

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.88
总股本/流通股本(亿股)	4.12 / 0.42
总市值/流通市值(亿元)	115 / 12
52 周内最高/最低价	33.76 / 21.82
资产负债率(%)	26.5%
市盈率	47.82
第一大股东	宁国川沁企业管理咨询 服务合伙企业(有限合 伙)
持股比例(%)	24.8%

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 杨逸文
SAC 登记编号: S1340522120002
Email: yangyiwen@cnpsec.com

紫燕食品(603057)

22 年实现稳定发展，23 年持续关注盈利修复

● 事件

公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 36.03/2.22/1.81 亿元，同比+16.51%/-32.28%/-33.22%，其中 Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 8.60/-0.06/-0.18 亿元；23Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 7.55/0.45/0.34 亿元，同比+13.84%/+60.29%/+60.38%。总体来看业绩表现符合预期，22 年稳健增长，23Q1 利润同比改善明显。

● 核心观点

公司门店逐步开拓、店效实现优化，23 年开年闭店率明显改善。22 全年净增开店 500 余家、年底门店数达到 5695 家，开店保持 1000-1500 家水平，疫情影响加盟商意愿关店率偏高，今年预计回到正常个位数水平；另一方面店效稳步提升，老店每年提升 3-5%，新开店处于爬坡阶段预计提升 50-60%，产品品类增长、满足年轻化群体需求、外卖业务引入、精进门店管理多措并举助力门店稳定增长。

产品矩阵不断优化，渠道结构日益丰富。核心大单品持续稳健增长，夫妻肺片/整禽类分别实现营收 10.9/9.2 亿元，同比+17.27%/+8.96%，未来将推出地域特色、热卤等新产品，满足多样需求；渠道方面新零售、电商及商超渠道也在积极尝试，2022 年其他渠道营收同比+68.35%达 3.87 亿表现亮眼。

成本端来看原料价格回落，盈利能力将改善。22 年公司销售毛利率/净利率为 15.98%/5.98%，同比-5.65/-4.36pct；2023Q1 公司销售毛利率/净利率为 18.69%/5.82%，同比+2.33 /+1.68pct。22 年利润承压主要因营业成本及销售费用增加所致，23 年一季度看牛副鸭肉等价格已现回落，将通过与贸易商合作、订单锁价等方式进一步稳定原料价格；同时费用投放将注重提质增效，看好全年盈利能力改善。

长期来看，开店空间广阔，主要原材料价格回落推升业绩。成熟城市开店密度大、门店数量保持小幅增长；新城市尚存空白区域，具有新店扶持计划，门店数量增长潜力较大。2、3 季度是营业、开店旺季，表现值得期待。海南新工厂规划建设中，便利公司肉类原料进口、华南区产品生产，预计 2025 年前完成大宗自贸港通关，随着工厂建成与投放，生产能力将更有保障。

● 盈利预测与投资建议

22 年公司实际收入情况与此前预测基本一致，因此我们沿用此前

23-24 年营收和归母净利润预测，新增 25 年盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别为 44.25/53.4/61.84 亿元，同比增长 22.8%/20.7%/15.8%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.01/5.21/6.26 亿元，同比增长 80.6%/30.2%/20.1%，未来三年 EPS 分别为 0.97/1.27/1.52 元，对应当前股价 PE 分别为 29/22/18 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

原材料价格波动风险；疫情导致门店销售收入下滑；门店扩张不及预期；食品安全风险。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3603	4425	5340	6184
增长率(%)	16.5	22.8	20.7	15.8
EBITDA（百万元）	377	599	773	923
归属母公司净利润（百万元）	222	401	521	626
增长率(%)	-32.3	80.6	30.2	20.1
EPS(元/股)	0.54	0.97	1.27	1.52
市盈率（P/E）	51.78	28.68	22.03	18.34
市净率（P/B）	5.67	4.74	3.90	3.21
EV/EBITDA	32.65	17.24	12.93	10.25

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	3603	4425	5340	6184	营业收入	16.5%	22.8%	20.7%	15.8%
营业成本	3027	3520	4208	4854	营业利润	-34.4%	79.8%	31.8%	20.0%
税金及附加	31	41	49	57	归属于母公司净利润	-32.3%	80.6%	30.2%	20.1%
销售费用	137	159	203	223	获利能力				
管理费用	166	221	251	284	毛利率	16.0%	20.5%	21.2%	21.5%
研发费用	8	16	21	25	净利率	6.0%	8.9%	9.6%	9.9%
财务费用	-2	-1	-3	-5	ROE	11.0%	16.5%	17.7%	17.5%
资产减值损失	-3	-6	-7	-8	ROIC	14.9%	27.4%	39.8%	41.1%
营业利润	281	506	667	800	偿债能力				
营业外收入	5	2	6	6	资产负债率	26.5%	30.1%	29.2%	27.7%
营业外支出	3	4	8	8	流动比率	2.68	2.45	2.53	2.78
利润总额	283	504	665	798	营运能力				
所得税	68	111	153	184	应收账款周转率	44.13	57.70	57.70	57.70
净利润	216	393	512	615	存货周转率	18.58	19.33	19.33	19.33
归母净利润	222	401	521	626	总资产周转率	1.31	1.28	1.29	1.27
每股收益(元)	0.54	0.97	1.27	1.52	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.54	0.97	1.27	1.52
货币资金	530	1120	1513	2121	每股净资产	4.91	5.89	7.15	8.67
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	82	77	93	107	PE	51.78	28.68	22.03	18.34
预付款项	82	87	105	121	PB	5.67	4.74	3.90	3.21
存货	163	182	218	251	现金流量表				
流动资产合计	1428	2091	2578	3274	净利润	216	359	463	566
固定资产	1055	1022	1121	1297	折旧和摊销	96	96	112	130
在建工程	16	112	208	104	营运资本变动	15	247	73	69
无形资产	93	91	88	86	其他	19	30	45	43
非流动资产合计	1316	1359	1545	1614	经营活动现金流净额	345	732	692	808
资产总计	2744	3450	4124	4888	资本开支	-99	-150	-300	-200
短期借款	0	0	0	0	其他	-453	14	2	2
应付票据及应付账款	158	207	247	285	投资活动现金流净额	-552	-136	-298	-198
其他流动负债	374	645	772	890	股权融资	591	0	0	0
流动负债合计	532	852	1019	1176	债务融资	-82	-7	-5	-8
其他	195	188	183	176	其他	-23	1	3	5
非流动负债合计	195	188	183	176	筹资活动现金流净额	486	-6	-2	-2
负债合计	728	1040	1202	1352	现金及现金等价物净增加额	280	591	393	608
股本	412	412	412	412					
资本公积金	686	686	686	686					
未分配利润	927	1327	1849	2475					
少数股东权益	-8	-16	-25	-37					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	2017	2410	2922	3536					
负债和所有者权益总计	2744	3450	4124	4888					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

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	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048