

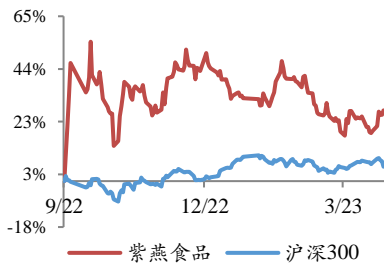
22 年成本承压显著，23 年业绩高弹性可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-24

收盘价(元)	27.88
近 12 个月最高/最低(元)	33.76/21.82
总股本(百万股)	412
流通股本(百万股)	42
流通股比例(%)	10.19
总市值(亿元)	115
流通市值(亿元)	12

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1. 紫燕食品深度报告：优门店模型、强供应链基础，餐卤龙头紫燕翅展全国 2023-02-26

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年年度报告以及 2023 年第一季度报告

根据 2022 年年度报告，公司 2022 年实现营业总收入 36.03 亿元，同比+16.5%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比-32.3%；实现扣非归母净利润 1.81 亿元，同比-33.2%。2022Q4 单季度实现营业总收入 8.60 亿元，同比+19.8%；实现归母净利润-5.76 亿元，同比-116.9%；实现扣非归母净利润-0.18 亿元。

根据 2023 年第一季度报告，23Q1 公司实现营业总收入 7.55 亿元，同比+13.8%；实现归母净利润 0.45 亿元，同比+60.3%；实现扣非归母净利润 0.34 亿元，同比+60.4%。

● 22 年鲜货产品销售收入稳健增长，净开店数量增长速度放缓

收入端，2022 年鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟费、门店管理费、信息系统使用费营业收入为 30.56/3.66/0.89/0.56 亿元，同比增长 16.8%/51.3%/23.0%/14.0%。一方面，2022 年在疫情扰动下，加盟店店主经营意愿受影响，闭店数量较高，导致全年净开店数量增长速度放缓，故收入贡献主力鲜货产品业务未能充分展现成长性。截至 2022 年末，公司门店总数为 5695 家，净增 535 家，据公司业绩交流会，2022 年开店 1300+家，闭店 700+家。另一方面，2022 年疫情防控时期及管控解除初期，部分在营紫燕门店被动受益于成菜品需求增加，单店营收阶段性提升明显。综合来看，2022 年全年店均收入同比提升约 3.1%。

● 22 年成本压力显著，毛利率、净利率同比下滑，费用率基本平稳

2022 年公司主要原材料价格高涨，给公司成本端造成较大压力，全年毛利率同比下滑约 5.7pp 至 16.0%；尤其 22Q4 牛及牛副价格与鸡类产品共振走高，单季度毛利率下滑至 11.1%，为近年来毛利率低点。全年费用率变化较小，2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.8%/4.7%/0.2%/0.0%，同比+0.6/-0.8/+0.0/-0.1pp。在成本压力下，2022 年实现归母净利率 6.2%，同比-4.4pp。

● 23Q1 毛利率、净利率开始修复，预计 23 年成本压力持续缓解

23Q1 实现收入 7.55 亿元，同比+13.83%，其中鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟费、门店管理费、信息系统使用费分别贡献营业收入 6.31/0.82/0.18/0.15 亿元。Q1 为紫燕佐餐卤味类产品销售淡季，同时有春节等假期影响，Q1 并非加速开店的最佳选择，据公司业绩交流会，Q1 净开店近 200 家。我们预计 Q2 公司开店进度加快，全年有望实现开店 1000+家。随着疫后闭店率回归正常水平，预计全年净开店近 1000 家。利润方面，23Q1 主要原材料价格回落，毛利率显著改善，23Q1 毛利率 18.7%，同比提升 2.3pp，环比 22Q4 提升 7.6pp；费用率继续保持平稳，23Q1 净利率 5.9%。考虑到牛及牛副价格在去年 11 月达到历史高位后开始回落，且鸡肉、猪肉价格 23Q1 以来均在下降，我们判断公司已进入到利润率修复通道之中。

● **预计 23 年释放业绩弹性，长期成长空间可观，估值合理，维持“买入”评级**

23 年疫后复苏背景下，预计公司净开店数量增长加快，带动收入增长提速，同时成本压力缓解将促进净利率修复，预计 23 年公司业绩弹性较大。长期视角下，佐餐卤味市场空间大，公司门店模型吸引力强、供应链能力突出，未来门店进一步扩张将带来业绩持续增长。考虑到当前公司处于疫后加速开店阶段，且预包装等其他食品保持较高增速，我们小幅上调 2023-2024 年收入预测，并新增 2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 44.0/52.9/63.1 亿元（前预测值 41.9/50.1/-），同比+22.3%/+20.2%/+19.2%；实现归母净利润 4.2/5.6/6.6 亿元（前预测值 4.2/5.6/-），同比+89.4%/+34.3%/+17.3%；EPS 分别为 1.02/1.37/1.61 元。当前股价对应 PE 分别为 27/20/17 倍，估值性价比高，维持“买入”评级。

● **风险提示**

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

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3603	4405	5293	6309
收入同比	16.5%	22.3%	20.2%	19.2%
归属母公司净利润	222	420	564	662
净利润同比	-32.3%	89.4%	34.3%	17.3%
毛利率	16.0%	21.5%	22.9%	22.7%
ROE	11.0%	19.7%	23.9%	25.1%
每股收益 (元)	0.58	1.02	1.37	1.61
P/E	53.98	27.33	20.35	17.35
P/B	6.40	5.38	4.87	4.35
EV/EBITDA	34.26	17.52	13.07	10.83

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1428	1658	1981	2411	营业收入	3603	4405	5293	6309
现金	530	761	1014	1399	营业成本	3027	3460	4082	4879
应收账款	82	76	83	89	营业税金及附加	31	43	51	61
其他应收款	9	9	12	11	销售费用	137	167	196	227
预付账款	82	80	90	102	管理费用	166	205	242	289
存货	163	170	219	247	财务费用	-2	-8	-11	-13
其他流动资产	563	563	563	563	资产减值损失	-3	-4	-4	-4
非流动资产	1316	1306	1299	1286	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	28	35	42	49	投资净收益	-2	-1	-1	-1
固定资产	1024	1005	988	965	营业利润	281	560	753	883
无形资产	93	91	90	88	营业外收入	5	4	5	5
其他非流动资产	172	174	179	183	营业外支出	3	4	4	4
资产总计	2744	2964	3280	3698	利润总额	283	560	754	884
流动负债	532	638	730	878	所得税	68	142	191	225
短期借款	0	0	0	0	净利润	216	418	562	660
应付账款	158	207	224	277	少数股东损益	-6	-2	-2	-3
其他流动负债	374	431	506	601	归属母公司净利润	222	420	564	662
非流动负债	195	200	202	192	EBITDA	364	615	805	935
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	1.02	1.37	1.61
其他非流动负债	195	200	202	192					
负债合计	728	838	932	1070					
少数股东权益	-8	-10	-12	-15	主要财务比率				
股本	412	412	412	412	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	686	686	686	686	成长能力				
留存收益	927	1038	1262	1544	营业收入	16.5%	22.3%	20.2%	19.2%
归属母公司股东权	2025	2136	2360	2642	营业利润	-34.4%	99.0%	34.4%	17.3%
负债和股东权益	2744	2964	3280	3698	归属于母公司净利	-32.3%	89.4%	34.3%	17.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	16.0%	21.5%	22.9%	22.7%
					净利率(%)	6.2%	9.5%	10.7%	10.5%
					ROE(%)	11.0%	19.7%	23.9%	25.1%
					ROIC(%)	9.6%	18.8%	22.9%	24.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.5%	28.3%	28.4%	28.9%
					净负债比率(%)	36.1%	39.4%	39.7%	40.7%
					流动比率	2.68	2.60	2.71	2.75
					速动比率	2.11	2.11	2.21	2.28
					营运能力				
					总资产周转率	1.52	1.54	1.70	1.81
					应收账款周转率	49.24	55.38	65.45	72.00
					应付账款周转率	19.73	18.95	18.95	19.46
					每股指标(元)				
					每股收益	0.58	1.02	1.37	1.61
					每股经营现金流薄)	0.85	1.42	1.56	1.99
					每股净资产	4.91	5.18	5.73	6.41
					估值比率				
					P/E	53.98	27.33	20.35	17.35
					P/B	6.40	5.38	4.87	4.35
					EV/EBITDA	34.26	17.52	13.07	10.83

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

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

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

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

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

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

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

公司评级体系

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