

拓店有序，盈利修复

2023 年 08 月 11 日

► **事件：**公司发布 2023 年半年报，公司 2023 年上半年实现营收 17.4 亿元，同比+6.5%；归母净利润 1.8 亿元，同比+55.1%；扣非归母净利润 1.4 亿元，同比+52.1%。单 Q2 来看，23Q2 实现营收 9.9 亿元，同比+1.5%；归母净利润 1.3 亿元，同比+53.4%（此前业绩预告中枢+50%）；扣非归母净利润 1.1 亿元，同比+49.7%（此前业绩预告中枢+52.5%）。

► **经营稳健，拓店有序。**23Q2 公司营收同比+1.5%，**分产品看**，23Q2 鲜货产品收入 8.5 亿元，占比 87.2%，拆分来看夫妻肺片/整禽类/香辣休闲/其他鲜货分别实现营收 3.1/2.5/0.9/2.0 亿元，占比分别 32%/26%/9%/20%，产品结构保持稳定，整体实现稳健增长；预包装/包材/加盟费分别实现收入 0.9/0.2/0.2 亿元，占比分别 9%/2%/2%。**分渠道看**，23Q2 经销/直营/其他模式分别实现营收 8.7/0.2/0.9 亿元，占比分别 88.7%/1.7%/9.5%，公司以经销为主，同时构建包括电商渠道销售、商超渠道销售、团购模式等其他渠道在内的多样化立体式营销网络体系，截至 23H1，公司门店总数达 6137 家（同比+12%，较 23 年初净增 442 家），其中加盟门店 6105 家（较年初净增 439 家），直营门店 32 家（较 23 年初净增 3 家）。经销商数量上，截至 23H1 共有 104 家，较 23 年初净增 15 家（新增 22 家，减少 7 家）。

► **成本压力缓解，利润弹性释放。**23Q2 公司毛利率 23%，同比+5.4pcts，随着宏观经济回归常态，原材料价格趋近于往年区间，成本压力缓解。费用端，23Q2 销售费用率 5.4%，同比+2.4pcts，主要系广告费用增加；管理费用率 3.3%，同比-1pcts。非经常性损益方面，23H1 公司致力于提升生产工艺、技术改造，持之以恒地精进产品力、升级自动化，响应国家相应政策，获得政府补贴 3799 万元。23Q2 录得归母净利率 13.7%，同比+4.6pcts；扣非归母净利率 10.9%，同比+3.5pcts。

► **Q3 销售旺季有望提升门店业绩，成本持续改善利润端有望进一步优化。**Q3 进入公司门店销售旺季，配合促销活动门店业绩有望提升；公司与主要原材料供应商建立长期、稳定合作关系，锁价措施有序推进成本有望持续改善。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，把握第三方平台汇集的巨大用户流量，持续布局线上平台；线下推动公司品牌与其他知名品牌进行联名合作，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，多渠道布局驱动业绩增长。

► **投资建议：**我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 43/53/61 亿元，同比+20%/22%/16%；归母净利润分别为 3.9/4.9/5.7 亿元，同比+77%/25%/16%，当前股价对应 P/E 分别为 27/21/18X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**门店扩张及同店增长不及预期；原材料价格波动；食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3603	4331	5282	6114
增长率 (%)	16.5	20.2	22.0	15.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	222	393	490	566
增长率 (%)	-32.3	77.0	24.7	15.6
每股收益 (元)	0.54	0.95	1.19	1.37
PE	47	27	21	18
PB	5.2	5.0	5.1	5.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 11 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.36 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) 2023 年半年度业绩预告点评：经营稳健，成本压力边际缓解-2023/07/15

2.紫燕食品 (603057.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：成本压力边际缓解，经营势能向上-2023/05/07

3.紫燕食品 (603057.SH) 2022 年三季报点评：收入增长稳健，盈利阶段性承压-2022/11/03

4.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3603	4331	5282	6114
营业成本	3027	3466	4213	4876
营业税金及附加	31	43	53	61
销售费用	137	152	185	214
管理费用	166	195	238	275
研发费用	8	9	11	12
EBIT	261	510	636	736
财务费用	-2	-5	-8	-8
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	281	515	644	744
营业外收支	2	2	0	0
利润总额	283	517	644	744
所得税	68	124	155	179
净利润	216	393	490	566
归属于母公司净利润	222	393	490	566
EBITDA	364	625	772	889

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	530	783	787	724
应收账款及票据	82	95	116	134
预付款项	82	104	126	146
存货	163	171	208	240
其他流动资产	572	553	555	558
流动资产合计	1428	1705	1792	1803
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	1024	1034	1041	1045
无形资产	93	96	97	99
非流动资产合计	1316	1317	1311	1317
资产合计	2744	3023	3103	3119
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	158	190	231	267
其他流动负债	374	543	643	742
流动负债合计	532	733	874	1009
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	195	190	187	183
非流动负债合计	195	190	187	183
负债合计	728	923	1060	1193
股本	412	412	412	412
少数股东权益	-8	-8	-8	-8
股东权益合计	2017	2100	2043	1927
负债和股东权益合计	2744	3023	3103	3119

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	16.51	20.21	21.98	15.74
EBIT 增长率	-38.26	95.20	24.79	15.72
净利润增长率	-32.28	77.00	24.69	15.56
盈利能力 (%)				
毛利率	15.98	19.98	20.25	20.24
净利率	6.16	9.07	9.27	9.25
总资产收益率 ROA	8.08	12.99	15.78	18.14
净资产收益率 ROE	10.96	18.62	23.87	29.24
偿债能力				
流动比率	2.68	2.33	2.05	1.79
速动比率	2.11	1.90	1.62	1.37
现金比率	0.99	1.07	0.90	0.72
资产负债率 (%)	26.52	30.52	34.17	38.23
经营效率				
应收账款周转天数	8.27	8.00	8.00	8.00
存货周转天数	19.65	18.00	18.00	18.00
总资产周转率	1.52	1.50	1.72	1.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.95	1.19	1.37
每股净资产	4.91	5.12	4.98	4.70
每股经营现金流	0.85	1.66	1.69	1.90
每股股利	0.75	1.33	1.66	1.91
估值分析				
PE	47	27	21	18
PB	5.2	5.0	5.1	5.4
EV/EBITDA	27.33	15.94	12.90	11.20
股息收益率 (%)	2.96	5.23	6.53	7.54

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	216	393	490	566
折旧和摊销	103	115	136	153
营运资金变动	41	176	70	62
经营活动现金流	351	685	697	782
资本开支	-56	-109	-121	-146
投资	-497	2	0	0
投资活动现金流	-552	-110	-121	-146
股权募资	604	0	0	0
债务募资	-80	1	-12	0
筹资活动现金流	486	-322	-573	-699
现金净流量	285	253	4	-62

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