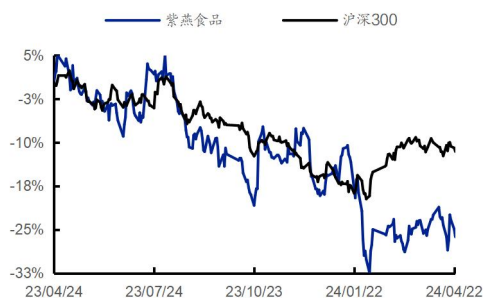


研究所：
 证券分析师：刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

——紫燕食品 (603057) 2023 年报和 2024 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
紫燕食品	-3.8%	-8.4%	-30.3%
沪深 300	-1.1%	8.5%	-13.1%

市场数据

市场数据	2024/04/23
当前价格 (元)	18.86
52 周价格区间 (元)	16.68-28.56
总市值 (百万)	7,770.32
流通市值 (百万)	1,283.65
总股本 (万股)	41,200.00
流通股本 (万股)	6,806.19
日均成交额 (百万)	27.44
近一月换手 (%)	2.90

相关报告

《紫燕食品 (603057) 点评报告：出台股权激励，与员工共享公司成长 (增持)*食品饮料*薛玉虎，刘浩铭，秦一方》——2024-01-11

《紫燕食品 (603057) 2023 年三季报点评：同店承压，利润弹性释放 (增持)*食品饮料*薛玉虎，刘浩铭》——2023-10-29

《紫燕食品 (603057) 2023 年半年报点评：利润弹性如期兑现，静待旺季表现 (增持)*食品饮料*薛玉虎，刘浩铭》——2023-08-12

事件：

2024 年 4 月 19 日，紫燕食品发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年公司实现营业收入 35.50 亿元，同比-1.46%；实现归母净利润 3.32 亿元，同比+49.46%；实现扣非归母净利润 2.78 亿元，同比+53.26%。2024 年一季度实现营业收入 6.95 亿元，同比-8.00%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比+20.87%；实现扣非归母净利润 0.39 亿元，同比+13.89%。

投资要点：

- **门店数量保持增长，同店营收表现承压。**2023 年全国门店总数 6205 家，同比+8.96%，门店净增 510 家，收入增速显著慢于门店扩张速度主要系同店表现拖累，2023 年平均单店营收 53.97 万元，同比-10.18%，预计主要系 2022 年同店受益于居家场景的增加导致基数较高，以及 2023 年以来居民消费意愿恢复较慢。同时公司佐餐卤味产品偏餐的属性，与小餐饮形成直接竞争，据国家统计局数据显示，2023 年中国餐饮收入同比+20.40%，相较于疫情期间恢复显著。单 2023Q4 公司实现营收 7.34 亿元，同比-14.65%，我们预计主要原因系一方面 Q4 为公司销售淡季，另一方面 2022Q4 居家场景偏多导致收入基数较高。2024Q1 公司实现营收 6.95 亿元，同比-8.00%，收入下滑幅度环比收窄。二季度逐步进入公司销售旺季，同店表现有望迎来回暖。
- **供应链能力提升叠加成本优化，公司盈利能力大幅改善。**2023 年公司实现毛利率 22.46%，同比+6.48pct，其中整体鲜货类产品毛利率同比+7.62pct，夫妻肺片/整禽类/香辣休闲/其他鲜货毛利率同比+18.75pct/-1.35pct/-0.90pct/+5.41pct。毛利率的大幅改善预计主要系原材料成本的下降，根据 Wind 数据，2023 年平均牛肉进口价/猪肉批发价降幅约为 21%/19%，同时供应链优化、生产工艺提升带来的降本增效亦有贡献。费用端来看，2023 年销售/管理/研发费用率分别为 6.13%/4.81%/0.23%，同比+2.32pct/+0.19pct/持平。销售费用率提升幅度较大主要系公司发展新的子品牌，拓展新区域，广告投入和相应的销售人员增加。毛利率的改善带动 2023 年归母净利率提升 3.18pct 至 9.34%。2024Q1，公司毛利率延续改善趋势，同比+2.20pct 至 20.89%。Q1 费用率相对稳定，其中销售/管理/研发费用

《紫燕食品(603057)点评报告:经营稳健,利润端超预期(增持)*食品饮料*薛玉虎,刘洁铭》——2023-07-17

《紫燕食品(603057)2022年报及2023年一季报点评:成本压力边际缓解,看好今年利润弹性(增持)*食品饮料*薛玉虎,刘洁铭》——2023-04-23

率分别为 5.22%/6.38%/0.48%，同比+0.68pct/-0.08pct/+0.19pct；带动归母净利率同比+1.85pct 至 7.77%。

- **重视投资者回报,注重核心员工激励。**公司高度重视股东回报,稳步提高现金分红比例,2022年度-2023年度分红现金金额已超过上市募集资金总额。2023年公司现金分红总额为3.30亿元,占归母净利润比例99.41%。此外,公司注重员工激励,2024年1月8日发布《2024年限制性股票激励计划(草案)》,拟向192名激励对象授予限制性股票246.45万股,授予价格为10.89元/股,有效绑定核心员工及技术骨干。根据激励计划,公司2024-2026年的收入同比增速目标分别为+19%/+15.97%/+13.77%,净利润同比增速目标分别为+15%/+13.04%/+11.54%,完成收入或者净利润一项指标的70%即可达成等比例解锁,激励目标较为稳健,我们预计达成难度不大。
- **盈利预测和投资评级:**公司是佐餐卤味行业的龙头,后续有望通过线下门店运营+线上直播推广的方式加大门店的线上区域覆盖面积,并凭借优秀的产品&品牌力,成熟的单店模型,相对全国化的供应链布局,进一步抢占市场份额。我们调整公司的盈利预测,预计2024-2026年公司的营业收入分别为38.31/41.64/45.18亿元,同比+8%/+9%/+9%;预计归母净利润为3.85/4.45/4.98亿元,同比+16%/+16%/+12%;预计EPS分别为0.93/1.08/1.21元,对应PE为20/17/16倍,维持“增持”评级。
- **风险提示:**1)同店增长不及预期;2)原材料供应价格波动影响公司毛利率和盈利能力;3)加盟模式经营管理风险;4)门店扩张不及预期;5)公司成本改善不及预期;6)食品安全问题。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3550	3831	4164	4518
增长率(%)	-1	8	9	9
归母净利润(百万元)	332	385	445	498
增长率(%)	49	16	16	12
摊薄每股收益(元)	0.80	0.93	1.08	1.21
ROE(%)	16	16	15	15
P/E	26.81	20.18	17.45	15.61
P/B	4.28	3.16	2.67	2.28
P/S	2.50	2.03	1.87	1.72
EV/EBITDA	16.40	12.01	10.16	8.48

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：紫燕食品盈利预测表

证券代码:	603057				股价:	18.86	投资评级:	增持		日期:	2024/04/23
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
盈利能力					每股指标						
ROE	16%	16%	15%	15%	EPS	0.80	0.93	1.08	1.21		
毛利率	22%	23%	24%	24%	BVPS	5.04	5.97	7.06	8.26		
期间费率	11%	10%	10%	10%	估值						
销售净利率	9%	10%	11%	11%	P/E	26.81	20.18	17.45	15.61		
成长能力					P/B	4.28	3.16	2.67	2.28		
收入增长率	-1%	8%	9%	9%	P/S	2.50	2.03	1.87	1.72		
利润增长率	49%	16%	16%	12%							
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
总资产周转率	1.22	1.14	1.09	1.01	营业收入	3550	3831	4164	4518		
应收账款周转率	48.62	50.64	44.39	50.56	营业成本	2753	2939	3171	3412		
存货周转率	24.77	27.26	23.00	27.37	营业税金及附加	33	35	38	42		
偿债能力					销售费用	217	230	246	264		
资产负债率	28%	27%	23%	23%	管理费用	171	176	187	201		
流动比	2.53	2.61	3.14	3.25	财务费用	-2	-4	-9	-14		
速动比	2.08	2.22	2.68	2.87	其他费用/(-收入)	8	9	10	10		
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	437	500	580	649		
现金及现金等价物	1222	1494	1776	2343	营业外净收支	-4	-2	-4	-4		
应收款项	73	76	94	89	利润总额	432	499	577	645		
存货净额	143	141	181	165	所得税费用	91	113	129	144		
其他流动资产	152	141	158	162	净利润	341	385	447	501		
流动资产合计	1591	1851	2208	2759	少数股东损益	10	0	2	4		
固定资产	974	1128	1168	1218	归属于母公司净利润	332	385	445	498		
在建工程	42	55	68	82	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
无形资产及其他	257	286	305	327	经营活动现金流	554	573	470	768		
长期股权投资	40	51	62	73	净利润	332	385	445	498		
资产总计	2903	3370	3811	4458	少数股东损益	10	0	2	4		
短期借款	60	75	91	114	折旧摊销	107	104	112	120		
应付款项	86	174	114	192	公允价值变动	-18	0	0	0		
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	117	78	-98	138		
其他流动负债	482	461	498	543	投资活动现金流	-408	-312	-199	-219		
流动负债合计	628	709	703	848	资本支出	-115	-300	-189	-208		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-307	-11	-11	-11		
其他长期负债	191	191	191	191	其他	14	0	0	1		
长期负债合计	191	191	191	191	筹资活动现金流	-252	11	11	17		
负债合计	819	901	894	1040	债务融资	59	15	16	23		
股本	412	412	412	412	权益融资	7	0	0	0		
股东权益	2084	2469	2917	3418	其它	-318	-4	-5	-5		
负债和股东权益总计	2903	3370	3811	4458	现金净增加额	-105	272	282	567		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。