



2023-04-24

公司点评报告

增持/维持

紫燕食品(603057)

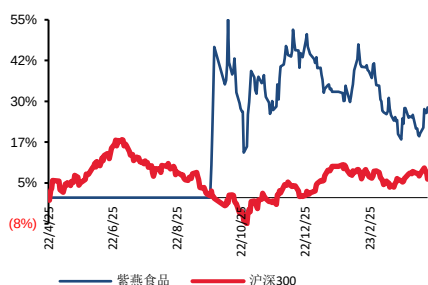
目标价: 37

昨收盘: 27.88

食品饮料 休闲食品

紫燕食品：22 年盈利能力承压，期待未来业绩弹性逐步释放

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	412/42
总市值/流通(百万元)	11,487/1,171
12 个月最高/最低(元)	33.76/21.82

相关研究报告：

紫燕食品(603057)《紫燕食品公司深度：佐餐卤味龙头，万店成长可期》——2023/01/03

紫燕食品(603057)《紫燕食品：收入稳步增长，盈利提升可期》——2022/11/01

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

研究助理：况英

电话：021-58502206

E-MAIL: kuangying@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190122080015

事件：

公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年公司实现营收 36.0 亿元，同比+16.5%，归母净利润 2.2 亿元，同比-32.3%，扣非归母净利润 1.8 亿元，同比-33.2%。其中 22Q4 营收 8.6 亿元，同比+19.8%，归母净利润-0.06 亿元（去年同期 0.34 亿元），扣非归母净利润为-0.18 亿元。

23Q1，公司实现营收 7.6 亿元，同比+13.8%，归母净利润 0.45 亿元，同比+60.3%，扣非归母净利润 0.34 亿元（+60.4%）。

点评：

收入分析：餐饮旅游火爆下，23Q1 收入增速下滑

2022、23Q1，公司实现营收 36.0、7.6 亿元，同比+16.5%、+13.8%。

1) 分产品：2022 年，公司鲜货产品营收 30.6 亿元，其中：夫妻肺片/整禽类/香辣休闲/其他鲜货收入分别为 10.9/9.2/3.9/6.6 亿元，分别同比+17.3%/+9.0%/+2.8%/+22.9%。预包装及其他产品实现收入 3.7 亿元，同比+51.3%。23Q1，公司鲜货产品营收 6.31 亿元，其中夫妻肺片/整禽类/香辣休闲/其他鲜货收入分别为 2.3/1.9/0.8/1.4 亿元，预包装及其他产品收入为 0.8 亿元，Q1 产品销售环比有所下滑主要是由于公司销售跟餐饮好坏呈负相关，2-3 月餐饮火爆以及报复性旅游，影响了公司 Q1 产品销售。

2) 分渠道：2022 年，公司经销渠道收入 31.4 亿元（+12.6%），平均单店收入同比+2.0%，年末终端加盟店数量为 5666 家，同比+10.4%，全年闭店约 700 家，闭店率高于疫情前，闭店较之前（经营不善、市政拆迁等原因）增加了外部环境因素影响下店主离开一线城市回家（占比约 50%），预计未来闭店率将回归正常水平。公司直营/其他收入分别为 0.4/3.9 亿元，分别同比+28.0%/+68.4%。23Q1，经销/直营/其他收入分别为 6.49/0.14/0.83 亿元，Q1 门店净增不到 200 家，开店较少主要是由于淡季、春节影响装修所致。

3) 分地区：2022 年，华东/华中/西南/华北地区收入分别为 25.9/3.9 /2.9/1.4 亿元，分别同比+15.4%/20.3%/24.7%/13.8%。23Q1，华东/华中/西南/华北地区收入分别为 5.3/0.8/0.7/0.3 亿元。

利润分析：原材料价格上涨，22 年盈利能力下降

2022 年，公司毛利率为 15.95%（-5.6pct），毛利率的下降主要是由于进口牛和牛副的价格大幅上涨所致。期内，公司销售费用率 3.8%（+0.6pct），管理费用率 4.6%（-0.9pct），研发费用率 0.2%（+0.0pct），财务费用率 0.0%（-0.1pct），费用管控得当。综上，公司归母净利率 6.2%（-4.4pct），扣非归母净利率 5.0%（-3.7pct）。

23Q1，公司毛利率为 18.7%，环比+0.6pct，主要由于牛和牛副价格从去年 11 月高位后下降。期内，公司销售费用率 4.5%（+0.3pct），管理费用率 6.5%（+0.3pct），研发费用率 0.3%（+0.0pct），财务费用率-0.1%（-0.1pct）。综上，23Q1 公司归母净利率 5.9%（+1.7pct），扣非归母净利率 4.5%。

2023 年展望：收入双位数增长，盈利逐步修复

1、收入端：1）单店方面，公司同店每年约有 3-5%自然增长，新店随着城市培育快速增长。预计 23 年公司平均单店收入有进一步增长。2）扩张方面，公司每年均有 1000-1500 家新开门店，预计开店趋势延续。公司疫情前闭店率在 5%以内，疫情中由于店主回家闭店率上升，预计 23 年闭店率有望回落至 5-6%的水平。23 年门店增长有望延续 10%+的增速。综合单店及门店扩张，我们预计公司收入或能保持 15%+的双位数增长。**2、利润端：**公司部分原材料价格自 22 年 11 月达到高点后逐步下降，预计 23 年公司毛利率压力将有所缓解，结合较为稳定的期间费用率，23 年利润增速或将高于收入增速。

公司逻辑：门店业务稳步成长、多渠道迅速扩张、龙头发展空间大。

1）门店业务兼具确定性和成长性：公司作为佐餐卤味行业龙头，独特的经销模式利于门店不断扩张。公司现有不到 6000 门店，每年保持新开 1000-1500 家的开店速度，预计公司有望在 3-5 年内门店数量突破一万家，门店数量中期看有翻倍空间，叠加每年约 3-5%的单店销售增长，公司门店端收入兼具确定性和成长性；**2）多渠道有望迅速扩张：**公司积极构建线上销售、团购模式等多样化立体式营销网络体系，与盒马鲜生、叮咚买菜等大型 O2O 生鲜电商合作，To B 为知名连锁餐饮门店精准提供代加工和供货服务，为公司发展提供多样增长动力；**3）行业集中度不断提升：**2020 年，我国佐餐卤制食品行业 CR3 为 3.5%，行业集中度较低，以小作坊经营模式为主。未来随着行业发展及技术进步，行业集中度将会提升，佐餐卤味龙头未来在单店经营效率、连锁化、规模化发展均有较大空间。

盈利预测与评级：公司营收稳步增长，22 年原材料价格上涨下盈利能力受到影响，预计 23 年盈利能力逐步修复，24 年毛利率水平或恢

复至接近 21 年水平。公司 23Q1 归母净利率 5.9%，中长期利润率水平或达 12-14%，盈利提升具备较大空间。我们看好公司未来的成长潜力，预计公司 2023-2025 年收入增速为分别为 19%、18%、18%，归母净利润增速分别为为 77%、28%、27%，EPS 分别为 0.95、1.22、1.56 元/股，按照 2024 年业绩给予 30X 估值，一年目标价 37 元，维持公司“增持”评级。

风险提示：疫情反复风险、原材料等成本大幅波动、食品安全问题等；

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3603	4299	5079	5997
(+/-%)	17%	19%	18%	18%
归母净利(百万元)	222	393	504	643
(+/-%)	-32%	77%	28%	27%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.95	1.22	1.56
市盈率(PE)	49	28	22	17

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。