



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 04 月 20 日

基础数据

04 月 17 日收盘价（元）	23.95
总市值（亿元）	99.22
总股本（亿股）	4.14

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】紫燕食品 24H1 财报点评：门店经营仍有压力，海外扩张迈出首步-2024.08.19

【兴证食饮】紫燕食品 23 年报&24Q1 季报点评：成本红利延续，单店经营承压-2024.04.22

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

紫燕食品(603057.SH)

单店收入下降亟待改善，盈利压力逐步显现

投资要点：

事件：公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 33.63/3.46/2.81 亿元，同比-5.28%/+4.50%/+1.28%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 6.76/-0.02/-0.20 亿元，同比-7.88%/亏损收窄/亏损扩大。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 5.64/0.15/0.05 亿元，同比-18.86%/-71.80%/-87.09%。

单店收入承压显著，公司亟需寻求破局之法。2024 年公司收入同比-5.28%，其中门店业务（鲜货+预包装）收入同比-5.70%，假设全年门店数量不增长，单店收入同比-5.70%，与外埠市场新开店单店收入较低，及存量店消费较弱、其他业态冲击替代有关。24Q4、25Q1 收入同比-7.88%、-18.86%，门店业务收入同比-7.86%、-18.76%，假设 2024 年末门店数量同比不增长、25Q1 门店数量为 6000 家（窄门餐眼显示当前门店数量为 5942 家），门店数量同比持平、-4.10%，单店收入同比-7.86%、-15.29%，单店收入的持续下降除存量竞争加剧、零食量贩等业态需求替代外，预计公司也逐步进入关店调整阶段。

2024 年成本红利延续，季度间毛利率维持下降趋势。2024 年毛利率 22.93%，同比+0.47pct，其中鲜货类产品毛利率为 23.93%，同比+1.17pct，主要系牛肉、牛副价格下降所致。24Q4 毛利率为 9.86%，同比-5.96pct，25Q1 毛利率为 18.16%，同比-2.74pct，两个季度毛利率同比维持下滑，除收入下滑导致规模效应减弱外，预计与活动投入、牛肉进口价格提升等有关。

24 年毛利率贡献主要盈利弹性，25Q1 毛利率下降、费投提升，盈利能力承压。2024 年归母净利率 10.30%，同比+0.96pct，主要系毛利率提升带来的盈利能力改善，2024 年总费率 11.17%，同比+0.06pct，销售/管理/研发/财务费率 5.24%/5.24%/0.47%/0.22%，同比-0.89pct/+0.43pct/+0.24pct/+0.28pct。25Q1 归母净利率 2.70%，同比-5.07pct，毛利率下降，叠加费用投入提升，盈利能力持续承压，25Q1 总费率 15.65%，同比+3.52pct，销售/管理/研发/财务费率 6.21%/8.43%/0.65%/0.37%，同比+0.98pct/+2.05pct/+0.16pct/+0.32pct。

盈利预测与投资建议：我们根据公司最新财报，调整了盈利预测，考虑当下行业环境，及牛肉、牛副等原材料价格的上涨，预计 2025-2027 年公司收入为 34.73/36.35/38.63 亿元，同比+3.3%/+4.7%/+6.3%，归母净利润为 3.14/3.19/3.50 亿元，同比-9.3%/+1.5%/+9.7%，对应 2025 年 4 月 17 日收盘价，PE 估值为 32/31/28x，维持“增持”评级。

风险提示 门店扩张不及预期；门店快速扩张下单店收入持续下滑；原材料价格大幅上涨；卤味行业竞争加剧；中长保产品、零食量贩等业态通过质价比替代鲜食连锁。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3363	3473	3635	3863
同比增长	-5.3%	3.3%	4.7%	6.3%
归母净利润（百万元）	346	314	319	350
同比增长	4.5%	-9.3%	1.5%	9.7%
毛利率	22.9%	21.3%	21.0%	21.3%
ROE	17.3%	14.2%	13.2%	13.2%
每股收益（元）	0.84	0.76	0.77	0.84
市盈率	28.6	31.6	31.1	28.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2024 年报&25Q1 季报，2024 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 33.63/3.46/2.81 亿元，同比-5.28%/+4.50%/+1.28%。24Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 6.76/-0.02/-0.20 亿元，同比-7.88%/亏损收窄/亏损扩大。25Q1 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 5.64/0.15/0.05 亿元，同比-18.86%/-71.80%/-87.09%。

点评

单店收入承压显著，公司亟需寻求破局之法。2024 年公司收入同比-5.28%，鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟商费、门店管理费、信息系统使用费收入同比-6.65%/+2.59%/-6.29%/+6.51%，其中门店业务(鲜货+预包装)收入同比-5.70%，假设全年门店数量不增长，单店收入同比-5.70%，与外埠市场新开店单店收入较低(华东收入占比同比-0.36pct)，及存量店消费较弱、其他业态冲击替代有关；2024 年末公司经销商数量 100 家，同比-13 家，单体加盟商业体量同比+2.46%，加盟商结构存在一定程度优化。24Q4、25Q1 收入同比-7.88%、-18.86%，门店业务收入同比-7.86%、-18.76%，假设 2024 年末门店数量同比不增长、25Q1 门店数量为 6000 家(窄门餐眼显示 2025 年 4 月 18 日门店数量为 5942 家)，门店数量同比持平、-4.10%，单店收入同比-7.86%、-15.29%，单店收入的持续下降除存量竞争加剧、零食量贩等业态需求替代外，预计公司也逐步进入关店调整阶段；24Q4、25Q1 海外收入占比分别为 0.40%、0.39%(24Q2、24Q3 分别为 0.13%、0.28%)，继海外一号店(2024 年 5 月 12 日开设于墨尔本)成功开业后，墨尔本二店也于下半年正式落地，海外扩张又进一步。

2024 年成本红利延续，季度间毛利率维持下降趋势。2024 年毛利率 22.93%，同比+0.47pct，其中鲜货类产品毛利率为 23.93%，同比+1.17pct，夫妻肺片毛利率同比+3.25pct 至 32.20%、其他鲜货毛利率同比+3.05pct 至 21.95%，主要系牛肉、牛副价格下降所致，整禽类毛利率同比-2.48pct 至 20.39%，预计与及促销活动吸引客流有关。24Q4 毛利率为 9.86%，同比-5.96pct，25Q1 毛利率为 18.16%，同比-2.74pct，两个季度毛利率同比维持下滑，除收入下滑导致规模效应减弱外，预计与活动投入、牛肉进口价格提升等也有关系。

24 年毛利率贡献主要盈利弹性，25Q1 毛利率下降、费投提升，盈利能力承压。2024 年归母净利率 10.30%，同比+0.96pct，主要系毛利率提升带来的盈利能力改善，2024 年总费率 11.17%，同比+0.06pct，销售/管理/研发/财务费率

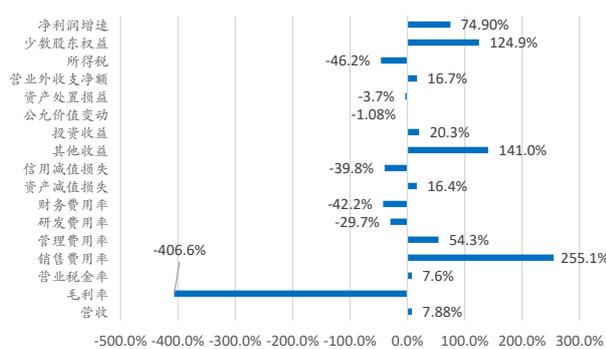
5.24%/5.24%/0.47%/0.22%，同比-0.89pct/+0.43pct/+0.24pct/+0.28pct，销售费率下降预计与广宣促销等费用投入同比-42.18%有关，管理费率提升，主要系职工薪酬、激励费用同比+7.79%、+9.24%，财务费率提升，与新增票据贴现及融资租赁，导致利息费用同比+582 万有关。24Q4 归母净利率-0.37%，同比+0.98pct，扣非归母净利率-3.00%，同比-0.92pct，24Q4 总费率 12.80%，同比-3.48pct。25Q1 归母净利率 2.70%，同比-5.07pct，毛利率下降，叠加费用投入提升，盈利能力持续承压，25Q1 总费率 15.65%，同比+3.52pct，销售/管理/研发/财务费率 6.21%/8.43%/0.65%/0.37%，同比+0.98pct/+2.05pct/+0.16pct/+0.32pct。

行业在变,企业怎么变? 卤味赛道当前面临行业性变化,如增量竞争切换至存量、零食量贩等性价比业态的中长保产品对高价鲜食的冲击、消费者需求的进一步分化等,2024 年公司在品牌宣导、海外市场拓展、供应链柔性优化、股东回报的加大等的举措均值得肯定,但面对当下行业性的单店收入承压现象,如何解决成本上涨背景下的较高客单价与客流下降之间的矛盾,如何抉择加快门店拓展与单店收入的持续性下降,均需公司寻求破局之法。

盈利预测与投资建议: 我们根据公司最新财报,调整了盈利预测,考虑当下行业环境,及牛肉、牛副等原材料价格的上涨,预计 2025-2027 年公司收入为 34.73/36.35/38.63 亿元,同比+3.3%/+4.7%/+6.3%,归母净利润为 3.14/3.19/3.50 亿元,同比-9.3%/+1.5%/+9.7%,对应 2025 年 4 月 17 日收盘价,PE 估值为 32/31/28x,维持“增持”评级。

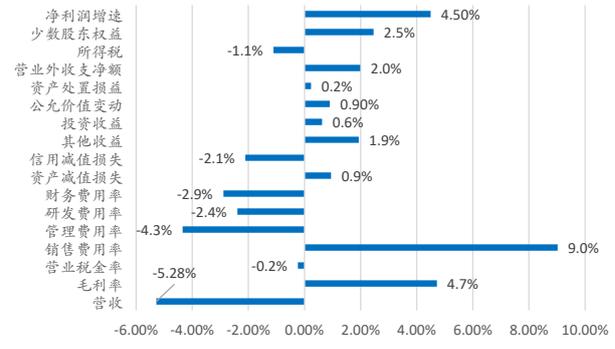
风险提示 门店扩张不及预期; 门店快速扩张下单店 收入持续下滑; 原材料价格大幅上涨; 卤味行业竞争加剧; 中长保产品、零食量贩等业态通过质价比替代鲜食连锁。

图1、24Q4 归母净利润同比增速贡献分析



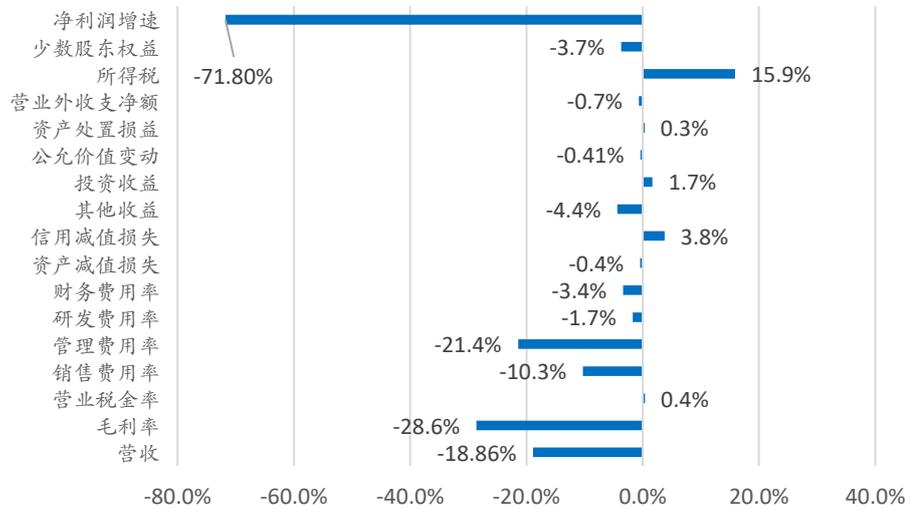
数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2024 年归母净利润同比增速贡献分析



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、25Q1 归母净利润同比增速贡献分拆



数据来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1945	2336	2836	3370
货币资金	445	540	716	922
交易性金融资产	816	1007	1158	1301
应收票据及应收账款	90	83	88	95
预付款项	129	115	126	134
存货	145	149	157	167
其他	321	442	591	752
非流动资产	1387	1416	1444	1467
长期股权投资	54	66	79	91
固定资产	923	878	829	779
在建工程	127	170	217	264
无形资产	102	102	103	102
商誉	0	0	0	0
其他	181	201	216	231
资产总计	3332	3753	4280	4837
流动负债	1090	1298	1603	1919
短期借款	484	702	963	1237
应付票据及应付账款	128	120	125	136
其他	478	476	514	546
非流动负债	229	236	248	261
长期借款	0	0	0	0
其他	229	236	248	261
负债合计	1319	1534	1851	2180
股本	414	414	414	414
未分配利润	674	833	993	1167
少数股东权益	9	9	13	14
股东权益合计	2013	2218	2429	2657
负债及权益合计	3332	3753	4280	4837

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	346	314	319	350
折旧和摊销	108	110	111	119
营运资金的变动	-2	-115	-129	-143
经营活动产生现金流量	454	315	313	335
资本支出	-145	-90	-99	-99
长期投资	-291	-221	-184	-177
投资活动产生现金流量	-411	-321	-286	-277
债权融资	422	228	272	286
股权融资	23	0	0	0
融资活动产生现金流量	-21	101	149	149
现金净变动	21	95	176	206

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3363	3473	3635	3863
营业成本	2592	2735	2872	3041
税金及附加	32	32	34	36
销售费用	176	176	182	197
管理费用	176	170	181	195
研发费用	16	11	12	14
财务费用	8	-1	-2	-2
投资收益	3	1	2	2
公允价值变动收益	20	0	0	0
信用减值损失	-9	-1	-1	-1
资产减值损失	-1	-3	-2	-1
营业利润	435	402	410	445
营业外收支	3	0	-1	1
利润总额	438	402	409	446
所得税	90	88	87	95
净利润	347	314	322	351
少数股东损益	1	0	3	2
归属母公司净利润	346	314	319	350
EPS(元)	0.84	0.76	0.77	0.84

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-5.3%	3.3%	4.7%	6.3%
营业利润增长率	-0.4%	-7.5%	1.8%	8.7%
归母净利润增长率	4.5%	-9.3%	1.5%	9.7%
盈利能力				
毛利率	22.9%	21.3%	21.0%	21.3%
归母净利率	10.3%	9.0%	8.8%	9.1%
ROE	17.3%	14.2%	13.2%	13.2%
偿债能力				
资产负债率	39.6%	40.9%	43.2%	45.1%
流动比率	1.78	1.80	1.77	1.76
速动比率	1.25	1.26	1.23	1.21
营运能力				
资产周转率	107.9%	98.0%	90.5%	84.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.84	0.76	0.77	0.84
每股经营现金	1.10	0.76	0.76	0.81
估值比率(倍)				
PE	28.6	31.6	31.1	28.4
PB	5.0	4.5	4.1	3.8

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预测的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn