

收入增长稳健，盈利阶段性承压

2022 年 11 月 03 日

➤ **事件：**公司发布 2022 年三季度报，前三季度整体实现营业收入 27.4 亿元，同比+15.5%；归母净利润 2.3 亿元，同比-22.5%。单三季度实现营业收入 11.1 亿元，同比+14.0%；归母净利润 1.1 亿元，同比-16.4%。

➤ **大单品表现亮眼，渠道结构维持稳定。**公司积极拓店，社区店受疫情冲击较小，22Q1-Q3 收入实现 27.4 亿元，同比+15.5%。**分产品看**，夫妻肺片及整禽类依然贡献主要收入，Q1-3 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实现营收 23.8/2.2/0.7/0.4 亿元，占比较 21 年分别变动-0.34pcts/+0.35pcts/+0.06pcts/-0.07pcts 至 87.7%/8.3%/2.4%/1.5%；其中夫妻肺片/整禽类/香辣休闲/其他鲜货分别实现营收 8.5/7.5/3.2/4.5 亿元，占比较 21 年末分别变动 +0.89pcts/+0.15pcts/-0.34pcts/-1.04pcts 至 31.5%/27.7%/12.0%/16.5%。**分区域看**，Q1-3 华东/华中/西南/华北/华南/西北/东北/其他分别实现营收 19.7/3.0/2.1/1.1/0.6/0.4/0.2/0.1 亿元，占比 72.7%/11.0%/7.6%/4.2%/2.2%/1.4%/0.7%/0.4%。**分渠道看**，Q1-3 经销模式/直营模式/其他分别实现营收 24.3/0.3/2.5 亿元，占比较 21 年分别变动 -1.59pcts/未变动/+1.59pcts 至 89.7%/1.2%/9.1%。公司经销商结构维持稳定，报告期内经销商数量达 94 家，较 21 年末净减少 1 家。

➤ **成本高位毛利承压，期间费用表现相对平稳。**公司三季度毛利承压，Q3 毛利率同比-6.1pcts 至 18.1%，主要系牛类、鸡类等原材料价格大幅上涨（21 年整鸡/牛肉占总采购额比重分别为 16.01%/13.88%），盈利能力受到抑制。费用端小幅上涨，Q3 销售/管理/研发费用率分别变动 +0.53pcts/+0.15pcts/+0.04pcts 至 2.9%/4.4%/0.2%。综上，Q3 净利率同比-3.7pcts 至 10.1%。

➤ **投资建议：**公司凭借明星单品实现基本盘业务稳步增长，“经销商+终端加盟门店”的经销模式构建渠道护城河，门店扩张稳步推进。未来在产能布局完善、供应链管控能力加强、信息化系统持续助力门店拓展及提升运营效率的背景下，公司有望进一步提升市占率，剑指万店可期。我们预计公司 2022~2024 年营收分别为 36/42/51 亿元，归母净利润分别为 2.6/3.9/5.2 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 45/30/23X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格持续上涨，疫情反复影响终端需求，门店拓展不及预期

推荐

维持评级

当前价格：

28.24 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 紫燕食品 (603057.SH) 首次覆盖报告：佐餐卤味第一股，剑指万店可期-2022/10/09

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3092	3567	4207	5105
增长率 (%)	18.3	15.4	17.9	21.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	328	258	387	516
增长率 (%)	-8.7	-21.3	50.2	33.2
每股收益 (元)	0.80	0.63	0.94	1.25
PE	36	45	30	23
PB	9.6	5.7	4.8	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 02 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3092	3567	4207	5105
营业成本	2423	2834	3235	3836
营业税金及附加	32	40	48	60
销售费用	98	196	231	306
管理费用	170	201	230	274
研发费用	8	12	12	14
EBIT	423	340	501	666
财务费用	0	3	2	2
资产减值损失	-1	-6	-6	-7
投资收益	-1	2	2	0
营业利润	429	344	516	682
营业外收支	0	-3	-4	-2
利润总额	429	341	512	680
所得税	109	86	130	172
净利润	320	255	382	508
归属于母公司净利润	328	258	387	516
EBITDA	524	448	623	794

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	244	1181	1404	1972
应收账款及票据	65	34	82	59
预付款项	69	63	75	94
存货	129	155	169	215
其他流动资产	116	135	135	137
流动资产合计	623	1568	1865	2478
长期股权投资	23	33	42	52
固定资产	1053	1128	1213	1215
无形资产	97	97	97	97
非流动资产合计	1387	1527	1653	1672
资产合计	2010	3096	3518	4150
短期借款	80	0	0	0
应付账款及票据	148	198	197	250
其他流动负债	382	679	719	791
流动负债合计	611	877	916	1041
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	190	190	190	190
非流动负债合计	190	190	190	190
负债合计	800	1066	1106	1231
股本	370	412	412	412
少数股东权益	-2	-5	-10	-18
股东权益合计	1209	2029	2412	2919
负债和股东权益合计	2010	3096	3518	4150

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.34	15.37	17.92	21.37
EBIT 增长率	-11.12	-19.67	47.31	32.93
净利润增长率	-8.67	-21.32	50.23	33.22
盈利能力 (%)				
毛利率	21.62	20.57	23.09	24.86
净利率	10.59	7.23	9.21	10.10
总资产收益率 ROA	16.30	8.33	11.01	12.43
净资产收益率 ROE	27.04	12.67	15.99	17.56
偿债能力				
流动比率	1.02	1.79	2.03	2.38
速动比率	0.51	1.40	1.63	1.96
现金比率	0.40	1.35	1.53	1.89
资产负债率 (%)	39.82	34.44	31.44	29.66
经营效率				
应收账款周转天数	5.05	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	16.49	18.00	18.00	18.00
总资产周转率	1.55	1.40	1.27	1.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.63	0.94	1.25
每股净资产	2.94	4.94	5.88	7.13
每股经营现金流	0.83	1.70	1.11	1.70
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	36	45	30	23
PB	9.6	5.7	4.8	4.0
EV/EBITDA	21.98	23.42	16.49	12.23
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	320	255	382	508
折旧和摊销	101	109	123	129
营运资金变动	-89	338	-34	79
经营活动现金流	341	700	459	701
资本开支	-149	-236	-227	-121
投资	0	-10	-9	-10
投资活动现金流	-148	-245	-235	-131
股权募资	6	565	0	0
债务募资	-44	-80	0	0
筹资活动现金流	-338	482	-2	-2
现金净流量	-144	937	223	568

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026