

紫燕食品 (603057.SH) 买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营质量提升，利润改善可期

业绩简评

4月21日公司发布年报和一季报，22年实现营收36.0亿元，同比+16.5%；实现归母净利润2.2亿元，同比-32.3%；扣非归母净利润1.8亿元，同比-33.2%。

22Q4实现营收8.6亿元，同比+19.8%；实现归母净利润-0.1亿元，同比-116.9%；扣非归母净利润-0.2亿元，同比-199.5%。

23Q1实现营收7.6亿元，同比+13.8%；实现归母净利润0.5亿元，同比+60.3%；扣非净利润0.3亿元，同比+60.4%。

经营分析

疫情扰动开店节奏，单店收入逆势提升。1) 22年底门店数5695家(净增563家，同比+11.0%)，单店收入+2.5%，系经营质量提升，部分低效益门店退出。2) 核心单品地位稳固，预包装快速放量。22年鲜货产品/预包装及其他产品分别实现营收30.6/3.7亿元，同比+13.8%/51.3%。其中夫妻肺片/整禽类分别实现营收10.9/9.2亿元，同比+17.3%/9.0%。3) 疫情期间公司拓展盒马、叮咚等新零售渠道，22年经销/其他模式分别实现营收31.4/3.9亿元，同比+12.6%/68.4%。

22年成本显著承压，23Q1利润逐步修复。1) 22年公司毛利率16.0%，同比-5.7pct，系进口牛肉、鸡肉等价格处于高位。随着国际物流畅通，进口牛肉价格下降，叠加主要产品在4-5月提价，23Q1毛利率18.7%，同比+2.3pct。2) 22Q4销售费率5.6%，同比+1.6pct，系上市后市场开拓、品牌推广费用增加。23Q1销售费率环比回落，净利率5.8%，同比+1.7pct。

佐餐卤味龙头，疫后修复可期。加盟店在疫情期间承压较为明显，我们预计随着消费场景放开，门店加速扩张+单店收入回补，收入端有望形成双轮驱动，伴随着23年成本回落，利润弹性逐步释放。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年公司营业收入分别为44.0/52.7/62.2亿元，分别同比+22%/20%/18%。归母净利润分别为4.0/5.0/6.2亿元，分别同比+80%/26%/23%，对应PE分别为29x/23x/19x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

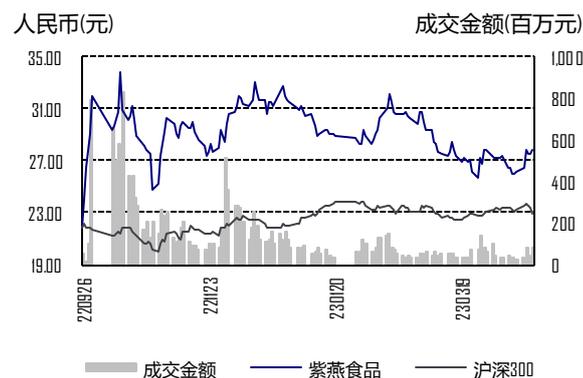
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币)：27.88元

相关报告：

- 《收入端抗压能力凸显，看好明年业绩弹性-紫燕三季报点评》，2022.10.31
- 《佐餐领军品牌，正处于全面上升期-紫燕深度报告》，2022.9.29



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,092	3,603	4,396	5,267	6,220
营业收入增长率	18.34%	16.51%	22.02%	19.82%	18.08%
归母净利润(百万元)	328	222	399	502	620
归母净利润增长率	-8.67%	-32.28%	79.99%	25.77%	23.47%
摊薄每股收益(元)	0.885	0.538	0.969	1.219	1.505
每股经营性现金流净额	0.92	0.85	1.72	1.71	2.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.04%	10.96%	18.88%	21.76%	23.67%
P/E	0.00	58.45	28.77	22.87	18.52
P/B	0.00	6.40	5.43	4.98	4.39

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	2,613	3,092	3,603	4,396	5,267	6,220
增长率	18.3%	16.5%	22.0%	19.8%	18.1%	
主营业务成本	-1,932	-2,423	-3,027	-3,393	-3,922	-4,555
%销售收入	73.9%	78.4%	84.0%	77.2%	74.5%	73.2%
毛利	681	669	576	1,003	1,345	1,664
%销售收入	26.1%	21.6%	16.0%	22.8%	25.5%	26.8%
营业税金及附加	-22	-32	-31	-40	-47	-56
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-63	-98	-137	-167	-195	-230
%销售收入	2.4%	3.2%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%
管理费用	-162	-170	-166	-198	-232	-267
%销售收入	6.2%	5.5%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-10	-8	-8	-11	-15	-19
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	424	361	233	587	856	1,091
%销售收入	16.2%	11.7%	6.5%	13.4%	16.3%	17.5%
财务费用	-5	0	2	-61	-195	-273
%销售收入	0.2%	0.0%	0.0%	1.4%	3.7%	4.4%
资产减值损失	-7	-6	-4	-3	0	-1
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	9	-1	-2	5	5	5
%税前利润	1.9%	n.a	n.a	1.0%	0.8%	0.6%
营业利润	487	429	281	528	665	822
营业利润率	18.6%	13.9%	7.8%	12.0%	12.6%	13.2%
营业外收支	-8	0	2	-2	-2	-2
税前利润	479	429	283	526	663	820
利润率	18.3%	13.9%	7.9%	12.0%	12.6%	13.2%
所得税	-122	-109	-68	-132	-166	-205
所得税率	25.4%	25.4%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	358	320	216	395	497	615
少数股东损益	-1	-8	-6	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	359	328	222	399	502	620
净利率	13.7%	10.6%	6.2%	9.1%	9.5%	10.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	358	320	216	395	497	615
少数股东损益	-1	-8	-6	-5	-5	-5
非现金支出	83	107	107	139	155	185
非经营收益	-31	4	-13	0	-6	-7
营运资金变动	240	-89	41	173	57	67
经营活动现金净流	649	341	351	707	703	860
资本开支	-228	-149	-56	-190	-308	-408
投资	-20	0	-497	-5	-5	-5
其他	0	1	1	3	3	3
投资活动现金净流	-248	-148	-552	-192	-310	-410
股权募资	1	6	604	0	0	0
债权募资	-90	-44	-80	1	13	13
其他	-225	-300	-37	-311	-311	-310
筹资活动现金净流	-314	-338	486	-310	-298	-297
现金净流量	87	-144	285	205	95	153

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	388	244	530	724	812	959
应收款项	27	70	91	100	123	148
存货	93	129	163	158	179	204
其他流动资产	100	180	645	636	646	659
流动资产	608	623	1,428	1,617	1,760	1,971
%总资产	30.9%	31.0%	52.0%	54.0%	53.4%	52.7%
长期投资	14	61	63	70	77	84
固定资产	1,124	1,067	1,039	1,110	1,264	1,487
%总资产	57.1%	53.1%	37.9%	37.1%	38.3%	39.7%
无形资产	110	114	104	104	104	104
非流动资产	1,360	1,387	1,316	1,375	1,539	1,772
%总资产	69.1%	69.0%	48.0%	46.0%	46.6%	47.3%
资产总计	1,968	2,010	2,744	2,993	3,298	3,743
短期借款	126	87	12	12	15	18
应付款项	549	395	368	535	614	707
其他流动负债	90	129	153	157	190	228
流动负债	765	611	532	704	819	953
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	72	190	195	186	189	193
负债	837	800	728	890	1,008	1,146
普通股股东权益	1,131	1,212	2,025	2,115	2,308	2,619
其中：股本	370	370	412	412	412	412
未分配利润	612	623	822	912	1,106	1,417
少数股东权益	0	-2	-8	-13	-18	-22
负债股东权益合计	1,968	2,010	2,744	2,993	3,298	3,743

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.969	0.885	0.538	0.969	1.219	1.505
每股净资产	3.057	3.274	4.914	5.133	5.602	6.357
每股经营现金净流	1.754	0.922	0.852	1.717	1.706	2.087
每股股利	0.162	0.750	0.750	0.750	0.750	0.750
回报率						
净资产收益率	31.71%	27.04%	10.96%	18.88%	21.76%	23.67%
总资产收益率	18.23%	16.30%	8.08%	13.34%	15.23%	16.57%
投入资本收益率	25.12%	20.49%	8.66%	20.66%	27.63%	31.09%
增长率						
主营业务收入增长率	7.31%	18.34%	16.51%	22.02%	19.82%	18.08%
EBIT增长率	31.97%	-14.88%	-35.52%	152.38%	45.79%	27.49%
净利润增长率	45.03%	-8.67%	-32.28%	79.99%	25.77%	23.47%
总资产增长率	14.64%	2.13%	36.56%	9.05%	10.22%	13.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.0	5.1	7.4	7.6	7.8	8.0
存货周转天数	19.3	16.7	17.6	17.3	17.0	16.7
应付账款周转天数	23.7	20.3	18.5	17.0	16.5	16.0
固定资产周转天数	154.9	124.3	103.7	82.6	72.6	68.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.17%	-13.00%	-50.62%	-57.79%	-56.73%	-55.60%
EBIT利息保障倍数	90.9	759.3	-133.7	9.6	4.4	4.0
资产负债率	42.53%	39.82%	26.52%	29.75%	30.55%	30.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402