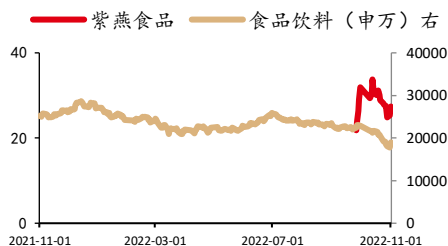


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	34.57
52 周内低	18.18
总市值(亿元)	102.3
流通市值(亿元)	10.43
总股本(亿股)	4.12
A 股(亿股)	4.12
—已流通(亿股)	0.42
—限售股(亿股)	3.70

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email: caixueyu@cnpsec.com

联系人：杨逸文

SAC 登记编号：S1340122090011

Email: yangyiwen@cnpsec.com

紫燕食品 (603057.SH):

同店延续增长，开店节奏稳健

● 事件

公司前三季度营业收入 27.42 亿元，同比增长 15.51%，归母净利润 2.28 亿元，同比减少 22.47%，扣非归母净利润 1.99 亿元，同比减少 21.40%，单三季度营业收入 11.05 亿元，同比增长 14.05%，归母净利润 1.12 亿元，同比减少 16.37%，扣非归母净利润 1.06 亿元，同比减少 15.23%，业绩符合预告区间，扣非净利润贴近上限。

● 核心观点：

前三季度单店表现较去年同期基本持平，成熟区域门店加密与新区域开发同步进行。分品类看，公司 2022 年前三季度鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟等费用分别实现营业收入 23.80/2.25/0.66/0.42 亿元。分渠道看，2022 年前三季度经销/直营/其他渠道分别实现营收 24.34/0.31/2.48 亿元，经销渠道占营收比重下滑至 89.72%，低基数下电商、团购等新销售渠道增长迅速。分区域看，2022 年前三季度华东/华中/西南/华北/华南/西北/东北/其他地区分别实现营收 19.71/2.97/2.06/1.14/0.60/0.37/0.18/0.10 亿元。另外，报告期内公司经销商增加 8 家，减少 9 家，新增经销商主要在华南区域，期末经销商数量为 94 家。

主要原材料价格同比涨幅较大。今年以来进口牛肉及牛副产品受到国际物流、汇率等因素涨幅靠前，其余主要原材料价格均有不同程度的上涨，公司前三季度毛利率 17.50%，较去年同期下滑 5.79 个百分点，单三季度毛利率 18.10%，环比有所回升。从费用端来看，公司前三季度销售/管理/研发费用率分别为 3.25%/4.81%/0.21%，同比分别 +0.30/-0.37/-0.03pct，单三季度费用率分别为 2.85%/4.40%/0.20%/-0.05%，管理费用率上升主要因为上市费用增加。前三季度净利率 8.12%，较去年同期下滑 4.18 个百分点，单三季度净利率 9.77%，盈利能力环比改善。

公司为佐餐卤味龙头企业，成熟店型在疫情期间表现优异，未来将维持每年 1000-1500 家的开店目标。公司自 1989 年成立以来历经 30 年全方位拓展，逐渐从区域卤味品牌华丽蜕变为全国卤制品行业佼佼者。今年在经历了疫情反复对连锁业态的冲击后在三季度依旧保持了双位数的增长。分店型看，成熟门店平均店效保持稳定增长，抗风险能力较强，新开店在爬坡阶段受到宏观环境影响波动性较大。整体

来看，主要肉类价格在四季度预计仍将维持在高位，公司在原材料涨价的情况下具备成本转移能力，终端门店有针对性提价可缓解经营压力，而就开店规划上将保持每年 1000-1500 家速度不变，通过在各级城市、不同点位的门店覆盖加强品牌露出，规模化效应下单店表现将有较高弹性，期待疫情缓解后收入和利润双重改善。

● 盈利预测与投资建议

在疫情不断反复的背景下，紫燕积极维持门店开拓步伐、控制成本费用开支，纵观连锁业态今年以来的整体经营表现，公司在收入和利润端的表现均处于较高水平，市占率稳步上升。因此我们预计公司 2022-24 年收入预测分别为 35.94/44.26/53.43 亿元，对应增速分别为 16.24%/23.15%/20.7%，22-24 年净利润预测分别为 2.66/4.01/5.45 亿元，对应增速-18.83%/50.96%/35.77%，给予 23 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 33.95 元，首次覆盖“推荐”评级。

● 风险提示

疫情反复导致餐饮需求疲软；原材料价格波动风险；食品安全等风险

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：百万元	3092	3594	4426	5343
同比增速%	18.34%	16.24%	23.15%	20.70%
归属于母公司净利润：百万元	328	266	401	545
同比增速%	-8.67%	-18.83%	50.96%	35.77%
EPS 元/股	0.80	0.65	0.97	1.32
PE	34.5	42.5	28.1	20.7

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 1 日收盘价

公司财务预测

资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	388	244	759	1058	1632
应收账款+票据	22	65	46	56	68
预付账款	36	69	60	74	90
存货	93	129	160	191	227
其他	68	116	110	135	163
流动资产合计	608	623	1135	1515	2179
长期股权投资	14	23	22	21	20
固定资产	1109	1082	1046	1144	1317
在建工程	15	15	111	207	104
无形资产	105	97	95	93	90
其他非流动资产	116	171	139	131	131
非流动资产合计	1360	1387	1412	1595	1662
资产总计	1968	2010	2547	3110	3840
短期借款	126	80	0	0	0
应付账款+票据	121	148	193	230	272
其他	518	382	700	836	993
流动负债合计	765	611	893	1066	1266
长期带息负债	0	41	34	27	18
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	72	148	148	148	148
非流动负债合计	72	190	182	175	167
负债合计	837	800	1075	1241	1433
少数股东权益	(0)	(2)	(5)	(10)	(16)
股本	370	370	370	370	370
资本公积	107	137	137	137	137
留存收益	654	705	971	1372	1917
股东权益合计	1131	1209	1472	1869	2408
负债和股东权益	1968	2010	2547	3110	3840

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	358	320	263	397	539
折旧摊销	76	94	100	116	132
财务费用	5	0	2	-2	-4
存货减少	18	-35	-32	-31	-36
营运资金变动	209	-119	365	92	110
其它	-16	75	42	32	37
经营活动现金流	649	334	741	605	779
资本支出	-225	-74	-150	-300	-200
长期投资	-27	0	0	0	0
其他	4	-74	14	-1	-1
投资活动现金流	-248	-148	-136	-301	-201
债权融资	-88	-5	-88	-7	-8
股权融资	128	0	0	0	0
其他	-354	-333	-2	2	4
筹资活动现金流	-314	-338	-90	-5	-5
现金净增加额	87	-151	515	299	573

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2613	3092	3594	4426	5343
营业成本	1932	2423	2954	3520	4178
税金及附加	22	32	33	40	48
营业费用	63	98	122	159	192
管理费用	172	178	185	237	270
财务费用	5	0	2	-2	-4
资产减值损失	-7	-1	-4	-5	-7
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	9	-1	3	3	3
其他	66	71	42	50	49
营业利润	487	429	339	519	703
营业外净收益	-8	0	-2	-3	-3
利润总额	479	429	337	515	700
所得税	122	109	74	119	161
净利润	358	320	263	397	539
少数股东损益	-1	-8	-3	-5	-6
归母净利润	359	328	266	401	545

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	7.31%	18.34%	16.24%	23.15%	20.70%
EBIT	44.17%	-11.31	-21.08	51.60%	35.52%
EBITDA	42.12%	-6.51%	-16.11	43.49%	31.47%
归母净利润	45.03%	-8.67%	-18.83	50.96%	35.77%
获利能力					
毛利率	26.07%	21.62%	17.80%	20.47%	21.80%
净利率	13.68%	10.34%	7.31%	8.96%	10.08%
ROE	31.71%	27.04%	18.00%	21.37%	22.49%
ROIC	37.14%	27.86%	18.84%	35.55%	41.72%
偿债能力					
资产负债	42.53%	39.82%	42.19%	39.89%	37.30%
流动比率	0.8	1.0	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.5	0.5	0.9	1.1	1.4
营运能力					
应收账款周转率	118.8	47.8	78.8	78.8	78.8
存货周转率	20.7	18.9	18.4	18.4	18.4
总资产周转率	1.3	1.5	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益	0.9	0.8	0.6	1.0	1.3
每股经营现金流	1.6	0.8	1.8	1.5	1.9
每股净资产	2.7	2.9	3.6	4.6	5.9
估值比率					
市盈率	31.5	34.5	42.5	28.1	20.7
市净率	10.0	9.3	7.6	6.0	4.7
EV/EBITDA	20.2	21.8	24.9	17.0	12.3
EV/EBIT	23.3	26.6	32.2	20.8	14.6

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年11月1日收盘价

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。