

佐餐卤稀缺龙头，产供销驱动扩张

——紫燕食品首次覆盖报告

核心观点

- 聚焦餐卤，立足华东、面向全国。** 1) ①公司产品以鲜货卤制品为主，其中夫妻肺片、整禽两大类单品构成销售基本盘；②公司以经销模式为主，借助经销商模式拓展加盟业态，门店总数在 18-22 年实现 18.5%的复合增长；③公司核心销售区域为华东市场，2022 年华东地区营收占比 72.5%，公司向华中、西南等地逐步扩张。2) 公司由创始人家族集中持股，经营决策稳健性得到保证；24 年发布新一轮股权激励，注重员工激励；公司管理团队海纳百川，多位高管曾在知名企业核心岗位任职，团队凝聚力与执行力强。3) 财务分析看，公司 19-22 年营收 CAGR13.95%，其中加权平均门店数 CAGR19.11%，拓店贡献增长核心驱动；公司毛利率受到原料成本、提价、产能释放等影响有所波动。公司资产周转率及权益乘数较高带动公司 ROE 高于同业，纵向维度 ROE 受净利润率波动较大。
- 佐餐卤制品市场容量大，品牌化发展处于早期，看好龙头市占率提升。** 1) 2022 年我国卤制品行业规模约 3400 亿元，其中佐餐卤/休闲卤各为 2100/1300 亿元，佐餐卤空间更大；行业整体 18-22 年 CAGR 为 8.0%，其中佐餐卤/休闲卤各为 7.2%/9.3%。从消费属性看，佐餐卤制品相对偏正餐、计划性消费，门店选址更下沉，且竞争格局更加分散。2) 市场集中度看，佐餐卤制品品牌化发展处于较早阶段，集中度更低，2020 年佐餐卤味 Cr3 在 2.84%，低于休闲卤味的 9.57%；从门店数量看，目前休闲卤制品主要品牌中有 5 个以上品牌已有 2000+门店，而佐餐卤中仅有紫燕一个品牌超过 2000 家门店。3) 经营壁垒看，佐餐卤制品因品类较多上游生产布局更复杂，且区域性更加明显，龙头企业的经营壁垒更高，看好龙头市占率提升。
- 公司在产品、渠道、品牌、供应链上能力突出，助力公司持续扩张。** 本文梳理了公司的产品策略、社交媒体数据等，具体看：1) 产品维度：一方面，公司培育有夫妻肺片、整禽类两大核心单品，18-22 年量价增长稳健，奠定公司收入基本盘；另一方面，公司持续进行品类推新及外延扩张：①推出季节性产品、地方性产品以及套餐等；②自 18 年 5 月起布局“嗨辣麻唇”、“椒言椒语”等子品牌进军麻辣烫、冷锅串串等领域，23 年先后投资老韩煊鸡以及京脆香；③加速布局海外市场，23 年 5 月成立海外事业部，先后进军澳洲及美国市场。2) 渠道维度：公司经过多次渠道模式变革形成了特有的“经销+加盟”二级销售模式，16-21 年公司借助由前员工孵化的经销商实现快速扩张，近几年公司加强新经销商的拓展，对前员工经销商依赖度逐渐降低。3) 品牌营销维度：对比其他卤制品品牌，公司注重社群营销，在核心社交平台粉丝数领先；公司在品牌策略上兼具完整性与创意性，一方面进行会员充值、节日促销等常规活动，另一方面通过话题营销、品牌联名等加深品牌辨识度。4) 供应链维度：采购端公司机制健全、质价兼备，生产端公司逐步整合优化老产能，公司在发展过程中亦持续提升信息化管理水平，供应链效率持续提升。

盈利预测与投资建

- 我们预测公司 23-25 年 EPS 分别为 0.81/1.07/1.25 元，采取可比公司估值法，给予公司 24 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 21.4 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 收入增长不及预期、成本波动、费用管控不及预期、市场竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,092	3,603	3,649	4,201	4,850
同比增长(%)	18.3%	16.5%	1.3%	15.1%	15.5%
营业利润(百万元)	429	281	443	575	672
同比增长(%)	-11.9%	-34.4%	57.4%	29.8%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	328	222	333	439	513
同比增长(%)	-8.7%	-32.3%	50.2%	31.8%	16.9%
每股收益(元)	0.80	0.54	0.81	1.07	1.25
毛利率(%)	21.6%	16.0%	21.2%	21.9%	22.1%
净利率(%)	10.6%	6.2%	9.1%	10.5%	10.6%
净资产收益率(%)	28.0%	13.7%	16.4%	19.4%	18.7%
市盈率	22.4	33.2	22.1	16.8	14.3
市净率	6.1	3.6	3.6	3.0	2.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 **增持 (首次)**

股价(2024年02月02日)	17.85元
目标价格	21.4元
52周最高价/最低价	31.26/17.12元
总股本/流通A股(万股)	41,200/6,806
A股市值(百万元)	7,354
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年02月05日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-14.27	-17.67	-21.54	-37.31
相对表现	-9.64	-11.57	-11	-13.36
沪深300	-4.63	-6.1	-10.54	-23.95



证券分析师

谢宁铃	xieningling@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520070001
张玉洁	zhangyujie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080010

目录

1. 紫燕食品：餐卤龙头品牌，拓店贡献成长.....	5
1.1 聚焦餐卤，立足华东、面向全国.....	5
1.2 创始家族控股，人才完备、激励到位.....	7
1.3 拓店贡献成长，23 年成本回落带动毛利率改善.....	9
2. 餐卤行业：连锁空间更大，规模龙头占优.....	13
2.1 佐餐卤行业容量大，品牌发展处更早期.....	13
2.2 佐餐卤经营壁垒更高，看好龙头市占率提升.....	15
3 产品、渠道、品牌、供应链共助扩张.....	16
3.1 产品：大单品奠定收入基本盘，推新及外延扩张持续推进.....	16
3.2 渠道：经销模式放大经营杠杆，加大新经销商拓展.....	19
3.3 品牌：社群营销活跃度高，品牌策略完备新颖.....	23
3.4 供应链：采产配均夯实，信息管理赋能.....	24
盈利预测与投资建议.....	26
盈利预测.....	26
投资建议.....	27
风险提示.....	28

图表目录

图 1: 紫燕食品发展历程	5
图 2: 公司产品矩阵	5
图 3: 公司各产品占营收比例	5
图 4: 公司渠道模式	6
图 5: 公司各渠道占营收比例	6
图 6: 品牌门店发展进度	6
图 7: 公司分区域营收占比	6
图 8: 公司股权结构（截至 23 年三季度末）	7
图 9: 公司董事会与高管	8
图 10: 员工持股平台（持股比例截至 22 年报）	8
图 11: 公司业绩考核指标	9
图 12: 公司营业收入及同比增速	9
图 13: 公司门店数量及同比增速	9
图 14: 公司每年新增门店、关闭门店情况	10
图 15: 公司单店收入及同比增速	10
图 16: 公司 2018-2022 年公司总体毛利率	10
图 17: 公司单吨成本拆分（万元/吨）	10
图 18: 公司主要原料成本价格	11
图 19: 公司分季度毛利率	11
图 20: 销售费用及细项费用占营收比例	11
图 21: 管理费用及细项费用占营收比例	11
图 22: 同业 ROE 比较（%）	12
图 23: 同业权益乘数比较	12
图 24: 同业总资产周转率比较	12
图 25: 同业净利率比较（%）	12
图 26: 卤制品产业链结构	13
图 27: 卤制品市场规模	13
图 28: 佐餐卤制品与休闲卤制品经营特征对比	13
图 29: 佐餐卤制品主要品牌客单价	14
图 30: 休闲卤制品主要品牌客单价	14
图 31: 卤制品行业市场集中度（Cr3, 2020）	14
图 32: 休闲卤制品主要品牌门店数量	14
图 33: 佐餐卤制品主要品牌门店数量	14
图 34: 中国卤制品消费者对佐餐卤制品主要期待方向	15

图 35: 各品牌前十大最受欢迎单品分布于不同品类中的数量.....	15
图 36: 各品牌前十大最受欢迎单品分布于不同品类中的数量.....	15
图 37: 门店数量 TOP1/TOP3/TOP5 省份占比.....	16
图 38: 门店数量 TOP1/TOP3/TOP5 省份占比.....	16
图 39: 公司营收占比.....	16
图 40: 公司分品类营收/量/价 CAGR.....	16
图 41: 主要卤味品牌推新/主推产品列表.....	17
图 42: 夫妻肺片套餐复购率和销售量排名靠前.....	17
图 43: 头部快餐品牌客单价 vs 紫燕套餐客单价 (元).....	17
图 44: 所投餐饮品牌老韩煊鸡、冯四孃、京脆香.....	18
图 45: 所布局餐饮品牌华东区域拓张有望受益紫燕协同.....	18
图 46: 经销商管理制度.....	19
图 47: 销售模式调整历程.....	19
图 48: 核心前员工经销商基本情况及与公司交易情况.....	20
图 49: 经销及门店环节毛利率.....	21
图 50: 公司向经销商收取费用构成 (万元/店/年).....	21
图 51: 经销商 18-22 年不断增长, 帮助拓展市场.....	22
图 52: 对前员工经销收入占比逐年减少.....	22
图 53: 前五大客户销售占比有所下降.....	22
图 54: 公司经销商销售规模分布及平均规模.....	22
图 55: 公司加盟门店数量.....	22
图 56: 公司闭店率情况.....	22
图 57: 主要卤味品牌社交平台粉丝量和互动数对比.....	23
图 58: 紫燕联名等活动.....	23
图 59: 紫燕“紫门”营销活动.....	23
图 60: 紫燕促销活动 (会员充值、活动促销、新品促销).....	24
图 61: 新供应商准入与合作流程.....	24
图 62: 历年前五大供应商及采购占比.....	24
图 63: 紫燕卤制品食品产能、产量及产能利用率.....	25
图 64: 紫燕产量、销量及产销率.....	25
图 65: 19 年来工厂整合示意图 (集中化、高效化、自动化).....	25
图 66: 五大生产子公司总资产及净利润情况.....	25
图 67: 宁国生产基地生产过程温度监测界面展示.....	25
图 68: 产品冷链配送车辆监测界面展示.....	25
图 69: 紫燕信息系统交互示意图.....	26
图 70: 紫燕经营数据分析系统界面展示.....	26
图 71: 收入分类预测表.....	27
图 72: 可比公司估值表.....	27

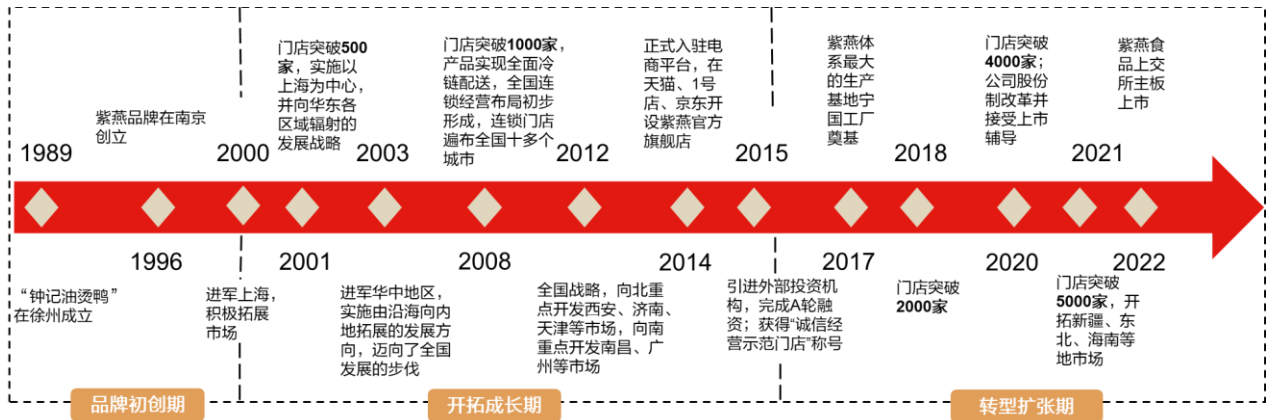
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

1. 紫燕食品：餐卤龙头品牌，拓店贡献成长

1.1 聚焦餐卤，立足华东、面向全国

源自川味、立足华东，高效二级网络迈向全国。公司产品起源川蜀风味，渠道发展立足华东，在三十多年发展期间历经3个阶段：1) **品牌初创期（1989年-1999年）**：1989年紫燕第一代创始人钟春发夫妇在江苏徐州创办了紫燕的前身“钟记油烫鸭”，一经诞生，“钟记油烫鸭”凭借特色鲜明的口味迅速传遍徐州大街小巷。1996年第二代掌门人钟怀军先生接任家族企业，为拓展更大的市场果断进军“鸭都”南京，拓展菜品品类的同时采取“爆品”策略，研发招牌菜品“百味鸡”并在此基础上创立品牌“紫燕百味鸡”。2) **开拓成长期（2000年-2014年）**：2000年紫燕进军上海，并以上海为中心辐射华东各区域，2001年门店突破500家。此后公司开启全国发展战略，先后进军华中、华南等市场，2008年门店突破1000家，五代门店形象问世，产品实现全面冷链配送，初步形成全国连锁经营布局，2012年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。同时，公司注重打造多渠道营销优势，于2014年正式入驻电商平台，在天猫、1号店、京东开设紫燕官方旗舰店。3) **转型扩张期（2015年至今）**：自2015年起，公司开始引入外部投资机构，先后完成两轮融资；2016年公司确立最新销售模式，将传统加盟模式调整为“公司—经销商—终端加盟门店”的两级销售网络，有助于对加盟体系进行高效管理及业务规模的快速扩张。经销模式调整后，品牌门店增加迅速，由2018年的突破2000家至2022年的近5700家，2022年公司成功在上交所主板上市。

图 1：紫燕食品发展历程



数据来源：公司官网，东方证券研究所

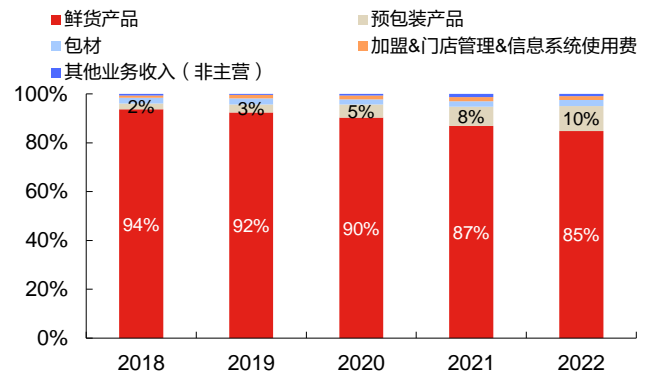
聚焦餐卤场景，鲜货大单品奠定基本盘。1) 公司产品以鲜货卤制品为主，其中夫妻肺片、整禽两大类单品奠定销售基本盘，18-22年公司鲜货产品销售占总营业收入比例在85%及以上，其中夫妻肺片销售占比在30%以上，整禽类销售占比在25%以上。2) 鲜货产品以外，公司预包装食品发展迅速，主要包括锁鲜装、真空装及礼盒包装的佐餐卤味产品，主要通过商超、电商、社区团购等非即食零售渠道售卖。

图 2：公司产品矩阵

图 3：公司各产品占营收比例



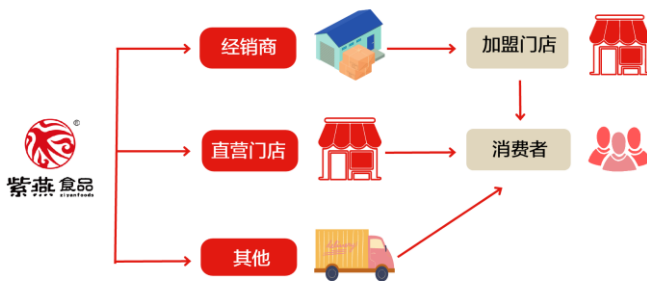
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

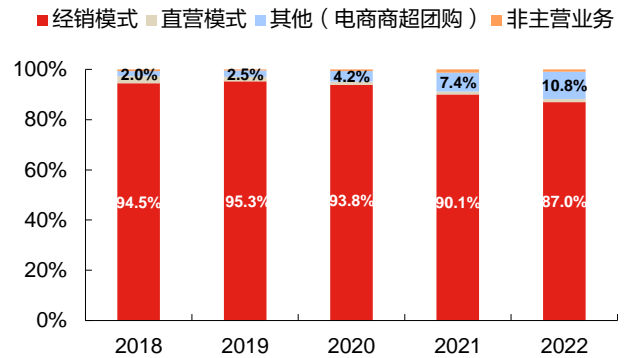
经销模式为主要渠道，门店保持稳步拓张。1) 公司鲜货产品主要通过门店进行销售，2022 年公司门店总数 5695 家，除其中 29 家直营门店外，其余均通过“公司->经销商->加盟门店->消费者”的经销渠道进行销售。作为产品的直接售卖渠道，公司门店总数在 2018-2022 年保持 18.5% 的年化复合增长。2) 分区域看，公司核心销售区域为华东市场，一因品牌连锁创始起源于华东地区，二因华东消费水平和口味习惯与公司主打的佐餐卤味产品契合度高，但随国内各区域城镇化水平提高、消费习惯升级，以及公司在门店拓展、产品升级上的持续耕耘，公司销售区域向华中、西南、华北、华南等区域逐步扩张，2018-2022 年非华东地区销售收入占比逐年提升。

图 4：公司渠道模式



数据来源：公司公告，东方证券研究所

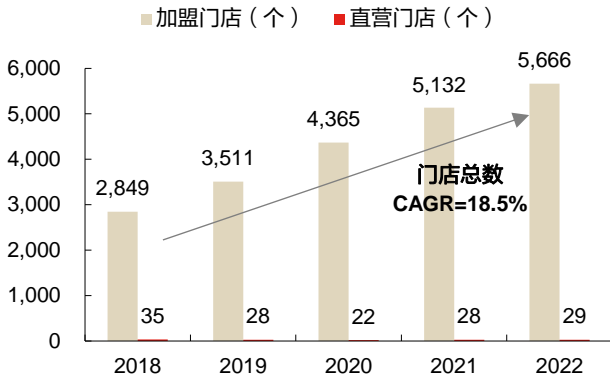
图 5：公司各渠道占营收比例



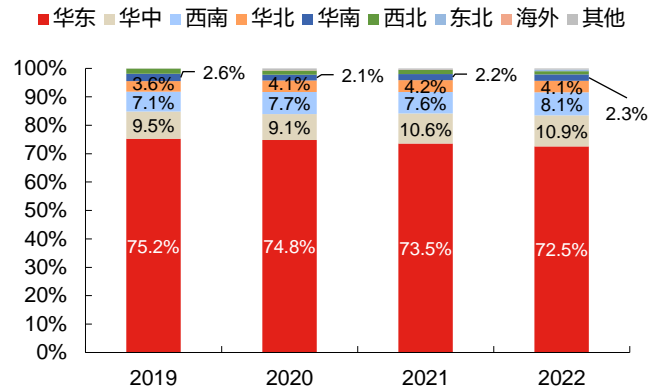
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：品牌门店发展进度

图 7：公司分区域营收占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

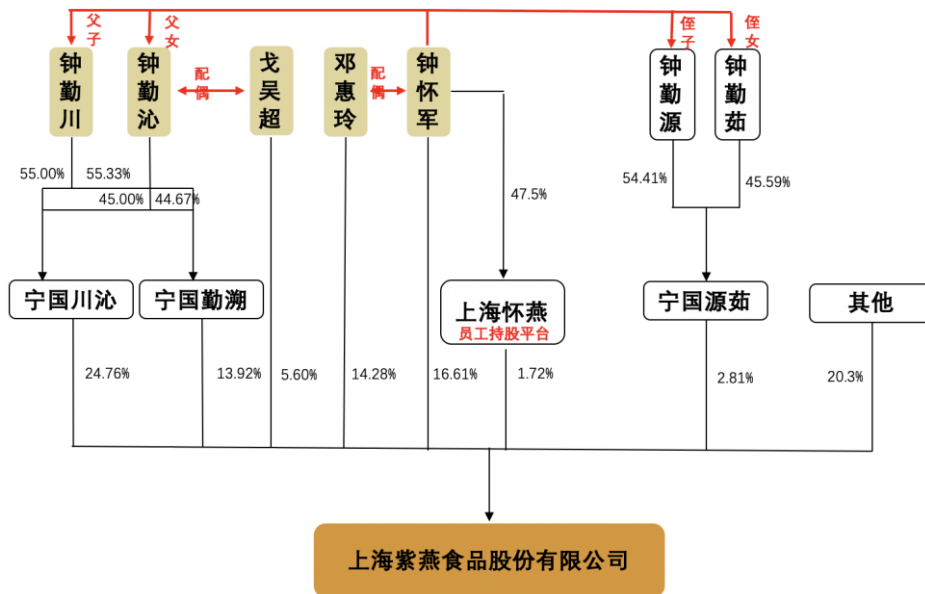


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 创始家族控股，人才完备、激励到位

创始家族控股，保证经营决策稳健性。 1) 公司由创始人家族集中持股，经营决策稳健性得到保证。截至 23 年三季度末，钟怀军先生直接持有公司 16.61% 的股份；钟怀军的配偶邓惠玲女士直接持有公司 14.28% 的股份；钟怀军与邓惠玲的女儿钟勤川先生、钟勤沁女士通过宁国川沁、宁国勤溯合计持有公司 38.68% 的股份；钟勤沁女士的配偶戈吴超先生直接持有公司 5.60% 的股份。2) 钟氏家族直接和间接持有紫燕食品约八成的股权，其中钟怀军、邓惠玲、钟勤沁、戈吴超、钟勤川为一致行动人，是公司的实际控制人。

图 8：公司股权结构（截至 23 年三季度末）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

管理团队海纳百川，人才储备日趋完备。 管理团队经验丰富，23 年 5 月戈吴超先生接任钟怀军先生担任公司董事长，戈吴超先生曾任公司采购总监，总经理，对行业理解深刻，管理层平稳过渡；其余关键高管拥有食品快消领域各环节的长期从业经历，在采购供应、研发生产、信息管理、财务投资等各自专业领域有扎实经营能力。完备的人才队伍一方面体现公司在所处赛道、经营理

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

念、团队氛围等方面的吸引力，另一方面也将持续助力公司在规模化生产、品牌化经营、产业协同扩张等道路上继续进取，引领佐餐卤制品行业连锁化发展、高效率运营。

图 9：公司董事会与高管

姓名	职位	职业经历
戈吴超	董事长、总经理	曾任公司采购总监,总经理,董事.现任公司董事长,总经理。
钟怀军	董事	"紫燕百味鸡"创始人，曾任公司董事长、执行董事。
桂久强	副董事长、董事	曾任普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)高级审计师，凯捷咨询(中国)有限公司高级咨询顾问，思爱普(北京)软件系统有限公司总监，金浦产业投资基金管理有限公司执行总经理，程力专用汽车股份有限公司董事，上海联廉冰鲜电子商务有限公司执行董事。现任上海智连晟益投资管理有限公司执行董事，上海印克电子商务股份有限公司董事，现任公司副董事长。
曹澎波	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	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。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	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，河南链多多食品有限公司总经理。现任公司董事、副总经理。
蒋跃敏	董事	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，深圳市福田区投资控股有限公司董事长、总裁，深圳市创新投资集团有限公司董事。现任深圳市龙柏资本投资管理有限公司董事长，北京龙柏宏易管理顾问有限责任公司执行董事、经理，深圳市龙柏置业投资管理有限公司董事、总经理，北京龙柏宏易投资管理有限公司董事，东方家园家居建材商业有限公司董事，北京民航中天科技有限责任公司董事，公司董事。
周清湘	副总经理	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，现任公司副总经理。
钟勤川	副总经理	曾任公司品牌总监、发展中心总监，现任公司副总经理。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司设有上海怀燕、宁国筑巢、宁国衔泥和宁国织锦四个员工持股平台，22 年底合计持有公司 4.39% 股权，持股平台覆盖核心高管、技术人员等 97 人，涉及供应链、审计、采购、生产等各业务条线，体现公司与员工共享利益、形成长效激励机制的意愿。

图 10：员工持股平台（持股比例截至 22 年报）

序号	平台名称	出资金额（万元）	持股比例	股东
1	上海怀燕	3000	1.72%	钟怀军先生及关键高管（曹澎波、崔俊锋、周清湘）共 4 人
2	宁国筑巢	1512	0.89%	钟怀军先生及供应链、审计、采购等高管、核心技术人员共 20 人
3	宁国衔泥	1512	0.89%	钟怀军先生及产品研发、生产等高管、核心技术人员共 36 人
4	宁国织锦	1512	0.89%	钟怀军先生及生产、销售等高管、核心技术人员共 40 人
总计		7536	4.39%	钟怀军先生及高管、核心技术人员共 97 人

数据来源：招股说明书，公司公告，东方证券研究所

24 年推出股权激励，经营势头向上。公司发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），拟授予的限制性股票数量为 246.45 万股，占公司股本总额的 0.6%，授予价格为每股 10.89 元，授予对象包括核心员工及技术骨干 192 人，占公司 2023 年底员工总数的 9.60%。对收入增长或利润增长进行考核，收入考核（A）为：1）以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率为 19%；2）以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率为 38%；或者 2024-2025 两年累计营业收入较 2023 年增长率为 157%；3）以 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率为 57%；或者 2024-2026 三年累计营业收入较 2023 年增长率为 314%。利润考核（B）为：1）以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率为 15%；2）以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率为 30%；或者 2024-2025 两年累计净利润较 2023 年增长率为 145%；3）以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率为 45%；或者 2024-2026 三年累计净利润较 2023 年增长率为 290%。

若营收实际增长率 $a \geq A$ 或者净利润实际增长率 $b \geq B$ ，则公司层面解除限售比例 100%；若 $a \geq 0.7 \times A$ 或 $b \geq 0.7 \times B$ ，则公司层面解除限售比例 $\max(a/A, b/B)$ ；否则为 0。第一/二/三个解除限售期解除比例分别为 30%/30%/40%。

图 11：公司业绩考核指标

解除限售期	业绩考核指标	
	营业收入增长率（A）	净利润增长率（B）
第一个解除限售期	以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率为 19%	以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率为 15%
第二个解除限售期	以 2023 年营业收入为基数，2025 年营业收入增长率为 38%；或者 2024-2025 两年累计营业收入较 2023 年增长率为 157%	以 2023 年净利润为基数，2025 年净利润增长率为 30%；或者 2024-2025 两年累计净利润较 2023 年增长率为 145%
第三个解除限售期	以 2023 年营业收入为基数，2026 年营业收入增长率为 57%；或者 2024-2026 三年累计营业收入较 2023 年增长率为 314%	以 2023 年净利润为基数，2026 年净利润增长率为 45%；或者 2024-2026 三年累计净利润较 2023 年增长率为 290%

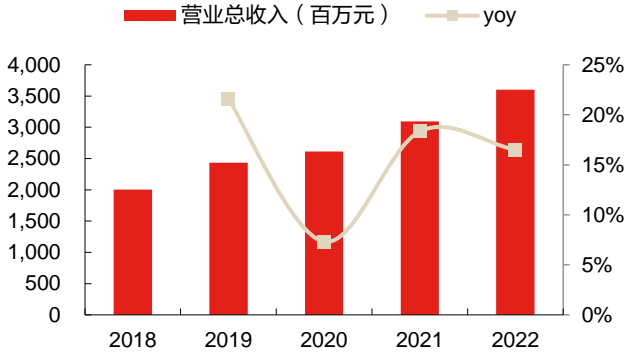
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 拓店贡献成长，23 年成本回落带动毛利率改善

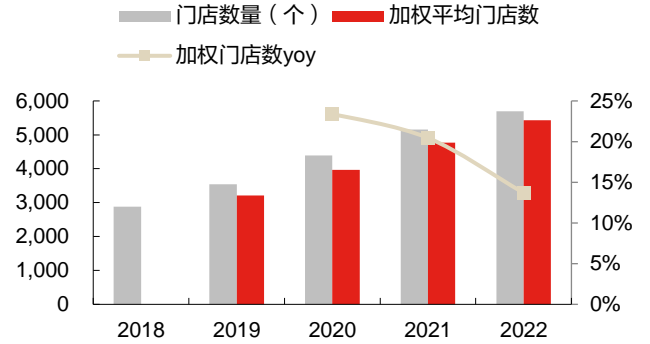
营收主由拓店驱动，单店恢复贡献增量。1）19-22 年公司营收 CAGR13.95%，其中加权平均门店数 CAGR19.11%，单店收入-4.34%，公司过去收入增长以拓店驱动为主。2）门店拓展方面，19-21 年公司保持每年 1000-1500 家的开店速度，19-21 年关闭门店数分别为 398/379/674 家，公司门店关闭主要系经营不善、市政拆迁、租约到期等，21 年关店数较高主要系疫情影响，后续预计有望保持平稳。3）单店收入看，19 年单店年收入在 75.8 万元，20 及 21 年受到疫情影响单店营收有所下滑，22 年重回正增长。

图 12：公司营业收入及同比增速

图 13：公司门店数量及同比增速



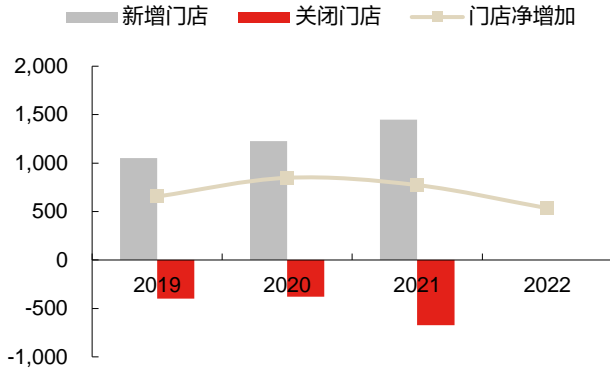
数据来源：公司公告，东方证券研究所



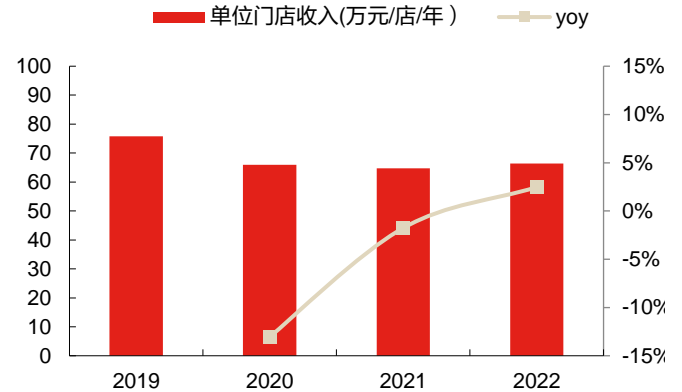
数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：加权平均门店数=1/2*(期初门店数+期末门店数)

图 14: 公司每年新增门店、关闭门店情况

图 15: 公司单店收入及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

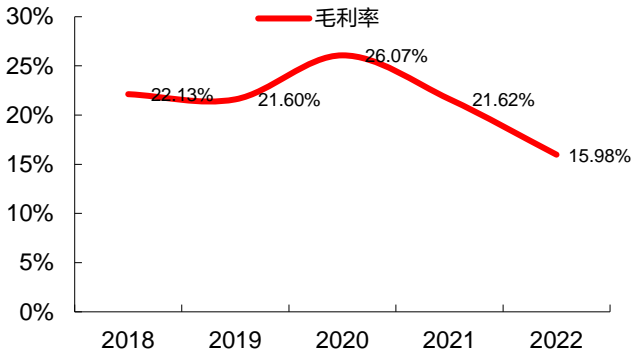


数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：单店收入=期内营收/加权平均门店数

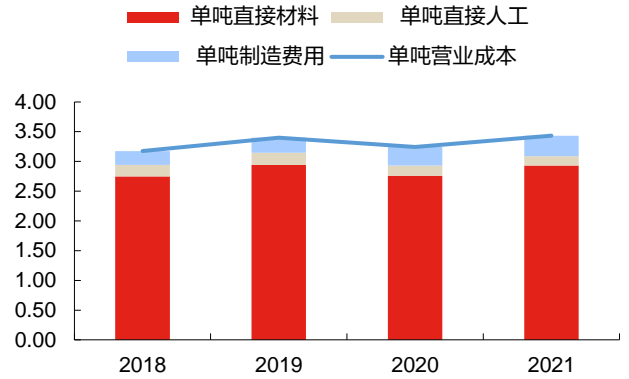
毛利率受到原料成本、制造费用等扰动，23 年原料价格下行带动盈利释放。公司毛利率主要受价格政策、原料成本波动等因素影响，原材料成本中整鸡、牛肉占比较高，根据公司公告，18-21 年两者采购额分别占总采购额比例均值为 16.6%和 14.3%，占当年营收比重均值为 10.7%和 9.3%。20 年公司毛利率提升受益于原材料成本回落及 19 年提价效果逐渐显现；21 年毛利率同比承压系原料成本上涨以及产能整合逐步完成带来制造费用上升；22 年公司毛利同比下降主因进口牛肉等原材料价格上行，23 年伴随进口牛肉价格持续回落等，公司毛利率呈现逐季度回升趋势，后续同比修复仍值得期待。

图 16: 公司 2018-2022 年公司总体毛利率

图 17: 公司单吨成本拆分 (万元/吨)

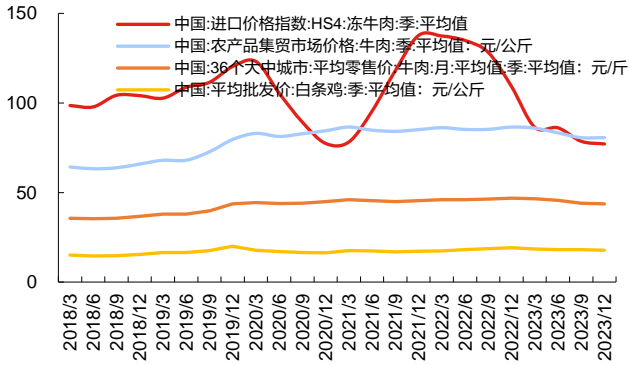


数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：20 年以前，运费不计入营业成本，此处将 18-19 年运费加回到营业成本中、计算出更新口径毛利率。



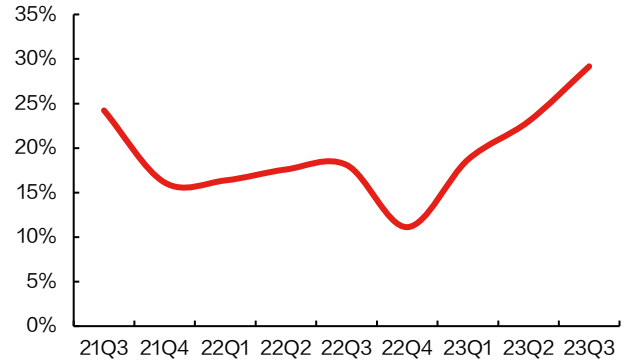
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：公司主要原料成本价格



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 19：公司分季度毛利率

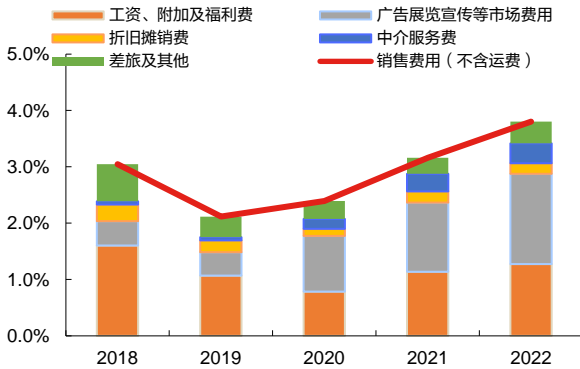


数据来源：公司公告，东方证券研究所

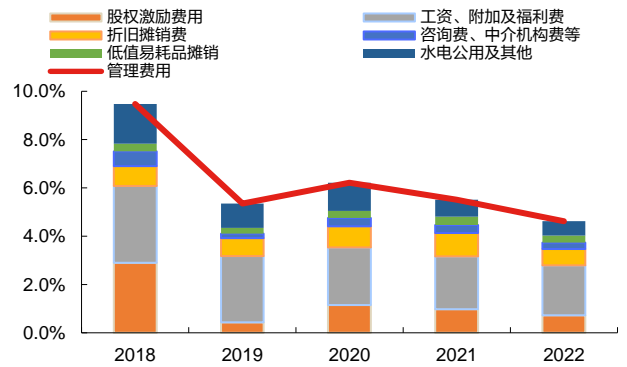
销售费用率短期有所波动，管理费用保持稳中略降态势。 1) **销售费用**：公司销售费用率在 18-19 年呈现下降趋势，19 年及之后持续上升，拆分细项看，①18-20 年公司人员工资费用率成呈现下降趋势，因公司对销售部门架构进行优化、逐步委托第三方物流公司配送带动自有物流人员下降、关闭部分直营门店，21 年及之后人员工资费用率有所上升因公司加大对外卖平台、社区团购等新零售渠道线上渠道的开拓力度，新增部分销售人员等有关；②公司广告、展览等推广费用率自 20 年之后持续上升，因公司进一步加强品牌推广、在电视广告平台及网络平台加强费用推广有关。 2) **管理费用**：公司管理费用率短期受到股权激励费用的波动，但整体呈现稳中略降趋势，主要受益于公司员工费用等的下降。

图 20：销售费用及细项费用占营收比例

图 21：管理费用及细项费用占营收比例



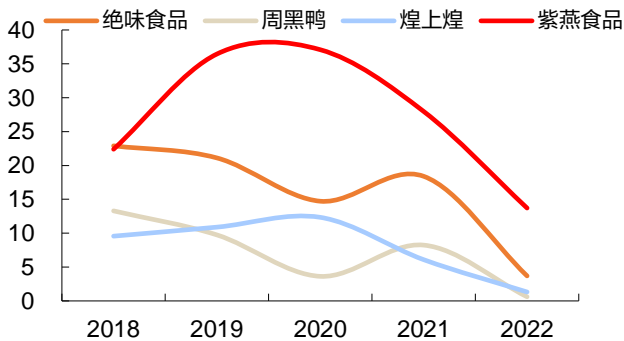
数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

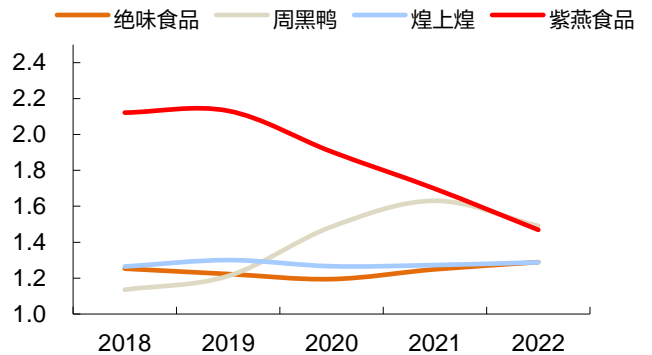
ROE 拆解来看，1) 纵向维度，整体看公司 ROE 受净利率波动较大，18-20 年受益于净利率提升呈现上升态势，21 年及之后净利率下行带动 ROE 下行。公司资产周转率在 18-19 年维持稳定，20 年因疫情原因公司收入增速放缓但总资产略有增长使得公司资产周转率略有下降，21 年后资产周转率略有上升；公司权益乘数自 19 年之后持续下降，主因公司加强资金管控，母公司账面由子公司往来款形成的其他应付款下降较多所致。**2) 横向维度**，公司 ROE 高于同业，主因公司资产周转率及权益乘数较高。

图 22: 同业 ROE 比较 (%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 23: 同业权益乘数比较



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 24: 同业总资产周转率比较

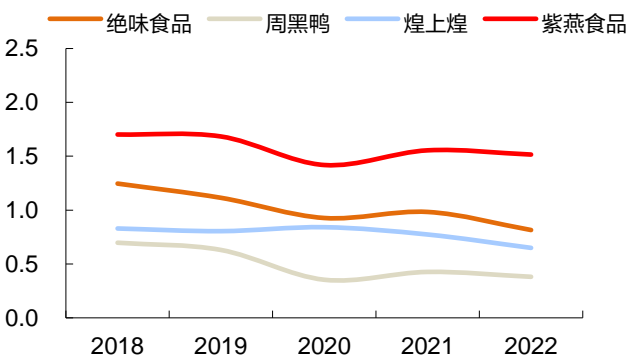
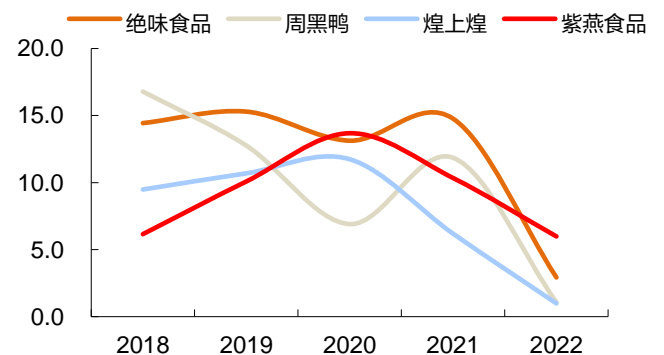


图 25: 同业净利率比较 (%)



有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

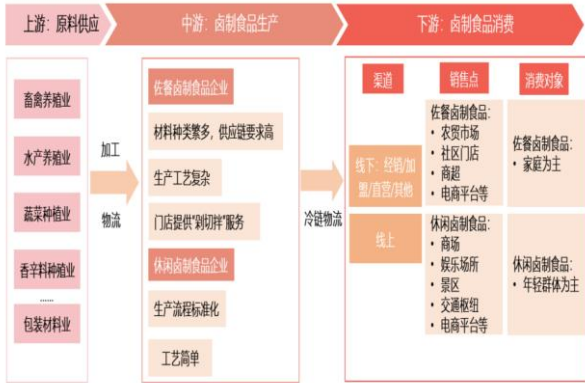
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 餐卤行业：连锁空间更大，规模龙头占优

2.1 佐餐卤行业容量大，品牌发展处更早期

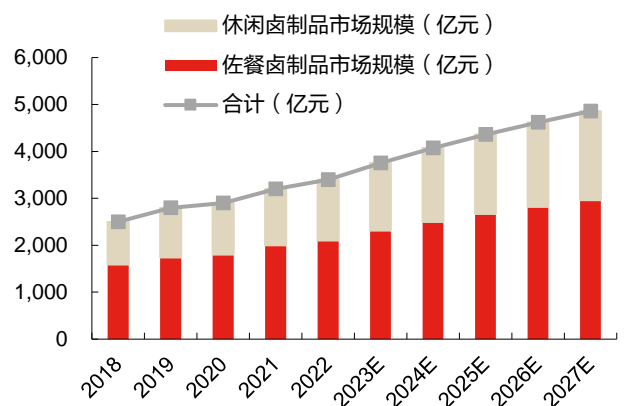
佐餐卤行业增速保持平稳，空间更大。1) 卤制品行业隶属于食品加工行业，产业分工清晰，上游为养殖、种植禽畜、水产、蔬菜等主要原料的农业企业，以及生产香辛料、包材等主要辅料的工业品产商；直接下游为经销/加盟/直营等传统线下渠道，以及电商/社团等新零售线上渠道，终端场景为以家庭为主要对象的餐食消费以及年轻群体为主要对象的休闲娱乐消费。2) 根据弗若斯特沙利文，2022 年我国卤制品行业规模约 3400 亿元，其中佐餐卤/休闲卤各为 2100/1300 亿元，佐餐卤相较于休闲卤具备更大空间；行业整体 18-22 年 CAGR 为 8.0%，其中佐餐卤/休闲卤各为 7.2%/9.3%。

图 26：卤制品产业链结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：卤制品市场规模



数据来源：沙利文，东方证券研究所

佐餐卤制品偏正餐/计划性消费属性，行业更加分散。从消费场景看，佐餐卤制品相对偏正餐、计划性消费属性，休闲卤制品偏冲动性消费；从门店选址看，佐餐卤制品门店选址更偏下沉，多靠近农贸市场、社区、商超等，休闲卤制品门店多位于人流较旺的地区如社区、商场、交通枢纽等；从竞争格局看，佐餐卤味相对较为分散，行业参与者包括无品牌的个体经营店与品牌连锁店，而休闲卤制品行业参与者多为品牌连锁店。客单价对比看，佐餐卤制品主要品牌平均客单价在 29.17 元，略高于休闲卤制品的 28.50 元。

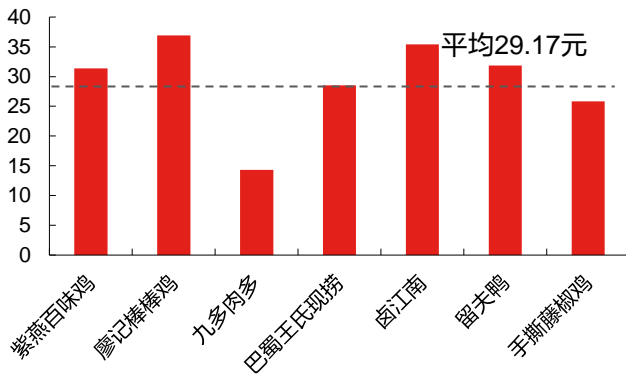
图 28：佐餐卤制品与休闲卤制品经营特征对比

	佐餐卤制品	休闲卤制品
功能定位	作为凉菜用于佐餐	非正餐食用的休闲食品
消费场景	正餐，偏刚需、偏计划性消费	休闲、娱乐，非必需、偏冲动性消费
产品类别	红肉类产品为主，品类多而全：代表产品夫妻肺片、烧鸡、手撕鸡、卤牛肉、猪头肉、猪蹄等，以及各种凉拌菜	禽类副产品为主，品相相对集中：鸭脖、鸭翅、凤爪、鸭头、鸭舌、鸭锁骨等
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
门店选址	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）
经营特点	门店提供“剁切拌”服务，对人工、空间有一定需求	售卖过程更类零售模式，人工参与度更低，流程更加标准化

数据来源：公司公告，东方证券研究所

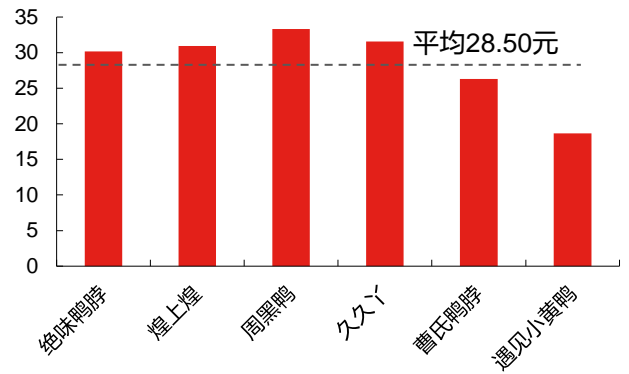
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 29：佐餐卤制品主要品牌客单价



数据来源：窄门餐眼，东方证券研究所

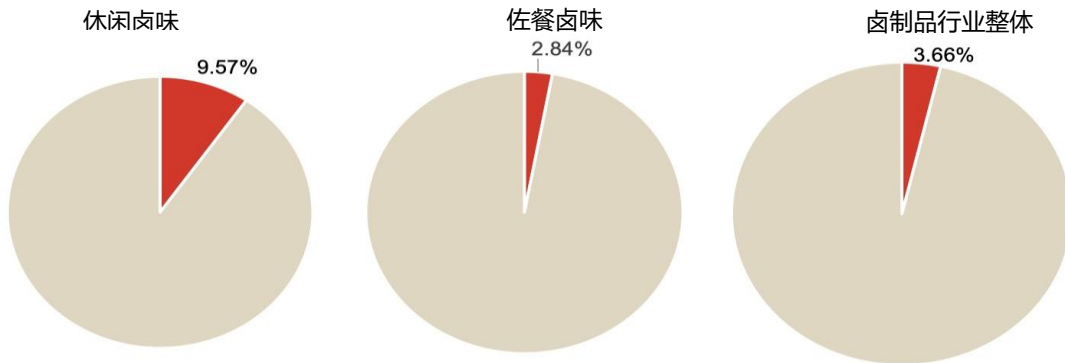
图 30：休闲卤制品主要品牌客单价



数据来源：窄门餐眼，东方证券研究所

佐餐卤制品品牌化发展处于更早期，龙头具备更高份额提升潜力。对比休闲卤制品，佐餐卤制品品牌化发展处于较早阶段，集中度相对更低。根据美团数据，2020年佐餐卤味 Cr3 在 2.84%，低于休闲卤味的 9.57%；门店数量看，休闲卤制品有 5 个以上品牌已有 2000+门店规模，而佐餐卤中仅有紫燕一个品牌超过 2000 家门店，佐餐卤制品市场集中度、连锁化率仍有提升空间。据华经产业研究院，中国卤制品消费者对佐餐卤制品期待方向中，卫生健康仍排在首位，因此能够规范化经营、标准化生产的品牌厂商会持续获取更大份额。

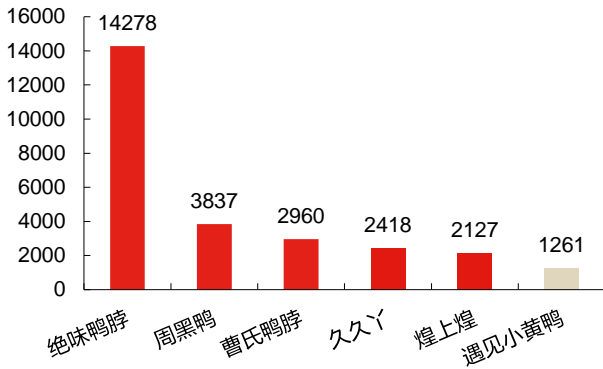
图 31：卤制品行业市场集中度 (Cr3, 2020)



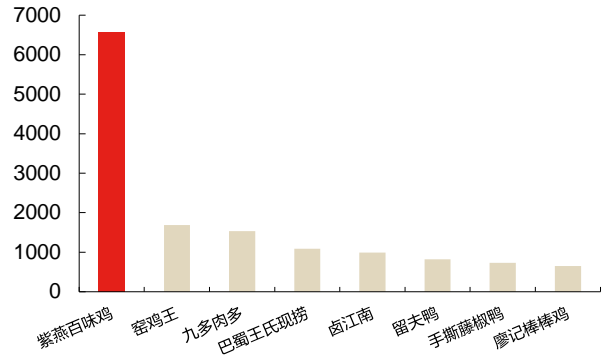
数据来源：美团，东方证券研究所

图 32：休闲卤制品主要品牌门店数量

图 33：佐餐卤制品主要品牌门店数量

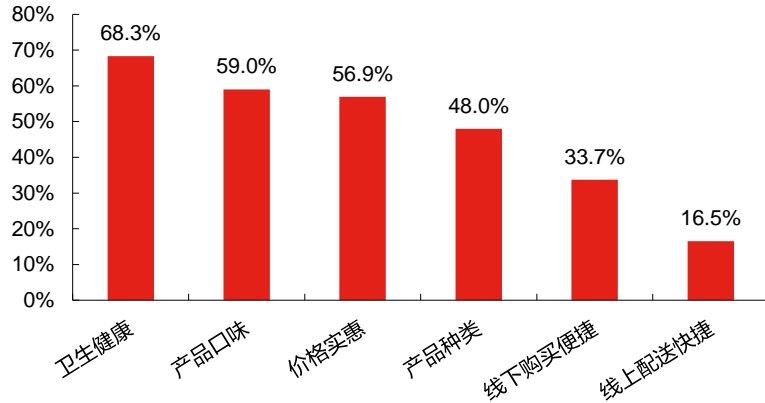


数据来源：窄门餐眼（时间统计于 24 年 1 月），东方证券研究所



数据来源：窄门餐眼（时间统计于 24 年 1 月），东方证券研究所

图 34：中国卤制品消费者对佐餐卤制品主要期待方向



数据来源：华经产业研究院，东方证券研究所

2.2 佐餐卤经营壁垒更高，看好龙头市占率提升

上游生产布局更复杂、区域性更加明显，佐餐卤经营壁垒更高，看好龙头市占率提升。我们认为佐餐卤制品的经营壁垒相较于休闲卤制品更高，一方面，佐餐卤制品包含更多品类，原料采购及生产等更加复杂，对比休闲卤制品和佐餐卤制品主要品牌的十大最受欢迎单品，休闲卤制品主要产品集中于鸭副品类，而佐餐卤制品核心产品分散于鸡、牛、猪等不同品类中；另一方面，佐餐卤场景更偏餐桌、消费者粘性更强，品牌的区域性更加明显，这使得佐餐卤制品在口味接受度、品控统一性、品牌影响力等方面具备更高门槛。根据窄门餐眼，佐餐卤品牌的省份集中度高于休闲卤品牌，休闲卤制品头部品牌 TOP1/TOP3/TOP5 省份的门店数量占比均值分别为 22.7%/44.3%/58.4%，佐餐卤制品则分别为 58.7%/80.5%/86.6%。佐餐卤制品较高的经营壁垒使得龙头企业护城河更深，看好其市占率提升的逻辑。头部佐餐卤味品牌紫燕 TOP1/TOP3/TOP5 省份的门店数量占比分别为 23.1%/40.9%/56.4%，区域结构优于行业整体，也侧面印证了其作为龙头品牌的全国化扩张能力以及市占率提升的逻辑。

图 35：各品牌前十大最受欢迎单品分布于不同品类中的数量

图 36：各品牌前十大最受欢迎单品分布于不同品类中的数量

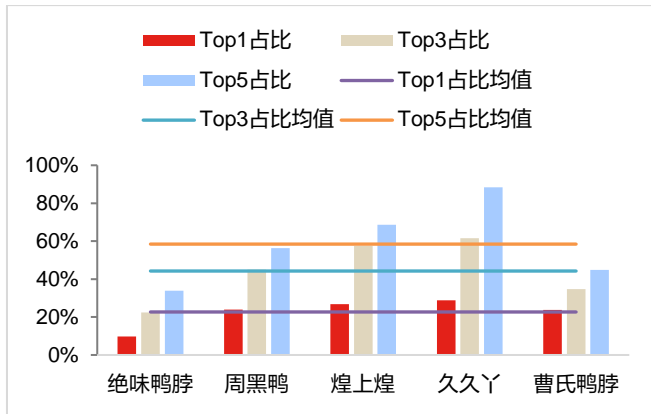
休闲卤	绝味鸭脖	周黑鸭	煌上煌	久久丫	曹氏鸭脖
鸭肉			1		
鸭副	9	9	9	7	1
鸡肉					
鸡副					
牛肉					
牛副					
猪肉					
猪副					
鹅、兔等其他肉类					
虾、鱼等水产品					
素菜及其他	1	1		3	9

数据来源：窄门餐眼，东方证券研究所

佐餐卤	紫燕	卤江南	廖记	留夫鸭	九多肉多
鸭肉					1
鸭副				4	
鸡肉	3	2	2		2
鸡副	2	2	2	1	3
牛肉	2	3	1		
牛副			1		
猪肉					
猪副			2	1	2
鹅、兔等其他肉类		1	1	2	
虾、鱼等水产品					2
素菜及其他	3	2	1	2	

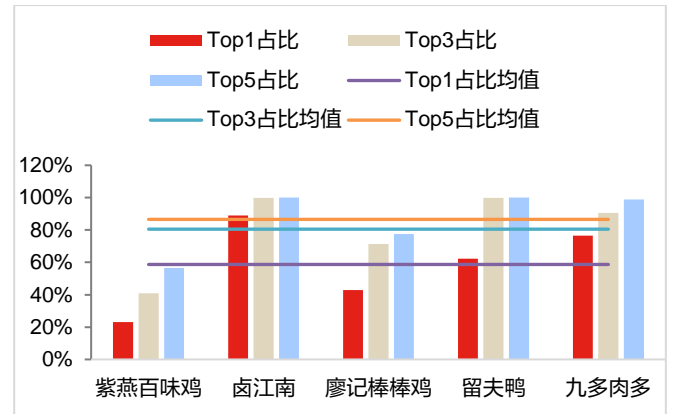
数据来源：窄门餐眼，东方证券研究所

图 37：门店数量 TOP1/TOP3/TOP5 省份占比



数据来源：窄门餐眼（时间统计于 24 年 1 月），东方证券研究所

图 38：门店数量 TOP1/TOP3/TOP5 省份占比



数据来源：窄门餐眼（时间统计于 24 年 1 月），东方证券研究所

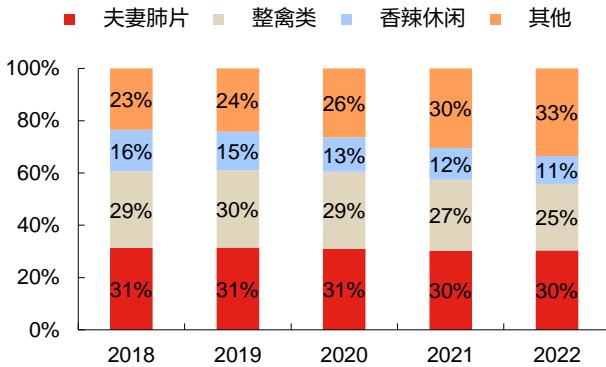
3 产品、渠道、品牌、供应链共助扩张

3.1 产品：大单品奠定收入基本盘，推新及外延扩张持续推进

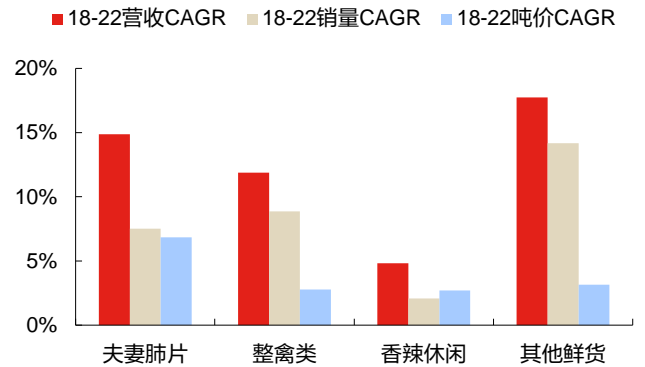
核心大单品深入人心，奠定收入基本盘。1) 从营收贡献看，公司第一大品类“夫妻肺片”营收占比在 30%以上，而以百味鸡、紫燕鹅等为代表的第二大品类“整禽类”营收占比在 25%以上，两者合计在 55%以上，核心单品奠定公司收入基本盘。2) 从增长情况看，夫妻肺片/整禽类 18-22 年营收 CAGR 14.9%/11.9%，销量 CAGR7.5%/8.9%，吨价 CAGR6.8%/2.8%，量价稳健增长，可看出消费者对公司核心品类的粘性。

图 39：公司营收占比

图 40：公司分品类营收/量/价 CAGR



数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

推新频次高，性价比套餐拓展边界。1) 我们梳理佐餐卤和休闲卤头部品牌推新/主推产品情况，紫燕推新频次相对较高、口味及品类跨度相对较广，推新策略上一方面注重季节偏好，Q3-Q4 推出基本为主食肉类，更符合秋冬消费偏好，而 Q2 夏季推出凉拌素材，贴近暑热口感需求。2) 此外，公司推出核心产品套餐（包括紫燕夫妻肺片套餐、藤椒鸡套餐等），依托高口碑、高认知度大单品，扩展消费场景、延拓品牌势能。以招牌紫燕夫妻肺片套餐为例，据头部外卖平台显示，其在多个店铺中复购率、当地同品类热度榜单中排名靠前。

图 41：主要卤味品牌推新/主推产品列表

	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
紫燕	香拌猪头肉、冒烤鸭	钵钵鸡丁、酸汤肥牛、夫妻肺片、藤椒鸡、手撕鸡	酱香/五香牛腱肉、紫燕酱鸭、爽脆三丝	爽口蹄花
廖记	椒麻鸡、香焗鸡背肉、川味牛腩火锅、酱板鱼	酸辣蕨根粉、冷吃干层肚		
留夫鸭		微辣酱麻鸭	凉皮、现拌牛百叶	酱麻鸭
绝味	鲜卤锅、小闸蟹、招牌小鸡腿等		糊辣虾球、招牌鱼蛋、蒜香风味木瓜丝、手撕小肉干	虎皮凤爪、黄金爆籽鱼丸、招牌竹笋、招牌波纹土豆片
周黑鸭	干煸辣子鸡翅尖	干煸辣子鸡	辣子鸡、甜辣小鸡腿	麻辣小龙虾球
煌上煌			香辣鱼皮、香辣杏鲍菇	

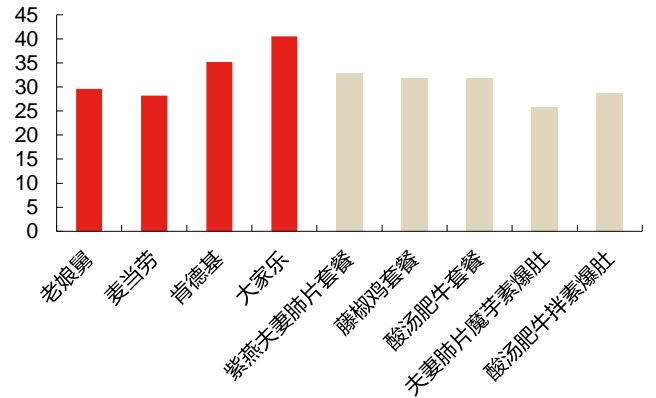
数据来源：官方公众号，小红书，东方证券研究所

图 42：夫妻肺片套餐复购率和销售量排名靠前

图 43：头部快餐品牌客单价 vs 紫燕套餐客单价（元）



数据来源：饿了么，东方证券研究所



数据来源：红餐大数据，美团，东方证券研究所

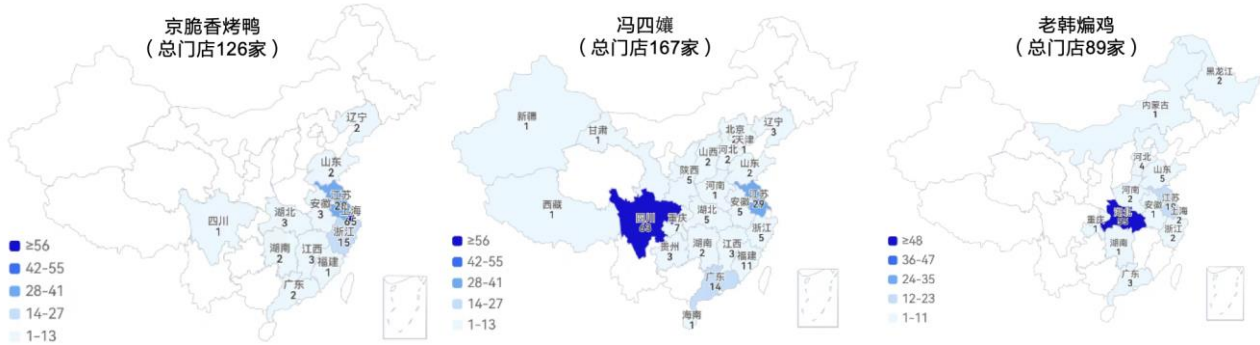
公司在外延扩张上持续发力。1) 公司自 2018 年起布局麻辣烫品牌“嗨辣麻唇”、冷锅串串品牌“椒言椒语”、性价比子品牌“赛八珍”、砂锅品牌“砂锅状元”、跷脚牛肉品牌“冯四嬢”等，23 年 5 月战略投资老韩煊鸡、合力打造中国的“中式炸鸡第一品牌”，23 年 9 月战略投资京脆香，外延合作范围，加大市场布局。2) 公司加速布局海外市场，公司在 23 年 5 月成立海外事业部，并于同月于澳洲墨尔本与当地经销商签下澳洲特许经营协议，开启紫燕全球化发展；公司在 23 年年底进军美国市场，与大华集团、创丰集团签署战略合作协议，其中 99 大华超市为美国最大的华裔连锁超市之一，在美国共开设 64 间分店、年营业额超过 10 亿美金；创丰集团是专注于头部餐饮品牌出海美国的投资管理集团，拥有中美两地专业的团队与资源，旗下代理了以小龙坎火锅为首的诸多国内知名餐饮品牌。

图 44：所投餐饮品牌老韩煊鸡、冯四嬢、京脆香



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 45：所布局餐饮品牌华东区域拓张有望受益紫燕协同



数据来源：窄门餐眼，东方证券研究所；注：受限於作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准

3.2 渠道：经销模式放大经营杠杆，加大新经销商拓展

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、商超渠道、团购模式等其他渠道在内的多样化立体式营销网络体系。截至 23 年 6 月底，公司全国门店总数 6137 家，其中直营门店 32 家。**经销为公司主要销售模式，23Q1-Q3 占总营收 88.01%**，公司与经销商签订《特许经营合同》，授权经销商在协议约定的区域内经销公司的特许经营产品、使用公司的商标、招牌、服务标记、营运管理技术、宣传资料及宣传信息、食品安全标准等，在统一的品牌形象下销售公司品牌产品及提供相关服务。

渠道模式复盘看，公司发展初期在各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，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。2008 年公司门店数突破 1000 家，伴随公司业务规模的扩张，分散化管理模式已不能适应公司的发展及融资需求，公司管理模式逐渐向集中化、规范化过渡。公司自 2010 年起以紫燕有限为母公司，逐步整合各区域经营主体，管理职能从区域管理团队统一收归至母公司，实现集团化运营。2016 年，公司进一步对销售模式进行了调整，将直接加盟模式调整为“公司——经销商——终端加盟门店”两级销售网络，在主要省/市区域设立经销商发展加盟门店；同时，公司鼓励各地区的管理人员由内部员工转为经销商，18-21 年公司前员工经销商数量分别为 11/10/10/10 家，前员工经销商贡献收入占公司总营收 89.23%/86.61%/84.44%/77.60%。2021 年末公司前 5 大经销商拥有门店合计 2930 家，占总门店数量 56.78%、收入比重 62.12%。

图 46：经销商管理制度

图 47：销售模式调整历程

项目	制度内容
经销商开发与准入	公司连锁运营中心根据年度市场规划开发新经销商，对经销商经营资质、发展规划、合作意愿、资金实力、门店渠道开拓能力、市场运营、风险管控等进行综合评估，经公司审核后签订特许经营合同。
开店任务管理	公司于每年年初与经销商约定每年开设及开发终端加盟门店任务，未完成任务则无法享受相应开店返利。
退换货管理	公司对经销商的销售模式为买断式销售，在合同约定中公司仅承担因质量问题产生的退换货。
特许标识使用规定	经销商在合同约定期限、授权范围内使用公司商标等特许标识。经销商承认公司标识所有权及其上任何权益、权利归属公司所有。
销售返利政策	公司按考核周期、开店任务完成情况、营销活动对经销商考核，以抵扣货款的形式对经销商进行销售返利。年度返利与营销决策委员会对经销商的年度开店任务完成情况、市场营销活动配合情况、品牌规范运营情况、风险管控能力、商业信誉等情况审定结果挂钩。
经销商经销区域管理	仅在合同约定的授权经销区域范围内。
经销商支持政策	为经销商下辖终端加盟门店的选址、店铺装修、员工培训、推广活动、经营指导、技术支持等各方面提供相应的指导与支持。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

发展阶段 (2010之前)	调整阶段 (2010-2016年)	销售模式调整后 (2016年及之后)
开设了上海紫燕、武汉川沁、苏州等独立的区域经营主体	以紫燕有限为母公司，逐步整合各区域经营主体	将直接加盟模式调整为“公司—经销商—终端加盟门店”两级销售网络
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	管理职能从区域管理团队统一收归至母公司，实现集团化运营	管理团队市场开拓及门店管理的职能由经销商替代
2016年前主要销售模式		2016年后主要销售模式
购销关系	公司—加盟门店—消费者	公司—经销商—加盟门店—消费者
供货模式	公司区域经营团队负责产品配送	公司生产基地仅承担向加盟门店配送产品职能
加盟模式(拓展及管理)	公司区域经营团队负责门店开拓及加盟门店管理	总部紫燕食品统一进行经销商管理以及加盟体系管理，与经销商、终端加盟门店签订《特许经营合同》以及《单店特许经营合同》，经销商可以自行设立或发展下游的终端加盟门店，并履行对加盟门店的日常监督管理职责，保证终端经营标准化和品牌一致性。
定价机制	公司各生产基地根据市场竞争情况制定当地终端零售价格	公司给予经销商一定的毛利空间，在此基础上由经销商结合当地市场情况自主制定向加盟门店批发价，加盟门店终端零售价；公司对经销商设置零售价进行审批备案。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 48：核心前员工经销商基本情况及与公司交易情况

序号	前员工姓名 (经销商实际控制人)	对应公司名称	2021年销售 金额占当期 营收比例	报告期(19- 21)内主要经 销区域	任职经历	成为经销商时间	下辖加盟门店(截 至21年底)
1	赵邦华(公司前高管)	上海颀瑞餐饮有限公司	22.06%	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	902
2	邓绍彬(邓惠玲兄弟)	南京金又文	15.33%	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	537
3	汪士龙	合肥翔合食品贸易有限公司	9.48%	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	578
4	王君平	山东邦晟食品有限公司	7.50%	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	547
5	王波	武汉川沁食品贸易有限公司	7.75%	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	366
6	杨美全	/	5.76%	苏州市、眉山市等	2013年11月-2016年11月：苏州紫燕总经理	2016年	/
7	姚善勇	/	5.33%	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	/
8	谢斌(邓惠玲姐妹配偶)	/	3.76%	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	/

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

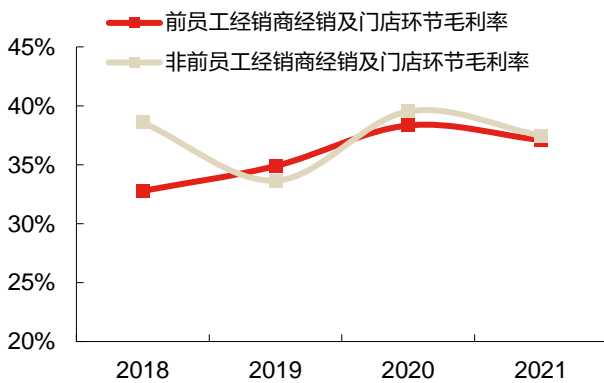
9	谭庭伟	/	0.37%	广州市（已退出）、深圳市（已退出）、长沙市等	2008年8月-2016年12月：紫燕有限总裁助理；广州川沁总经理	2016年	/
10	杨美玉	/	0.27%	南京市	2004年1月至2016年1月：紫燕有限南京区域行政主管	2016年	/
合计			77.60%				

数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：2021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；

根据公司公告，公司对于同类产品采取全国统一的出厂价格，并根据经销商级别、市场开拓情况、区域竞争情况以及新品促销情况等制定进货返点、进货返利、开店返利、促销返利等折扣以及返利政策，不存在区别定价。1) 考虑到新市场的开拓难度，公司给予新市场的经销商一定的进货折扣，具体为：2018届、2019届、2020届以及2021届新市场的经销商，自开始合作的第1、2、3年按照进货金额分别给予10%、8%、5%的进货折扣，具体为进货金额*10%/8%/5%。2) 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，通常享受一定的进货折扣，因此公司向其销售的主要产品单价低于前员工经销商。从经销及门店环节毛利率比较情况看，前员工经销商及非前员工经销商整体较为接近。

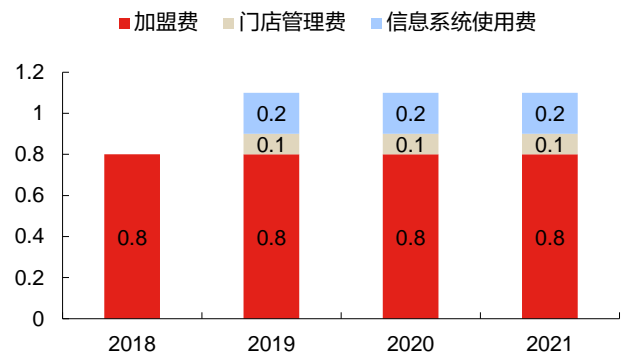
从单店收费情况来看，1) 公司向经销商收取其加盟门店的加盟费、门店管理费及信息系统使用费，其中加盟费为0.8万/店/年，门店管理费为0.1万/店/年、信息系统使用费为0.2万/店/年。2) 经销商一般在每个开店周期期初向加盟门店预收该开店周期的加盟费，除收取标准不得超过1.2万元/店/年外，经销商对加盟费是否收取、收取标准、收取时间具有自主决定权。

图 49：经销及门店环节毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

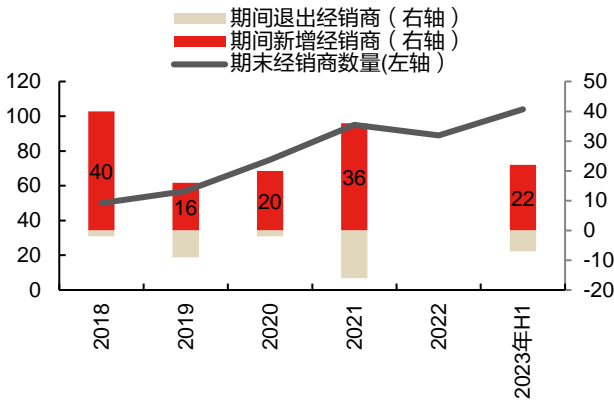
图 50：公司向经销商收取费用构成（万元/店/年）



数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：公司自2019年起向经销商新增收取门店管理费、信息系统使用费

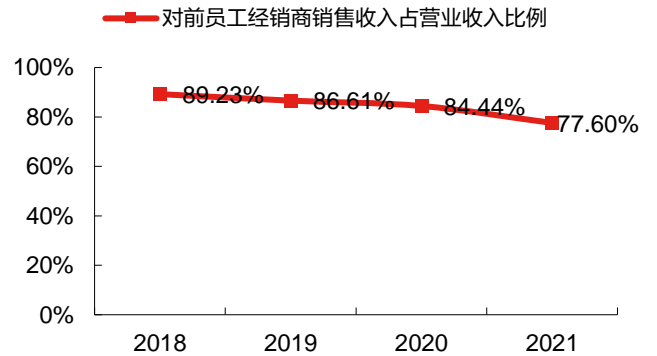
公司加强对新增经销商的拓展，对前员工经销商的依赖度逐渐下降。1) 公司18-21年度新增经销商分别为40/16/20/36家，公司对前员工经销商销售收入比例由2018年的89.23%下降至2021年的77.60%，前五大客户销售占比由2018年的66.35%下降至2021年的59.04%；公司规模以上经销商（当期交易规模1000万元以上）由18年的11家提升至21年的13家，经销商培育效果逐渐显现。

图 51: 经销商 18-22 年不断增长, 帮助拓展市场



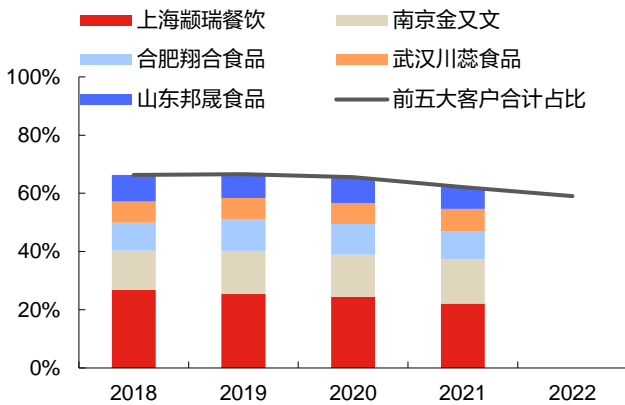
数据来源: 公司公告东方证券研究所

图 52: 对前员工经销商销售收入占比逐年减少



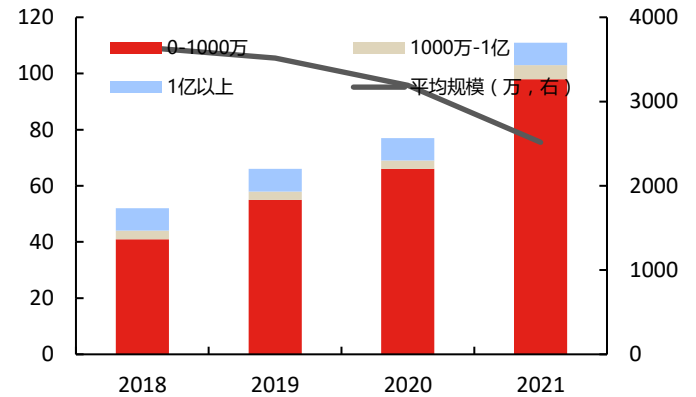
数据来源: 东方证券研究所

图 53: 前五大客户销售占比有所下降



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 54: 公司经销商销售规模分布及平均规模



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

从开店情况看, 公司 18-21 年新增加盟门店分别为 940/1053/1226/1440, 开店数量稳健且逐年加快; 18-21 年闭店率分别为 6.8%/11.1%/8.5%/13.1%, 公司退出的终端加盟门店主要系经营不善、市政拆迁、租约到期等原因而终止经营, 21 年闭店率较高主要受到新冠疫情的影响。净增来看, 公司 19-22 年净增加盟门店数量分别为 662/854/767/534 家, 整体保持稳健。

图 55: 公司加盟门店数量

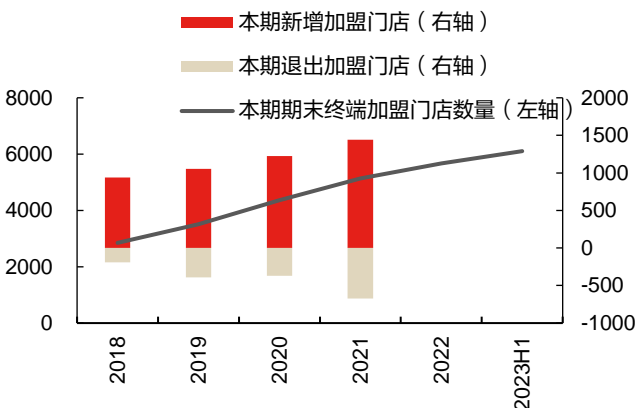
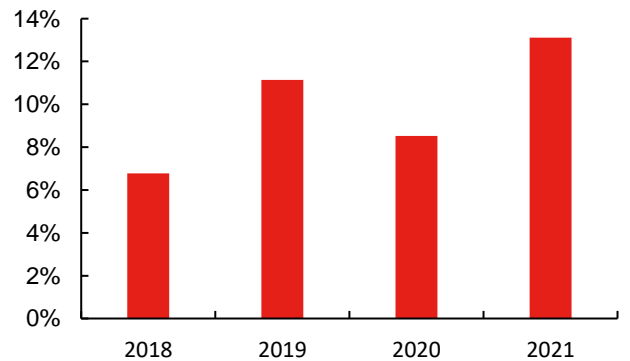


图 56: 公司闭店率情况



有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：闭店率=当期退出加盟门店/当期末门店总数

3.3 品牌：社群营销活跃度高，品牌策略完备新颖

社群营销活跃度高，品牌策略完备新颖。1) 对比抖音、小红书、微博的粉丝数量和互动数据，可以看出紫燕品牌的社群营销活跃度在行业中位于领先地位，且在互动属性更强的抖音平台显现更明显优势。更大容量的关注度和更高频次的曝光度有助于品牌形成更强的大众印象，带动客户粘性及消费频次的提升。

图 57：主要卤味品牌社交平台粉丝量和互动数对比

	粉丝数（万）				互动数（万）			
	抖音号	小红书	微博号	各平台粉丝量累计	抖音号（获赞）	小红书（收藏与获赞）	微博号（视频累计播放量）	
紫燕	232.6	5.1	51.2	288.9	701.9	10.8	5245.6	
卤江南	0.27	0.004	NA	0.3	0.27	0.02	NA	
廖记	2.1	0.05	32.5	34.7	4.8	0.05	13.3	
留夫鸭	20.4	0.64	104.4	125.4	48.8	2.1	18	
九多肉多	26.7	0.0034	0	26.7	6.3	0.01	NA	
绝味	39.6	3.1	71.8	114.5	42.5	10.1	56.9	
周黑鸭	10.8	10.5	107.5	128.8	77.3	8.5	1031.2	
煌上煌	19.5	1.6	72.2	93.3	6.3	9.1	2058.6	
久久丫	9.1	1.3	85.1	95.5	9.5	1.8	1832.8	
曹氏鸭脖	39.5	0.42	0.15	40.1	2.5	2.3	8.1	

数据来源：抖音号、小红书、微博、官方公众号，东方证券研究所

2) 品牌策略上紫燕兼具完整性与创意性，一方面通过会员充值、节日促销、新品满赠等系列促销活动以价换量；另一方面通过品牌联名、话题营销等创意形式加深品牌识别度，提升品牌时尚感。据小红书，紫燕“紫门”营销活动引发广泛的消费者转发分享，该主题活动以幽默贴切的方式表达核心用户对紫燕产品口味、品牌品质的高度认可和归属感，并借话题传播、互动分享进一步强化紫燕较为突出的产品力、美誉度、忠诚度。

图 58：紫燕联名等活动



数据来源：小红书，官方公众号，东方证券研究所

图 59：紫燕“紫门”营销活动



数据来源：小红书，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 60：紫燕促销活动（会员充值、活动促销、新品促销）

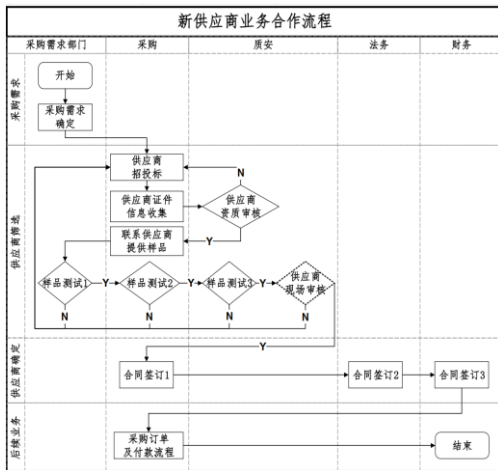


数据来源：小红书，官方公众号，东方证券研究所

3.4 供应链：采产配均夯实，信息管理赋能

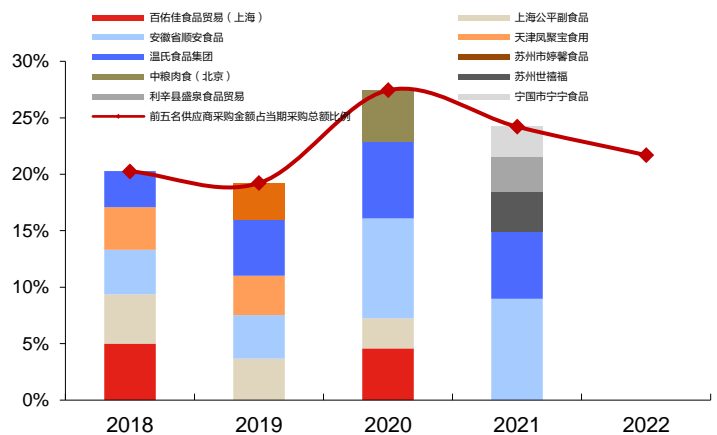
采购端：采购模式质价兼备，供应合作持续精进。 1) 公司主要从外部供应商采购生产所需的原材料，为兼顾规模采购优势和区域运输成本，公司采取重要原材料通过集采平台集中采购和非重要原材料由生产基地分散采购相结合的采购模式，一方面实现采运成本的集约精简，另一方面配合当地特色产品生产需求及原料新鲜度要求。2) 采购策略方面，公司总部采购中心会根据主要原料供应状况和行情走势分析预测，结合各生产基地汇集的需求信息，统一制定相应采购计划，有利于最大化统一采购优势，并阶段性平滑原料价格波动。3) 公司制定较为严格的供应商准入机制，公司对前五大供应商采购占比 20%+，相对集中的供应结构有利于公司深化与上游的合作，在原料生产、加工、运配等环节形成更优的品质适配和更高的运转效率。

图 61：新供应商准入与合作流程



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 62：历年前五大供应商及采购占比



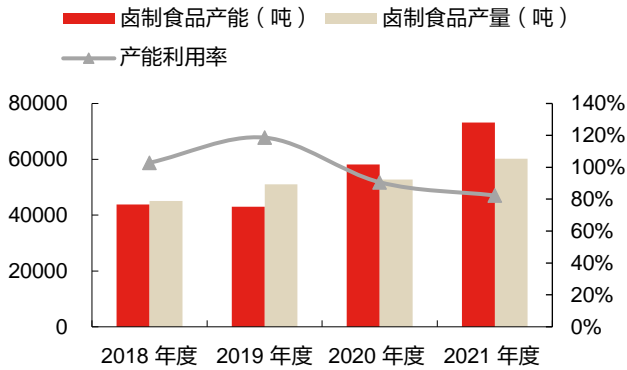
数据来源：公司公告，东方证券研究所

生产端：逐步整合优化老产能，产能效率有所提升。 2019 年，公司产能利用率为 118.61%，已处于满负荷状态，为支撑公司业务规模的稳定增长，公司对各区域生产基地进行了集中化整合，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。20 年后，公司新建大型生产基地的逐步投产，产能由 2019 年的 4.3 万吨提升至 21 年的 7.32 万吨，2021 年产

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

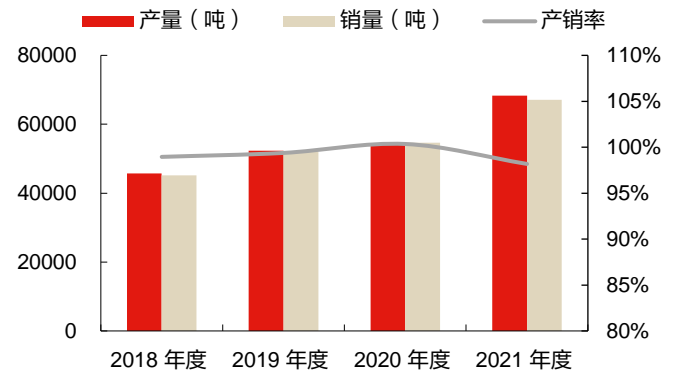
能利用率降低至 82.33%，产能瓶颈突破，为未来业务规模增长提供支撑。此外，生产基地的整合降低了公司统一管理的难度，同时提升了公司的规模效应等。

图 63：紫燕卤制品食品产能、产量及产能利用率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 64：紫燕产量、销量及产销率



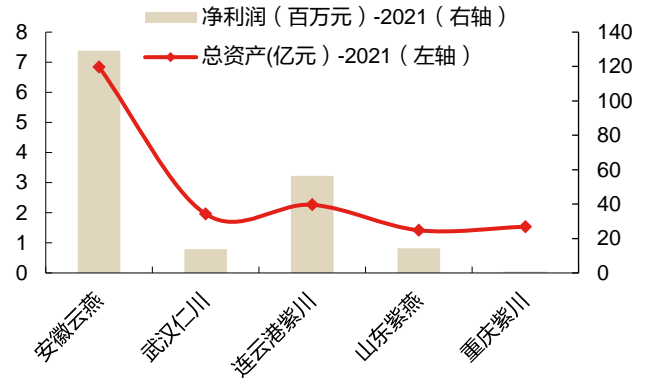
数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：产量及销量数据均包含了大红肠、酸辣鸡爪、香酥花生等公司少量外购成品的采购量及对外销售重量。

图 65：19 年来工厂整合示意图（集中化、高效化、自动化）



数据来源：公司公告，东方证券研究所；注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准

图 66：五大生产子公司总资产及净利润情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

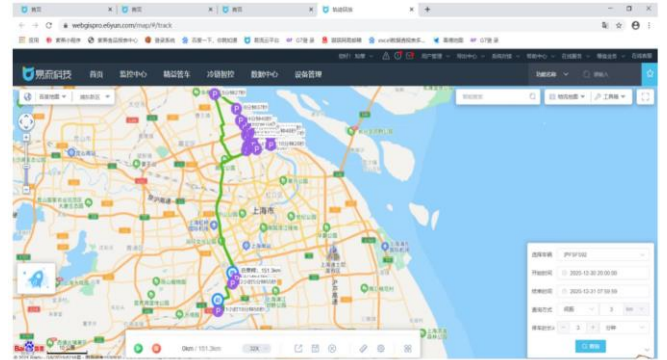
公司在发展过程中注重信息化管理水平的提升，引入了食品行业 SAP-ERP 系统、销售中台系统、OA 系统、TMS 系统、WMS 系统等现代电子化信息管理系统，目前已实现核心业务的全系统化管理，并完成了不同系统之间的集成整合，实现了财务和业务信息一体化以及终端门店销售信息获取的实时化，并在此基础上不断进行数字化应用探索，进行跨区域市场预测并及时反馈至生产、研发及采购端，提升公司运营效率。截至 2022 年 8 月 2 日，公司销售中台系统及电子秤系统可有效支持公司全年数亿笔订单量的运营数据处理，冷链物流系统可支持单日产品配送至超过 5300 家门店，会员系统可支持数千万会员的积分、储值等的信息管理，为公司全渠道运营提供了有力的支持。

图 67：宁国生产基地生产过程温度监测界面展示

图 68：产品冷链配送车辆监测界面展示

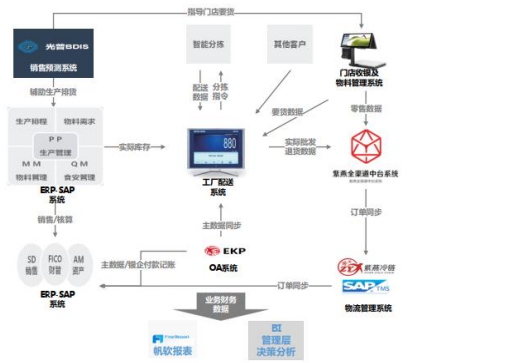
设备号	设备名称	所属门店	所属区域	设备上线时间	设备品牌	电话	操作
01010100000118-7	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:36	-	100%	详情 设备管理
01010100000040	冷库设备一体机	区	华东区	2021-08-01 15:35	15.0T / 750kg / 18kw	-	详情
01010100000030	冷库设备一体机	区	华东区	2021-08-01 15:32	15.0T / 500kg / 18kw	-	详情
01010100000038	冷库设备一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 400kg / 18kw	-	详情
01010100000035	冷库设备一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 400kg / 18kw	-	详情
01010100000054	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 400kg / 18kw	-	详情
01010100000066	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 400kg / 18kw	-	详情
01010100000053	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 500kg / 18kw	-	详情
01010100000010-1	冷库设备一体机	区	华东区	2021-08-01 15:36	-	100%	详情 设备管理
01010100000017-5	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	-	100%	详情 设备管理
01010100000046	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 500kg / 18kw	-	详情
01010100000044	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 500kg / 18kw	-	详情
01010100000027	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 400kg / 18kw	-	详情
01010100000039	移动式保鲜库一体机	区	华东区	2021-08-01 15:31	15.0T / 500kg / 18kw	-	详情

数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 69：紫燕信息系统交互示意图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 70：紫燕经营数据分析系统界面展示



数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 23-25 年盈利预测做如下假设：

- 收入端：**1) 23-25 年公司门店拓展预计有望保持稳健推进，23 年公司单店收入预计因宅家高基数、消费疲软等因素有所拖累，24-25 年有望修复，假设 23-25 年公司鲜货产品营收 yoy 分别为 -1.2%/13.2%/13.4%；2) 假设 23-25 公司预包装及其他产品营收 yoy+20.0%/31.7%/30.7%；3) 假设 23-25 公司包材营收 yoy+5.5%/5.0%/5.0%；4) 假设 23-25 加盟/门店管理/信息系统使用费营收 yoy+12.0%/13.0%/13.0%。
- 毛利率：**1) 23 年受益于进口冻牛肉价格等价格下降，24/25 年受益于规模效应体现、价格略微自然增长等，毛利率有望得到修复，假设 23-25 年鲜货产品毛利率 20.1%/20.9%/21.3%；2) 假设 23-25 公司预包装及其他产品毛利率 18.0%/19.0%/19.0%；3) 假设 23-25 公司包材毛利率 6.0%/6.0%/6.0%；4) 假设 23-25 加盟/门店管理/信息系统使用费毛利率保持 100%。
- 费用率：**伴随公司规模效应持续提升，费用率有望得到优化，假设 23-25 年公司销售费用率 4.97%/4.62%/4.52%，管理费用率 4.71%/3.79%/3.76%，研发费用率 0.29%/0.29%/0.29%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4、假设 23-25 年所得税率取 20-22 年平均值，在 24.9%。

图 71：收入分类预测表

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
鲜货产品					
销售收入（百万元）	2,686.0	3,055.9	3,017.7	3,417.4	3,875.2
增长率	13.8%	13.8%	-1.2%	13.2%	13.4%
毛利率	20.8%	15.1%	20.1%	20.9%	21.3%
预包装产品					
销售收入（百万元）	241.8	365.8	439.0	578.0	755.1
增长率	74.6%	51.3%	20.0%	31.7%	30.7%
毛利率	18.2%	12.3%	18.0%	19.0%	19.0%
包材					
销售收入（百万元）	72.7	89.4	94.3	99.0	104.0
增长率	32.3%	23.0%	5.5%	5.0%	5.0%
毛利率	7.9%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%
加盟&门店管理&信息系					
销售收入（百万元）	49.2	56.1	62.8	70.9	80.2
增长率	15.1%	14.0%	12.0%	13.0%	13.0%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他业务收入（非主营）					
销售收入（百万元）	42.4	35.4	35.4	35.4	35.4
增长率	148.7%	-16.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	24.5%	18.8%	50.0%	50.0%	52.0%
合计	3,092.1	3,602.6	3,649.2	4,200.8	4,849.9
增长率	18.3%	16.5%	1.3%	15.1%	15.5%
综合毛利率	21.6%	16.0%	21.2%	21.9%	22.1%

数据来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

我们预测公司 23-25 年 EPS 分别为 0.81/1.07/1.25 元；选取同属卤制品行业的绝味食品、煌上煌以及同为线下连锁业态的食品企业巴比食品、一鸣食品作为可比公司，给予公司 24 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 21.40 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图 72：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元) 2024/2/2	每股收益（元）				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
绝味食品	603517	19.49	0.37	0.95	1.56	1.95	52.90	20.42	12.47	10.02
煌上煌	002695	8.18	0.06	0.22	0.32	0.42	147.92	36.58	25.27	19.39
巴比食品	605338	15.22	0.89	0.85	1.05	1.25	17.12	17.91	14.45	12.19
一鸣食品	605179	10.63	-0.32	0.15	0.29	0.45	-32.98	69.30	37.06	23.78
	调整后平均							29.00	20.00	16.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

收入增长不及预期风险：消费场景恢复和消费信心回暖进度尚不确定，因此存在行业需求波动，门店及单店收入增长不及预期风险。

成本波动风险：公司直接原材料占营业成本比重较大，若成本项因市场行情有较大变化，可能影响公司毛利率，从而影响公司业绩。

费用管控不及预期风险：公司销售费用及管理费用占营收一定比例，若市场投入或运营管理效率不及预期，可能导致销售费用率或管理费用率变化超出预期，从而影响公司业绩。

市场竞争加剧风险：佐餐卤味市场进入门槛较低，品类需求较为多元，存在因行业竞争加剧、影响公司门店经营的情况。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	244	530	575	1,072	1,517	营业收入	3,092	3,603	3,649	4,201	4,850
应收票据、账款及款项融资	65	82	36	42	48	营业成本	2,423	3,027	2,876	3,282	3,778
预付账款	69	82	55	63	73	营业税金及附加	32	31	31	36	42
存货	129	163	144	164	189	销售费用	98	137	181	194	219
其他	116	572	777	778	779	管理费用及研发费用	178	175	182	171	196
流动资产合计	623	1,428	1,586	2,119	2,606	财务费用	0	(2)	(4)	(5)	(10)
长期股权投资	23	28	25	25	25	资产、信用减值损失	6	4	2	4	4
固定资产	1,053	1,024	913	799	798	公允价值变动收益	0	3	1	1	1
在建工程	15	16	73	125	179	投资净收益	(1)	(2)	2	2	2
无形资产	97	93	87	82	82	其他	75	50	60	53	49
其他	200	156	38	33	32	营业利润	429	281	443	575	672
非流动资产合计	1,387	1,316	1,136	1,063	1,116	营业外收入	6	5	3	3	3
资产总计	2,010	2,744	2,722	3,182	3,721	营业外支出	6	3	5	5	5
短期借款	80	0	69	69	69	利润总额	429	283	441	573	670
应付票据及应付账款	148	158	144	164	189	所得税	109	68	110	143	167
其他	382	374	432	441	452	净利润	320	216	331	431	503
流动负债合计	611	532	645	674	710	少数股东损益	(8)	(6)	(2)	(9)	(10)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	328	222	333	439	513
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.80	0.54	0.81	1.07	1.25
其他	190	195	39	39	39						
非流动负债合计	190	195	39	39	39	主要财务比率					
负债合计	800	728	684	713	749		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	(2)	(8)	(10)	(19)	(29)	成长能力					
实收资本(或股本)	370	412	412	412	412	营业收入	18.3%	16.5%	1.3%	15.1%	15.5%
资本公积	137	686	686	686	686	营业利润	-11.9%	-34.4%	57.4%	29.8%	16.9%
留存收益	705	926	951	1,390	1,903	归属于母公司净利润	-8.7%	-32.3%	50.2%	31.8%	16.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,209	2,017	2,039	2,469	2,972	毛利率	21.6%	16.0%	21.2%	21.9%	22.1%
负债和股东权益总计	2,010	2,744	2,722	3,182	3,721	净利率	10.6%	6.2%	9.1%	10.5%	10.6%
						ROE	28.0%	13.7%	16.4%	19.4%	18.7%
						ROIC	25.1%	12.8%	15.9%	18.4%	17.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	39.8%	26.5%	25.1%	22.4%	20.1%
净利润	320	216	331	431	503	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	226	94	125	125	1	流动比率	1.02	2.68	2.46	3.14	3.67
财务费用	0	(2)	(4)	(5)	(10)	速动比率	0.81	2.37	2.23	2.89	3.40
投资损失	1	2	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(278)	(24)	136	(6)	(7)	应收账款周转率	68.6	46.8	58.7	101.7	101.8
其它	72	66	(49)	(0)	(0)	存货周转率	21.8	20.5	18.4	20.9	21.0
经营活动现金流	341	351	537	542	484	总资产周转率	1.6	1.5	1.3	1.4	1.4
资本支出	(1,269)	(44)	(60)	(53)	(53)	每股指标(元)					
长期投资	(8)	(6)	3	0	0	每股收益	0.80	0.54	0.81	1.07	1.25
其他	1,130	(502)	(193)	3	3	每股经营现金流	0.92	0.85	1.30	1.31	1.18
投资活动现金流	(148)	(552)	(249)	(50)	(50)	每股净资产	2.94	4.91	4.97	6.04	7.28
债权融资	7	5	(5)	0	0	估值比率					
股权融资	30	591	0	0	0	市盈率	22.4	33.2	22.1	16.8	14.3
其他	(375)	(110)	(237)	5	10	市净率	6.1	3.6	3.6	3.0	2.5
筹资活动现金流	(338)	486	(242)	5	10	EV/EBITDA	9.4	16.5	10.9	8.9	9.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.4	22.1	14.1	10.8	9.3
现金净增加额	(144)	285	45	497	444						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经许可的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。