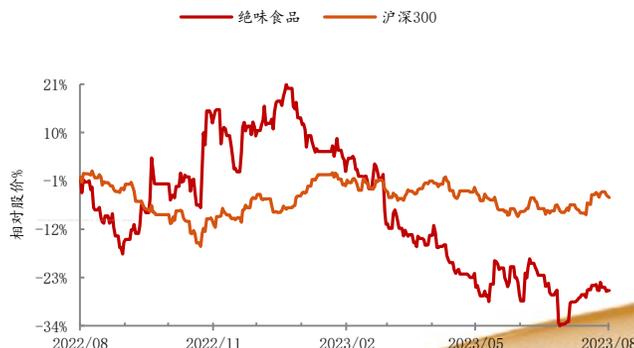


鸭副成本回落，盈利拐点向上

—绝味食品（603517.SH）成本分析深度报告

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	35.83
股票代码:	603517
52周最高价/最低价:	64.01/33.08
总市值(亿)	226.17
自由流通市值(亿)	226.17
自由流通股数(百万)	631.24



分析师: 寇星

分析师: 卢周伟

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

SAC NO: S1120120070103

联系电话:

联系电话:

- 鸭副价格过去几年波动较大，绝味的毛利率和净利率也因此受到影响，本文基于对上游肉鸭养殖产业链分析研究，尝试总结影响鸭副产品价格的核心因素，分析鸭副价格未来走势，并判断其对绝味毛利率的影响情况。
- **鸭副受毛鸭价格和供需共同影响：**我们认为鸭副作为鸭产业链下游第一大需求，价格走势核心受毛鸭价格和自身供需影响，而毛鸭价格与出栏量负相关、与猪肉价格和玉米价格正相关，鸭副需求受下游卤制品和休闲零食需求影响，其他鸭制品的需求亦会对鸭副价格影响，最终形成鸭副价格的影响机制。
- **本轮鸭副价格自22年开始上涨，近期稳步回落：**本轮鸭副价格自22年开始上涨，其中鸭脖22年年内上涨27.5%，23Q1季度内涨幅达到76%，最高涨至27.25元/kg，4月开始环比回落，较高位回落30%+。本轮价格上涨，我们认为受毛鸭价格上涨+鸭副需求旺盛共同推动，毛鸭价格自3.2元最高涨至5.4元，养殖成本上涨影响养殖热情，但鸭副需求依旧旺盛，而鸭肉因餐饮需求平稳而增速弱于鸭副，使得鸭副供不应求，进而价格一路走高。但鸭副价格自今年4月开始回落的，主因投苗量平均上升至1000万羽以上，同时下游需求提升缓解供需错位，较高位回落35%以上，下游企业经营压力相应改善。
- **绝味成本压力缓解，有望逐步走出盈利低谷：**参考公告披露，绝味前期已在采购、销售、生产制造等环节积极应对成本端压力，已最大程度降低原材料上涨的压力。我们认为随着下半年鸭脖等鸭副采购价格下行，公司成本端压力有望缓解，全年因原材料价格上涨毛利率下降1-1.5pct；24年我们预期鸭副价格有望同比下降，带来公司毛利率4-6pct的提振，将逐步带动公司走出盈利低谷。从业务端来看，下半年随着暑期旺季来临，叠加公司红宝石虾球等活动，有望拉动终端销售，带动收入环比提升；美食生态布局持续深化，廖记加速开店，第二曲线加速拓展，与绝味实现供应链协同，提升业绩空间。

- **投资建议：**参考业绩预告，我们维持公司2023-2025年总营收为77.90/90.50/101.63亿元的预测，下调2023-2025年EPS 1.12/1.66/2.03元的预测至1.08/1.66/2.06元，对应最新2023年8月16日35.83元的收盘价，PE分别为33/22/17倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**
 - 原材料价格上涨、行业竞争加剧、食品安全

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,549	6,623	7,790	9,050	10,163
YoY (%)	24.1%	1.1%	17.6%	16.2%	12.3%
归母净利润（百万元）	981	233	680	1,050	1,301
YoY (%)	39.9%	-76.3%	192.3%	54.5%	23.9%
毛利率 (%)	31.7%	25.6%	24.6%	29.0%	30.2%
每股收益（元）	1.60	0.38	1.08	1.66	2.06
ROE	17.2%	3.4%	7.8%	10.7%	11.7%
市盈率	22.39	94.29	33.27	21.53	17.38

目录

contents

- 01 分割品是第一大下游需求，鸭副价格受毛鸭价格和供需影响
- 02 本轮价格复盘：加速冲高后回落
- 03 绝味积极应对成本端压力，回落后有望走出盈利低谷
- 04 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示



01

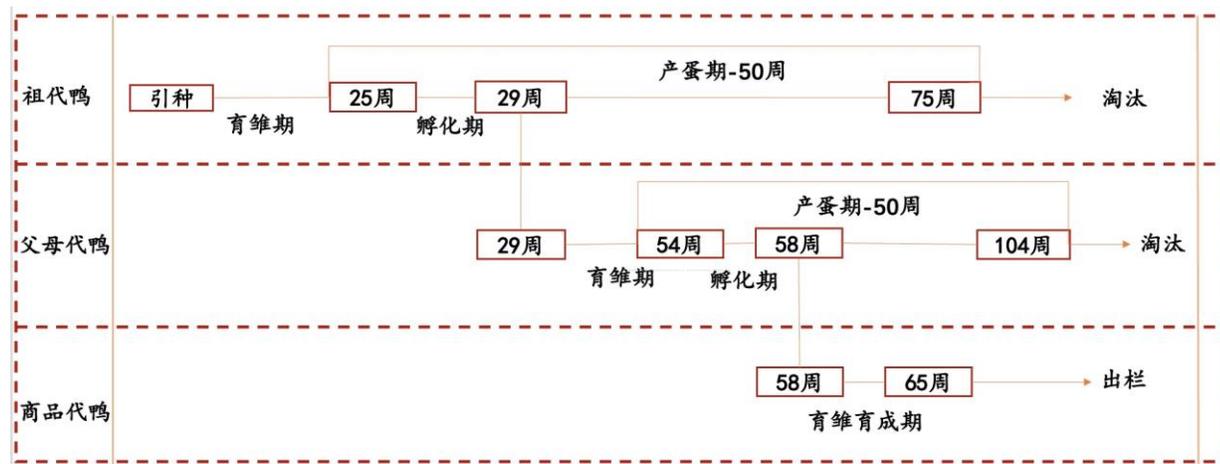
分割品是第一大下游需求，

鸭副价格受毛鸭价格和供需影响

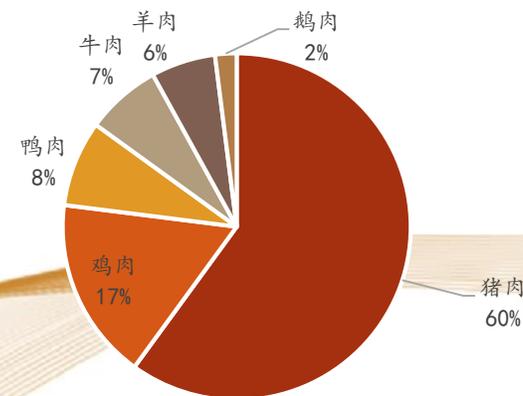
1.1 肉鸭产业：全球第一大养殖国，分割品是第一大下游需求

- 鸭副类产品是卤制品行业上游占比最高、最重要的原材料，鸭副产品价格变化、公司的采购周期、库存量等对卤制品公司毛利率影响较大。鸭副价格过去几年波动较大，绝味的毛利率和净利率也因此受到影响。
 - 本文基于对核心原材料鸭副价格变化的研究，对上游肉鸭养殖产业链做以分析和研究，尝试总结影响鸭副产品价格的核心因素，分析鸭副价格未来走势，并判断其对绝味毛利率的影响情况。
-
- 肉鸭养殖是国内成熟的禽类养殖产业，养殖涉及祖代鸭、父母代鸭、商品代鸭三代，肉鸭、分割品均来自于商品代鸭。卤制品企业采购鸭副产品多是冷冻的分割品，冷冻分割品是肉鸭养殖产业链的最后一环，价格受上游影响。
 - **肉鸭消费大国，营养价值独特：**参考FAO数据来源，我国每年生产、消费肉鸭超过40亿只，是全球肉鸭出栏量最高的国家，也是全球肉鸭消费大国，有超过两千年的养鸭、吃鸭的历史。我国不仅有丰富的养鸭经验，也形成了多元化的鸭肉美食和制品，如北京烤鸭、板鸭、酱鸭以及酱卤鸭脖等产品。就鸭肉而言，李时珍《本草纲目》中有记载“鸭肉，主大补虚劳，最消毒热，利小便，除水肿、消胀满、利脏腑、退疮肿、定惊痫”，鸭肉属于高蛋白、低脂肪酸、低胆固醇的优质白肉。从产量来看，鸭肉是我国第三大肉类，规模仅低于猪肉和鸡肉，占我国肉类总产量的8%左右，是重要的肉类来源。

图表 商品代鸭繁育周期



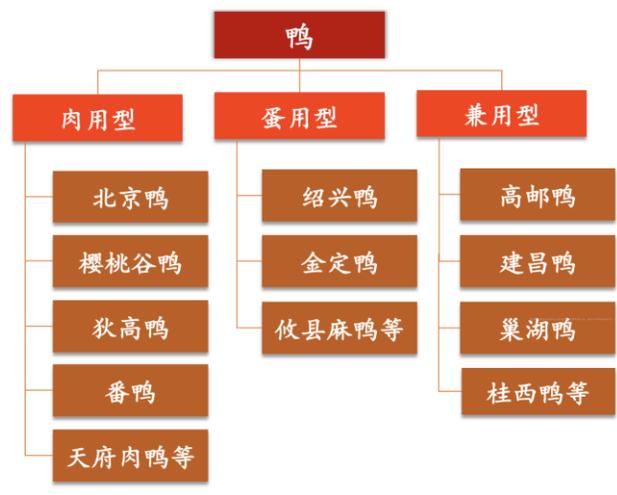
图表 鸭肉是国内第三大消费肉类



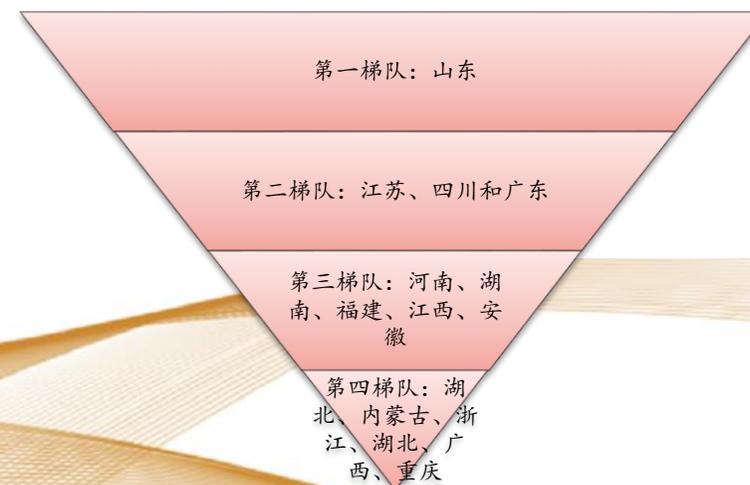
1.1 肉鸭产业：全球第一大养殖国，分割品是第一大下游需求

- **樱桃谷鸭优势明显，为主要品种：**以用途来看，我国鸭子主要分为肉用型、蛋用型和兼用型，肉用为主要用途。以品种来看，国内鸭子主要有樱桃谷鸭、北京鸭、绍兴鸭、高邮鸭等品种，主因祖代鸭品种不用，其中樱桃谷鸭占比最高，占全球肉鸭出栏量的70%左右，鸭副主要使用的鸭种为樱桃谷鸭。
- **出栏量超过40亿只，山东是主产区：**我国是肉鸭第一产量和消费国，根据国家水禽产业技术体系对全国 23 个水禽主产省(市、区)调查统计数据显示，2022 年商品肉鸭出栏40.02亿只，肉鸭总产值 1203.07 亿元。从养殖区域来看，鸭的环境适应性强，因此多个省份均能养殖，我国20多个省份拥有肉鸭养殖产业，其中山东年出栏量在12亿只左右，占全国总量的30%，是第一大养殖省份；江苏、四川和广东养殖量在3-5亿只，属第二梯队；河南、湖南、福建、江西、安徽养殖量1-2亿只，属第三梯队；湖北、内蒙古、浙江、湖北、广西、重庆养殖量在0.5-1亿只，属第四梯队，另有部分省份养殖量不足1亿只。

图表 我国樱桃谷鸭为主要品种



图表 山东是肉鸭养殖主产区



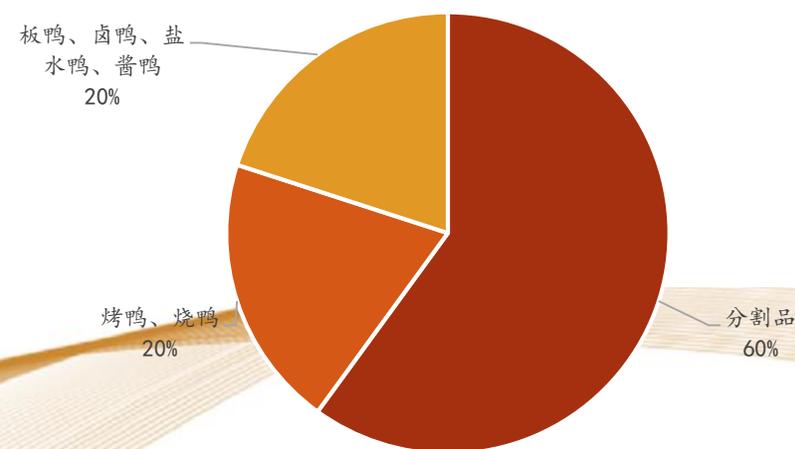
1.1 肉鸭产业：全球第一大养殖国，分割品是第一大下游需求

- 鸭副是第一需求，卤制品行业带动需求扩容：**鸭肉是我国第二大消费禽类，第三大消费肉类，我国人均禽肉占有量约为17kg，其中鸭肉约为5kg。鸭的下游主要有三大用途，鸭肉制品、鸭绒制品和鸭蛋制品。从下游消费来看，鸭肉制品主要有活鸭、整鸭和分割产品，其中活鸭包含麻鸭和南方“水鸭”等，整鸭包含北京烤鸭等，分割产品包含鸭胸、鸭腿和鸭脖等。拆分消费量来看，分割鸭消费量最大，占到55%-60%，用的主要是瘦肉型鸭，如樱桃谷鸭；板鸭、卤鸭、咸水鸭主要用的是小体型的优质肉鸭品种，如高邮鸭、建昌鸭等，占到消费量的20-25%；另外烤鸭、烧鸭占消费量的15-20%，主要用大体型、较肥的北京鸭。三大需求中鸭副产品增长最快，特别是鸭脖为主的卤制品行业发展刺激鸭副需求增长，鸭副需求提升也增强了卤制品企业对上游的议价能力。

图表 我国禽肉人均消费量提升 (kg)



图表 分割品为鸭下游最大需求



1.2 鸭副价格：受毛鸭价格和供需影响

- 我国肉鸭产业向企业化、规模化、专业化的集中饲养转型，逐步实现产业化经营。鸭副是鸭产业链下游第一大需求，鸭副价格走势核心影响因素是毛鸭的价格，同时也受到鸭副自身供需的影响，我们首先分析毛鸭价格的影响因素，再结合鸭副的供需进行进一步总结分析鸭副价格的走势。
- 1) 上游毛鸭价格存在较为一定的季节性
 - 参考研究文献和养殖经验，毛鸭价格长期来看呈现波动上升的趋势，同一年度之间存在一定的季节性差异，整体相对平稳。以毛鸭价格为例，价格在每年1-2月下降（冬季禽流感高发）、3-5月价格回升（春季到来）、5-6月短暂下降（由春入夏）、7-9月逐步回升（鸭子属于寒性食物，具有清凉祛热、除秋燥等功效，夏秋季节食用最好，需求带动价格回升）、10-12月再次下降（天气转凉，需求下降）。除每年周期循环的价格变化，毛鸭价格每年一般会出现两次较大的波动，峰值集中在春秋季节的5月及9月，是潜在的消费旺季，夏冬季节价格则有所回落。

图表 毛鸭价格稳中有升（元/500g）



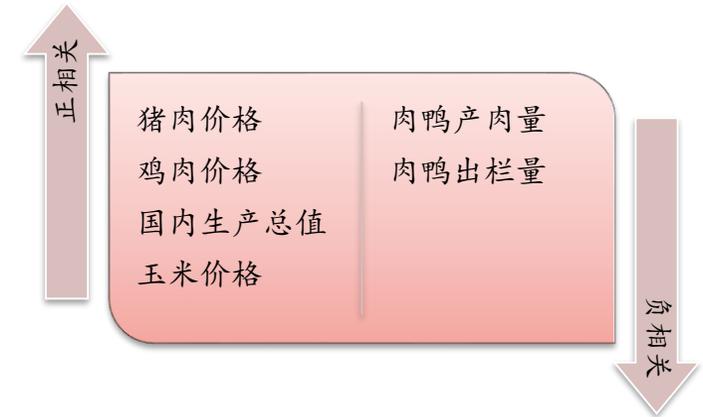
图表 毛鸭价格有一定的周期性（元/500g）



1.2 鸭副价格：受毛鸭价格和供需影响

- 2) 出栏量是影响毛鸭价格的主要因素
 - 上文总结的是在没有外部冲击变化的情况下，我国毛鸭市场价格的季节性波动，但同时也会受到其他外界因素影响。
 - 参考经验，毛鸭价格受投苗量、宏观经济变化、饲养成本和其他肉类替代作用等多重作用影响，但不同因素影响程度之间的大小并未有一致结论。我们参考文献将可能影响毛鸭价格的因素进行排序，影响程度由大到小依次是：肉鸭产肉量>肉鸭出栏量>国内生产总值>猪肉价格>鸡肉价格>玉米价格，其中肉鸭产肉量、肉鸭出栏量变化与毛鸭价格变化的趋势相反，其余因素变化会促使肉鸭价格发生同向变化。结合数据的可得性以及影响程度的大小，我们认为可以通过监控出栏量、猪肉价格变化以及玉米价格变化来判断肉鸭价格的趋势。
 - 具体分析来看，**1) 出栏量**：影响市场供给，供给量越充足毛鸭价格越低，而肉鸭出栏量的核心受到父母代和祖代鸭苗存栏量以及投苗量的影响，这些也是研究出栏量的先行指标。**2) 猪肉价格**：因为存在替代作用，猪肉价格对于鸡、鸭等禽类价格存在引导效应，而且是正向替代作用，猪肉价格越高使得消费者选择性价比更高的禽类概率提升，进而推高禽类价格。**3) 玉米价格**：禽类主要的饲料是玉米，饲料成本越高使得养殖成本高，进而推高肉鸭价格。三个核心可跟踪指标中影响程度出栏量>猪肉价格>玉米价格。

图表 毛鸭价格影响因素分析



图表 玉米价格持续高位 (元/kg)



1.2 鸭副价格：受毛鸭价格和供需影响

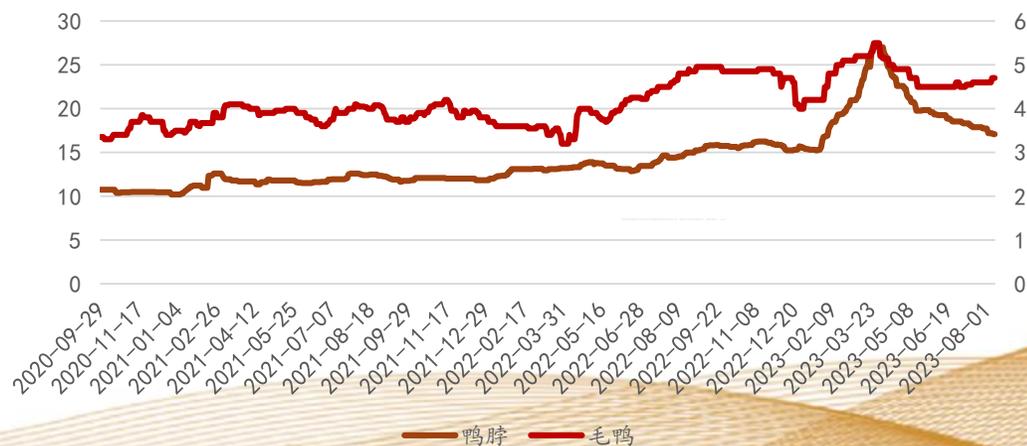
● 3) 毛鸭与鸭副价格之间存在正相关性，但仍会有差异

➢ 鸭副价格走势与鸭苗并不完全一致，主因一方面冻品销售不受时间限制，当期交易的冻品鸭副不一定是当期活鸭屠宰后分割的，售价还需考虑冷冻储藏成本，而不同产品储藏周期难以判断；另一方面冻品交易多为B2B企业端大宗交易，价格并非完全透明。但我们认为鸭副与毛鸭价格之间仍然存在正相关性，毛鸭属于鸭副的上游产品，并且鸭副等分割肉品在肉鸭消费量中占比最高，因此上下游价格联动性较强。

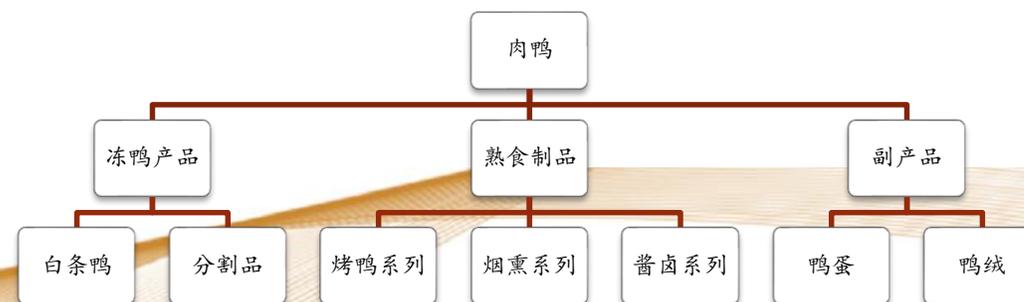
● 4) 鸭副价格受鸭肉和鸭副终端需求影响

➢ 鸭副价格走势除考虑肉鸭价格外还需考虑肉鸭下游需求之间的关联性，如鸭肉、鸭腿、烤鸭、板鸭等需求减少短期将使得鸭副供应量降低，影响上游养殖热情，使得投苗量和出栏量减少，反而可能推高下游价格。鸭副需求的变化也将对价格产生影响，需求旺盛可能出现原材料采购竞争，进而拉高价格，如每年双十一等购物节休闲食品需求集中爆发，拉高采购价格。

图表 毛鸭与鸭脖价格相关性较高 (元/kg)

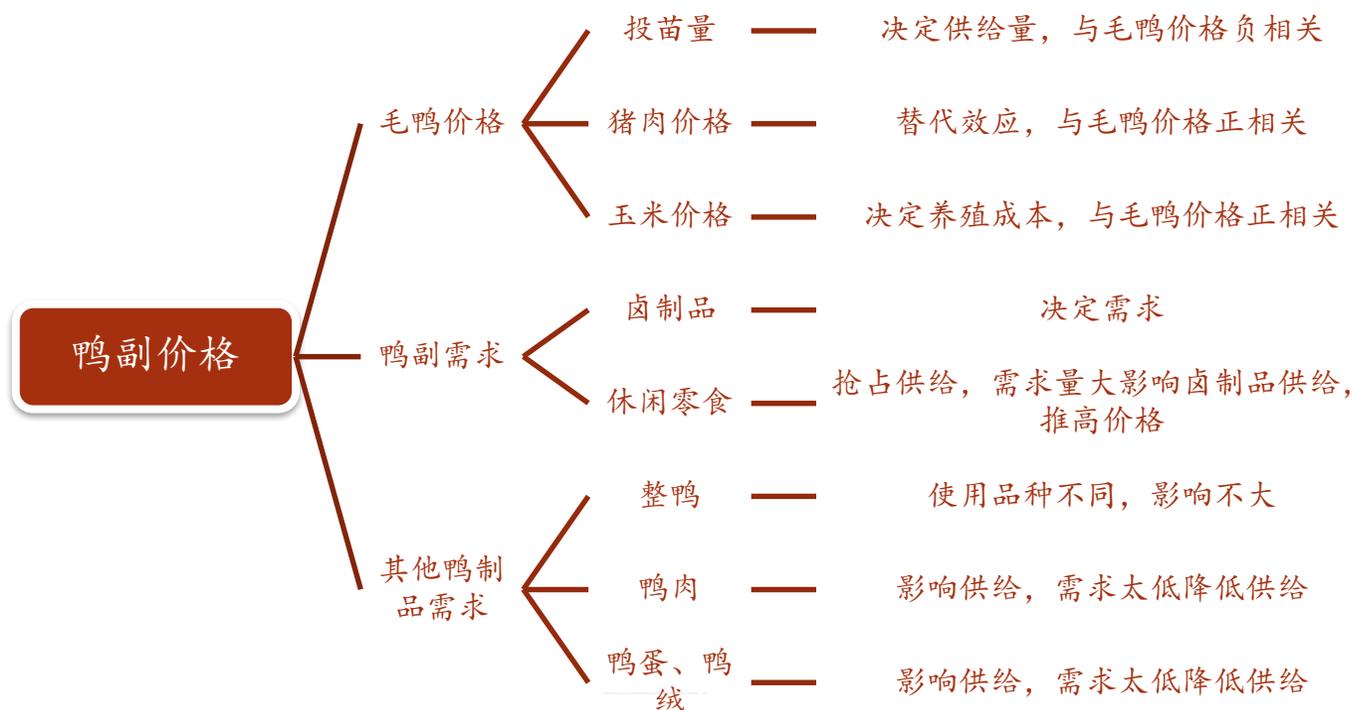


图表 肉鸭下游产业链分布



1.2 鸭副价格：受毛鸭价格和供需影响

综合而言，鸭副价格变动以毛鸭价格走势为基础，同时考虑鸭副和肉鸭下游其他产业的需求变化，最终形成鸭副价格的影响机制。





02 本轮价格复盘：加速冲高后回落

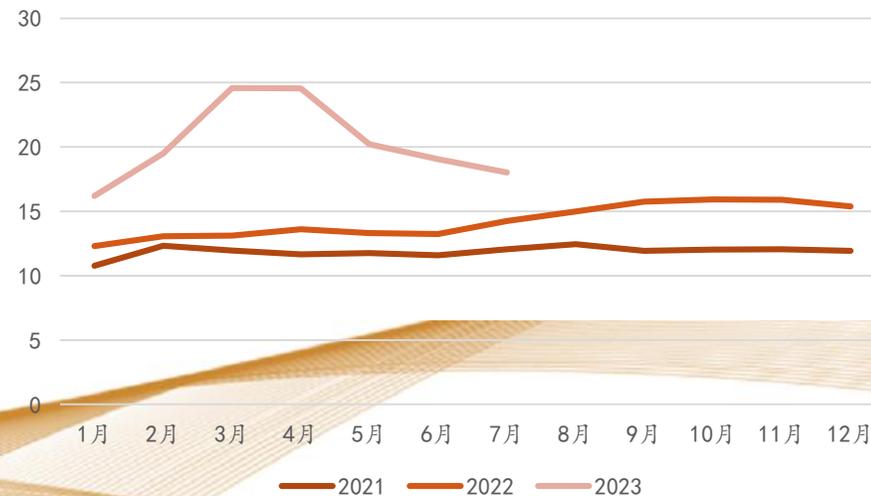
2. 本轮价格复盘：加速冲高后回落

- **鸭脖 22-23 年连续上涨，仍在相对高位：**复盘本轮鸭脖价格来看，2021年相对平稳，鸭脖价格在11-13元之间震荡，春节后、暑假和年底价格小幅抬升，下半年价格环比上半年小幅提升。2022年鸭脖价格持续上涨，从年初的12元/kg涨至年底15.3元/kg，期间未见明显回调，年内涨幅达到27.5%，持续推高下游企业成本压力。2023年开年鸭脖价格快速抬升，从年初的15.3元/kg快速上涨至三月底的高位 27.25元/kg，季度内涨幅达到76%；4 月鸭脖价格开始环比回落，近期回落至17元/kg左右，较高位回落35%+，但价格仍在高位，同比涨幅接近20%。
- **本轮鸭脖价格快速上涨，我们认为受毛鸭价格上涨+鸭副需求旺盛共同影响。**

图表 鸭脖价格跟踪 (元/kg)



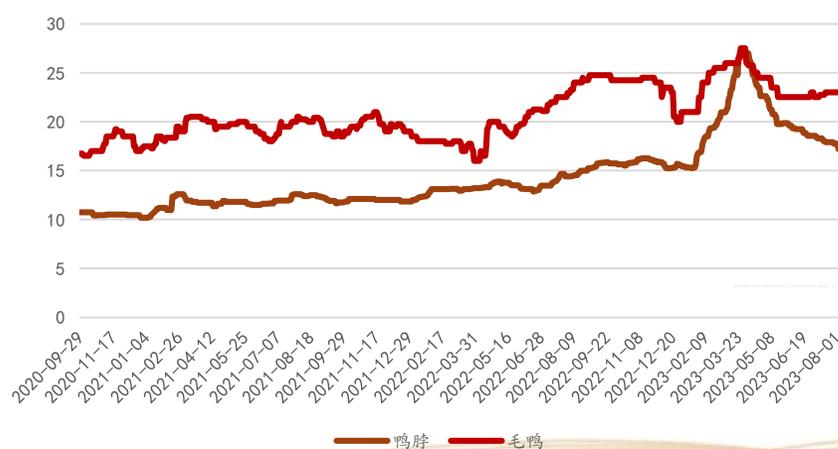
图表 鸭脖价格月度均价跟踪 (元/kg)



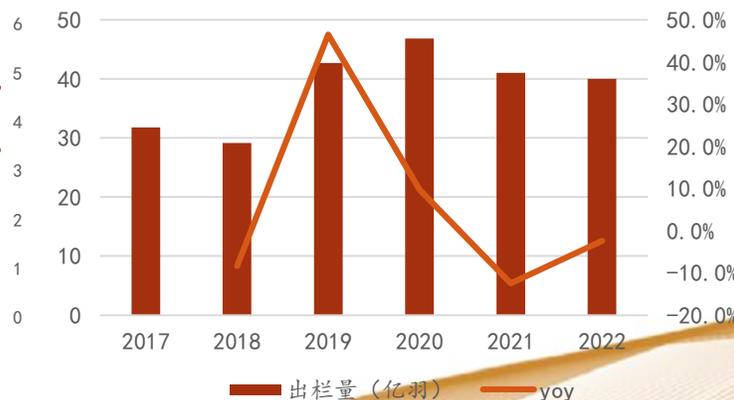
2.1 本轮价格复盘：毛鸭价格上行是鸭副价格上涨的核心因素

- 1) 上涨周期（2022 年初到23年4月）：毛鸭价格上行+鸭副供不应求
 - 鸭副价格与毛鸭正相关，毛鸭价格一路上行：复盘来看 22-23 年毛鸭价格亦迎来一轮上涨周期，22 年毛鸭价格从年内最低3.2元上涨至最高4.9元，年底回落至4元；23 年从4元一路涨至4月初5.4元的历史高位，后续回落至4.5元，毛鸭价格一路上行推高鸭副价格。具体分析毛鸭价格上涨的原因：
 - 1) 投苗量谨慎，影响出栏量：从投苗量来看，日投苗量在1000 万羽以上来说供给相对稳健，但 22 年投苗量多数时间在800万羽以下，养殖户扩产谨慎使得供给量下降。相应的商品代肉鸭出栏量连续两年下降，供给端趋紧，2021年国内商品代肉鸭出栏量41亿只，同比减少11.81%；2022 年全年商品肉鸭出栏40.02亿只，较2021年下降2.41%

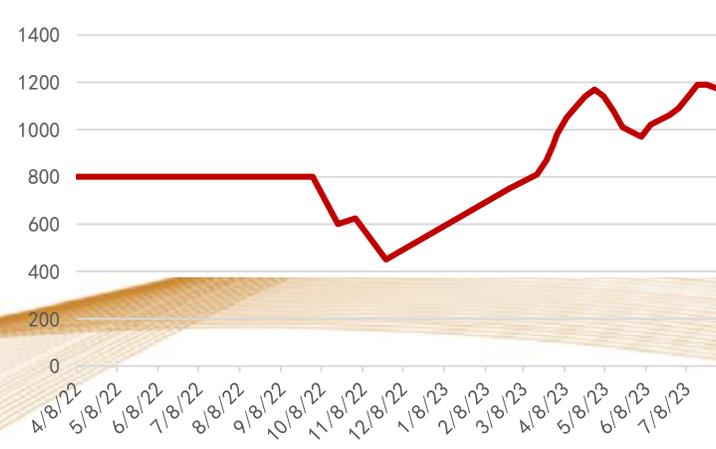
图表 鸭脖价格与毛鸭价格走势一致（元/kg）



图表 肉鸭出栏量下降



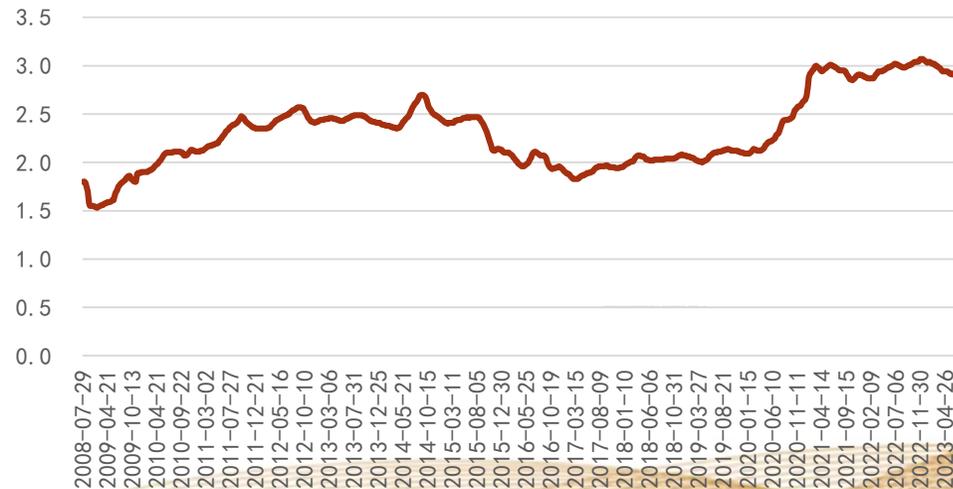
图表 肉鸭投苗量下降（万羽/天）



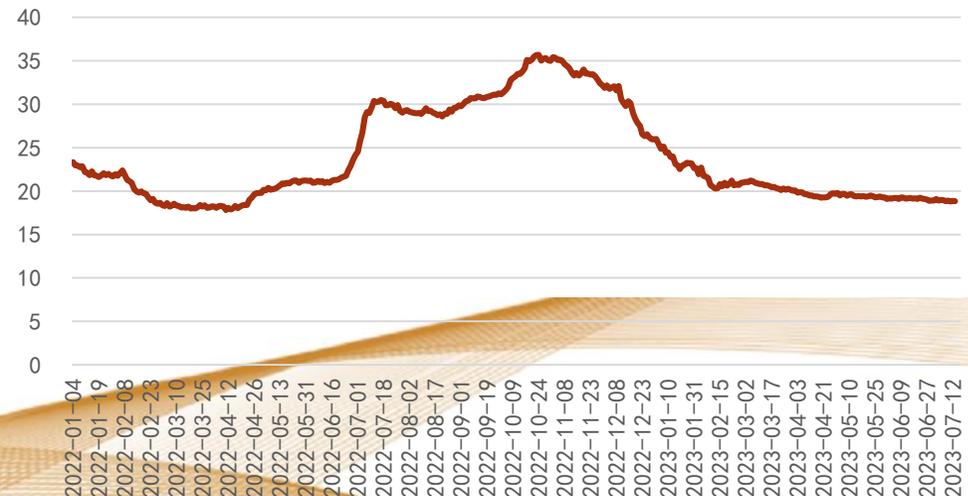
2.1 本轮价格复盘：毛鸭价格上行是鸭副价格上涨的核心因素

- 2) 玉米价格持续高位，养殖成本上升：鸭的主要饲料玉米价格近几年持续攀升，玉米价格自2020年3月起持续上涨至2021年4月达到高位，之后一直高位震荡，处于近十年历史高位，使得养鸭成本上升，相应的推高出栏价格；同时影响养殖户的养殖热情。
- 3) 猪肉价格阶段性影响，回落后影响减弱：近两年猪肉价格区间震荡，22年4月到11月是明显的上涨周期，从18元/公斤涨至35元/公斤，预计期间因价格优势有阶段性的替代效应，使得鸭肉需求提升，但后续猪肉价格回落至较低位置；但我们判断猪价回落到20元/公斤以内，鸭肉的替代效应进一步减弱；因此我们认为本轮上周周期猪肉价格上涨有阶段性成为推动因素，价格回落后影响因素进一步减弱。
- 综合来看，我们认为本轮鸭苗上涨周期供给端收缩是核心影响因素，养殖成本上涨进一步压制鸭农补栏意愿，同时随阶段性受猪肉替代效应刺激，但影响不大。

图表 玉米价格高位震荡（元/500g）



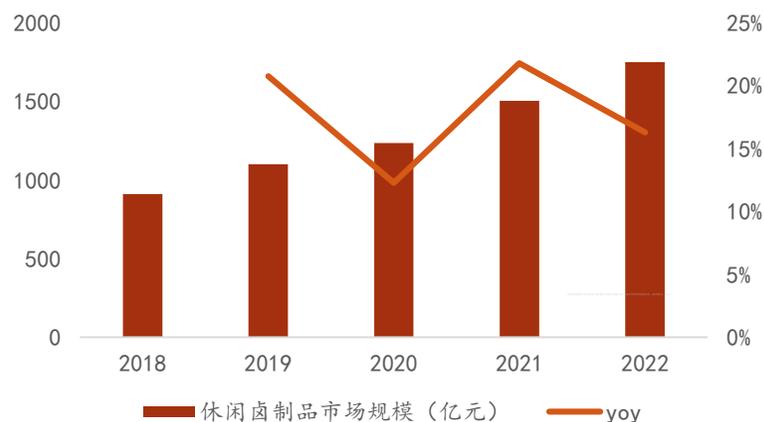
图表 猪肉价格上涨后回落（元/kg）



2.1 本轮价格复盘：毛鸭价格上行是鸭副价格上涨的核心因素

- 1) 上涨周期（2022 年初到23年4月）：毛鸭价格上行+鸭副供不应求
 - 卤制品行业规模扩张，需求持续增加：以绝味、周黑鸭为代表的休闲卤制品行业规模持续扩张，从2019 年的 1100 亿元扩张到 2022 年的 1749 亿元，相应的鸭副产品的需求持续爆发。
 - 休闲零食产品创新，抢夺鸭副资源：以精武为代表的包装卤味食品持续火爆，风干鸭脖等产品受到消费者喜爱，对鸭副的资源亦形成抢夺。
 - 餐饮需求平稳，鸭肉需求增速弱于鸭副：除鸭副外其他的鸭肉、鸭腿等产品主要使用场景在餐饮消费，虽然近两年餐饮虽然平稳增长，但仍然受到消费场景限制等因素影响，预计鸭肉、鸭腿等需求增长较为平稳，大概率弱于鸭副，一定程度上压制了鸭农的养殖热情，影响了鸭副类产品的供给。

图表 休闲卤制品行业规模持续扩张



图表 休闲零食类鸭副产品增加

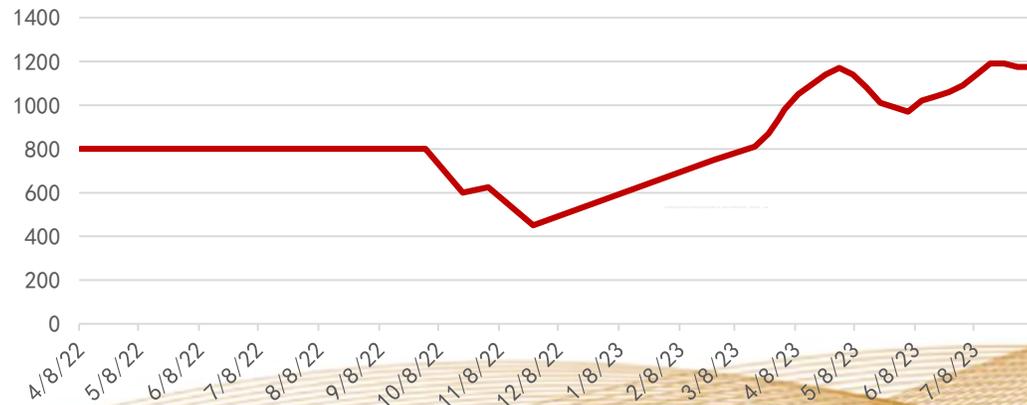


2.2 本轮价格复盘：投苗量增加带动鸭副价格回落

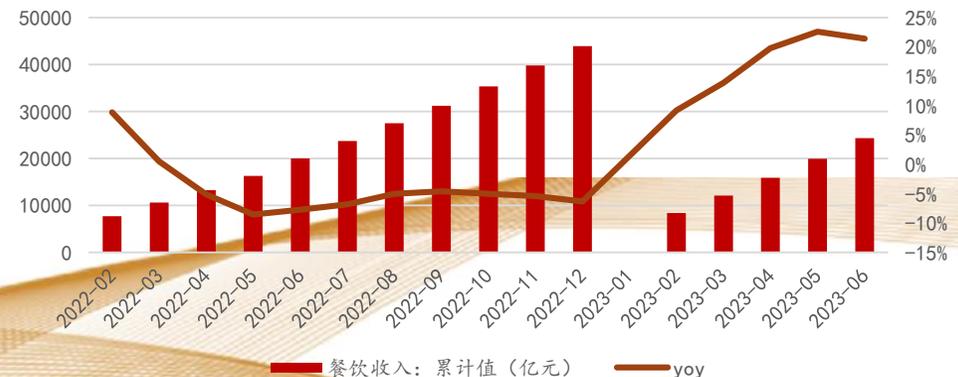
● 2) 回落周期（23年4月至今）：投苗量增加+需求提升共振推动

- **毛鸭价格受供给提升推动下行：**毛鸭价格4月初达到5.4元的历史高位后持续回落，近期后续回落至4.5元，毛鸭价格回落主因投苗量增加。跟踪投苗量数据来看，投苗量在4月第二周上升至1050万羽/天，年内投苗量首次突破1000万羽，之后投苗量平均维持在1000万羽以上，行业供给回升使得市场需求得以满足，带动产业链各环节价格下行。考虑鸭苗到商品代鸭6-7周的养殖周期，我们判断从5月底6月初开始肉鸭和鸭副的供给量快速恢复，行业供不应求的状况有所改善。
- **下游需求提升进一步推高鸭农养殖热情：**需求端来看，餐饮持续恢复，鸭肉的需求相应回升，鸭副需求亦随着休闲卤味行业成长而提升，需求回升后使得养殖企业和鸭农对后市乐观，养殖量提升。
- **供需错位缓解，鸭副价格回落：**前期鸭副供不应求的情况随着投苗量提升有所缓解，供给端与需求端持续同频，进而鸭脖价格逐步从高位回落，4月至今已回落超过35%，下游卤味企业的经营压力有所改善。

图表 投苗量回升至1000+万羽/天



图表 餐饮消费持续回升





03

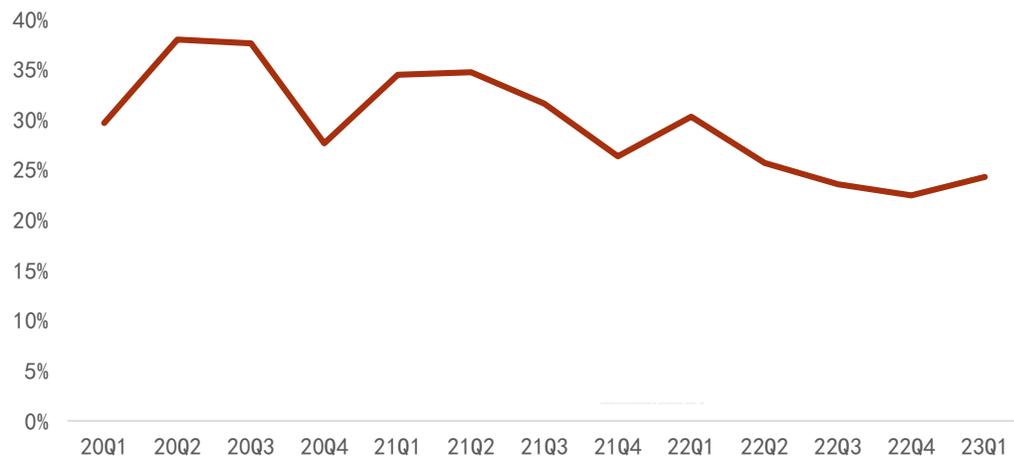
绝味积极应对成本端压力，

回落后有望走出盈利低谷

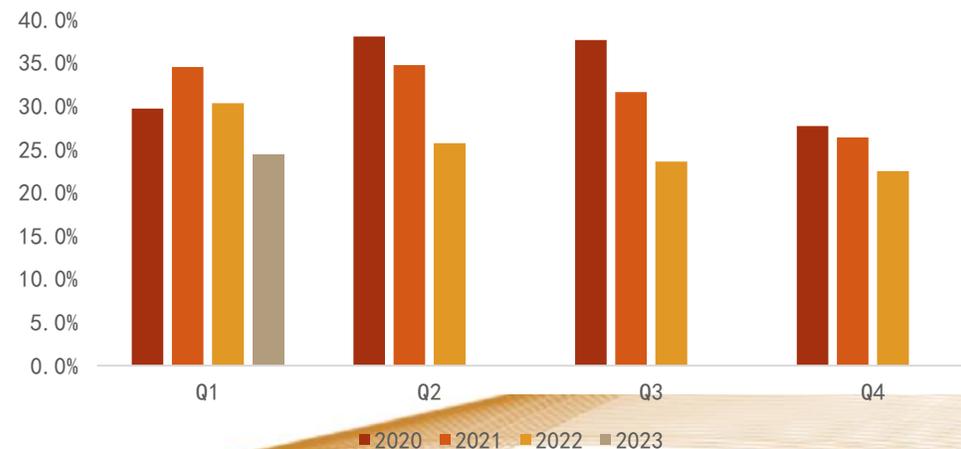
3.1 原材料价格上涨使得绝味毛利率承压

- **原材料上涨使得毛利率承压：**鸭副价格上行使得绝味等卤制品公司成本端承压，公司毛利率亦因此下降，绝味2021年毛利率同比小幅下降，全年毛利率降至31.7%；2022年全年因以鸭脖为核心的鸭副价格持续上行，绝味毛利率逐季下降，从22Q1的30.31%降至22Q4 22.48%，成本是影响毛利率的核心因素，23Q1降至24.3%，23Q2预计仍然承压。

图表 绝味毛利率回落



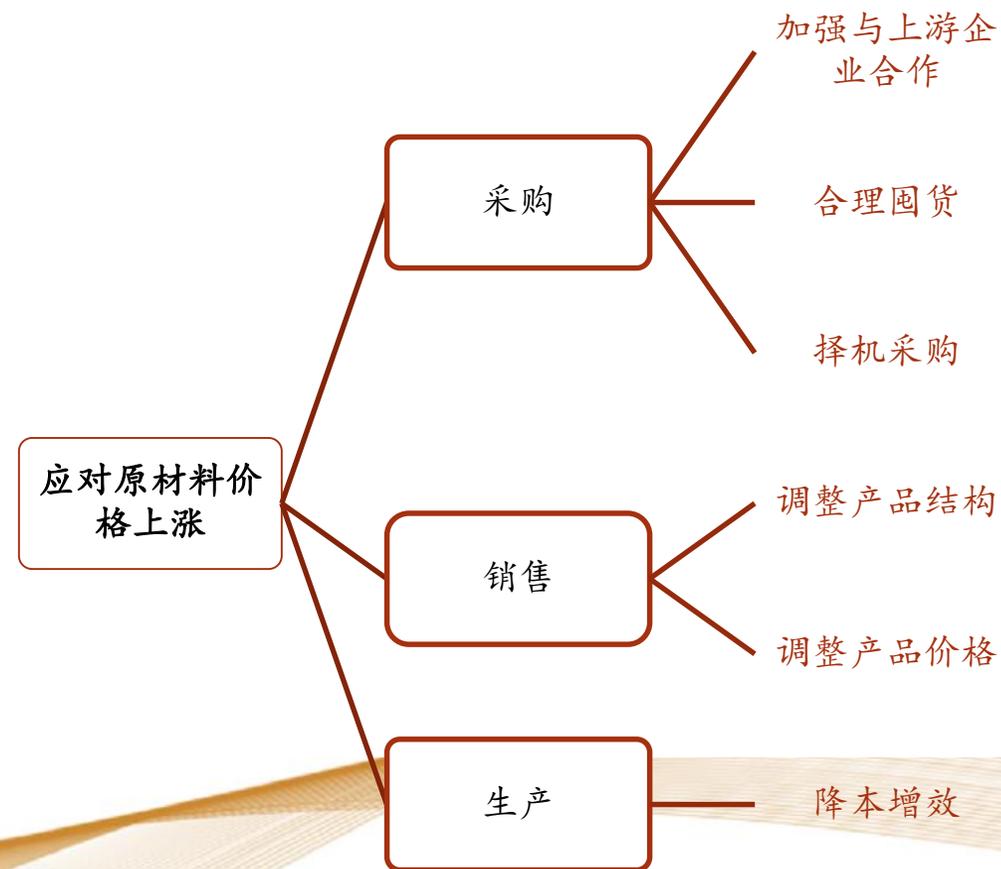
图表 绝味毛利率分季度拆分



3.1 公司积极应对成本端压力

图表 绝味应对成本端压力举措

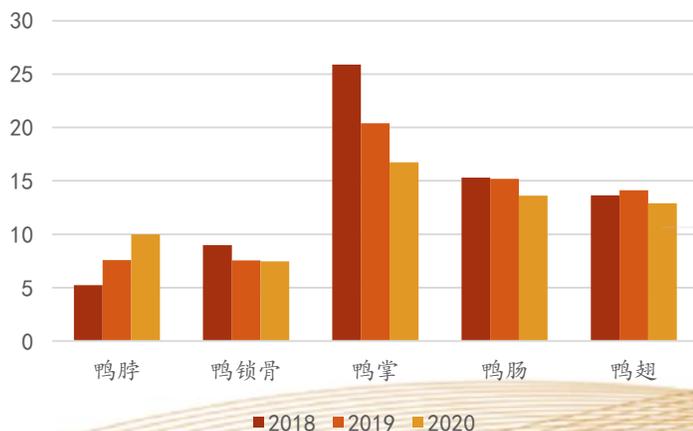
- 原材料价格波动性加大，公司采取了一系列手段控制原材料价格，应对原材料价格波动：
 - 采购端加强与上游企业的合作，力争与原材料供应企业形成利益共同体；优化囤货管理机制，适时合理囤货，以平滑原材料价格波动带来的成本变动；应用信息系统及大数据分析等手段择机开展采购。
 - 销售端调整产品结构，坚持卤味主业的基础上减少价格高位的鸭脖产品 SKU，增加价格涨幅可控的小龙虾，凤爪等 SKU，增加产品丰富度的同时缓解成本压力；适当的调整部分产品价格，对冲成本端压力。
 - 生产制造端开展多层次的降本增效，最大限度的提升生产效率，压缩生产费用和成本。



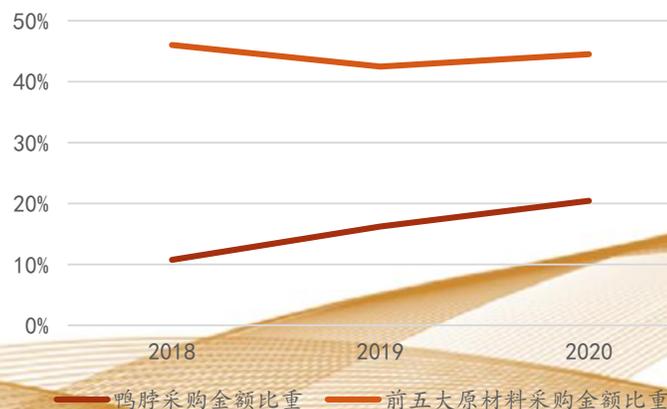
3.1 公司已最大程度上降低成本端影响

- **有效应对了19-20年鸭脖的上涨周期：**上一轮鸭脖上涨周期19-20年公司亦受到较大影响，其中18-20年鸭脖的采购均价分别为5.25、7.59、9.99元/千克，19和20年鸭脖采购价分别同比+44.6%和+31.6%，但公司19和20年毛利率仍然分别做到了34.0%和33.5%，虽然有所波动，但整体变化不大，公司有效应对了上一轮核心原材料价格上涨压力。主要得益于公司：
 - **考虑其他鸭副价格变动，调整产品结构：**18-19年鸭脖的采购量分别为4.81/5.55/5.66万吨，鸭脖的采购量略有上涨，公司确保了鸭脖主业的稳定性；但同期有其他鸭副产品价格下行，相应的公司增加了价格下降的鸭锁骨和鸭翅的采购量，另外公司核心鸭副产品的采购占比下降，预计公司加大了其他高毛利产品的采购量，因此整体成本上涨幅度不大。
 - **适当囤货，平滑原材料价格波动：**公司18-20年底存货额有明显提升，其中主要系原材料账面价格增加，公司为应对原材料价格波动，战略性囤货增加，一定程度上平滑了原材料价格波动。

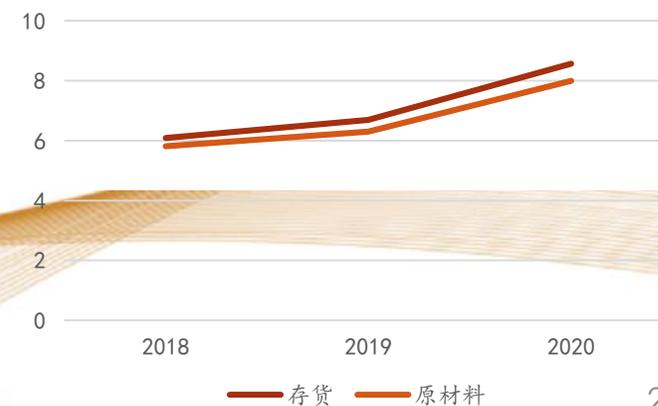
图表 绝味核心鸭副产品采购价格（元/kg）



图表 鸭脖采购金额占比20%左右



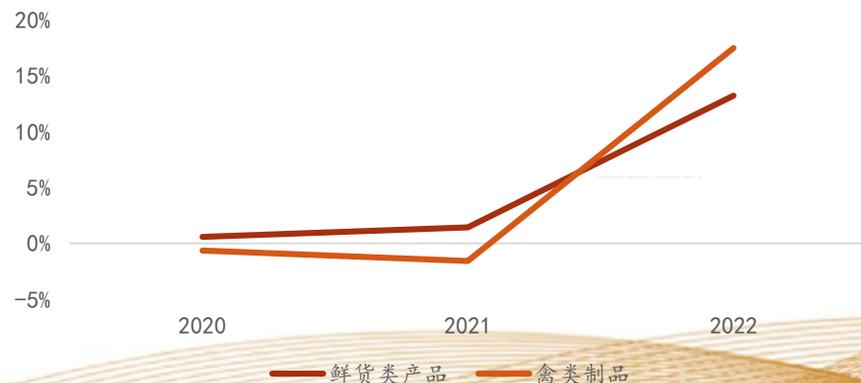
图表 公司存货增加（亿元）



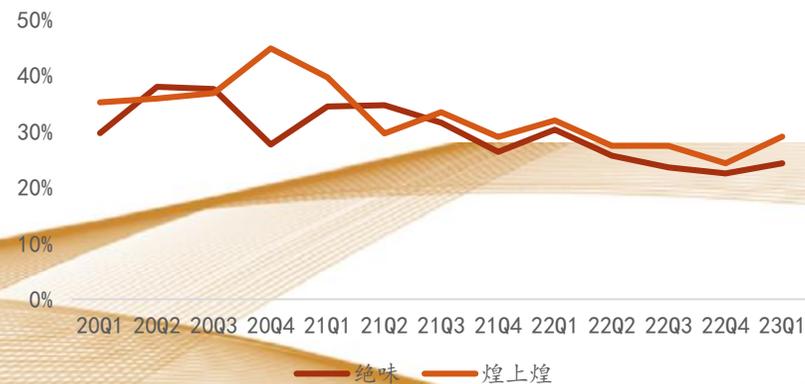
3.1 公司已最大程度上降低成本端影响

- **21-23年吨成本上升的幅度远低于鸭副上涨的幅度：**与19年鸭脖价格上行，其他鸭副多数企稳或下行趋势不同，本轮系多数鸭副价格全面上行，可通过结构调整应对原材料价格上涨的幅度有限，因此不可避免的会受到原材料价格上涨的影响，22年绝味禽类吨成本涨幅达到17.5%。虽然吨成本上行，但相较于鸭脖和鸭副价格平均30%+的上涨幅度，公司吨成本上涨幅度相对可控，一定程度上应对了成本上涨的压力。
- **煌上煌毛利率亦受影响下滑：**与公司业务相似的煌上煌在此轮原材料价格上涨的过程中成本端和盈利能力亦受到影响，煌上煌毛利率从2020年37.8%降至2022年的28.16%，吨成本逐年上升，利润端同样承压。
- **外部环境变化加速行业整合机会：**虽然外部环境面临诸多挑战，但公司适当加快门店扩张节奏，继续升级营运管理体系、优化营运组织建设、加强门店销售管理，并辅以资本手段加大对区域中小品牌的整合力度，行业市占率进一步提升，扩大领先优势。

图表 公司吨成本涨幅



图表 煌上煌毛利率亦受影响下降



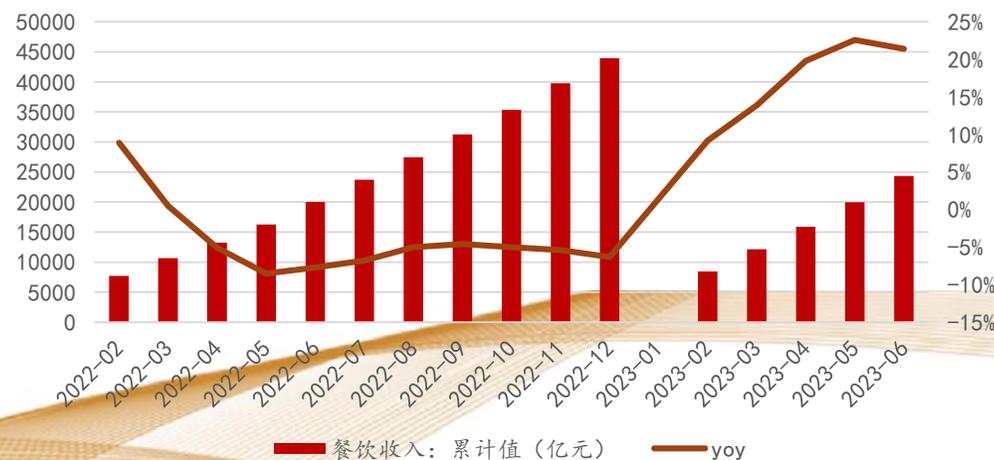
3.2 后市展望：供给增加，成本端压力释放

- **投苗量增加带动鸭副价格回落：**鸭脖价格自4月下旬到达高位之后持续回落，近两个月已回落超过35%，下游卤味企业的经营压力相应缓解。鸭副价格下行我们认为受供需两旺共同推动。供给端来看，鸭投苗量自4月开始明显回升，4月开始突破1000万羽，最高投苗量接近1200万羽，平均投苗量维持在1000万羽左右；需求端来看，餐饮持续恢复，鸭肉的需求响应回升，鸭副需求亦随着休闲卤味行业成长而提升，需求回升后使得养殖企业和鸭农对后市乐观，养殖量提升。
- **考虑养殖周期，预计平稳回落：**价格走势来看，虽然投苗量有所提升，但高温、价格波动等因素亦短期会对养殖热情有所影响，父母代和祖代引种增加仍需时间，所以短期肉鸭出栏量难以回到19年的高位，因此鸭脖价格短期也难以回到较低位置，我们预计平稳下降。

图表 投苗量增加推高供给（万羽/天）



图表 餐饮恢复带动鸭肉需求提升



3.2 后市展望：全年毛利率受影响下降1-1.5pct

- 下半年以来，鸭脖价格持续下降，最新降至17.2元/kg，虽然同比仍有上涨，但环比价格已大幅改善，相应的下半年毛利率预计也将环比改善，进一步平滑成本压力对成本和利润端的影响。我们以全年鸭脖上涨幅度为变动指标，对2023年公司毛利率进行敏感性分析，结论如下：
 - 1、我们预计鸭脖全年上涨幅度在10-30%，仅考虑鸭脖价格上涨，成本端上涨比例在2-7%；
 - 2、其他原料价格也有所上涨，但涨幅远低于鸭脖，我们综合考虑后预计其他原材料整体涨幅至少在5%，考虑鸭脖和其他原材料共同涨幅之后，我们预计公司23年成本整体涨幅在6-11%；
 - 3、再考虑公司产品结构调整和提价，预计23年毛利率同比下降0-3%；考虑实际情况来看，预计全年毛利率下降1-1.5pct，下半年下降幅度环比减少。

图表 成本对公司2023年毛利率影响测算

鸭脖上涨比例	10%	15%	20%	25%	30%
成本上涨比例	2.4%	3.6%	4.9%	6.1%	7.4%
考虑其他原材料价格波动后成本上涨幅度	6.0%	7.3%	8.5%	9.8%	11.0%
预期毛利率	26.0%	25.2%	24.3%	23.4%	22.6%
毛利率受影响程度	0.48%	-0.39%	-1.26%	-2.13%	-3.00%

3.2 后市展望：成本下来带来利润弹性，24年有望走出盈利低谷

- 我们认为随着鸭脖供需的双向提升，明年鸭脖综合价格大概率同比下降，我们以2024年鸭脖下降幅度为变动指标，对2024年公司毛利率进行敏感性分析，结论如下：
 - 1、我们预计鸭脖全年下降幅度在5-20%，预计其他原材料综合下降幅度至少3%，考虑鸭脖和其他原材料共同降幅之后，我们预计公司24年成本降幅在3-6%；
 - 2、受原材料价格下降提振，预计24年公司毛利率有望达到28-30%，同比提升幅度达到4-6%，预计上半年下降幅度更为明显。

图表 成本对公司2024年毛利率影响测算

鸭脖下降比例	-5%	-10%	-15%	-20%
成本下降比例	-3.3%	-4.3%	-5.3%	-6.3%
预期毛利率	27.8%	28.6%	29.3%	30.1%
毛利率受影响程度	3.3%	4.1%	4.8%	5.6%

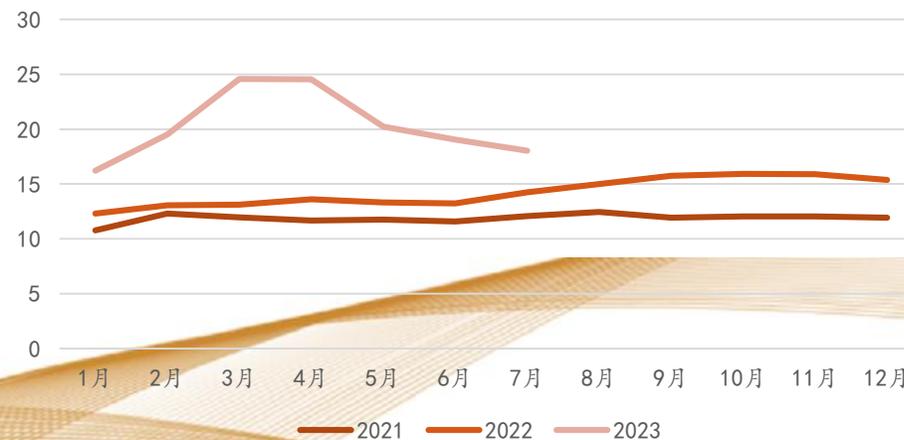
3.3 单店恢复弹性可期，美食生态廖记加速开店

- **紧抓暑期旺季消费机遇，有望带动收入回暖：**根据公司业绩预告，公司预计上半年实现收入36.5-37亿元，同比增长9.42%—10.92%，收入端稳定增长。下半年随着暑期旺季到来，公司陆续打造了“红宝石虾球”、“甄嬛传联名抽盲卡”等活动，提升品牌影响力，拉动终端销售，同时旅游火热带动交通体门店恢复，也将拉动单店营收恢复。去年下半年同期基数偏低，下半年有望随着需求回暖，收入环比提升。
- **成本端改善已现，利润端弹性可期：**三季度鸭脖价格环比二季度已有明显下降，参考前文分析，下半年成本压力好转是大概率事件，也将有望带动毛利率环比上行，进而提升盈利能力。

图表 公司红宝石虾球系列活动



图表 鸭脖价格环比下降（元/kg）



3.3 单店恢复弹性可期，美食生态廖记加速开店

- **构建美食生态圈，丰富产业布局：**公司2013年开始产业链投资，致力打造一流特色美食平台，构建美食生态圈，目前已经投资超过20家企业，投资主要涵盖卤味、轻餐饮、复合调味料和能实现产业上下游协同的企业等类型企业。公司标的多为细分行业龙头或具备核心竞争力，多数不存在投资回收风险，其中不乏么麻子、廖记、和府捞面、阿满等优质项目。公司23年投资收益有望扭亏为盈，一方面赛飞亚受益鸭副价格上涨有望盈利，另一方面卤味、餐饮等企业有望随着场景放开盈利好转，进而贡献投资受益。
- **廖记加速开店，抢占餐桌卤味行业空间：**公司2020年通过湖南金箍棒基金收购廖记棒棒鸡品牌运营主体企业廖记食品大部分股权。廖记在全国30多个省市开出900余家门店，是国内餐桌卤味第一梯队品牌。廖记今年加速开店，上半年在武汉门店突破100家，后续有望借助新的廖记门店模型，加速开店，提升廖记品牌影响力和经营规模。

图表 公司美食生态多元化布局

	投资标的名称注	投资成本 (万元)	持股比例	2022年归母净利润 (万元)
持股比例20%以下的投资标的情况	江苏和府餐饮管理有限公司	18908	16.92%	-29920.47
	江苏卤江南食品有限公司	15200	15.20%	-4494.84
	四川廖记投资有限公司	14500	11.74%	-243.11
	么麻子食品股份有限公司	13000	13.68%	8115.45
	长沙市拿云餐饮管理有限公司	12500	10.00%	-4150.74
	深圳市幸福商城科技股份有限公司	1500	3.22%	54.71
	北京快行线冷链物流有限公司	1000	6.46%	60.78
	福建淳百味餐饮发展有限公司	1000	10.00%	308.44
	江苏美鑫食品科技有限公司	960	10.90%	-657.24
	四川省高信投资管理有限公司	800	11.76%	-0.22
	福州舞爪食品有限公司	100	8.23%	-424.53
	江西鲜配物流有限公司	67	6.67%	1694.99
	郑州千味央厨食品股份有限公司	5000	3.85%	10191.04
	武汉白洞信息技术有限公司	500	10.00%	-484.19
	鲜生活冷链物流有限公司	485	0.10%	1666.64
	深圳市餐北斗供应链管理有限公司	300	1.51%	-547.55
武汉食和岛网络科技有限公司	100	4.00%	3984.19	
持股比例20%以上的投资标的情况	绝了基金	20000	65.57%	-165.82
	番茄叁号基金	4950	87.61%	-120.99
	番茄肆号基金	1000	33.33%	-41.94
	肆壹伍基金	29700	65.35%	-854.73
	重熙累盛基金	2800	77.35%	-37.14
	绝了小龙虾基金	1975	79.00%	-75.16
	金箍棒基金	44116	66.08%	-335.57
	绝了二期基金	14500	49.50%	167.04
	新津肆壹伍基金	40200	49.88%	-2311.58
	内蒙古塞飞亚	16800	24.17%	-8086
	江苏满贯食品有限公司	7750	43.06%	-1495.86
江西阿南物流有限公司	900	20	4.73	



04 盈利预测及投资建议

4 盈利预测

- 参考禽报网等渠道跟踪，核心鸭副产品鸭脖、鸭头、鸭锁骨、鸭掌等现价环比均有所下降且逐渐形成趋势，考虑公司库存周期，下半年成本压力环比改善是大概率事件。下半年经营端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，利润弹性持续兑现。
- 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，长期发展仍然行稳致远。
- 参考业绩预告，我们维持公司2023-2025年总营收为77.90/90.50/101.63亿元的预测，下调2023-2025年EPS 1.12/1.66/2.03元的预测至1.08/1.66/2.06元，对应最新2023年8月16日35.83元的收盘价，PE分别为33/22/17倍，维持“买入”评级。

图表 收入拆分

		2021	2022A	2023E	2024E	2025E
鲜货类产品	收入(亿元)	56.07	56.09	65.51	75.35	83.74
	YOY	15.47%	0.04%	16.79%	15.02%	11.14%
	门店数	13714	15076	16611	18161	19661
	净增数量	1315	1362	1535	1550	1500
	YOY	10.6%	9.9%	10.2%	9.3%	8.3%
	单店营收	40.88	37.21	39.44	41.49	42.59
	YOY	4.4%	-9.0%	6.0%	5.2%	2.7%
包装产品	收入(亿元)	1.36	2.12	2.96	4.15	5.18
	YOY	335.78%	55.50%	40.00%	40.00%	25.00%
加盟商管理	收入(亿元)	0.67	0.74	0.85	0.96	1.06
	YOY	-1.46%	10.00%	15.00%	13.00%	10.00%
其他	收入(亿元)	7.38	7.27	8.58	10.04	11.64
	YOY	137.71%	-1.50%	18.00%	17.00%	16.00%
主营业务	收入(亿元)	65.49	66.22	77.90	90.50	101.63
	YOY	24.12%	1.12%	17.6%	16.2%	12.3%

资料来源：wind、华西证券研究所

5 风险提示

- **原材料价格上涨：**公司营业成本中8成是直接材料成本，原材料价格波动会对公司业绩产生直接的影响。公司原材料自行采购，价格波动难免会对成本端产生影响，但公司拥有较强的成本管控机制，抗风险能力较强。
- **行业竞争加剧的风险：**公司属于卤制品行业龙头企业，在行业中具备竞争优势，但卤制品行业竞争仍然十分激烈，未来仍有其他企业加大投放，加剧行业竞争的风险。
- **食品安全的风险：**卤制品企业作为食品生产制造企业，食品安全问题是重中之重，也是食品企业的红线。公司产品在生产销售过程中经历多个环节，存在食品安全的风险；另一方面行业内其他公司质量不达标降低消费者对整个行业的信任度也会使得整个行业存在业绩下滑的风险。公司已对产品品质和食品安全进行了严格把控，保障产品品质的同时降低食品安全的风险。

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	7,790	9,050	10,163	净利润	194	666	1,030	1,276
YoY (%)	1.1%	17.6%	16.2%	12.3%	折旧和摊销	396	316	371	386
营业成本	4,929	5,874	6,426	7,094	营运资金变动	487	-736	926	-894
营业税金及附加	47	55	63	71	经营活动现金流	1,206	175	2,278	750
销售费用	646	545	652	701	资本开支	-584	-633	-756	-680
管理费用	515	506	579	630	投资	-443	-445	-447	-407
财务费用	20	-31	-37	-63	投资活动现金流	-1,026	-1,015	-1,158	-1,067
研发费用	38	35	48	53	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	62	45	20	筹资活动现金流	614	1,308	141	134
营业利润	346	888	1,386	1,723	现金净流量	799	468	1,262	-183
营业外收支	21	25	25	25	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	367	913	1,411	1,748	成长能力 (%)				
所得税	173	246	381	472	营业收入增长率	1.1%	17.6%	16.2%	12.3%
净利润	194	666	1,030	1,276	净利润增长率	-76.3%	192.3%	54.5%	23.9%
归属于母公司净利润	233	680	1,050	1,301	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-76.3%	192.3%	54.5%	23.9%	毛利率	25.6%	24.6%	29.0%	30.2%
每股收益	0.38	1.08	1.66	2.06	净利率	3.5%	8.7%	11.6%	12.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率ROA	2.6%	6.2%	8.4%	9.4%
货币资金	1,863	2,332	3,593	3,411	净资产收益率ROE	3.4%	7.8%	10.7%	11.7%
预付款项	116	149	148	170	偿债能力 (%)				
存货	702	1,516	787	1,699	流动比率	1.70	2.15	1.98	2.15
其他流动资产	211	190	340	251	速动比率	1.20	1.28	1.59	1.41
流动资产合计	2,892	4,187	4,869	5,531	现金比率	1.10	1.20	1.46	1.33
长期股权投资	2,446	2,888	3,331	3,735	资产负债率	22.2%	20.3%	21.9%	20.5%
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	0.79	0.77	0.77
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	10,930	12,468	13,855	每股收益	0.38	1.08	1.66	2.06
短期借款	360	523	685	846	每股净资产	11.35	13.86	15.52	17.58
应付账款及票据	705	574	838	761	每股经营现金流	1.98	0.28	3.61	1.19
其他流动负债	632	854	935	962	每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,697	1,950	2,459	2,570	估值分析				
长期借款	50	50	50	50	PE	94.29	33.27	21.53	17.38
其他长期负债	220	220	220	220	PB	5.38	2.87	2.56	2.26
非流动负债合计	270	270	270	270					
负债合计	1,967	2,220	2,729	2,840					
股本	631	654	654	654					
少数股东权益	-24	-38	-58	-84					
股东权益合计	6,882	8,710	9,739	11,015					
负债和股东权益合计	8,849	10,930	12,468	13,855					

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分析师，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 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。