

2024年08月25日

证券研究报告·2024年半年报点评

紫燕食品(603057) 食品饮料

当前价: 14.45元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

中期分红积极, 成本逐渐改善

投资要点

- 事件:** 公司发布2024年半年报, 上半年实现营业收入16.6亿元, 同比下滑4.6%; 实现归母净利润2亿元, 同比增长10.3%。其中24Q2实现营业收入9.7亿元, 同比下滑2%; 实现归母净利润1.4亿元, 同比增长6.8%。此外, 公司拟向全体股东每10股派现金红利3元(含税)。
- 收入端持续承压, 保持拓店节奏。** 1、分品类看, 上半年鲜货产品、预包装及其他产品分别实现收入13.9亿元(-6.5%)、1.8亿元(+4.1%)。2、分渠道看, 上半年经销、直营分别实现收入13.9亿元(-8.4%)、0.3亿元(+3.6%)。截至2024H1末, 公司国内门店6308家, 较年初增加103家, 2023年下半年以来整体需求偏弱, 开店速度放缓。2024H1经销、直营门店分别平均贡献收入22万元(-11%)、110万元(+14.4%)。
- 盈利能力恢复至较高水平。** 1、2024H1公司实现毛利率24.8%, 同比提升3.7pp, 主要由于原材料价格较低。2、费用率方面, 上半年销售费用率5.1%, 基本持平; 管理费用率5.3%, 同比增加0.7pp; 研发费用率0.4%, 同比增加0.2pp, 主要由于设立连云港研究院; 财务费用率0.1%, 同比增加0.2pp, 主要由于银行贷款增加。3、上半年净利率12%, 同比提升1.8pp, 恢复至较高水平。
- 海外首店成功落地, 限制性股票成功授予。** 1、2024年5月, 公司的海外首店在墨尔本成功开业, 预计墨尔本二店在下半年投入运营, 未来将落地更多海外门店。2、公司已完成限制性股票激励的授予登记, 向173位员工授予226.05万股, 利于公司长远发展。
- 盈利预测:** 预计公司2024-2026年归母净利润分别为3.8亿元、4.2亿元、4.6亿元, EPS分别为0.91元、1.01元、1.10元, 对应动态PE分别为16倍、14倍、13倍。
- 风险提示。** 原材料价格波动风险; 市场开拓不及预期风险; 食品安全风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3550.15	3582.80	3925.61	4261.20
增长率	-1.46%	0.92%	9.57%	8.55%
归属母公司净利润(百万元)	331.57	377.72	417.87	455.49
增长率	49.46%	13.92%	10.63%	9.00%
每股收益EPS(元)	0.80	0.91	1.01	1.10
净资产收益率ROE	16.37%	16.44%	16.54%	16.43%
PE	18	16	14	13
PB	2.88	2.61	2.38	2.16

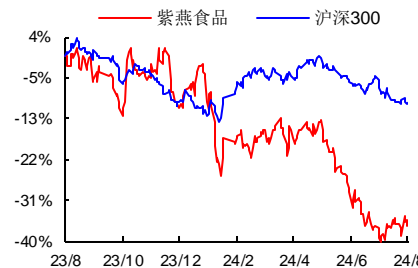
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 夏霖
执业证号: S1250523070006
电话: 021-68415380
邮箱: xialin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

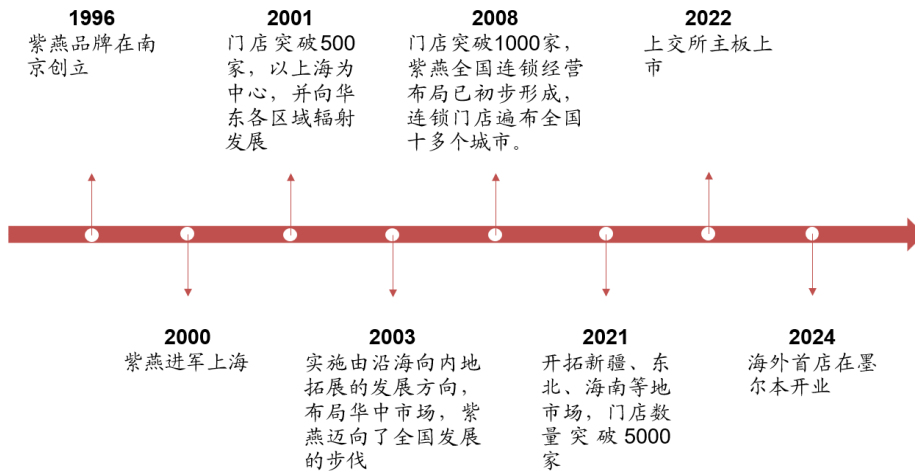
总股本(亿股)	4.14
流通A股(亿股)	0.68
52周内股价区间(元)	13.43-23.76
总市值(亿元)	59.86
总资产(亿元)	31.78
每股净资产(元)	4.79

相关研究

1 餐桌卤味龙头，24Q2 盈利能力好转

公司的前身为 1989 年创办的“钟记油烫鸭”，1996 年紫燕品牌在南京创立，并于 2000 年进入上海市场。2001 年公司门店数量突破 500 家，2024H1 末国内门店 6308 家，已成为餐桌卤味行业代表企业。2024 年海外首店在澳洲墨尔本开业，开启出海进程。

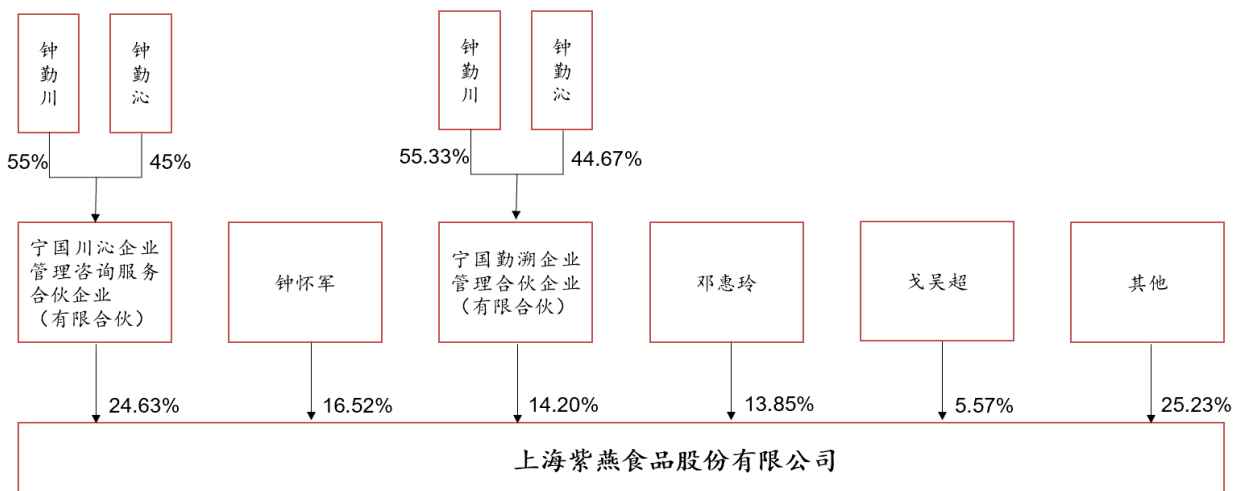
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

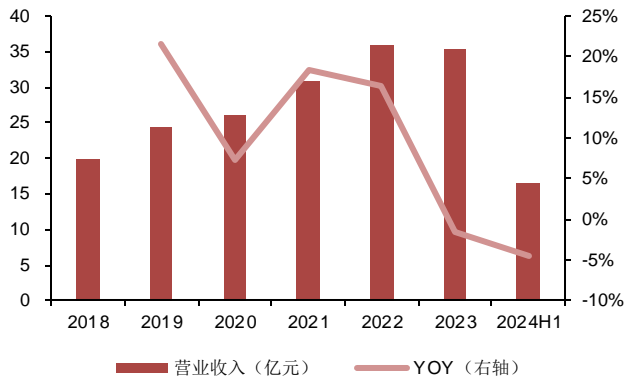
股权集中，限制性股票完成授予。钟怀军先生及其家人为公司实际控制人，通过直接或间接方式控制约 80% 的股份，股权集中。公司已完成限制性股票激励的授予登记，向 173 位员工授予 226.05 万股，利于公司长远发展。

图 2：公司股权结构

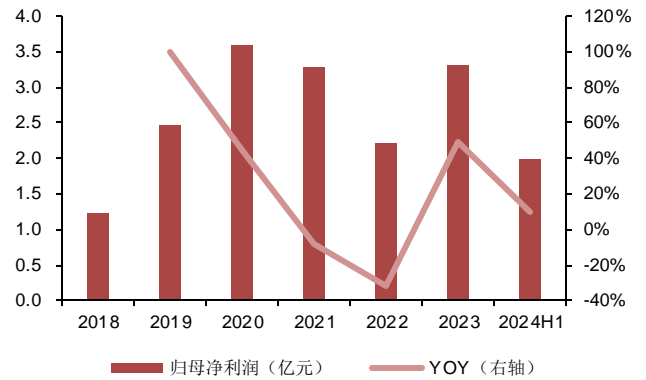


数据来源：公司公告，西南证券整理

收入端持续承压，保持拓店节奏。2024H1 公司分别实现收入、归母净利润 16.6 亿元 (-4.6%)、2 亿元 (+10.3%)，其中 24Q2 分别实现收入、归母净利润 9.7 亿元 (-2%)、1.4 亿元 (+6.8%)。1、分品类看，上半年鲜货产品、预包装及其他产品分别实现收入 13.9 亿元 (-6.5%)、1.8 亿元(+4.1%)。2、分渠道看，上半年经销、直营分别实现收入 13.9 亿元(-8.4%)、0.3 亿元 (+3.6%)。

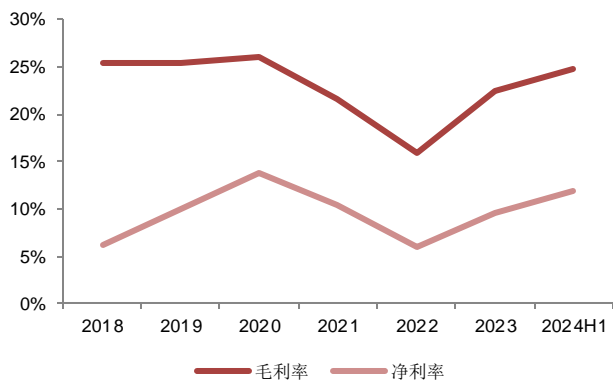
图 3：公司收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

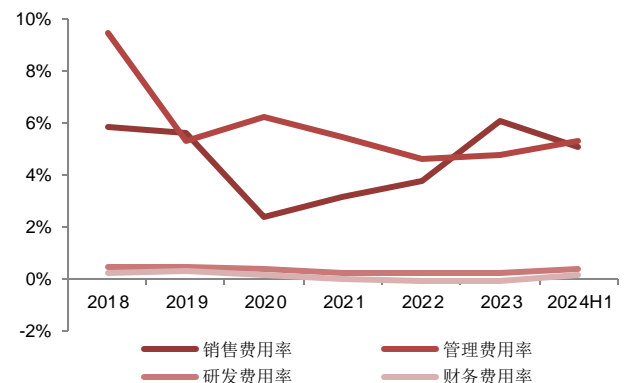
图 4：公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力恢复至较高水平。1) 2024H1 公司实现毛利率 24.8%，同比提升 3.7pp，主要由于原材料价格较低。2) 费用率方面，上半年销售费用率 5.1%，基本持平；管理费用率 5.3%，同比增加 0.7pp；研发费用率 0.4%，同比增加 0.2pp，主要由于设立连云港研究院；财务费用率 0.1%，同比增加 0.2pp，主要由于银行贷款增加。3) 上半年净利率 12%，同比提升 1.8pp，恢复至较高水平。

图 5：公司毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

产品类型丰富，重视研发创新。公司产品以乐山风味凉拌菜为特色，融合了川、粤、湘、鲁等地口味。品类丰富，包括含牛肉类、猪肉类、鸡肉类、鸭肉类、鹅肉类以及素菜等，代表产品为夫妻肺片、藤椒鸡、手撕鸡、凉拌素菜等；其中夫妻肺片、整禽类 2024H1 分别实现收入 4.9 亿元、4 亿元，分别占公司营收比例 30%、24%，贡献主要收入。公司设立连云港食品研究院，由创始人钟怀军先生担任院长，高度重视产品研发创新，将为消费者创造更多价值。

图 7：公司代表产品：百味鸡



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 8：公司代表产品：夫妻肺片



数据来源：公司官网，西南证券整理

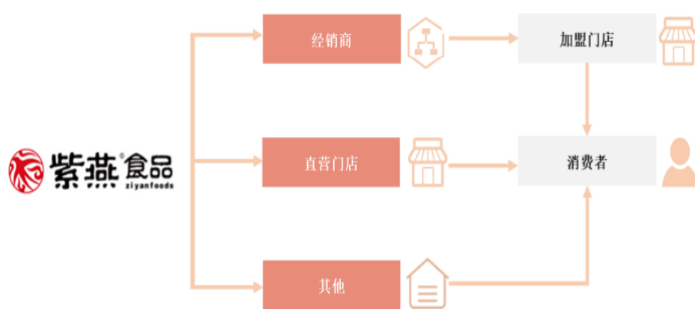
公司以经销模式为主，同时构建了直营、电商、商超、团购等渠道。

1) 经销：2024H1 实现收入 13.9 亿元，占比 84.7%。经销模式包括两级销售网络，由经销商设立或发展终端加盟门店，并对加盟门店的日常经营起监督管理职责。经销模式帮助公司快速拓店，同时公司可专注于产品研发、质量控制、供应链管理等，减轻运营负担。

2) 直营：2024H1 实现收入 0.3 亿元，占比 2%。截至 2024H1 末公司拥有 29 家直营门店，主要在上海、武汉等地。直营门店主要用于店铺形象设计、获取消费者反馈、累积门店经营管理经验、人员培训等方面，该渠道体量较小。

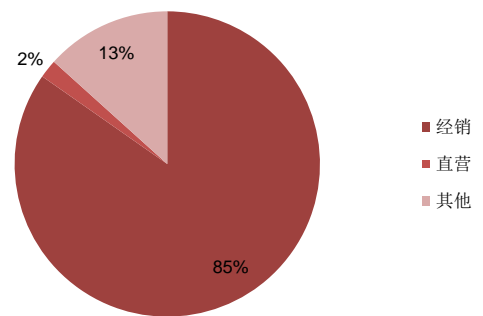
3) 其他渠道：2024H1 实现收入 2.2 亿元，占比 13.3%，主要包括商超、电商、团购等，以包装产品为主。公司与多元化业态合作，包括电商平台、新零售平台、CVS 及 B 端餐饮客户等。

图 9：公司销售模式



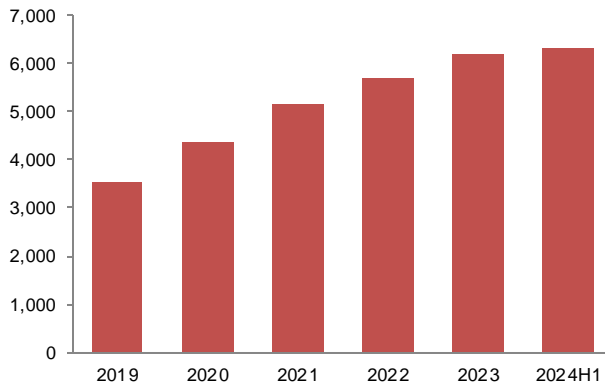
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：销售模式收入占比（2024H1）

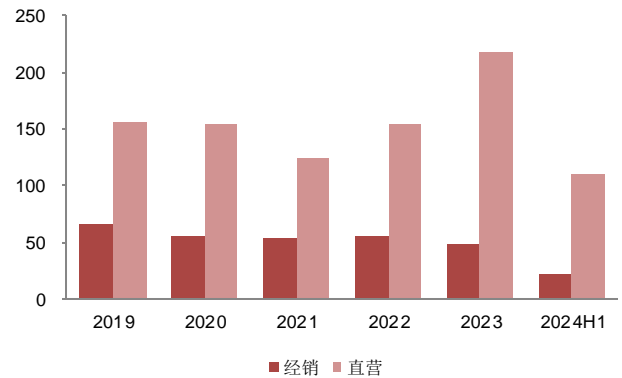


数据来源：公司公告，西南证券整理

门店数量稳健增长，单店收入承压。经销模式带动公司门店数量快速拓展，截至 2024H1 末，公司国内门店 6308 家，较年初增加 103 家，2023 年下半年以来整体需求偏弱，开店速度放缓。2024 年起，公司加速推进“单城百店”计划，同时鼓励经销商开设校园店；海外首店在墨尔本顺利开业，迈出出海的第一步。2024H1 经销、直营门店分别平均贡献收入 22 万元（-11%）、110 万元（+14.4%），加盟门店单店收入仍有提升空间。

图 11：公司门店数量（家）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：平均单店收入（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测

关键假设：

- 1) 2023年下半年以来公司开店速度放缓，预计 2024-2026 年均新增门店 200 家。
- 2) 2024H1 公司平均单店收入下滑，经营仍面临一定压力，预计 2024-2026 年平均单店收入增速分别为-3%、6%、5%。
- 3) 随着牛肉等主要原材料价格回落，公司毛利率改善，预计 2024-2026 年卤制食品毛利率保持 24%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
卤制食品销售	收入	3326	3330	3640	3938
	增速	-2.6%	0.1%	9.3%	8.2%
	成本	2614	2531	2766	2993
	毛利率	21.4%	24.0%	24.0%	24.0%
加盟商管理	收入	64	67	70	74
	增速	14.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	0	0	0	0
	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
其他主营业务	收入	115	136	160	189
	增速	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%
	成本	101	120	141	166
	毛利率	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
其他业务	收入	45	50	55	60
	增速	28.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	38	41	45	49
	毛利率	16.2%	18.0%	18.0%	18.0%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入	3550	3583	3926	4261
	增速	-1.5%	0.9%	9.6%	8.5%
	成本	2753	2691	2952	3209
	毛利率	22.5%	24.9%	24.8%	24.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 35.8 亿元（+0.9%）、39.3 亿元（+9.6%）、42.6 亿元（+8.5%），归母净利润分别为 3.8 亿元（+13.9%）、4.2 亿元（+10.6%）、4.6 亿元（+9.0%），EPS 分别为 0.91 元、1.01 元、1.10 元，对应动态 PE 分别为 16 倍、14 倍、13 倍。

3 风险提示

原材料价格波动风险；市场开拓不及预期风险；食品安全风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3550.15	3582.80	3925.61	4261.20	净利润	341.19	377.83	417.99	455.63
营业成本	2752.71	2691.23	2952.45	3208.62	折旧与摊销	98.64	75.22	75.22	75.22
营业税金及附加	32.63	35.83	39.26	42.61	财务费用	-2.15	-10.06	-16.04	-23.88
销售费用	217.45	189.89	219.83	238.63	资产减值损失	-4.64	-3.47	-3.75	-3.80
管理费用	170.83	193.47	196.28	213.06	经营营运资本变动	60.00	-97.44	-5.60	5.80
财务费用	-2.15	-10.06	-16.04	-23.88	其他	61.28	-0.02	2.49	5.40
资产减值损失	-4.64	-3.47	-3.75	-3.80	经营活动现金流净额	554.31	342.06	470.32	514.36
投资收益	1.39	0.09	0.26	0.39	资本支出	21.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	18.19	0.00	0.00	0.00	其他	-429.45	0.09	0.26	0.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-407.59	0.09	0.26	0.39
营业利润	436.79	486.00	537.83	586.37	短期借款	59.81	-9.81	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.30	-1.61	-1.95	-2.22	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	432.49	484.40	535.89	584.14	股权融资	29.26	2.26	0.00	0.00
所得税	91.30	106.57	117.90	128.51	支付股利	-309.00	-165.78	-188.86	-208.93
净利润	341.19	377.83	417.99	455.63	其他	-32.21	-1.77	16.04	23.88
少数股东损益	9.63	0.11	0.13	0.14	筹资活动现金流净额	-252.14	-175.11	-172.82	-185.05
归属母公司股东净利润	331.57	377.72	417.87	455.49	现金流量净额	-105.41	167.05	297.76	329.70
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	425.78	592.83	890.59	1220.29	成长能力				
应收和预付款项	186.29	177.53	198.24	213.55	销售收入增长率	-1.46%	0.92%	9.57%	8.55%
存货	143.31	141.88	158.04	170.61	营业利润增长率	55.21%	11.27%	10.66%	9.02%
其他流动资产	835.18	835.54	839.33	843.03	净利润增长率	58.25%	10.74%	10.63%	9.00%
长期股权投资	39.79	39.79	39.79	39.79	EBITDA 增长率	41.96%	3.35%	8.32%	6.82%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1015.84	955.27	894.71	834.15	毛利率	22.46%	24.88%	24.79%	24.70%
无形资产和开发支出	104.72	91.05	77.38	63.71	三费率	10.88%	10.42%	10.19%	10.04%
其他非流动资产	152.48	151.49	150.50	149.52	净利率	9.61%	10.55%	10.65%	10.69%
资产总计	2903.39	2985.38	3248.58	3534.64	ROE	16.37%	16.44%	16.54%	16.43%
短期借款	59.81	50.00	50.00	50.00	ROA	11.75%	12.66%	12.87%	12.89%
应付和预收款项	145.26	179.02	187.19	201.16	ROIC	29.95%	33.11%	36.36%	40.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.02%	15.38%	15.21%	14.97%
其他负债	614.27	458.27	484.17	509.56	营运能力				
负债合计	819.34	687.29	721.36	760.73	总资产周转率	1.26	1.22	1.26	1.26
股本	412.00	414.26	414.26	414.26	固定资产周转率	3.55	3.80	4.44	5.18
资本公积	715.30	715.30	715.30	715.30	应收账款周转率	43.59	45.52	46.59	46.53
留存收益	949.00	1160.94	1389.95	1636.51	存货周转率	17.46	18.24	19.30	19.22
归属母公司股东权益	2076.58	2290.50	2519.51	2766.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.28%	—	—	—
少数股东权益	7.47	7.59	7.71	7.85	资本结构				
股东权益合计	2084.05	2298.08	2527.22	2773.91	资产负债率	28.22%	23.02%	22.21%	21.52%
负债和股东权益合计	2903.39	2985.38	3248.58	3534.64	带息债务/总负债	7.30%	7.27%	6.93%	6.57%
					流动比率	2.53	3.52	3.94	4.30
					速动比率	2.31	3.24	3.64	4.00
					股利支付率	93.19%	43.89%	45.20%	45.87%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	533.28	551.17	597.01	637.70	每股收益	0.80	0.91	1.01	1.10
PE	18.05	15.85	14.33	13.14	每股净资产	5.01	5.53	6.08	6.68
PB	2.88	2.61	2.38	2.16	每股经营现金	1.34	0.83	1.14	1.24
PS	1.69	1.67	1.52	1.40	每股股利	0.75	0.40	0.46	0.50
EV/EBITDA	8.74	8.17	7.05	6.08					
股息率	5.16%	2.77%	3.15%	3.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn
