

绝味食品 (603517.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

基本面企稳修复，看好需求+成本改善

业绩简评

4月29日公司发布年报和一季报，22年实现营收66.2亿元，同比+1.1%；实现归母净利润2.3亿元，同比-76.3%；扣非归母净利润2.6亿元，同比-64.3%。

22Q4实现营收15.0亿元，同比-11.7%；实现归母净利润0.1亿元，同比-22.3%；扣非归母净利润-0.1亿元。

23Q1实现营收18.2亿元，同比+8.0%；实现归母净利润1.4亿元，同比+54.4%；扣非归母净利润1.3亿元，同比+63.7%，符合此前业绩预告预期。

经营分析

疫情扰动单店模型，开店计划圆满达成，市占率逆势提升。22年卤制食品销售实现收入56.5亿元，同比-1.6%。单店收入同比-10.5%，约为19年同期的8成，其中老店恢复至19年同期的93成。22年底门店数15076家，净增1362家（同比+9.9%）。公司加强数字化运营体系，构建全场景O2O模式，外卖平台和小程序实现较快增长。其中22年鲜货类/包装分别实现收入54.4/2.1亿元，分别同比-3%/+56%。

从门店结构看受损原因，1) 疫情限制消费场景，非社区体门店数占比8成。2) 2年内新店占比3成，单店收入约为老店的7~8成，仍处于爬坡阶段。22年公司从选址、运营等层面精准帮扶加盟商，门店存货率大幅提升。23Q1卤制食品销售收入+8.6%，拆分看预计单店收入同比仍有小个位数缺口（去年春节具备就地过年补贴）；门店数净增600家，按照全年+10%的节奏稳步推进。

鸭副成本高位，费率优化对冲，净利率环比改善。22年公司鲜货类吨成本同比+13.2%，总毛利率同比-6.1pct。23Q1下游复工复产，需求激增背景下供给暂时难以跟上，原材料价格3月达到峰值，23Q1毛利率为24.3%，同比-6.0pct。但随着加盟商补贴退出，23Q1销售费率为6.8%，同比-7.2pct；同期投资收益亏损减少，显著对冲成本压力。23Q1净利率为7.5%，同比+2.3pct。

盈利预测、估值与评级

考虑到鸭副成本较高，我们下调23年盈利预测10%。预计23-25年归母净利分别为8.1/12.2/15.9亿元，分别同比增长248%/51%/31%，对应PE分别为31x/21x/16x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：39.75元

相关报告：

- 1.《绝味食品公司点评：22年集中承压，23年改善在望》，2023.1.30
- 2.《疫情扰动下门店仍有压力，利润率大幅改善-绝味三季报点评》，2022.10.27
- 3.《黑暗时刻已过，向上拐点已至-绝味中报点评》，2022.8.31



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,549	6,623	7,963	9,371	11,004
营业收入增长率	24.12%	1.13%	20.23%	17.69%	17.42%
归母净利润(百万元)	981	233	808	1,220	1,593
归母净利润增长率	39.86%	-76.29%	248%	50.92%	30.61%
摊薄每股收益(元)	1.597	0.382	1.280	1.932	2.524
每股经营性现金流净额	1.77	1.98	1.30	2.43	2.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.20%	3.37%	10.92%	14.69%	16.74%
P/E	42.79	159.89	31.05	20.57	15.75
P/B	7.36	5.38	3.39	3.02	2.64

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,276	6,549	6,623	7,963	9,371	11,004
增长率	24.1%	1.1%	1.1%	20.2%	17.7%	17.4%
主营业务成本	-3,510	-4,474	-4,929	-5,922	-6,581	-7,490
%销售收入	66.5%	68.3%	74.4%	74.4%	70.2%	68.1%
毛利	1,767	2,074	1,693	2,041	2,790	3,514
%销售收入	33.5%	31.7%	25.6%	25.6%	29.8%	31.9%
营业税金及附加	-40	-51	-47	-60	-70	-83
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-322	-524	-646	-557	-637	-748
%销售收入	6.1%	8.0%	9.8%	7.0%	6.8%	6.8%
管理费用	-332	-418	-515	-502	-581	-660
%销售收入	6.3%	6.4%	7.8%	6.3%	6.2%	6.0%
研发费用	-11	-38	-38	-32	-28	-33
%销售收入	0.2%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	1,062	1,044	448	890	1,474	1,990
%销售收入	20.1%	15.9%	6.8%	11.2%	15.7%	18.1%
财务费用	8	-9	-20	-8	0	23
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-30	-10	-5	-18	0	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-101	224	-94	200	100	100
%税前利润	n.a	17.2%	n.a	18.4%	6.1%	4.7%
营业利润	956	1,262	346	1,084	1,593	2,131
营业利润率	18.1%	19.3%	5.2%	13.6%	17.0%	19.4%
营业外收支	15	40	21	0	40	0
税前利润	971	1,302	367	1,084	1,633	2,131
利润率	18.4%	19.9%	5.5%	13.6%	17.4%	19.4%
所得税	-279	-334	-173	-271	-408	-533
所得税率	28.7%	25.7%	47.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	692	967	194	813	1,225	1,598
少数股东损益	-9	-14	-39	5	5	5
归属于母公司的净利润	701	981	233	808	1,220	1,593
净利率	13.3%	15.0%	3.5%	10.1%	13.0%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	692	967	194	813	1,225	1,598
少数股东损益	-9	-14	-39	5	5	5
非现金支出	184	302	400	233	247	277
非经营收益	107	-174	124	-199	-113	-87
营运资金变动	-68	-9	487	-25	178	81
经营活动现金净流	916	1,086	1,206	822	1,537	1,868
资本开支	-366	-621	-584	-417	-450	-490
投资	-537	-468	-443	-600	-300	-300
其他	-28	32	1	200	100	100
投资活动现金净流	-932	-1,058	-1,026	-817	-650	-690
股权募资	3	247	1,193	0	0	0
债权募资	-180	168	207	-171	-322	0
其他	-326	-457	-786	-354	-342	-392
筹资活动现金净流	-503	-43	614	-525	-664	-392
现金净流量	-520	-18	799	-520	222	786

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,082	1,065	1,863	1,286	1,450	2,195
应收款项	108	222	179	249	290	341
存货	857	854	702	875	883	1,005
其他流动资产	153	127	148	153	167	185
流动资产	2,201	2,267	2,892	2,563	2,791	3,726
%总资产	37.2%	30.6%	32.7%	27.2%	27.3%	31.9%
长期投资	1,578	2,330	2,690	3,290	3,590	3,890
固定资产	1,653	2,089	2,371	2,709	2,922	3,112
%总资产	27.9%	28.2%	26.8%	28.7%	28.6%	26.7%
无形资产	275	319	435	490	539	584
非流动资产	3,721	5,134	5,957	6,876	7,420	7,935
%总资产	62.8%	69.4%	67.3%	72.8%	72.7%	68.1%
资产总计	5,922	7,401	8,849	9,439	10,210	11,661
短期借款	35	300	489	322	0	0
应付款项	558	843	849	1,046	1,182	1,346
其他流动负债	310	307	360	404	510	620
流动负债	904	1,450	1,697	1,772	1,692	1,966
长期贷款	0	0	50	50	50	50
其他长期负债	28	234	220	238	180	137
负债	932	1,685	1,967	2,060	1,922	2,153
普通股股东权益	4,964	5,702	6,906	7,399	8,303	9,517
其中：股本	609	615	631	631	631	631
未分配利润	2,457	3,134	3,021	3,513	4,417	5,632
少数股东权益	26	14	-24	-19	-14	-9
负债股东权益合计	5,922	7,401	8,849	9,439	10,210	11,661

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.152	1.597	0.382	1.280	1.932	2.524
每股净资产	8.156	9.284	11.347	11.721	13.153	15.077
每股经营现金净流	1.505	1.768	1.981	1.302	2.434	2.959
每股股利	0.530	0.500	0.570	0.500	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	14.13%	17.20%	3.37%	10.92%	14.69%	16.74%
总资产收益率	11.84%	13.25%	2.63%	8.56%	11.95%	13.66%
投入资本收益率	15.06%	12.83%	3.17%	8.61%	13.25%	15.62%
增长率						
主营业务收入增长率	2.01%	24.12%	1.13%	20.23%	17.69%	17.42%
EBIT 增长率	8.04%	-1.62%	-57.13%	98.75%	65.58%	35.06%
净利润增长率	-12.46%	39.86%	-76.29%	247.54%	50.92%	30.61%
总资产增长率	8.41%	24.97%	19.56%	6.67%	8.17%	14.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	5.3	7.5	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	79.4	69.8	57.6	55.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	38.6	36.9	43.6	45.0	46.0	46.0
固定资产周转天数	93.1	100.7	103.7	92.6	83.1	73.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.98%	-13.37%	-19.25%	-12.39%	-16.89%	-22.55%
EBIT 利息保障倍数	-129.2	118.4	22.4	112.5	2,976.7	-86.7
资产负债率	15.74%	22.76%	22.23%	21.82%	18.82%	18.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402