

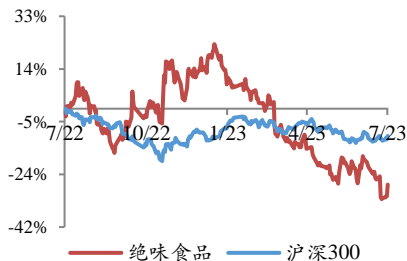
23H1 成本压力超预期，利润修复受到掣肘

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-07-14

收盘价(元)	36.19
近12个月最高/最低(元)	61.30/33.61
总股本(百万股)	631
流通股本(百万股)	631
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	228
流通市值(亿元)	228

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1.绝味食品 2022 年年报&2023 年一季报点评：走出低谷，拾级而上
2023-05-03

2.绝味食品公司点评：2022 年饱经疫情考验，2023 年全面修复可期
2023-02-01

主要观点：

● 事件：公司发布 2023 年半年度业绩预告

据公司发布的 2023 年半年度业绩预告，预计 2023H1 公司实现营业收入 36.5-37 亿元，同比增长 9.4%-10.9%；预计实现归母净利润 2.28-2.43 亿元，同比增长 131.3%-146.5%。收入符合市场预期，利润不及预期。

● 23Q2 收入增速符合预期，在消费偏弱环境中单店同比增长但恢复速度不快，上半年开店进展较快

据业绩预告测算，23Q2 公司实现营业收入 18.3-18.8 亿元，同比增长 10.8%-13.9%，符合我们此前预期。上半年公司新开门店近 1000 家，全年 1000-1500 家开店任务目标完成进度较快。参考 22H1 末门店数量，粗略估算 23H1 开店贡献收入增长约 10%，单店营收同比低个位数增长。虽然 23Q2 整体消费环境偏冷，但公司在持续优化门店运营努力下仍然实现单店同比增长，环比 Q1 改善，其中公司老店单店营收已接近疫情前正常水平，表明绝味门店模型仍然优秀，已度过养店阶段的成熟门店抗风险能力较强。

● 23Q2 成本端压力超预期，特殊时期加盟商补贴收回费用控制良好，整体净利率环比 23Q1 并未如期改善

据业绩预告测算，23Q2 公司实现归母净利润 0.91-1.06 亿元，同比增长 849.7%-1007.1%。由于去年 Q2 公司对加盟商进行较大规模的补贴，同时旧股权激励计划终止后费用一次性计提导致利润端集中承压，22Q2 归母净利润基数极低，同比增速不具备太大参考价值。实际上，我们测算 23Q2 单季度净利率在 5% 左右，环比 Q1 有所下滑，不及市场此前预期的环比持平或改善，主因 Q2 公司仍然使用此前购买的高价原材料，尚未进行新一轮价格下降后的原材料的采购。预计公司此举与产业链上下游之间的价格博弈策略有关，公司希望后续主要原材料价格可尽快回归至正常区间。因此 23Q2 公司利润仍主要受到成本端的压制，但特殊时期的加盟商补贴已收回，公司费用率已经控制至 19 年平均水平。

● 成本压力预计即将得到改善，收入端高成长性或需宏观环境配合

成本端，本轮鸭副价格大幅上涨核心原因是供给量自疫情以来大幅缩减。23Q2 成本端还有疫情全面放开初期供需错配的扰动，但此因素偏短期，4 月以来鸭副价格已从高位回落。从产业供需来看，今年在鸭价已至历史高位的刺激下，上游鸭农开始新一轮扩产，因此中长期视角下，鸭副价格有望在较长一段时间内延续回落趋势，公司盈利能力也将得到修复。收入端，公司产品具有可选消费属性，需求端在一定程度上受制于消费能力修复的程度。后续单店营收的更快速恢复或需要宏观环境进一步回暖的配合。我们对下半年公司经营环境的改善保持期待，但不宜预期过高。

● 盈利预测与投资建议：维持“买入”评级

2022 年公司经受住了极限压力测试，逆境之中持续巩固加盟商体系及供应链网络，强化核心竞争力。23 年公司提出“保持定力、韧性成长”的年度经营方针，一方面紧抓国内市场消费复苏机遇，在鸭脖主业及美食生态圈上继续发力，另一方面加速品牌出海，积极拓展海外市场。我们认为报表端成本拐点出现后公司利润存在较大弹性，同时长期成长空间广阔。考虑到 23Q2 成本压力释放速度不及预期，我们调整 2023-2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 77.7/91.8/108.5 亿元（前预测值 78.5/91.6/107.5），同比+17.4%/+18.1%/+18.2%；实现归母净利润 7.0/12.2/14.0 亿元（前预测值 8.3/11.9/15.5），同比+198.9%/+75.0%/+15.5%；EPS 分别为 1.10/1.93/2.23 元。当前股价对应 PE 分别为 33/19/16 倍，悲观预期反映已较为充分，股价对应 24 年估值不到 20 倍，安全边际高，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨超预期；宏观经济下行压力增大影响消费能力；疫情发展超预期；食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6623	7775	9180	10854
收入同比	1.1%	17.4%	18.1%	18.2%
归属母公司净利润	233	695	1216	1405
净利润同比	-76.3%	198.9%	75.0%	15.5%
毛利率	25.6%	25.9%	30.0%	30.6%
ROE	3.4%	9.3%	14.6%	15.0%
每股收益 (元)	0.38	1.10	1.93	2.23
P/E	160.76	32.87	18.78	16.26
P/B	5.38	3.05	2.73	2.45
EV/EBITDA	42.00	16.99	11.86	9.72

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2892	2663	2796	3153	营业收入	6623	7775	9180	10854
现金	1863	1564	1358	1535	营业成本	4929	5763	6422	7532
应收账款	116	140	161	198	营业税金及附加	47	53	62	74
其他应收款	63	75	78	73	销售费用	646	544	643	760
预付账款	116	115	128	151	管理费用	515	494	566	619
存货	702	739	1045	1173	财务费用	20	-25	-20	-19
其他流动资产	32	29	26	23	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5957	6771	7482	8049	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2446	2796	3096	3396	投资净收益	-94	0	160	60
固定资产	1882	2161	2413	2685	营业利润	346	919	1637	1915
无形资产	321	386	451	516	营业外收入	24	30	30	30
其他非流动资产	1307	1427	1521	1451	营业外支出	3	3	3	4
资产总计	8849	9433	10278	11201	利润总额	367	946	1664	1941
流动负债	1697	1734	1760	1765	所得税	173	265	466	544
短期借款	360	340	290	210	净利润	194	681	1198	1398
应付账款	705	575	638	618	少数股东损益	-39	-14	-18	-7
其他流动负债	632	818	832	937	归属母公司净利润	233	695	1216	1405
非流动负债	270	250	220	160	EBITDA	857	1291	1859	2235
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	0.38	1.10	1.93	2.23
其他非流动负债	220	200	170	110					
负债合计	1967	1984	1980	1926					
少数股东权益	-24	-38	-56	-63					
股本	631	631	631	631					
资本公积	2919	2919	2919	2919					
留存收益	3356	3938	4804	5789					
归属母公司股东权益	6906	7488	8354	9339					
负债和股东权益	8849	9433	10278	11201					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1206	1047	1161	1625	成长能力				
净利润	194	681	1198	1398	营业收入	1.1%	17.4%	18.1%	18.2%
折旧摊销	396	390	397	397	营业利润	-72.5%	165.2%	78.2%	17.0%
财务费用	30	16	14	11	归属于母公司净利	-76.3%	198.9%	75.0%	15.5%
投资损失	94	0	-160	-60	获利能力				
营运资金变动	487	-17	-265	-95	毛利率 (%)	25.6%	25.9%	30.0%	30.6%
其他经营现金流	-289	675	1439	1468	净利率 (%)	3.5%	8.9%	13.2%	12.9%
投资活动现金流	-1026	-1176	-922	-878	ROE (%)	3.4%	9.3%	14.6%	15.0%
资本支出	-584	-803	-753	-604	ROIC (%)	3.2%	8.0%	11.9%	13.6%
长期投资	-443	-393	-359	-353	偿债能力				
其他投资现金流	1	20	190	80	资产负债率 (%)	22.2%	21.0%	19.3%	17.2%
筹资活动现金流	614	-170	-444	-571	净负债比率 (%)	28.6%	26.6%	23.9%	20.8%
短期借款	157	-20	-50	-80	流动比率	1.70	1.54	1.59	1.79
长期借款	50	0	0	0	速动比率	1.20	1.03	0.91	1.02
普通股增加	17	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1034	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.85	0.93	1.01
其他筹资现金流	-643	-150	-394	-491	应收账款周转率	48.94	60.00	60.00	60.00
现金净增加额	799	-300	-206	177	应付账款周转率	8.36	9.00	10.59	12.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.38	1.10	1.93	2.23
					每股经营现金流薄)	1.91	1.66	1.84	2.58
					每股净资产	11.35	11.86	13.23	14.79
					估值比率				
					P/E	160.76	32.87	18.78	16.26
					P/B	5.38	3.05	2.73	2.45
					EV/EBITDA	42.00	16.99	11.86	9.72

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师: 杨苑, 剑桥大学经济学硕士, 2年食品饮料行业研究经验, 1年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。