

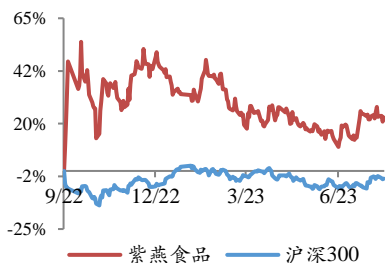
## 消费需求仍待改善，成本下行带动净利率明显修复

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-10

收盘价（元）	25.99
近12个月最高/最低（元）	32.77/21.18
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）	107
流通市值（亿元）	11

### 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 2022 年报&2023 一季报点评：22 年成本承压显著，23 年业绩高弹性可期 2023-04-24

2. 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 2023 年半年度报告

根据 2023 年半年度报告，公司 23H1 实现营业总收入 17.43 亿元，同比+6.5%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比+55.1%；实现扣非归母净利润 1.42 亿元，同比+52.1%。23Q2 单季度实现营业总收入 9.88 亿元，同比+1.5%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比+53.5%；实现扣非归母净利润 1.08 亿元。

● 上半年开店进展基本符合预期，受消费需求偏弱影响单店营收同比下滑  
开店方面，截至 23H1 末，公司拥有全国门店数量 6137 家，较 22 年末净增加 442 家，其中加盟/直营门店分别净增加 439/3 家。据公司业绩交流会，Q1 净开店近 200 家，则 Q2 开店节奏环比有所加快，整体开店进度基本符合预期。根据 23H1 整体收入同比增长 6.5% 测算，上半年单店营收或有中个位数的同比下滑，消费需求仍有待恢复。分产品看，23H1 鲜货产品/预包装产品/包材/加盟相关费用分别实现收入 14.8/1.7/0.4/0.3 亿元，收入占比分别为 86.1%/9.8%/2.3%/1.8%。

#### ● 23H1 主要原材料成本下行，净利率显著修复

毛利率方面，22 年公司主要原材料价格高涨，给公司成本端造成较大压力，23 年年初以来主要原材料价格回落，带动公司毛利率环比显著改善，23H1 公司整体毛利率 21.1%，同比提升 4.0pp，季度间来看，23Q2 单季度毛利率 23.0%，环比 23Q1 提升 4.3pp，表明牛肉等主要原材料价格大幅下行开始充分在公司报表端体现。费用率方面，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.04%/4.67%/0.23%/-0.08%，分别同比 +1.5/-0.4/+0.0/-0.1pp，销售费用率同比提升主要系公司加大广告费用投放，上半年整体费用率同比小幅提升约 1.0pp。23H1 实现归母净利率 10.3%，同比提升约 3.2pp，主要由成本下行贡献，符合我们此前对公司净利率处于恢复通道的判断。

#### ● 盈利预测与投资建议

由于 Q2 收入表现不及预期，考虑到消费力偏疲弱的环境对公司经营的可能影响，我们小幅下调公司盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 40.8/49.0/58.4 亿元，同比+13.3%/+20.1%/+19.1%；实现归母净利润 3.6/4.7/5.5 亿元，同比+61.9%/+29.7%/+18.9%；EPS 分别为 0.87/1.13/1.34 元。当前股价对应 PE 分别为 30/23/19 倍，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，当前估值仍有性价比，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	4083	4902	5838
收入同比	16.5%	13.3%	20.1%	19.1%
归属母公司净利润	222	359	466	554
净利润同比	-32.3%	61.9%	29.7%	18.9%
毛利率	16.0%	20.3%	21.8%	21.6%
ROE	11.0%	17.3%	21.2%	23.3%
每股收益 (元)	0.58	0.87	1.13	1.34
P/E	53.98	29.81	22.99	19.34
P/B	6.40	5.16	4.87	4.51
EV/EBITDA	34.26	18.86	14.72	12.15

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
<b>流动资产</b>	1428	1551	1788	2081	<b>营业收入</b>	3603	4083	4902	5838
现金	530	692	831	1114	营业成本	3027	3254	3834	4578
应收账款	82	64	82	77	营业税金及附加	31	40	48	57
其他应收款	9	7	12	9	销售费用	137	184	206	228
预付账款	82	75	84	96	管理费用	166	188	225	267
存货	163	150	215	222	财务费用	-2	-8	-10	-10
其他流动资产	563	563	563	563	资产减值损失	-3	-4	-4	-4
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	281	479	621	738
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
<b>资产总计</b>	2744	2856	3087	3367	<b>利润总额</b>	283	479	622	739
<b>流动负债</b>	532	591	695	815	所得税	68	122	158	188
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	216	357	464	552
应付账款	158	185	220	251	少数股东损益	-6	-2	-2	-2
其他流动负债	374	406	476	564	<b>归属母公司净利润</b>	222	359	466	554
<b>非流动负债</b>	195	200	202	192	EBITDA	364	534	675	793
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.58	0.87	1.13	1.34
其他非流动负债	195	200	202	192					
<b>负债合计</b>	728	791	898	1007					
少数股东权益	-8	-10	-12	-14	<b>主要财务比率</b>				
股本	412	412	412	412	<b>会计年度</b>	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	686	686	686	686	<b>成长能力</b>				
留存收益	927	977	1103	1276	营业收入	16.5%	13.3%	20.1%	19.1%
归属母公司股东权	2025	2075	2201	2374	营业利润	-34.4%	70.1%	29.7%	18.8%
<b>负债和股东权益</b>	2744	2856	3087	3367	归属于母公司净利	-32.3%	61.9%	29.7%	18.9%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	16.0%	20.3%	21.8%	21.6%
					净利率 (%)	6.2%	8.8%	9.5%	9.5%
					ROE (%)	11.0%	17.3%	21.2%	23.3%
					ROIC (%)	9.6%	16.5%	20.2%	22.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	26.5%	27.7%	29.1%	29.9%
					净负债比率 (%)	36.1%	38.3%	41.0%	42.7%
					流动比率	2.68	2.62	2.57	2.55
					速动比率	2.11	2.14	2.05	2.09
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.52	1.46	1.65	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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.58	0.87	1.13	1.34
					每股经营现金流薄)	0.85	1.25	1.28	1.75
					每股净资产	4.91	5.04	5.34	5.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	53.98	29.81	22.99	19.34
					P/B	6.40	5.16	4.87	4.51
					EV/EBITDA	34.26	18.86	14.72	12.15

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，1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。