

2023年08月10日

店效仍在恢复途中，成本下行推动利润高增

紫燕食品(603057)

评级:	买入	股票代码:	603057
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	34.57/18.18
目标价格:		总市值(亿)	107.08
最新收盘价:	25.99	自由流通市值(亿)	10.92
		自由流通股数(百万)	42.00

事件概述

公司上半年实现收入17.4亿元，同比+6.5%；归母净利润1.8亿元，同比+55.1%；扣非净利润1.4亿元，同比+52.1%。23Q2收入9.9亿元，同比+1.5%；归母净利润1.3亿元、同比+53.5%；扣非净利润1.1亿元、同比+49.7%。

分析判断:

► 积极拓店带动收入稳健增长

上半年随着经济社会全面恢复常态化运行，公司紧抓复苏机遇，通过供应链端降本增效、营运端活动升级、门店端坚持拓展、渠道端积极开发等实现收入同增6.5%，店效我们预计个位数下滑，预计主因公司调整产品结构和新增门店仍在爬坡中。**门店端来看**，上半年门店拓展顺利，门店总数达到6137家，同比增长12%，净开门店442家，同时积极推行热卤门店，升级和丰富门店的消费场景，品牌影响力持续增强。**渠道端来看**，公司在持续拓展线下门店的同时构建了电商、商超、团购等销售模式，建立了多样化营销网络体系。**区域端来看**，公司在市占率高的城市持续布局加密，进一步扩大市场份额；在市占率低的城市以点为面，探索适宜的品牌战略规划，因地制宜，逐步加大品牌在当地的影响力，推进全国化布局。

► 成本压力缓解释放利润弹性

成本端来看，公司上半年毛利率同比提升4.03pct至21.1%，主要系公司原材料价格回落，上半年原材料价格趋近于往年区间。**费用端来看**，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为5.0%/4.7%/0.2%/-0.1%，分别较去年同期+1.52/-0.42/+0.01/-0.11pct，销售费用率上涨较多主要系广告费用增加，整体费用率略有上涨，但整体可控。得益于新增门店+毛利率提升，公司上半年归母净利润同比高增55.1%至1.8亿元，相应的归母净利率同比提升3.23pct至10.3%，公司盈利能力稳步提升。

► 盈利能力持续修复，加速产能布局助推规模扩张

我们预计下半年公司继续加速开店，不断给经销商和门店赋能，并积极探索线上、团购、代加工等多元化销售体系，推动收入增长；叠加成本端牛肉、牛副等原材价格下行提供利润弹性，全年利润率持续改善，利润高增可期。长期来看，公司加速推进产能扩张，在已经形成了济南、武汉、连云港、宁国、重庆五大高标准的区域中心工厂的基础上，加快修建宁国二期和海南基地两大区域中心工厂，助力公司区域扩张，提升供货效率，同时海南工厂也将是公司全国进口原料采集中心和初加工中心，搭建公司海外采购体系，降低原材料进口成本，进一步提升公司的行业竞争力。

投资建议

参考公司中报，我们下调公司23-25年收入43.24/51.18/59.29亿元的预测至40.24/47.88/55.29亿元；下调23-25年EPS 0.94/1.23/1.51元的预测至0.88/1.15/1.40元；对应2023年8月10日25.99元的收盘价，PE分别为30/23/19倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

店效恢复不及预期、成本下降不及预期、行业竞争加剧

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,092	3,603	4,024	4,788	5,529

YoY (%)	18.3%	16.5%	11.7%	19.0%	15.5%
归母净利润(百万元)	328	222	362	475	579
YoY (%)	-8.7%	-32.3%	63.2%	31.2%	21.8%
毛利率 (%)	21.6%	16.0%	18.0%	19.0%	19.5%
每股收益 (元)	0.89	0.58	0.88	1.15	1.40
ROE	27.0%	11.0%	15.2%	16.6%	16.8%
市盈率	29.35	44.58	29.58	22.54	18.51

资料来源: wind、华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

分析师: 卢周伟

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,603	4,024	4,788	5,529	净利润	216	353	463	565
YoY (%)	16.5%	11.7%	19.0%	15.5%	折旧和摊销	103	64	66	67
营业成本	3,027	3,300	3,878	4,451	营运资金变动	41	73	-18	44
营业税金及附加	31	34	41	47	经营活动现金流	351	467	484	644
销售费用	137	141	163	182	资本开支	-56	-77	-52	-18
管理费用	166	181	212	242	投资	-497	-200	-100	-100
财务费用	-2	-3	-6	-11	投资活动现金流	-552	-277	-152	-118
研发费用	8	10	12	14	股权募资	604	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	-80	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	筹资活动现金流	486	0	0	0
营业利润	281	462	608	742	现金净流量	285	190	332	525
营业外收支	2	3	4	4	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	283	465	612	746	成长能力 (%)				
所得税	68	112	149	181	营业收入增长率	16.5%	11.7%	19.0%	15.5%
净利润	216	353	463	565	净利润增长率	-32.3%	63.2%	31.2%	21.8%
归属于母公司净利润	222	362	475	579	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-32.3%	63.2%	31.2%	21.8%	毛利率	16.0%	18.0%	19.0%	19.5%
每股收益	0.58	0.88	1.15	1.40	净利率	6.2%	9.0%	9.9%	10.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	8.1%	11.3%	12.6%	13.1%
货币资金	530	720	1,052	1,577	净资产收益率 ROE	11.0%	15.2%	16.6%	16.8%
预付款项	82	82	87	102	偿债能力 (%)				
存货	163	167	242	252	流动比率	2.68	2.94	3.25	3.71
其他流动资产	654	869	1,020	1,141	速动比率	2.11	2.45	2.72	3.21
流动资产合计	1,428	1,838	2,402	3,073	现金比率	0.99	1.15	1.42	1.90
长期股权投资	28	28	28	28	资产负债率	26.5%	25.7%	24.8%	23.2%
固定资产	1,024	1,061	1,077	1,062	经营效率 (%)				
无形资产	93	91	89	87	总资产周转率	1.52	1.36	1.38	1.35
非流动资产合计	1,316	1,352	1,366	1,349	每股指标 (元)				
资产合计	2,744	3,190	3,767	4,422	每股收益	0.58	0.88	1.15	1.40
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.91	5.79	6.95	8.35
应付账款及票据	158	172	205	215	每股经营现金流	0.85	1.13	1.18	1.56
其他流动负债	374	453	534	614	每股股利	0.75	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	532	625	739	829	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	44.58	29.58	22.54	18.51
其他长期负债	195	195	195	195	PB	6.40	4.81	4.01	3.34
非流动负债合计	195	195	195	195					
负债合计	728	820	934	1,024					
股本	412	412	412	412					
少数股东权益	-8	-17	-29	-43					
股东权益合计	2,017	2,370	2,833	3,398					
负债和股东权益合计	2,744	3,190	3,767	4,422					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。