



紫燕食品 (603057.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

门店扩张顺利，利润弹性如期释放

业绩简评

公司于8月10日发布2023半年报，23H1实现营收17.43亿元，同比+6.5%；实现归母净利润1.80亿元，同比+55.1%；扣非归母净利润1.42亿元，同比+52.1%。其中，23Q2实现营收9.88亿元，同比+1.5%；实现归母净利润1.35亿元，同比+53.5%；扣非归母净利润1.08亿元，同比+49.7%，业绩贴近此前预告中枢。

经营分析

需求修复在途，门店扩张并进。1) 23H1加盟/直营门店净增439/3家，全国门店数量共计6137家，同比+12%。单店收入预计同比下降个位数，系公司主动推出性价比套餐，客单价受消费降级影响。23Q2鲜货产品/预包装产品收入分别为8.70/0.89亿元，环比提升37.9%/9.4%，公司根据时令及消费者习惯变化达到每月推新，23H1推出“乐山钵钵鸡”、“手撕鸡”等新品。2) 分级调整战略具备成效，外埠市场影响力提升。公司在市占率高的城市持续加密，在市占率低的城市以点带面，除华东以外市场占比提升至30.9% (22年为28.2%)。3) 持续拓展主流外卖平台、O2O新零售、团购等渠道，直销渠道快速起量。23H1经销/直销/其他模式分别实现营收15.2/0.3/1.8亿元。

肉禽类成本下行，大幅释放业绩弹性。1) 23Q2毛利率为23.0%，同比+5.4pct，环比+4.3pct，系牛肉、牛副原材料受益于进口量增加，价格自年初以来延续大幅下降趋势。2) 23Q2期间费用率+1.4pct，其中销售费率同比+2.4pct，系公司加大广告费用投放，调整促销政策以扶持单店收入较低门店，并对内进行薪资改革。3) 23Q2净利率13.5%，同比+4.5%，预计23H2净利率环比持续改善。**预计消费复苏叠加暑期旺季，下半年收入增速有望提升。**除门店端销售外，公司还广泛布局团餐、代加工等领域，并通过二级销售网络 and 五大工厂进行全国化布局，稳固龙头地位。佐餐卤味市场空间大、集中度低、消费者粘性强，看好公司持续享受行业扩容红利，并逐步提升市占率。

盈利预测、估值与评级

考虑到需求恢复不及预期，我们分别下调23-25年利润14%、11%、9%。我们预计公司23-25年归母净利分别为3.4/4.5/5.7亿元，同比增长55%/30%/26%，对应PE分别为31x/24x/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

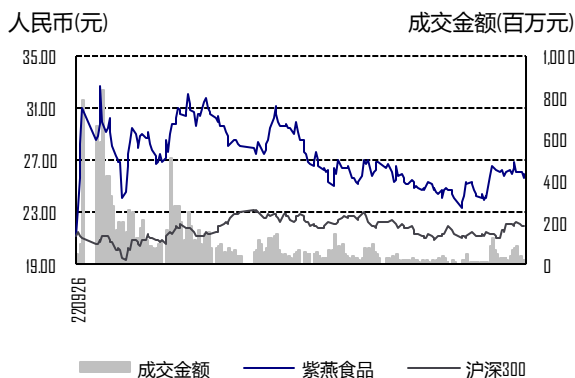
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：25.99元

相关报告：

- 《紫燕食品公司点评：经营质量提升，利润改善可期》，2023.4.22
- 《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	4,259	5,029	5,909
营业收入增长率	18.34%	16.51%	18.23%	18.07%	17.49%
归母净利润(百万元)	328	222	343	448	567
归母净利润增长率	-8.67%	-32.28%	54.78%	30.49%	26.46%
摊薄每股收益(元)	0.885	0.538	0.833	1.088	1.375
每股经营性现金流净额	0.92	0.85	1.33	1.52	1.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.04%	10.96%	16.68%	20.38%	23.07%
P/E	0.00	58.45	31.18	23.90	18.90
P/B	0.00	6.40	5.20	4.87	4.36

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	4,259	5,029	5,909
增长率		18.3%	16.5%	18.2%	18.1%	17.5%
主营业务成本	-1,932	-2,423	-3,027	-3,328	-3,784	-4,371
%销售收入	73.9%	78.4%	84.0%	78.1%	75.2%	74.0%
毛利	681	669	576	931	1,245	1,538
%销售收入	26.1%	21.6%	16.0%	21.9%	24.8%	26.0%
营业税金及附加	-22	-32	-31	-37	-43	-51
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-63	-98	-137	-192	-201	-219
%销售收入	2.4%	3.2%	3.8%	4.5%	4.0%	3.7%
管理费用	-162	-170	-166	-192	-221	-254
%销售收入	6.2%	5.5%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用	-10	-8	-8	-11	-10	-12
%销售收入	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	424	361	233	501	770	1,002
%销售收入	16.2%	11.7%	6.5%	11.8%	15.3%	17.0%
财务费用	-5	0	2	-62	-199	-279
%销售收入	0.2%	0.0%	0.0%	1.5%	4.0%	4.7%
资产减值损失	-7	-6	-4	-3	0	0
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	9	-1	-2	5	6	7
%税前利润	1.9%	n.a	n.a	1.1%	1.0%	1.0%
营业利润	487	429	281	440	576	730
营业利润率	18.6%	13.9%	7.8%	10.3%	11.5%	12.4%
营业外收支	-8	0	2	2	2	2
税前利润	479	429	283	442	578	732
利润率	18.3%	13.9%	7.9%	10.4%	11.5%	12.4%
所得税	-122	-109	-68	-102	-133	-168
所得税率	25.4%	25.4%	23.9%	23.0%	23.0%	23.0%
净利润	358	320	216	340	445	564
少数股东损益	-1	-8	-6	-3	-3	-3
归属于母公司的净利润	359	328	222	343	448	567
净利率	13.7%	10.6%	6.2%	8.1%	8.9%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	358	320	216	340	445	564
少数股东损益	-1	-8	-6	-3	-3	-3
非现金支出	83	107	107	139	155	185
非经营收益	-31	4	-13	-4	-11	-13
营运资金变动	240	-89	41	70	36	45
经营活动现金净流	649	341	351	546	625	780
资本开支	-228	-149	-56	-186	-304	-404
投资	-20	0	-497	-5	-5	-5
其他	0	1	1	3	4	5
投资活动现金净流	-248	-148	-552	-188	-305	-404
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	48	22	79

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	388	244	530	567	582	655
应收款项	27	70	91	97	117	141
存货	93	129	163	155	173	196
其他流动资产	100	180	645	634	643	655
流动资产	608	623	1,428	1,453	1,515	1,647
%总资产	30.9%	31.0%	52.0%	51.4%	49.6%	48.2%
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%	39.3%	41.4%	43.5%
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%	48.6%	50.4%	51.8%
资产总计	1,968	2,010	2,744	2,828	3,053	3,419
短期借款	126	87	12	12	15	18
应付款项	549	395	368	416	466	532
其他流动负债	90	129	153	166	200	238
流动负债	765	611	532	593	681	788
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	780	869	981
普通股股东权益	1,131	1,212	2,025	2,059	2,198	2,456
其中：股本	370	370	412	412	412	412
未分配利润	612	623	822	857	996	1,253
少数股东权益	0	-2	-8	-11	-14	-17
负债股东权益合计	1,968	2,010	2,744	2,828	3,053	3,419

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.969	0.885	0.538	0.833	1.088	1.375
每股净资产	3.057	3.274	4.914	4.998	5.335	5.961
每股经营现金净流	1.754	0.922	0.852	1.326	1.516	1.894
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%	16.68%	20.38%	23.07%
总资产收益率	18.23%	16.30%	8.08%	12.14%	14.67%	16.57%
投入资本收益率	25.12%	20.49%	8.66%	18.55%	26.73%	31.19%
增长率						
主营业务收入增长率	7.31%	18.34%	16.51%	18.23%	18.07%	17.49%
EBIT增长率	31.97%	-14.88%	-35.52%	115.20%	53.73%	30.23%
净利润增长率	45.03%	-8.67%	-32.28%	54.78%	30.49%	26.46%
总资产增长率	14.64%	2.13%	36.56%	3.04%	7.98%	11.99%
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	85.2	76.1	72.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.17%	-13.00%	-50.62%	-51.64%	-48.96%	-46.75%
EBIT利息保障倍数	90.9	759.3	-133.7	8.0	3.9	3.6
资产负债率	42.53%	39.82%	26.52%	27.58%	28.47%	28.68%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-29	买入	26.40	32.74~32.74
2	2022-10-31	买入	24.84	N/A
3	2023-04-22	买入	27.88	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究