



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月18日

基础数据

04月16日收盘价(元)	25.55
总市值(亿元)	105.27
总股本(亿股)	4.12

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: 产品结构丰富, 静待盈利拐点-2025.10.26

【兴证食饮】紫燕食品: 经营压力延续, 海外扩张推进-2025.08.25

【兴证食饮】紫燕食品: 单店收入下降亟待改善, 盈利压力逐步显现-2025.04.20

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)

业务场景拓展, 单店改善持续

投资要点:

事件: 公司公告 2025 年年报, 2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 32.38/2.36/1.97 亿元, 同比-3.70%/-31.84%/-30.07%。25Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.25/0.42/0.32 亿元, 同比+7.12%/扭亏为盈/扭亏为盈。

全年关店调整持续, 25Q4 场景扩张下单店维持改善。2025 年公司收入同比-3.70%, 鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟费、门店管理费、信息系统使用费收入同比-7.92%/+26.03%/+16.00%/-11.40%。25Q4 收入同比+7.12%, 鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟费、门店管理费、信息系统使用费收入同比+6.27%/+23.77%/+47.78%/-7.89%, 其中门店业务收入同比+8.72%, 门店数量预计同比-16.20%, 单店收入同比+29.73%, 除去年同期单店因舆情影响基数较低外, 与公司深化“社区+高校+企业”全场景覆盖有关, 一方面公司巩固社区布局, 提升家庭餐桌场景渗透率, 另一方面推进年轻客群战略, 以“大学城+大厂食堂”为核心, 推出“校园小碗菜”、“一人食”等定制化产品。

全年盈利能力承压, 25Q4 结构优化下毛利率改善、盈利能力扭亏。2025 年归母净利率 7.29%, 同比-3.01pct, 盈利能力承压拆分如下: 1) 2025 年毛利率为 22.56%, 同比-0.37pct, 主要牛肉、牛副等原料价格进口进一步上抬所致, 但预计公司通过产品结构的调整进行了一定程度的对冲; 2) 2025 年总费率 13.37%, 同比+2.20pct, 销售/管理/研发/财务费率 6.52%/5.77%/0.52%/0.55%, 同比+1.29pct/+0.53pct/+0.06pct/+0.33pct, 销售、管理费率同比提升, 主要系薪酬提升。25Q4 归母净利率 5.80%, 同比+6.17pct, 扣非归母净利率 4.35%, 同比+7.35pct, 拆分如下: 1) 25Q4 毛利率为 22.67%, 同比+12.81pct, 除规模效应的提振外, 预计与活动投入的同比收窄有关, 25Q4 毛利率环比-0.25pct, 相应牛肉等原料价格的成本压力仍在; 2) 25Q4 总费率 14.69%, 同比+1.89pct, 销售/管理/研发/财务费率 9.79%/3.70%/0.52%/0.68%, 同比+3.85pct/-1.98pct/-0.17pct/+0.18pct。

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高位震荡, 不考虑尼泊尔牛肉加工项目的贡献, 预计 2026-2028 年公司收入为 35.73/39.05/42.28 亿元, 同比+10.3%/+9.3%/+8.3%, 归母净利润为 2.81/3.34/3.76 亿元, 同比+19.2%/+18.6%/+12.7%, 对应 2026 年 4 月 16 日收盘价, PE 估值为 37/32/28x, 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; 海外养殖进口贡献不及预期。

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3238	3573	3905	4228
同比增长	-3.7%	10.3%	9.3%	8.3%
归母净利润(百万元)	236	281	334	376
同比增长	-31.8%	19.2%	18.6%	12.7%
毛利率	22.6%	22.0%	22.9%	23.5%
ROE	11.5%	12.6%	13.6%	13.8%
每股收益(元)	0.57	0.68	0.81	0.91
市盈率	44.6	37.4	31.5	28.0

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 2025 年年报，2025 年公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 32.38/2.36/1.97 亿元，同比-3.70%/-31.84%/-30.07%。25Q4 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 7.25/0.42/0.32 亿元，同比+7.12%/扭亏为盈/扭亏为盈。

点评

全年关店调整持续，25Q4 场景扩张下单店维持改善。2025 年公司收入同比-3.70%，鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟费、门店管理费、信息系统使用费收入同比-7.92%/+26.03%/+16.00%/-11.40%，其中门店业务（鲜货+预包装，下同）收入同比-4.11%，我们根据窄门的数据预估，预计门店数量同比-16.20%，单店收入同比+14.42%，预计与闭店调整后单店质量提升、去年同期基数较低、新品种类扩大有关，鲜货产品中，夫妻肺片、整禽类两个优势品种的收入同比仍有压力，分别-14.12%、-12.22%，但香辣休闲收入同比+8.28%，拉高了整体。25Q4 收入同比+7.12%，鲜货产品/预包装及其他产品/包材/加盟费、门店管理费、信息系统使用费收入同比+6.27%/+23.77%/+47.78%/-7.89%，其中门店业务收入同比+8.72%，门店数量预计同比-16.20%，单店收入同比+29.73%，除去年同期单店因舆情影响基数较低外，与公司深化“社区+高校+企业”全场景覆盖有关，一方面公司巩固社区布局，提升家庭餐桌场景渗透率，另一方面推进年轻客群战略，以“大学城+大厂食堂”为核心，推出“校园小碗菜”、“一人食”等定制化产品。

全年盈利能力承压，25Q4 结构优化下毛利率改善、盈利能力扭亏。2025 年归母净利率 7.29%，同比-3.01pct，盈利能力承压拆分如下：1）2025 年毛利率为 22.56%，同比-0.37pct，主要牛肉、牛副等原料价格进口进一步上抬所致，但预计公司通过产品结构的调整进行了一定程度的对冲，夫妻肺片毛利率同比-4.79pct 至 27.41%，夫妻肺片收入占比同比-3.23pct；2）2025 年总费率 13.37%，同比+2.20pct，销售/管理/研发/财务费率 6.52%/5.77%/0.52%/0.55%，同比+1.29pct/+0.53pct/+0.06pct/+0.33pct，销售、管理费率同比提升，主要系薪酬提升。25Q4 归母净利率 5.80%，同比+6.17pct，扣非归母净利率 4.35%，同比+7.35pct，拆分如下：1）25Q4 毛利率为 22.67%，同比+12.81pct，除规模效应的提振外，预计与活动投入的同比收窄有关，25Q4 毛利率环比-0.25pct，相应牛肉等原料价格的成本压力仍在；2）25Q4 总费率 14.69%，同比+1.89pct，销售/管理/研发/财务费率 9.79%/3.70%/0.52%/0.68%，同比+3.85pct/-1.98pct/-0.17pct/+0.18pct，管理费率下降，预计与激励未达成后部分奖金减少及股份支付冲回有关。

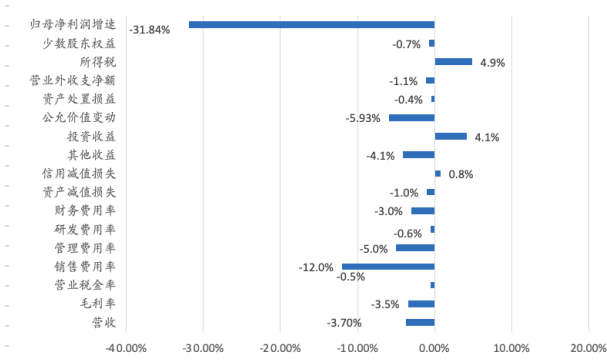
新一期股权激励推出，目标设置较为平稳。公司公告新一期限限制性股票激励计划草案，激励授予股票数量为 351.20 万股，占总股本的 0.85%，首次授予 321.20 万股，占授予总量的 91.46%，预留 30 万股。本次激励涉及人数 150 人，覆盖部分高管及核心骨干，股票来源为定向发行的 A 股普通股，授予价格为 12.69 元/股（较 2026 年 4 月 16 日收盘价折价约 50%），激励目标考核收入或利润的达成情况，二者达成一个即可，以 2025 年营业收入/净利润为计划基数，2026-2028 年收入/净利润增长率分别为 10%/20%/30%，该目标设置更多为对上一轮激励未达成的补偿。

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,2025 年通过关闭低效店的结构调整,单店收入回到正增长,但 2026 年面对当下行业性的单店客流收缩、消费者需求变化的多样性、其他业态调改后熟食区扩张的竞争,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,如何抉择门店数量(即市占率)的增减与单店收入的改善,均需公司寻求破局平衡之法。

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高位震荡,不考虑尼泊尔牛肉加工项目的贡献,预计 2026-2028 年公司收入为 35.73/39.05/42.28 亿元,同比 +10.3%/+9.3%/+8.3%,归母净利润为 2.81/3.34/3.76 亿元,同比 +19.2%/+18.6%/+12.7%,对应 2026 年 4 月 16 日收盘价,PE 估值为 37/32/28x,维持“增持”评级。

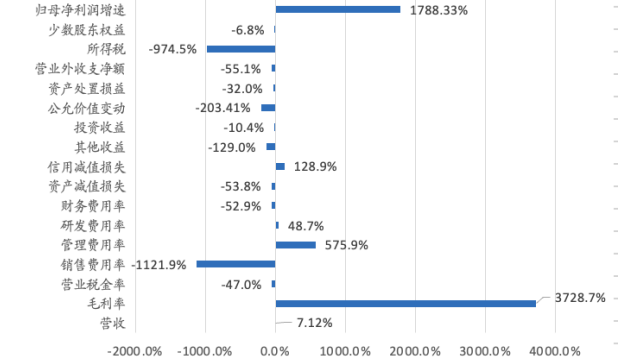
风险提示: 门店扩张不及预期;门店快速扩张下单店收入持续下滑;原材料价格大幅上涨;卤味行业竞争加剧;中长保产品、零食量贩等业态通过质价比替代鲜食连锁;海外养殖进口贡献不及预期。

图1、2025年1-12月归母净利润增速贡献拆分



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、2025Q4 归母净利润增速贡献拆分



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	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2273	2751	3343	3957
货币资金	506	814	1148	1525
交易性金融资产	1127	1338	1550	1779
应收票据及应收账款	179	143	167	186
预付款项	104	121	132	140
存货	211	193	217	236
其他	146	142	128	91
非流动资产	1602	1720	1847	1968
长期股权投资	86	109	134	159
固定资产	1105	1141	1181	1214
在建工程	14	32	50	66
无形资产	98	98	96	95
商誉	0	0	0	0
其他	298	340	387	434
资产总计	3875	4471	5190	5925
流动负债	1577	1981	2454	2914
短期借款	928	1302	1707	2109
应付票据及应付账款	120	127	142	151
其他	529	552	605	654
非流动负债	229	239	249	258
长期借款	0	0	0	0
其他	229	239	249	258
负债合计	1806	2220	2703	3171
股本	414	412	412	412
未分配利润	676	829	1011	1215
少数股东权益	20	25	28	33
股东权益合计	2068	2252	2488	2754
负债及权益合计	3875	4471	5190	5925

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	236	281	334	376
折旧和摊销	121	149	168	188
营运资金的变动	-126	70	23	49
经营活动产生现金流量	248	512	536	627
资本支出	-201	-187	-206	-218
长期投资	-218	-279	-288	-306
投资活动产生现金流量	-386	-470	-497	-523
债权融资	444	383	415	410
股权融资	12	-2	0	0
融资活动产生现金流量	202	268	295	273
现金净变动	61	308	335	377

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

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3238	3573	3905	4228
营业成本	2508	2788	3012	3232
税金及附加	32	34	38	41
销售费用	211	213	231	259
管理费用	187	207	225	244
研发费用	17	15	18	20
财务费用	18	9	11	13
投资收益	18	8	10	15
公允价值变动收益	-1	0	0	0
信用减值损失	-6	-2	-2	-2
资产减值损失	-5	-2	-1	-1
营业利润	311	365	430	489
营业外收支	-1	-1	0	-1
利润总额	309	364	430	488
所得税	70	78	93	107
净利润	240	286	337	381
少数股东损益	3	4	4	5
归属母公司净利润	236	281	334	376
EPS(元)	0.57	0.68	0.81	0.91

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-3.7%	10.3%	9.3%	8.3%
营业利润增长率	-28.5%	17.3%	17.9%	13.6%
归母净利润增长率	-31.8%	19.2%	18.6%	12.7%
盈利能力				
毛利率	22.6%	22.0%	22.9%	23.5%
归母净利率	7.3%	7.9%	8.6%	8.9%
ROE	11.5%	12.6%	13.6%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	46.6%	49.6%	52.1%	53.5%
流动比率	1.44	1.39	1.36	1.36
速动比率	1.16	1.17	1.18	1.20
营运能力				
资产周转率	89.9%	85.6%	80.8%	76.1%
每股资料(元)				
每股收益	0.57	0.68	0.81	0.91
每股经营现金	0.60	1.24	1.30	1.52
估值比率(倍)				
PE	44.6	37.4	31.5	28.0
PB	5.1	4.7	4.3	3.9

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，任何所预示的回报会得以实现。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外大街甲 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