



绝味食品 (603517.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 成本高位扰动，期待利润弹性释放

业绩简评

公司于7月13日发布业绩预告，预计23H1实现营收36.5-37.0亿元（中枢为36.8亿元，下同），同比+9.4%-10.9%；归母净利润2.3-2.4亿元（2.4亿元），同比+131%-147%。

其中23Q2实现营收18.3-18.8亿元（18.5亿元），同比+10.8%-13.9%；归母净利润0.9-1.1亿元（1.0亿元），同比+850%-1007%。

经营分析

主业具备经营韧性，供应链稳健增长。拆解来看，主业预计单店收入低个位数，开店数量+10%。1) 目前老店单店收入基本修复至19年同期水平，但Q2新增门店有拖累。从环比情况看，5-6月单店收入环比4月持平，相较Q1改善。预计H2单店收入环比H1改善，主要依靠新增的高势能门店拉动。2) H1开店数量完成全年70%任务进度，新开1000家以上，符合全年新增1500家（+10%）预期。

4月成本高位，扰动Q2毛利率。采用公告中枢测算，23Q2净利率约5.3%，环比-2.2pct。1) 据我们跟踪的鸭副价格，3月底鸭副成本上涨至历史高位，反馈在4月报表端毛利率触底，5-6月毛利率显著改善，接近22Q3水平。若后续毛利率持续改善，23Q3有望迎来成本端拐点，23H2盈利能力大幅改善。2) 随着疫情放开，公司对加盟商补贴逐步退出，Q2费用率环比Q1更加优化。

市场对于主业天花板和第二曲线有担忧，但从开店数量兑现和单店修复情况来看，H1表现均优于同业水平。第二曲线方面，廖记年初以来收入恢复超预期，利润方面明显减亏，有望在明年加速扩张后顺利接入体内。成本端，今年以来上游鸭苗、饲料成本呈下降趋势，日均投苗量大幅增长，结合鸭养殖周期较短，我们认为成本拐点有望于Q3到来。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司成本下行速度不及预期，及年内投资收益的不确定性，我们分别下调23-25年归母净利润11%/1%/4%。我们预计23-25年公司归母净利润分别为7.2/12.1/15.3亿元，分别同比增长209%/68%/27%，对应PE分别为33x/19x/15x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；成本下降不及预期风险；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

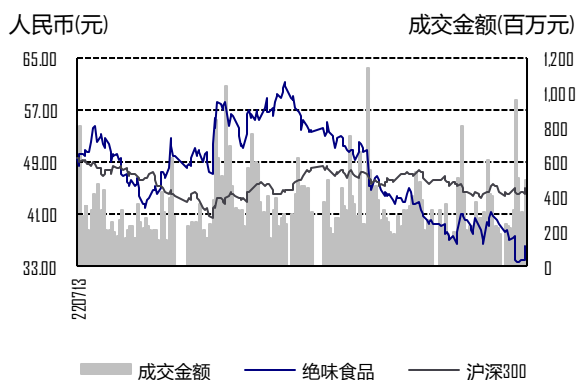
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价（人民币）：36.19元

相关报告：

- 《绝味食品公司点评：基本面企稳修复，看好需求+成本改善》，2023.4.30
- 《绝味食品公司点评：22年集中承压，23年改善在望》，2023.1.30
- 《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



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	7,831	9,216	10,823
营业收入增长率	24.12%	1.13%	18.24%	17.70%	17.43%
归母净利润(百万元)	981	233	718	1,207	1,528
归母净利润增长率	39.86%	-76.29%	209%	68.05%	26.63%
摊薄每股收益(元)	1.597	0.382	1.137	1.912	2.421
每股经营性现金流净额	1.77	1.98	1.30	2.28	2.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.20%	3.37%	9.82%	14.72%	16.34%
P/E	42.79	159.89	32.66	18.93	14.95
P/B	7.36	5.38	3.21	2.79	2.44

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,276	6,549	6,623	7,831	9,216	10,823	货币资金	1,082	1,065	1,863	1,260	1,365	2,016
增长率		24.1%	1.1%	18.2%	17.7%	17.4%	应收款项	108	222	179	245	285	335
主营业务成本	-3,510	-4,474	-4,929	-5,827	-6,561	-7,467	存货	857	854	702	860	881	1,002
%销售收入	66.5%	68.3%	74.4%	74.4%	71.2%	69.0%	其他流动资产	153	127	148	152	166	184
毛利	1,767	2,074	1,693	2,004	2,656	3,356	流动资产	2,201	2,267	2,892	2,517	2,698	3,538
%销售收入	33.5%	31.7%	25.6%	25.6%	28.8%	31.0%	%总资产	37.2%	30.6%	32.7%	26.8%	26.7%	30.8%
营业税金及附加	-40	-51	-47	-59	-69	-81	长期投资	1,578	2,330	2,690	3,290	3,590	3,890
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,653	2,089	2,371	2,709	2,922	3,112
销售费用	-322	-524	-646	-548	-627	-736	%总资产	27.9%	28.2%	26.8%	28.8%	28.9%	27.1%
%销售收入	6.1%	8.0%	9.8%	7.0%	6.8%	6.8%	无形资产	275	319	435	490	539	584
管理费用	-332	-418	-515	-493	-571	-649	非流动资产	3,721	5,134	5,957	6,876	7,420	7,935
%销售收入	6.3%	6.4%	7.8%	6.3%	6.2%	6.0%	%总资产	62.8%	69.4%	67.3%	73.2%	73.3%	69.2%
研发费用	-11	-38	-38	-31	-28	-32	资产总计	5,922	7,401	8,849	9,393	10,117	11,473
%销售收入	0.2%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	短期借款	35	300	489	401	21	0
息税前利润 (EBIT)	1,062	1,044	448	872	1,361	1,857	应付款项	558	843	849	1,029	1,177	1,341
%销售收入	20.1%	15.9%	6.8%	11.1%	14.8%	17.2%	其他流动负债	310	307	360	386	504	605
财务费用	8	-9	-20	-11	-5	20	流动负债	904	1,450	1,697	1,816	1,702	1,946
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.2%	长期贷款	0	0	50	50	50	50
资产减值损失	-30	-10	-5	-18	0	-2	其他长期负债	28	234	220	238	180	137
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	932	1,685	1,967	2,104	1,932	2,134
投资收益	-101	224	-94	100	200	150	普通股股东权益	4,964	5,702	6,906	7,309	8,200	9,349
%税前利润	n.a	17.2%	n.a	10.4%	12.4%	7.3%	其中：股本	609	615	631	631	631	631
营业利润	956	1,262	346	964	1,576	2,044	未分配利润	2,457	3,134	3,021	3,423	4,314	5,463
营业利润率	18.1%	19.3%	5.2%	12.3%	17.1%	18.9%	少数股东权益	26	14	-24	-19	-14	-9
营业外收支	15	40	21	0	40	0	负债股东权益合计	5,922	7,401	8,849	9,393	10,117	11,473
税前利润	971	1,302	367	964	1,616	2,044	比率分析						
利润率	18.4%	19.9%	5.5%	12.3%	17.5%	18.9%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-279	-334	-173	-241	-404	-511	每股指标						
所得税率	28.7%	25.7%	47.2%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.152	1.597	0.382	1.137	1.912	2.421
净利润	692	967	194	723	1,212	1,533	每股净资产	8.156	9.284	11.347	11.579	12.990	14.811
少数股东损益	-9	-14	-39	5	5	5	每股经营现金净流	1.505	1.768	1.981	1.298	2.280	2.766
归属于母公司的净利润	701	981	233	718	1,207	1,528	每股股利	0.530	0.500	0.570	0.500	0.500	0.600
净利率	13.3%	15.0%	3.5%	9.2%	13.1%	14.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.13%	17.20%	3.37%	9.82%	14.72%	16.34%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	11.84%	13.25%	2.63%	7.64%	11.93%	13.32%
净利润	692	967	194	723	1,212	1,533	投入资本收益率	15.06%	12.83%	3.17%	8.45%	12.36%	14.83%
少数股东损益	-9	-14	-39	5	5	5	增长率						
非现金支出	184	302	400	233	247	277	主营业务收入增长率	2.01%	24.12%	1.13%	18.24%	17.70%	17.43%
非经营收益	107	-174	124	-97	-210	-137	EBIT增长率	8.04%	-1.62%	-57.13%	94.82%	56.00%	36.45%
营运资金变动	-68	-9	487	-39	190	73	净利润增长率	-12.46%	39.86%	-76.29%	208.78%	68.05%	26.63%
经营活动现金净流	916	1,086	1,206	820	1,439	1,746	总资产增长率	8.41%	24.97%	19.56%	6.15%	7.71%	13.40%
资本开支	-366	-621	-584	-417	-450	-490	资产管理能力						
投资	-537	-468	-443	-600	-300	-300	应收账款周转天数	1.6	5.3	7.5	8.0	8.0	8.0
其他	-28	32	1	100	200	150	存货周转天数	79.4	69.8	57.6	55.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-932	-1,058	-1,026	-917	-550	-640	应付账款周转天数	38.6	36.9	43.6	45.0	46.0	46.0
股权募资	3	247	1,193	0	0	0	固定资产周转天数	93.1	100.7	103.7	94.1	84.5	75.0
债权募资	-180	168	207	-92	-380	-21	偿债能力						
其他	-326	-457	-786	-357	-346	-392	净负债/股东权益	-20.98%	-13.37%	-19.25%	-11.10%	-15.81%	-21.05%
筹资活动现金净流	-503	-43	614	-448	-726	-413	EBIT利息保障倍数	-129.2	118.4	22.4	81.0	276.3	-95.0
现金净流量	-520	-18	799	-546	163	693	资产负债率	15.74%	22.76%	22.23%	22.40%	19.10%	18.60%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-31	买入	65.85	N/A
2	2022-04-28	买入	43.30	N/A
3	2022-07-15	买入	48.62	N/A
4	2022-07-17	买入	50.45	57.50~57.50
5	2022-08-31	买入	45.77	N/A
6	2022-10-27	买入	50.65	N/A
7	2023-01-30	买入	53.82	N/A
8	2023-04-30	买入	39.75	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究