国卤制品行业产业图谱



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

卤制食品行业规模整体保持向好趋势，佐餐卤制品发展未来可期。根据 Frost & Sullivan 统计数据以及 iiMedia Research（艾媒咨询）数据显示，2021 年中国卤制品行业规模达 3296 亿元，2018-2021 年复合增长率为 12.3%，行业发展朝气蓬勃，预计 2023 年行业规模可达 4051 亿元，为佐餐卤制品提供了较大的发展空间，佐餐卤制品行业占比有望上升。从佐餐卤制品行业自身情况来看，即便收到疫情影响，其行业市场规模始终保持稳定提升，至 2023 年规模可达到 2093 亿元，2020 年至 2023 年复合增长率为 8.08%。

图表17：卤制品及佐餐卤制品行业市场规模（含预测值）



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

近年来，我国卤制食品行业整体盈利能力基本保持在健康水平且较为稳定，多方面因素助力卤制食品市场发展。随着居民消费水平的提高以及国家扶持政策的发力，卤制品行业发展

蓬勃。从中长期来看，消费升级、技术水平提高及行业集中度提升等因素会使卤制食品行业利润水平整体保持向好趋势。

我们认为推动卤制食品市场发展的主要驱动力：

(1) **经济增长以及消费理念的变化推动消费升级。**我国宏观经济稳定发展，居民人均可支配收入水平不断提高，自改革开放以来增长了 187 倍，我国居民的生活方式及消费理念逐渐发生变化，对食品消费的新鲜、便捷、卫生、营养等属性需求有所增加。消费能力的提高以及消费观念的变化带动了人们对卤制品这一休闲类食品的需求。

(2) **卤制品符合中国大部分地区的传统口味偏好，产品复购率高。**据艾媒咨询数据显示，有 96.6% 的消费者购买过卤制品，其中 43.9% 的消费者表示非常喜欢。卤制食品涵盖香辣、麻辣、酱香、甜辣等多种复合型口味，迎合了中国大部分地区喜辣人群的口味偏好，产品复购率高，超过 5 成的消费者购买频次在每月 2 次以上，受到消费者的普遍喜爱。

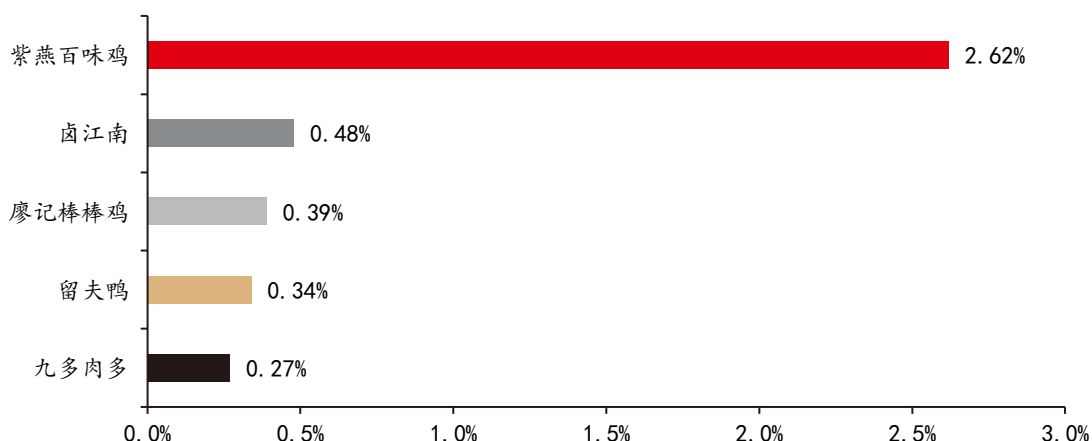
(3) **家庭小型化以及快节奏的生活方式推动卤制食品走进千家万户，销售的便利性以及产品保鲜为卤制食品打开市场。**随着社会的发展，快节奏的生活方式成为主流，家庭小型化趋势明显，年轻夫妻与父母同住的大家庭正日益减少。艾媒咨询数据显示 2021 中国 Z 世代经常购买快销食品占比 37.7%，其中卤制品的比例达到 34%，卤制品销售的便利性以及产品的新鲜程度更好地贴合了 Z 世代群体尝鲜猎奇的心理。

(4) **大数据时代技术升级推动卤制品行业生产、销售的扩展。**随着冷链运输系统的成熟应用，卤制食品的原材料供应以及产品的保鲜得到了保障；包装升级助力产品开拓线上线下销售渠道；移动支付和大数据的盛行扩大了产品的销售范围；新兴的营销手段促使卤制食品更快地走到大家面前。

2.2 竞争格局：佐餐卤制品行业集中度较低，头部企业上升空间大

佐餐类卤制品行业集中度低，紫燕龙头地位显著。根据艾媒咨询数据，2019 年我国佐餐卤制品行业 CR5 约为 4.1%，紫燕百味鸡龙头地位显著，2019 年公司以 2.6% 的市占率领先其他佐餐卤味品牌，稳居行业第一市场份额，超过其他四个品牌的总和。2020 年紫燕百味鸡市占率为 2.82%，上升 0.2pct。佐餐卤制品零售额前五的其他四个品牌合计市占率为 1.48%，分别为卤江南（0.48%）、廖记棒棒鸡（0.39%）、留夫鸭（0.34%）和九多肉多（0.27%）。

图表18：佐餐卤制食品行业前五大品牌市场份额



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

疫情加速行业出清，龙头市占率有望持续提升。2019 年末爆发的新冠疫情对餐饮行业造成了巨大的冲击，在疫情产生的重大压力下，佐餐卤制品行业内的中小型企业多数面临资金链、货物运输方面的难题，多家企业被迫停摆。深厚的企业基础在此时显得尤为重要，以紫燕为首的几家龙头企业在疫情期间凭借其龙头地位和经济实力顶住压力，在保证企业平稳发展的基础上实现了门店数量的继续扩张，市占率有望提升。2020 年紫燕新增门店增长率 16.43%，2021 年新增门店增长率达到 17.46%，在疫情当下交出了一份亮眼的答卷。

图表19：2019-2021 年佐餐卤制品行业各企业新增门店数

项目	2019	2020	2021
紫燕食品	1053	1226	1440
卤江南	154	163	193
廖记棒棒鸡	185	280	235
留夫鸭	261	373	514
九多肉多	79	286	220

资料来源：窄门餐眼，招股说明书，中邮证券研究所

3 竞争优势：四维度分析紫燕内生增长动力

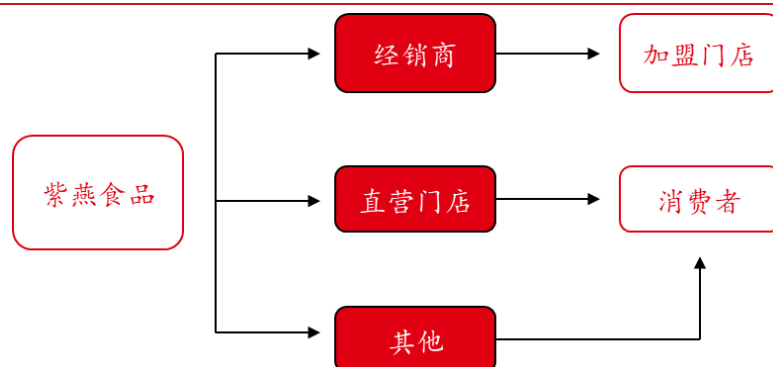
3.1 模式：经营分工明确，经销模式推动开店提速

发展初期：区域经营主体独立经营。公司在各区域开设上海紫燕、武汉川沁、苏州紫燕等独立的区域经营主体，各区域经营主体由区域管理团队进行管理，并负责区域内产品生产及配送、门店开拓及管理等工作。

2010 年后：母公司集团化运营，各区域经营团队自主开拓。逐步整合各区域经营主体，将各经营主体的管理职能收归紫燕有限母公司，实现了高效率的集团化运营。采用区域经营团队负责区域市场内门店开拓、加盟门店管理以及产品配送的加盟及供货模式，各生产基地根据市场竞争情况制定当地终端零售价格。

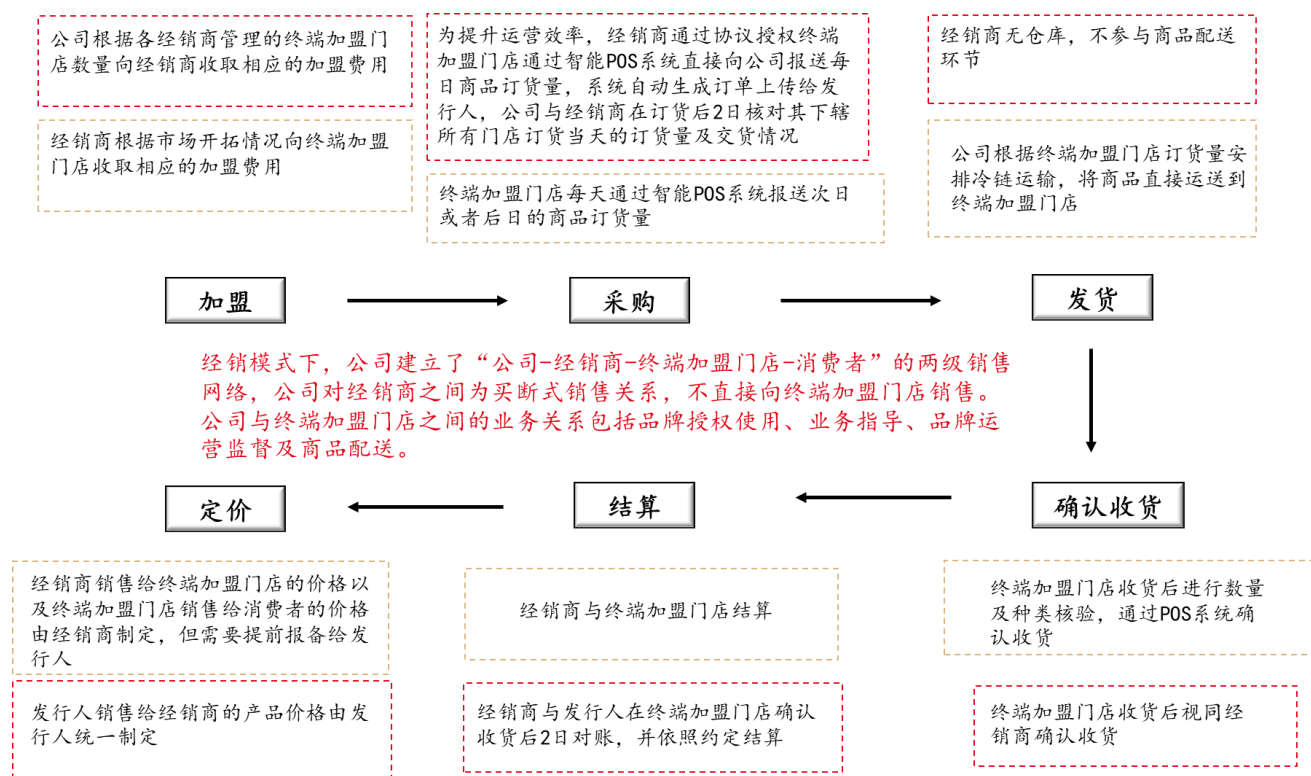
2016 年后：经销商买断式销售，两级销售网络形成。公司调整经营模式，建立了“公司——经销商——终端加盟门店——消费者”的两级销售网络，公司对经销商之间为买断式销售关系，不直接向终端加盟门店销售，公司与终端加盟门店之间的业务关系包括品牌授权使用、业务指导、品牌运营监督及商品配送。其最突出的改变在于由经销商代替区域管理团队的职能，且在销售模式调整过程中鼓励管理团队人员在从公司离职后成为经销商。

图表20：公司经销模式示意图



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表21：公司与经销商及终端加盟门店的业务关系



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

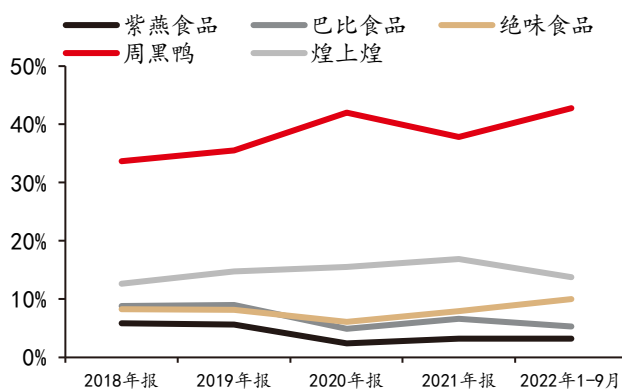
以经销为主、买断式的连锁经营模式降低了公司整体的销售费用率和管理费用率。基于买断式的交易模式，公司的部分经营管理权限下放至经销商，开拓市场和宣传推广等费用由经销商自行承担、自负盈亏，为公司节约了大笔行政管理成本和产品销售费用。业内其它公司如巴比食品（特许加盟为主，直营门店、团餐销售为辅）、绝味食品（直营引导、加盟为主）、煌上煌（直营和特许加盟）和周黑鸭（直营与经销模式并存）的销售模式中均包含直营或以此模式为主，相较而言，紫燕食品相应的销售费用率和管理费用率较低，费用优化对利率的提高大有裨益。

图表22：同行业上市公司销售模式对比

品牌	商业模式	销售模式
紫燕食品	直营+加盟	经销商向公司买断产品，获得公司授权其在约定经营区域内经销的特许产品，通过加盟门店实现终端销售。经销商可以自行设立或发展下游的终端加盟门店，并履行对加盟门店的日常监督管理职责。公司对经销商及其终端加盟门店不具有控制权，各经销商及终端加盟门店实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受公司的业务指导与监督。
绝味食品	连锁加盟体系	加盟商主要为个人加盟商。绝味食品对加盟商及其销售人员不具有控制权，加盟商拥有对加盟门店的所有权和收益权，实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受绝味食品的业务指导与监督。
周黑鸭	直营+经销	以直营模式为主，逐步开放特许经营，将充分利用特许经营方的本地资源与周黑鸭的品牌势能及零售经验，实现优势互补，着力加强门店网络布局，全方位推动新市场的拓展以及老市场的渗透。
巴比食品	特许加盟+直营和团餐	以特许加盟为主，主要为个人加盟商，自主负责会计核算和税费缴纳，加盟商拥有对加盟门店的所有权和收益权，实行独立核算、自负盈亏，公司对加盟门店采取 10 天信用期或即时结算的结算制度；直营门店则是由公司投资设立，公司统一财务核算，享有门店利润，承担费用开支；团餐包括各类企事业单位食堂、餐饮商家、便利商超以及居家消费场景等。
煌上煌	直营+特许加盟	加盟商拥有对加盟店的所有权和收益权，实行独立核算，自负盈亏，但在具体经营方面须接受煌上煌营销总部的业务指导。

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

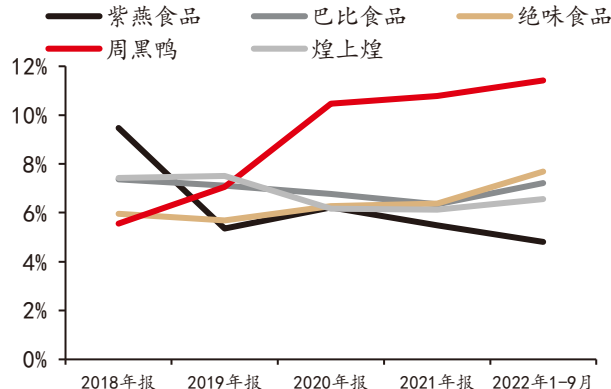
图表23：业内各公司销售费用率比较



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

注：周黑鸭三季度报未发布，图中为半年报数据

图表24：业内各公司管理费用率比较



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

注：周黑鸭三季度报未发布，图中为半年报数据

公司经销商以前员工为主，为公司发展提供有力支持。公司的经销商大多为前员工，之前在公司任职时就主要为区域管理团队核心人员，其中不乏公司实际控制人的亲属，有较为丰富的地区资源及管理经验，并且公司经销商已在各自区域深耕多年，积累了丰富的门店渠道资源，有助于形成一定的品牌影响力和行业地位。在此模式下，有利于发行人对加盟体系进行高效管理与风险控制、业务规模的快速拓展。非前员工经销商主要系报告期内与公司开始建立合作的

新市场的经销商，公司为开拓新市场，通过多种类型折扣补贴政策向其提供扶持，向其销售的主要产品单价通常低于前员工经销商。

图表25：相关前员工经销商的基本情况

前员工姓名 (经销商实际控制人)	报告期内主要经销区域	任职经历	成为经销商时间
赵邦华	上海市、南通市、青岛市、连云港市、宣城市等	2008年10月-2016年12月紫燕有限总经理	2016年
邓绍彬*	南京市、镇江市、杭州市等	2000年6月-2016年1月紫燕有限南京区域负责人	2016年
汪士龙	重庆市、成都市、合肥市（西区）等	2002年5月-2016年11月合肥紫燕总经理、重庆川沁总经理	2016年
王君平	济南市、淄博市、潍坊市、西安市等	2011年4月-2016年12月济南紫燕食品有限公司总经理、山东紫燕总经理	2016年
王波	武汉市、南昌市等	2009年1月-2016年11月武汉川沁、武汉仁川总经理	2016年
杨美全	苏州市、眉山市等	2013年11月-2016年11月苏州紫燕总经理	2016年
姚善勇	徐州市、天津市、马鞍山市、芜湖市等	2000年6月-2016年1月先后担任紫燕有限徐州、天津、马鞍山、芜湖等地区负责人紫燕有限供应链副总裁、工程总监	2016年
谢斌*	合肥市（东区）、郑州市、绵阳市等	2003年4月-2016年11月合肥紫燕总经理	2016年
谭庭伟	广州市（已退出）、深圳市（已退出）、长沙市等	2008年8月-2016年12月紫燕有限总裁助理；广州川沁总经理	2016年
刘伟	南京市	2004年1月至2016年1月紫燕有限南京区域行政主管	2016年
杨美玉	蚌埠市	2014年1月-2016年11月紫燕有限蚌埠地区销售负责人	2016年

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

注：①2021年1月，谭庭伟与公司终止广州、深圳地区经销合作，广州、深圳地区经销商变更为杨宁刚、戴艳玲。

②邓绍彬*系公司实际控制人之一邓惠玲的兄弟，谢斌*系公司实际控制人之一邓惠玲的姐妹的配偶

公司向新经销商提供重点扶持，与前员工之间的平均销售价格、毛利率差异具有合理性和公允性且逐渐缩小。前员工经销商凭借较为丰富的管理经验和积攒多年的门店渠道资源，取得了良好的经销及门店环节毛利率，自2019年起的三年内分别为34.89%、38.33%和37.09%。非前员工2019年毛利率（33.65%）低于前员工经销商，自2020年起实现毛利率的反超，原因在于公司向新经销商开设进货、开店和促销返利多种类型折扣补贴政策，用以鼓励经销商开拓

新市场。如：2018 届、2019 届、2020 届以及 2021 届新市场的经销商，自开始合作的三年内按进货金额依次给予 10%、8%、5% 的进货折扣。由于主要产品销售价格系考虑进货折扣后的价格，因此 19 年非经销商销售价格较低，随着时间推移进货折扣力度降低，非前员工经销商提价速率快于前员工经销商，毛利率逐渐上涨。

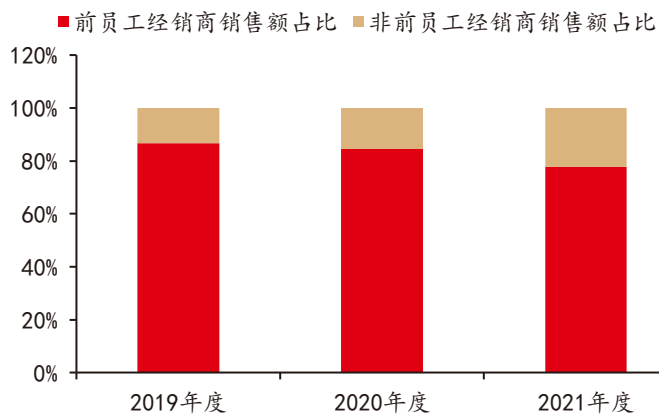
公司逐渐形成了以原有老员工为发展基础、进入新市场的经销商为扶持重点的金字塔型经销体系，模式架构日趋完善。自 2019 年至 2021 年，前员工经销商销售金额虽稳步增加，但其占营业收入比重却不断走低，从 86.62% 降低至 77.61%，可见非前员工经销商在公司营收方面做出的贡献愈发重要。公司通过增强其销售渠道的竞争优势和对新经销商的吸引力，来抢占佐餐卤制食品市场、提高品牌市场占有率及品牌影响力而不断努力。也正是得益于此，自 2016 年销售模式调整之后，公司门店数量迅速扩张，自 2016 年的 1929 家增加至 2021 年的 5160 家。

图表26：经销商销售价格情况

品类	项目	价格（元）			价格增长率	
		2019	2020	2021	2020	2021
夫妻肺片	前员工经销商	94.36	106.95	107.31	13.34%	0.34%
	非前员工经销商	85.54	99.67	101.12	16.52%	1.45%
	对所有经销商的平均销售价格	93.49	106.18	106.45	13.57%	0.25%
整禽类	前员工经销商	37.9	41.55	40.67	9.63%	-2.12%
	非前员工经销商	34.17	39.35	39.59	15.16%	0.61%
	对所有经销商的平均销售价格	37.47	41.29	40.34	10.19%	-2.30%
香辣休闲类	前员工经销商	44.13	44.12	42.18	-0.02%	-4.40%
	非前员工经销商	40.99	42.05	40.65	2.59%	-3.33%
	对所有经销商的平均销售价格	43.84	43.9	41.97	0.14%	-4.40%

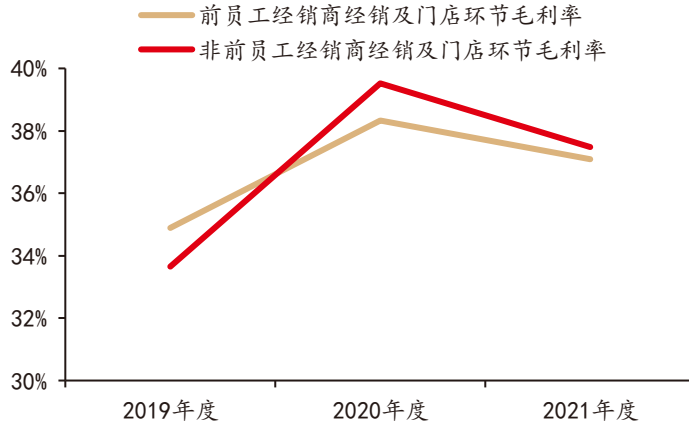
资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表27：经销商销售额占比情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

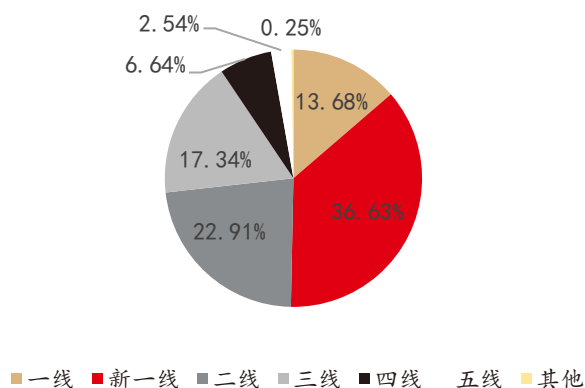
图表28：经销商毛利率情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

门店数量规模加速扩张，全国化战略布局稳步推进。窄门餐眼数据显示，截至 2022 年 9 月，紫燕食品现有门店总数为 6030 家。自 2016 年起公司销售模式便从“直接加盟”调整为“公司——经销商——终端门店”，经销模式调整后门店扩张速度明显提升。截至 2022 年 6 月末，公司在全国 20 多个省市地区拥有 140 多家经销商主体，产品覆盖 150 多个城市。从城市等级来看，紫燕约有 76.88% 的门店集中分布在新一线、二线和三线城市，这也与公司主要面向新兴消费人群的销售定位相一致。从区域来看，门店分布多集中于华中地区，依托发源地的先发优势，紫燕在华中地区具有较高的知名度和认可度，门店扩张相对容易。2018 年至 2021 年公司门店数量的 CAGR 超过 21%，业务规模加速扩张。

图表29：终端门店按城市等级分布情况



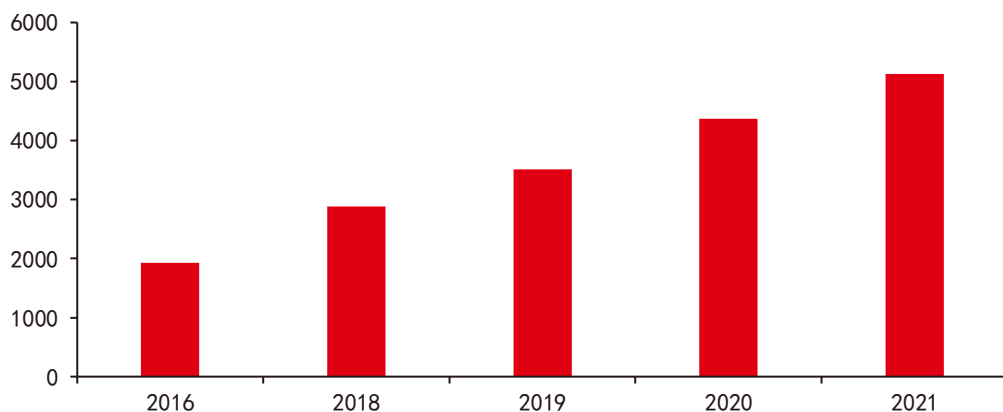
资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

图表30：2021 年全国范围内门店分布情况



资料来源：窄门餐眼，中邮证券研究所

图表31：全国门店数量变化情况



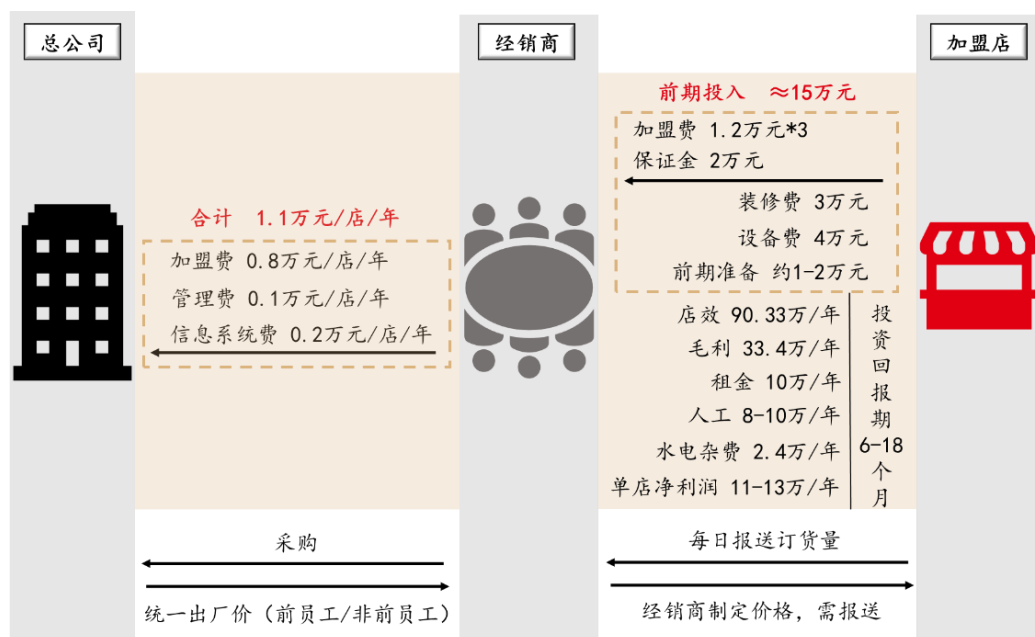
资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

3.2 门店：“小而美”店型更具吸引力

从门店投入及回报情况来看，经销商向总公司买断式经营，加盟门店单店经营利润率较高。经销商需每年向总公司缴纳约每店 1.1 万元的费用，其中主要包括加盟费 0.8 万元、管理费 0.1 万元和信息系统费 0.2 万元，从而获得买断式交易的权限后向下发展自己的加盟店。加盟店需在开店周期期初向经销商预缴该开店周期不超过 1.2 万元的加盟费，

加之 2 万元的保证金、3 万元的装修费、4 万元的设备费以及约 1-2 万元的前期准备费用，其前期投入约 15 万元，投资回报周期一般在 6-18 个月。运营期间，加盟店需每天向经销商报送订货量，以便经销商向总公司采购，经销商在确定产品价格后需报送总公司审批。从收益角度来看，门店端毛利率在 37% 左右，单店经营利润率约为 12%-14%，在行业内处于较高水平，对于加盟商来说收益相对可观。

图表32：加盟费用及回报情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

从门店运营情况来看，相较行业内其他公司而言，紫燕走的是小而美的门店模型，初始投资不高，投资回报期短，对于加盟商进入更具有吸引力。紫燕对加盟店的面积要求比较低，平均面积较小，但坪效极高，其单店平均销售金额在行业内处于较高水平。且投资回报周期短，投资回本期大多在 1 年左右，基本不会超过两年，在初始投资额相差无几的情况下对于加盟商的吸引力更强。

图表33：各公司单店店效及初始投资情况对比

公司	加盟门店数	平均店效 (万元/年)	平均面积	坪效 (万元/年/ m²)	初始投资额	投资回报期
紫燕	5160	90	12	7.89	15-20 万	6-18 个月
绝味	13714	80	15	5.33	10-15 万	15 个月
煌上煌	3974	80	20	4	10-15 万	12 个月
周黑鸭	1535	100	15	6.67	20 万	12-24 个月

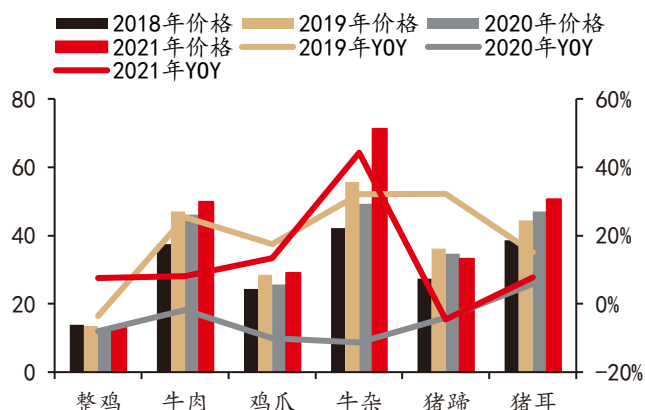
资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

3.3 大单品优势凸显，选定佐餐卤味差异化赛道

“夫妻肺片”大单品突出，产品矩阵成熟稳定。公司 90% 左右的主营收入来自于鲜货产品，目前主要销售的鲜货产品可以分为四类：夫妻肺片、整禽类、香辣休闲类、其他鲜货。最终形成以夫妻肺片为核心大单品、整禽类、香辣休闲产品为辅的产品矩阵，其中夫妻肺片占比超 30%。与同行业其他卤制品企业相比，紫燕聚焦餐桌卤味，以其独特配方成就“夫妻肺片”这一金字招牌，形成差异化的竞争优势，在强化品牌效应的同时也保障了其佐餐类卤制品行业的龙头地位。

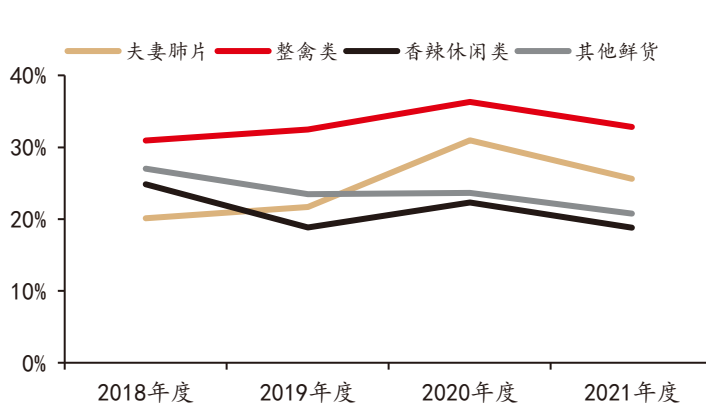
公司主要收入来源的鲜货产品常年毛利率稳中有升，呈良好发展态势。公司保持对主要原材料（整鸡、牛肉、鸡爪和牛杂）的长期稳定采购，约占原材料总采购额的 40% 以上。21 年整鸡、牛肉等主要原材料涨价明显，其中牛杂价格上涨 44.24%，因此鲜货产品毛利率受大宗涨价影响普遍下滑。但从各报告期整体情况来看，各类产品毛利率呈上升趋势，尤其夫妻肺片 20 年毛利率上升 30.96 个百分点，体现出该战略单品在市场占有率不断提升下的规模效应。

图表34：18-21 年原材料价格变化情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表35：鲜货产品毛利率变化情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

核心大单品夫妻肺片差异化显著，在同类品牌中脱颖而出。与廖记棒棒鸡、卤江南相比，紫燕百味鸡具有口味的独特优势，麻辣咸鲜味和酸汤麻辣味两种独家风味满足消费者的多样化消费需求。在价格上，紫燕夫妻肺片定价 62.8/250g，处于竞品价格带的中位，低于定位相仿的廖记棒棒鸡，在同等质量保证下具有一定的价格优势。

图表36：夫妻肺片价格对比

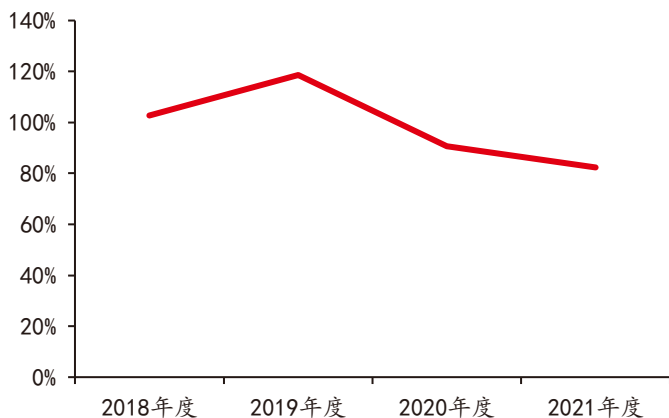
品牌	产品	价格
紫燕		62.8/250g
廖记棒棒鸡		45/140g
卤江南		31.4/250g

资料来源：大众点评，中邮证券研究所

3.4 供应链：建设优质产能，优化物流体系

生产端：生产基地辐射全国，产能利用率始终高位运转。公司充分利用以宁国、武汉、连云港、山东、重庆等 5 家工厂辐射全国的产能布局，产能利用率始终处于高位运转。2020 年度，随着公司新建大型生产基地的逐步投产，公司生产能力得到有效提升，得以支撑公司业务规模的持续增长，产能增长突飞猛进取得巨大突破。本次公司拟募集资金将继续用于产能提升方面，计划共投资 42088 万元用于宁国食品生产基地二期项目、荣昌食品生产基地二期项目建设，募投项目建成后预计达产后将新增产能 19000 吨，与门店扩张形成合力。

图表37：18-21 年产能利用率变化情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表38：现有工厂布局



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

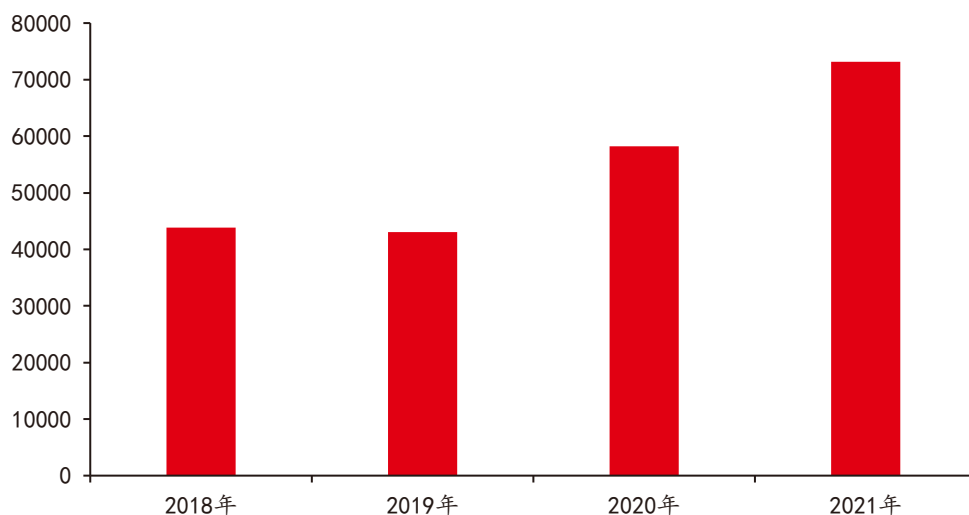
运输端：冷链物流可以保证日常单日配送，保证产品质量。紫燕自 2019 年起与第三方冷链物流公司合作建立了全方位冷链配送体系，增大了工厂的销售半径，满足了供应链当日或次日达的要求，为公司销售规模及销售范围的快速扩张提供了坚实的供应保障。同时，公司对食品行业 SAP-ERP 系统、销售中台系统、OA 系统、TMS 系统、WMS 系统等现代电子化管理系统进行了灵活运用，利用 SAP-ERP 系统进行订单、行车调度的系统化管理和基本信息的维护，在提升运作效率的同时也大大降低了运输成本。在货物的调配方面利用 WMS 系统对收货、存储直至发货各个环节进行更加完善的管理，为公司销售规模及销售范围的快速扩张提供了坚实的供应保障。

4 募投项目分析

2018 年以来，公司产能处于满负荷状态，增长率陷入瓶颈，随后公司对各区域生产基地进行了集中化整合，逐步开设新的大型生产基地，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，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 年度，随着公司新建大型生产基地的逐步投产，公司生产能力得到有效提升，得以支撑公司业务规模的持续增长，产能增长突飞猛进取得巨大突破。本次公司拟募集

资金将继续用于产能提升方面，计划共投资 42088 万元用于宁国食品生产基地二期项目、荣昌食品生产基地二期项目建设，预计达产后将新增产能 19000 吨。

图表39：18-21 年产能变化情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

图表40：募投项目新增产能

募投项目	新增年产	产能年复合增长率
宁国食品生产基地二期	11000	
荣昌食品生产基地二期	8000	
共计	19000	5.94%

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

本次上市公司公开发行股票 4200 万股，占发行后总股本比例 10.19%，募集资金 5.65 亿元，主要用于宁国生产基地二期建设、荣昌生产基地二期建设、仓储基地建设、研发检测中心建设、信息中心建设和品牌建设及市场推广项目。

图表41：募投项目资金使用情况说明

募投项目	投资总额	资金用途
宁国食品生产基地二期	24940 万元	计划扩大安徽宁国生产基地的生产规模，建成达产后新增产能 11,000 吨。
荣昌食品生产基地二期	17148 万元	计划扩大重庆荣昌生产基地的生产规模，建成达产后新增产能 8,000 吨。
仓储基地建设项目	12609 万元	为保障原材料的安全稳定供应，拟在 2 年内建成大型原材料仓储基地。
研发检测中心建设项目	8780 万元	旨在实现设备研发、产品研发和食品安全。
信息中心建设项目	4498 万元	实施重点在于搭建全业务流程协同管理平台。
品牌建设及市场推广项目	12000 万元	为提高公司品牌效应，扩大知名度，拓宽市场。

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所

5 盈利预测与投资评级

➤ 收入端

我们从产品结构以及渠道结构进行预测：

- (1) 加盟店预计维持每年 1000 家的速度进行门店扩张，经测算单店收入在 22 年上半年较去年同期下滑 10.8%，三季度开始终端需求有所回暖叠加部分产品提价，平均单店收入缺口已基本修复，预计全年单店水平较 21 年有 1-2% 的下滑，门店业务整体营收同比增长 15.6%。预计 23-24 年单店水平持续回升，整体业务规模有望达到 40.4/48.5 亿元，同比增长 25.5%/20%。
- (2) 直营店数量保持稳定，22 年平均单店收入保持稳定稳增，23-24 年恢复增长态势，预计直营模式 22-24 年收入规模为 3.5/3.64/3.82 亿元，同比增长 0%/16.6%/9.2%。
- (3) 其他业务 22-24 年预计实现营收 2.9/3.5/4.2 亿元，同比增长 17.5%/20%/20%。

根据对于渠道结构的分析结合分产品业务的测算，结果如下：

图表42：根据公司收入结构预测表

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
鲜货类产品	营业收入（亿元）	23.6	26.9	29.9	34.4	38.0
	增速（yoy）	4.9%	13.8%	11.5%	15.0%	10.4%
	占总营收比重	90.3%	86.9%	83.3%	77.8%	71.2%
预包装产品	营业收入（亿元）	1.4	2.4	4.1	7.3	12.3
	增速（yoy）	71.6%	74.1%	68%	80%	68%
	占总营收比重	5.3%	7.8%	11.3%	16.6%	23.1%
包材	营业收入（亿元）	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3
	增速（yoy）	-6.78%	32.73%	20%	25%	18%
	占总营收比重	2.10%	2.36%	2.44%	2.47%	2.42%
加盟费等	营业收入（亿元）	0.4	0.5	0.6	0.7	0.9
	增速（yoy）	22.86%	13.95%	16.3%	19.3%	25.0%
	占总营收比重	1.65%	1.58%	1.6%	1.5%	1.6%
其他业务	营业收入（亿元）	0.2	0.4	0.5	0.7	0.9
	增速（yoy）	54.55%	147.06%	15%	48%	30%
	占总营收比重	0.65%	1.36%	1.3%	1.6%	1.7%
合计	营业收入（亿元）	26.1	30.9	35.9	44.3	53.4
	增速（yoy）	7.31%	18.34%	16.2%	23.2%	20.7%
	营业成本（亿元）	19.3	24.2	29.6	35.2	41.8
	毛利率	26.1%	21.6%	17.8%	20.5%	21.8%
	净利润（亿元）	3.6	3.2	2.6	4.0	5.2
	净利率	13.7%	10.4%	7.3%	9.0%	9.6%

资料来源：招股说明书，中邮证券研究所预测

➤ 成本费用端

- (1) 毛利率将在 22 年得到显著改善。今年以来进口牛肉及牛副产品受到国际物流、汇率等因素涨幅靠前，其余主要原材料价格均有不同程度的上涨，公司前三季度毛利率 17.50%，较去年同期下滑 5.79 个百分点，单三季度毛利率 18.10%，环比有所回升。我们认为鸭副产品、牛肉价格高点已显，猪肉价格在明年将呈现先扬后抑的趋势，整体价格全年来看相对平稳，因此成本压力已然在 22 年体现，预计 22-24 年毛利率水平分别为 17.8%/20.7%/21.8%。
- (2) 费用率水平保持平稳，今年管理费用率略有抬升主要系上市费用增加所致。预计 22-24 年净利率分别为 7.31%/8.97%/9.64%。

因此我们预计公司 2022-24 年收入预测分别为 35.94/44.26/53.40 亿元，对应增速分别为 16.24%/23.15%/20.7%，22-24 年归母净利润预测分别为 2.66/4.01/5.21 亿元，对应增速-18.83%/50.96%/29.81%。

在疫情不断反复的背景下，紫燕积极维持门店开拓步伐、控制成本费用开支，纵观连锁业态今年以来的整体经营表现，公司在收入和利润端的表现均处于较高水平，市占率稳步上升。我们筛选了同为连锁开店模式的绝味、巴比、周黑鸭和煌上煌作为行业可比公司，进一步参考绝味 19 年，门店增长空间进一步扩大带来市场预期提升，同时公司从收入和业绩端给予强支撑，全年股价和估值的大幅提升。我们认为紫燕处于快速扩张期，开店空间广阔，同时需求复苏将赋予明年更多的业绩弹性，给予 23 年 41 倍 PE 估值，对应目标价 39.77 元，维持“买入”评级。

图表43：可比公司估值情况

证券代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603517.SH	绝味食品	359.5	59.07	0.79	1.75	2.19	74.76	33.72	27.02
605338.SH	巴比食品	80.1	32.30	0.93	1.16	1.42	34.65	27.82	22.67
1458.HK	周黑鸭	129.6	5.44	0.06	0.18	0.24	77.39	27.97	20.68
002695.SZ	煌上煌	68.5	13.37	0.28	0.42	0.55	48.62	31.64	24.42
	平均			0.52	0.88	1.10	58.86	30.29	23.70
603057.SH	紫燕食品	136.4	33.10	0.65	0.97	1.26	51.28	33.98	26.18

资料来源：iFinD，中邮证券研究所预测

注：收盘价为 2022 年 12 月 14 日，可比公司均参考一致预期值

6 风险提示

原材料价格波动风险：公司主要原材料以禽类、猪、牛等畜类农产品为主，易受到家禽、牲畜等上游养殖业供需关系的影响。今年以来进口牛肉及牛副产品受到国际物流、汇率等因素涨幅靠前，其余主要原材料价格均有不同程度的上涨导致毛利率出现较大程度下滑。

疫情导致门店销售收入下滑：疫情以来对公司经营情况产生了负面影响，平均单店收入自2020年以来不断下滑，特别在22年二季度较大范围城市静默对日常消费造成了较大冲击。

门店扩张不及预期：虽然公司优秀的单店模型能起到良好的示范和宣传效应，但在各地的短期加盟店扩张速度仍然受到经销商和二级加盟商意愿、选址、疫情严重程度等因素影响，存在加盟店扩张速度不达预期的风险。

食品安全风险：食品安全是消费者的心理底线，尤其对于即食类食品，行业内出现相关食品安全事故都会对行业景气度、消费者偏好性产生巨大影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	3092	3594	4425	5340	营业收入	18.3%	16.2%	23.1%	20.7%
营业成本	2423	2954	3519	4176	营业利润	-11.9%	-21.0%	53.0%	33.1%
税金及附加	32	33	40	48	归属于母公司净利润	-8.7%	-18.8%	50.9%	29.8%
销售费用	98	122	159	203	获利能力				
管理费用	170	176	221	251	毛利率	21.6%	17.8%	20.5%	21.8%
研发费用	8	9	16	21	净利率	10.3%	7.3%	9.0%	9.6%
财务费用	0	2	-2	-4	ROE	27.0%	18.0%	21.4%	21.7%
资产减值损失	-1	-4	-5	-7	ROIC	27.9%	18.8%	35.5%	39.9%
营业利润	429	339	519	690	偿债能力				
营业外收入	6	2	6	6	资产负债率	39.8%	42.2%	39.9%	37.5%
营业外支出	6	4	9	9	流动比率	1.02	1.27	1.42	1.70
利润总额	429	337	515	687	营运能力				
所得税	109	74	119	172	应收账款周转率	47.81	78.76	78.76	78.76
净利润	320	263	397	515	存货周转率	18.85	18.43	18.43	18.43
归母净利润	328	266	401	521	总资产周转率	1.54	1.41	1.42	1.40
每股收益(元)	0.80	0.65	0.97	1.26	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.80	0.65	0.97	1.26
货币资金	244	759	1058	1607	每股净资产	2.94	3.59	4.56	5.82
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	65	46	56	68	PE	41.63	51.28	33.98	26.18
预付款项	69	60	74	90	PB	11.26	9.23	7.26	5.68
存货	129	160	191	227	现金流量表				
流动资产合计	623	1135	1514	2154	净利润	320	227	356	475
固定资产	1082	1046	1144	1317	折旧和摊销	94	100	116	132
在建工程	15	111	207	104	营运资本变动	-119	365	92	109
无形资产	97	95	93	90	其他	40	48	41	39
非流动资产合计	1387	1412	1595	1662	经营活动现金流净额	334	741	605	756
资产总计	2010	2547	3109	3816	资本开支	-74	-150	-300	-200
短期借款	80	0	0	0	其他	-74	14	-1	-2
应付票据及应付账款	148	193	229	272	投资活动现金流净额	-148	-136	-301	-202
其他流动负债	382	700	836	993	股权融资	30	0	0	0
流动负债合计	611	893	1065	1265	债务融资	-5	-88	-7	-8
其他	190	182	175	167	其他	-363	-2	2	4
非流动负债合计	190	182	175	167	筹资活动现金流净额	-338	-90	-5	-5
负债合计	800	1075	1240	1432	现金及现金等价物净增加额	-151	515	299	549
股本	370	370	370	370					
资本公积金	137	137	137	137					
未分配利润	705	971	1372	1893					
少数股东权益	-2	-5	-10	-16					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	1209	1472	1869	2384					
负债和所有者权益总计	2010	2547	3109	3816					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048