

Q1 经营回暖，业绩改善可期

绝味食品(603517)

评级:	买入	股票代码:	603517
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	64.3/39.53
目标价格:		总市值(亿)	249.59
最新收盘价:	39.54	自由流通市值(亿)	240.65
		自由流通股数(百万)	608.63

事件概述

2022年公司实现营业收入66.2亿元，同比+1.1%；归母净利润2.3亿元，同比-76.3%；扣非净利润2.6亿元，同比-64.3%。

2023Q1公司实现营业收入18.2亿元，同比+8.0%，归母净利润为1.4亿元，同比+54.4%。

分析判断:

► 开店加速+单店恢复，行稳致远

2022年外部环境的不确定性依旧给公司带来巨大挑战，但公司在“审时度势、行稳致远”的战略方针下，围绕“提升加盟商生存质量、保门店存活率”的目标进一步优化门店选址，精准助力加盟商，提升门店生存质量，实现收入1.1%的增长以及市场占有率的有效提升。

具体从门店端来看，22年净增门店1362家，门店总数达到15076家，加速开店使得市场占有率和营收均保持稳定增长。分品类来看，鲜货类产品收入54.37亿元，同比-3.03%，其中量价分别-7.0%和+4.3%，短期疫情对销量有所影响，提价带动主业吨价提升；包装产品高增56.25%至2.13亿元，业务占比进一步提升；以供应链为核心的其他业务实现收入7.28亿元，同比高增34.5%，带来业绩增量，同时强化绝味的供应链优势。分区域来看，西南/西北/华中/华南/华东/华北/海外收入分别同比-6.64%/+103.17%/+6.2%/+5.71%/-8.93%/+1.95%/+31.25%，华东市场因疫情原因下滑较多，西北市场走出下滑趋势实现高增，海外市场规模快速扩张。

2023Q1随着疫情后全面放开，公司主业同样受到消费复苏提振，实现经营恢复，后续随着Q2开始进入消费旺季，同时基数偏低，公司经营有望逐季好转，业绩改善可期。

► 22年利润端承压，23Q1盈利能力加速恢复

成本端来看，公司22年毛利率为25.6%，较去年同期下降6.1pct，下降较多主因原材料价格普遍上涨。费用端来看，22年销售/管理/研发/财务费用率分别为9.75%/7.77%/0.57%/0.30%，分别较去年同期+1.75%/+1.39%/+0.0/-0.17pct，其中销售费用率上涨较多主因公司在提升加盟商生存质量的目标下加大对加盟商的支持力度，管理费用率增加主要系股份支付费用加速计提。同时投资收益亏损0.94亿元，较同期减少3.18亿元，亦对公司利润有所影响。在多重因素压制下，公司利润端承压，2022年净利率同比下降11.5pct至3.51%，相应的归母净利润同比下降76.3%至2.3亿元。

23Q1公司盈利能力已加速恢复，虽然成本端压力依旧很大，毛利率同比下降6.01pct至24.3%，但公司已通过调整产品结构进行积极的对冲；同时我们认为费用端公司大幅缩小市场补贴费用，使得销售费用率下降7.21pct至6.79%，管理费用率亦小幅下降0.19pct至6.32%。得益于收入增长+费用有效性提升，Q1净利率提升2.23pct至7.22%，归母净利润同比高增54.4%至1.4亿元，经营效率同比和环比明显改善。

► 成本拐点已现，经营好转可期

参考禽报网等渠道跟踪，近期核心的鸭副产品鸭脖、鸭头、鸭锁骨、鸭掌等现价环比均有所下降且逐渐形成趋势，成本压力预期改善。随着旺季来临和消费力恢复，我们看好公司单店营收持续恢复，叠加成本下行和费用收缩，预计净利率也将稳步恢复，利润端持续兑现。

中长期来看，公司已经在泛卤味赛道深度布局，佐餐卤味、新式卤味均有落子，供应链领域已参投超过 20 家优质产业链相关公司，为公司未来成长储备动能。公司短期主业经营好转，中长期存在第二增长曲线预期和经营扩张机遇，成长逻辑依旧顺畅。

投资建议

因为卤制品行业整体恢复节奏偏慢，同时成本端仍然承压，因此我们下调公司 23-24 年营业收入 80.76/93.61 亿元的预测至 78.90/91.50 亿元，新增 25 年营业收入 103.63 亿元的预测；下调 23-24 年 EPS 1.47/1.97 元的预测至 1.40/1.89 元，新增 25 年 EPS 2.14 元的预测；对应 2023 年 5 月 4 日 39.54 元的收盘价，PE 分别为 28/21/18 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格下降不及预期，港股上市进程不及预期，行业竞争加剧。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,549	6,623	7,890	9,150	10,363
YoY (%)	24.1%	1.1%	19.1%	16.0%	13.3%
归母净利润 (百万元)	981	233	882	1,192	1,353
YoY (%)	39.9%	-76.3%	279.2%	35.2%	13.5%
毛利率 (%)	31.7%	25.6%	31.0%	31.9%	32.0%
每股收益 (元)	1.60	0.38	1.40	1.89	2.14
ROE	17.2%	3.4%	9.9%	11.8%	11.8%
市盈率	24.71	104.05	28.31	20.95	18.45

资料来源：wind、华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：卢周伟

邮箱：luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,623	7,890	9,150	10,363	净利润	194	820	1,087	1,204
YoY (%)	1.1%	19.1%	16.0%	13.3%	折旧和摊销	396	316	371	386
营业成本	4,929	5,444	6,231	7,047	营运资金变动	487	-704	837	-799
营业税金及附加	47	59	68	76	经营活动现金流	1,206	446	2,235	843
销售费用	646	627	732	829	资本开支	-584	-658	-761	-705
管理费用	515	537	639	705	投资	-443	-445	-447	-407
财务费用	20	-31	-42	-67	投资活动现金流	-1,026	-1,100	-1,146	-1,137
研发费用	38	36	49	54	股权募资	1,193	1,161	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	207	162	162	161
投资收益	-94	2	62	-25	筹资活动现金流	614	1,308	141	134
营业利润	346	1,240	1,555	1,720	现金净流量	799	654	1,230	-159
营业外收支	21	0	20	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	367	1,240	1,575	1,720	成长能力 (%)				
所得税	173	420	488	516	营业收入增长率	1.1%	19.1%	16.0%	13.3%
净利润	194	820	1,087	1,204	净利润增长率	-76.3%	279.2%	35.2%	13.5%
归属于母公司净利润	233	882	1,192	1,353	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-76.3%	279.2%	35.2%	13.5%	毛利率	25.6%	31.0%	31.9%	32.0%
每股收益	0.38	1.40	1.89	2.14	净利率	3.5%	11.2%	13.0%	13.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	2.6%	8.1%	9.4%	9.7%
货币资金	1,863	2,517	3,747	3,587	净资产收益率 ROE	3.4%	9.9%	11.8%	11.8%
预付款项	116	138	144	169	偿债能力 (%)				
存货	702	1,354	880	1,590	流动比率	1.70	2.32	2.05	2.24
其他流动资产	211	194	341	260	速动比率	1.20	1.48	1.63	1.52
流动资产合计	2,892	4,204	5,111	5,607	现金比率	1.10	1.39	1.50	1.43
长期股权投资	2,446	2,888	3,331	3,735	资产负债率	22.2%	19.0%	21.7%	19.9%
固定资产	1,882	2,045	2,206	2,289	经营效率 (%)				
无形资产	321	363	413	467	总资产周转率	0.82	0.80	0.77	0.78
非流动资产合计	5,957	6,743	7,600	8,325	每股指标 (元)				
资产合计	8,849	10,947	12,711	13,931	每股收益	0.38	1.40	1.89	2.14
短期借款	360	523	685	846	每股净资产	11.35	14.18	16.07	18.21
应付账款及票据	705	480	889	700	每股经营现金流	1.98	0.71	3.54	1.34
其他流动负债	632	811	916	961	每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,697	1,813	2,490	2,507	估值分析				
长期借款	50	50	50	50	PE	104.05	28.31	20.95	18.45
其他长期负债	220	220	220	220	PB	5.38	2.80	2.47	2.18
非流动负债合计	270	270	270	270					
负债合计	1,967	2,084	2,760	2,777					
股本	631	654	654	654					
少数股东权益	-24	-86	-191	-340					
股东权益合计	6,882	8,863	9,950	11,154					
负债和股东权益合计	8,849	10,947	12,711	13,931					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。