

# 绝味食品（603517）：成本下行的利润弹性

2023年8月23日

强烈推荐/首次

绝味食品 公司报告

绝味食品股价从2021年2月见顶之后，一直处于下行通道内，主要是因为1经济环境带来的收入和利润下降，2是随着开店数量增加，开店数量接近饱和，市场对公司发展天花板的担心，3是廖记、盛香亭等公司投资的企业在短期内出现业绩下滑的情况，使得市场对于公司第二增长曲线有担心。

在今年整体消费复苏的大背景下，我们认为公司主营业务和投资的企业业务都会有恢复，市场对于公司发展的第二增长曲线的担心会得到缓解。

我们看到公司成本下行和费用下行的确定性趋势，并探讨成本和费用下行趋势下，企业盈利能力复苏的可能性。我们判断下半年鸭价会逐渐回落，价格虽然会随着季节有波动，但是公司原材料综合成本会较上半年有大幅下降。同时今年公司在开店补贴上较去年有所减少，费用端也会有所下降，对业绩有一定的正向贡献。经过敏感性分析，我们测算当全年鸭副成本下降5%，2023H2净利润同比增长233.26%，当原材料价格下降10%，2023H2净利润同比增长253.84%。

**投资策略：**我们预计公司2023H2净利润将有明显改善，2024年随着经营逐渐恢复到疫情前水平，净利率水平也将有所恢复，预计2024年实现归母净利润9.07亿元，实现EPS1.44元，当前股价对应估值26倍，给与目标估值30倍，目标价43.2元，给与“强烈推荐”评级。

**风险提示：**国内经济复苏进程不及预期；消费需求复苏不及预期；原材料下行不及预期；公司出现重大管理缺陷等。

## 财务指标预测

指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6622.84	7699.425	8774.146	9854.417
增长率(%)	1.13%	16.26%	13.96%	12.31%
净归母净利润(百万元)	232.5355	587.69	907.78	1131.42
增长率(%)	-76.29%	152.73%	54.47%	24.64%
净资产收益率(%)	0.37	0.93	1.44	1.79
每股收益(元)	3.37%	8.11%	11.69%	13.45%
PE	100.85	39.90	25.83	20.73
PB	3.40	3.24	3.02	2.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

绝味食品起源于湖南长沙，自2005年创立以来，便凭借其高质量的卤制品迅速崭露头角。在不断拓展的产品线中，该公司的休闲卤制食品涉及多种肉类与素食制品，尤以卤制鸭副产品为标志性产品，拥有近200种产品组合，涵盖了包装产品、礼品产品以及卤制素食等。

资料来源：公司公告

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

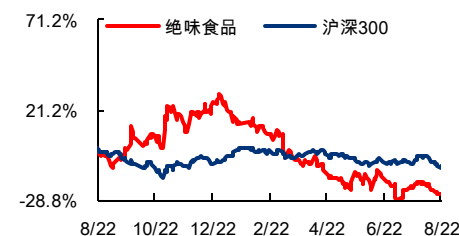
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52周股价区间(元)	61.58-33.61
总市值(亿元)	222.64
流通市值(亿元)	222.64
总股本/流通A股(万股)	63,124/63,124
流通B股/H股(万股)	-/-
52周日均换手率	2.23

## 52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

## 分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

## 目录

1. 我们的观点.....	4
2. 探讨原材料成本下行的可能.....	4
2.1 去产能下的鸭价暴涨.....	4
2.2 供给增加或带来鸭价下行.....	5
2.3 成本下行下的业绩弹性.....	8
3. 被投企业的盈利扭转预期.....	8
4. 卤味行业第一品牌.....	10
4.1 主业稳健.....	10
4.2 股权激励彰显长期增长决心.....	12
5. 盈利预测.....	14
5.1 关键假设.....	14
6. 风险提示.....	14
相关报告汇总.....	16

## 插图目录

图 1: 绝味食品股票收盘价走势（元）.....	错误!未定义书签。
图 2: 主营业成本构成.....	错误!未定义书签。
图 3: 鸭苗价格走势（元/羽）.....	4
图 4: 毛鸭主要市场价格走势.....	4
图 5: 肉鸭主要市场价格走势.....	错误!未定义书签。
图 6: 鸭饲料原材料价格走势.....	错误!未定义书签。
图 7: 肉鸭配合料价格走势（元/公斤）.....	错误!未定义书签。
图 8: 2015-2022 中国肉鸭存栏量.....	错误!未定义书签。
图 9: 2023 年 1-5 月毛鸭投放成本.....	错误!未定义书签。
图 10: 绝味食品门店数与增长率.....	错误!未定义书签。
图 11: 中国卤制品行业规模预测.....	错误!未定义书签。
图 12: 卤味赛道龙头企业 2022 门店数.....	错误!未定义书签。
图 13: 中国卤制品行业 CR5.....	错误!未定义书签。
图 14: 绝味食品店龄维度收入贡献.....	错误!未定义书签。
图 15: 绝味食品渠道维度收入贡献.....	错误!未定义书签。
图 16: 绝味食品门店分布.....	错误!未定义书签。

图 17: 绝味门店城市占比.....	错误!未定义书签。
图 18: 华莱士门店分布.....	错误!未定义书签。
图 19: 华莱士门店城市占比.....	错误!未定义书签。
图 20: 绝味食品不同市场收入情况.....	错误!未定义书签。
图 21: 绝味的全国生产网络.....	错误!未定义书签。
图 22: 盛香亭产品展示.....	错误!未定义书签。
图 23: 卤江南产品展示.....	错误!未定义书签。
图 24: 廖记棒棒鸡产品展示.....	错误!未定义书签。
图 25: 廖记棒棒鸡研发流程.....	错误!未定义书签。
图 26: 2023 商品代鸭苗日出苗量.....	错误!未定义书签。
图 27: 商品代鸭苗日产量预测（万只）.....	错误!未定义书签。
图 28: 2019-2023 餐饮收入情况（亿元）.....	错误!未定义书签。
图 29: 2018-2023 中国卤制食品市场规模预测（亿元）.....	错误!未定义书签。
图 30: 2021 年我国卤制品销售渠道.....	错误!未定义书签。
图 31: 消费者卤制品消费动机.....	错误!未定义书签。
图 32: 消费者卤制品消费时间.....	错误!未定义书签。
图 33: 猪肉（市场价）和毛鸭（主产区平均价）价格对比（元）.....	错误!未定义书签。
图 34: 2022 至今小麦价格变化趋势.....	错误!未定义书签。
<u>表 1: 绝味食品 2022 重大股权投资损益.....</u>	错误!未定义书签。
<u>表 2: 绝味食品 2022、2023 一季度重大股权投资损益（元）.....</u>	错误!未定义书签。
<u>表 3: 绝味食品 2022 重大股权投资损益.....</u>	错误!未定义书签。
<u>表 4: 网聚投资有限责任公司对外投资情况.....</u>	错误!未定义书签。
<u>表 5: 绝味食品 2022、2023 一季度重大股权投资损益.....</u>	错误!未定义书签。
<u>表 6: 绝味食品 2022 及 2023Q1 成本情况.....</u>	错误!未定义书签。
<u>表 7: 敏感性分析.....</u>	错误!未定义书签。

## 1. 我们的观点

绝味食品股价从 2021 年 2 月见顶之后，一直处于下行通道内，主要是因为 1 经济环境带来的收入和利润下降，2 是随着开店数量增加，开店数量接近饱和，市场对公司发展天花板的担心，3 是廖记、盛香亭等公司投资的企业在短期内出现业绩下滑的情况，使得市场对于公司第二增长曲线有担心。

在今年整体消费复苏的大背景下，我们认为公司主营业务和投资的企业业务都会有恢复，市场对于公司发展的第二增长曲线的担心会得到缓解。

我们看到公司成本下行和费用下行的确定性趋势，并探讨成本和费用下行趋势下，企业盈利能力复苏的可能性。我们判断下半年鸭价会逐渐回落，价格虽然会随着季节有波动，但是公司原材料综合成本会较上半年有大幅下降。同时今年公司在开店补贴上较去年有所减少，费用端也会有所下降，对业绩有一定的正向贡献。经过敏感性分析，我们测算当全年鸭副成本下降 5%，2023H2 净利润同比增长 233.26%，当原材料价格下降 10%，2023H2 净利润同比增长 253.84%。

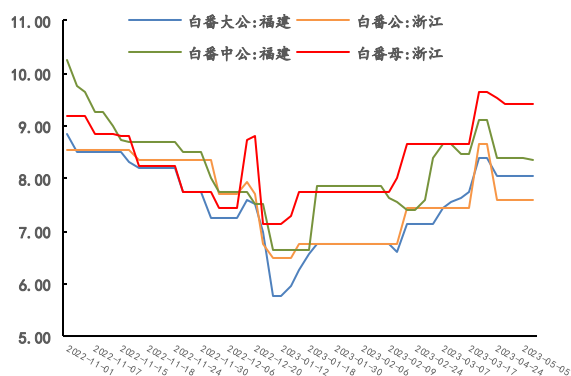
我们预计公司 2023H2 净利润将有明显改善，2024 年随着经营逐渐恢复到疫情前水平，净利率水平也将有所恢复，预计 2024 年实现归母净利润 9.07 亿元，实现 EPS1.44 元，当前股价对应估值 26 倍，给与目标估值 30 倍，目标价 43.2 元，给与“强烈推荐”评级。

## 2. 探讨原材料成本下行的可能

### 2.1 去产能下的鸭价暴涨

在去产能的大背景下，鸭苗、毛鸭与肉鸭的价格自 2022 年下半年至 2023 年 Q1 出现不同程度的上涨，国内部分区域毛鸭价格从去年年初 8 元/斤左右的价格上涨到 11 元/斤左右的价格，涨幅超过 37%。肉鸭市场情况与毛鸭类似，以福建白番大公鸭为例，2023 年 1 月时最低价格为 5 元/斤，之后价格总体一路上升，涨至现今的 8 元/斤，价格增幅达 60%。

图1：肉鸭价格走势（元/斤）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图2：毛鸭主要市场价格走势（元/斤）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

分析毛鸭价格上涨的原因，我们认为有以下几点：综合来看，供给和需求的匹配失衡是此次鸭肉价格波动的主要原因。

### 1、去产能导致供给大幅减少

在上一轮非洲猪瘟疫情中，肉鸭产能快速扩张，后遇到过去三年国内消费低迷，鸭子的供应大于消费，产能严重过剩，上游出现连续三年亏损，导致上游做去产能的动作，淘汰部分父母代和祖代的种养，产能一直在出清过程中。

根据山东省畜牧经济研究会数据，2022年，全国祖代种鸭平均存栏2702单元，同比减少24%，为2019年以来首次同比由增转降；父母代存栏185075单元，同比减少9%。尤其2022年下半年以来中小规模父母代种鸭产能压缩明显，造成去鸭苗供应量大幅下降。今年一季度全国肉鸭父母代产能较去年相比去化约30%。

根据山东种鸭联盟的统计，目前国内市场每天的鸭需求量大概在1000万-1100万只，这也是正常的市场消耗量，但2023年年初养殖端每天的苗量只有800万只左右，全国日供鸭苗约为常态供应量下的67%。

### 2. 上游议价能力增强

今年以来，疫情放开以后需求产生反弹，市场上供需关系发生急剧变化，上游议价能力增强，故抬高了原材料价格。

据山东种鸭信息平台报价，3月23日，鸭苗指导价格为7.3元/羽，相比于2023年开年第一天的指导价1.7元/羽，涨超329%；相比于2022年12月23日的指导价0.3元/羽，更是涨超23倍。

### 3. 人员紧缺造成的短期供给紧张

22年12月份疫情放开后，产业工人感染新冠影响工作进度。将近20天的时间没人投苗，没人养殖，也没人做物流，且从春节前一周到正月十五都是休息时间，工人没有进行工作。

### 4、近期鸭子养殖成本上升，主要体现在饲料价格上涨。

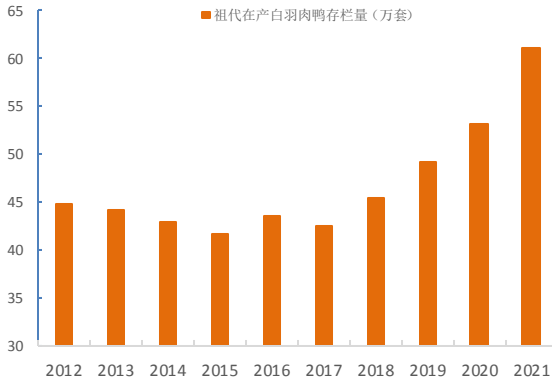
近期，国内如新希望、海大、通威、安佑、大北农等大部分饲料企业均发布饲料涨价函，其中畜禽饲料涨价50元~150元/吨不等，水产饲料涨价100元~1000元/吨不等，涨价幅度明显。2023年5月~7月，玉米价格不断上涨，豆粕价格先跌后涨，饲料原料价格高成本下，饲料价格也出现了先涨后跌再涨的趋势，原料是推助饲料价格波动的主要因素。

## 2.2 供给增加或带来鸭价下行

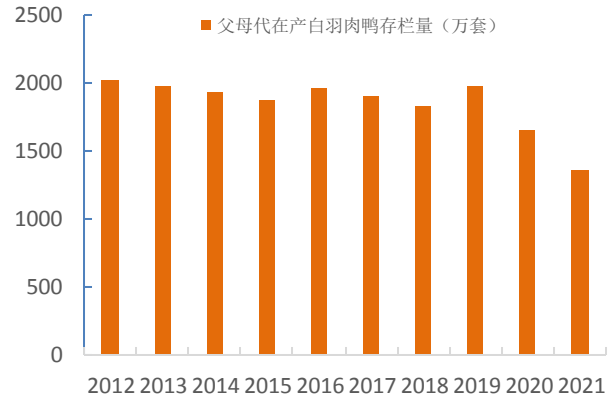
今年毛鸭供需出现了较大的变化。从供给端来看，鸭类全产业链生长周期约14个月，但行业供给集中于父母代，因而从父母代孵化开始计算，商品代供给起量需要8-9个月。本轮产能减少主要集中在父母代，（见图3/4）而祖代产能基本稳定，所以商品代鸭苗的产能的恢复会比较快速。

图3: 祖代在产白羽肉鸭存栏量 (万套)

图4: 父母代在产白羽肉鸭存栏量 (万套)



资料来源：爱禽社，东兴证券研究所

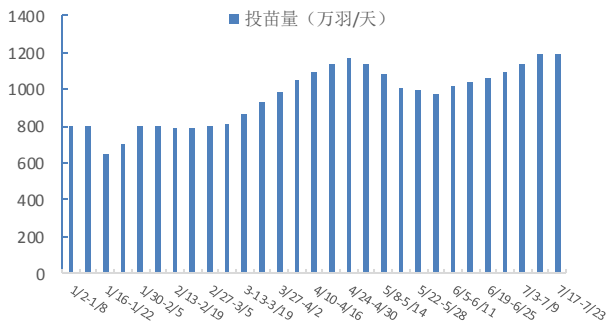


资料来源：爱禽社，东兴证券研究所

2023年开年因气温较低及春节的原因，1-2月日均出苗量低于800万羽，父母代种鸭生产主要集中于3-4月，3月出苗量环比改善，但日均出苗量仍未超过800万羽。4月中旬出苗量已达1100万羽，接近屠宰场需求量1200万羽/天，基本达到疫情前常态供应的水平。

从目前来看下半年肉鸭的供给，老鸭淘汰量不大，新开产种鸭量继续增加，短期来看，高温天气逐渐增多，对种鸭生产性能有明显影响，产蛋降低，对增量有抑制作用。但是从中期来看，投苗量会较去年有较大幅度的提升。

图5: 2023商品代鸭苗日投苗量（万羽/天）



资料来源：水禽情报网，东兴证券研究所

图6: 全国鸭苗均价预测走势（元/羽）

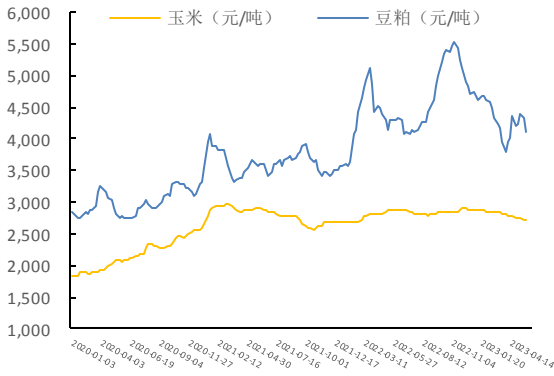


资料来源：我的钢铁网，东兴证券研究所

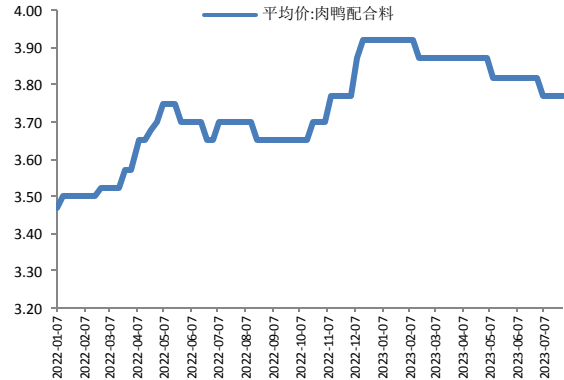
此外，从饲料价格来看，受厄尔尼诺现象影响，豆粕、玉米等价格或继续走高，养殖成本将有所增加。虽然饲料成本上涨对畜禽产品价格产生支撑作用，但由于下游需求不及预期，供需对价格更为主导，这导致畜禽全价料价格下行压力增加，对于下半年我们判断饲料成本变化对总体价格影响有限。

图7: 玉米、豆粕价格走势（元/吨）

图8: 肉鸭配料平均价（元/千克）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

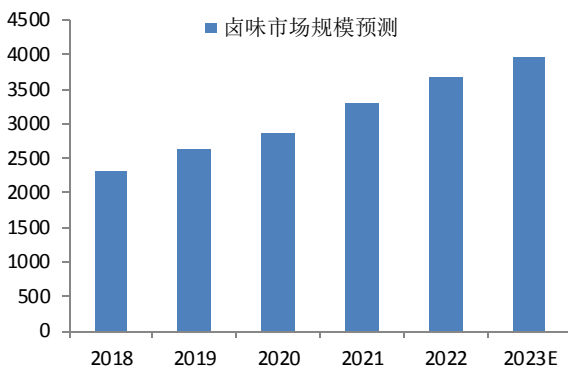


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从需求角度来看，随着疫情后经济的复苏，大众对鸭肉消费需求预计会上升，预计会在明年需求逐渐恢复到 2019 年的水平。

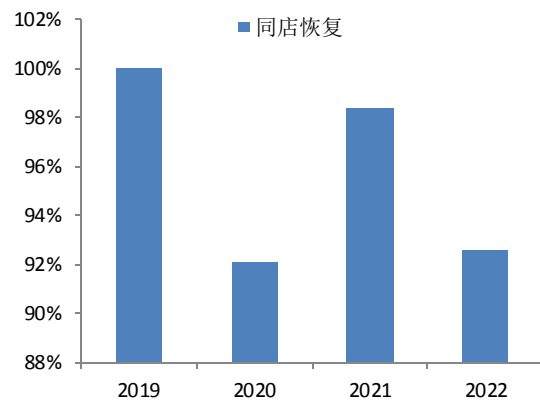
(1) 解除隔离等一系列措施后大家去餐馆消费意愿和频次变高，其中对鸭肉的需求也会变高，包括一系列用鸭肉为原料做的菜品如烤鸭。(2) 随着疫情的开放，各地推出刺激消费的政策，比如发放消费券等，有利于推动消费需求的增加，从而带动鸭副卤制品的消费，预期卤味企业同店也会有恢复，预计 2023 年卤制品市场规模将会增加到 3978 亿元，同比增长 7.78%。

图9：2018–2023 中国卤制食品市场规模预测（亿元）



资料来源：观知海内信息网，东兴证券研究所

图10：绝味食品同店恢复情况



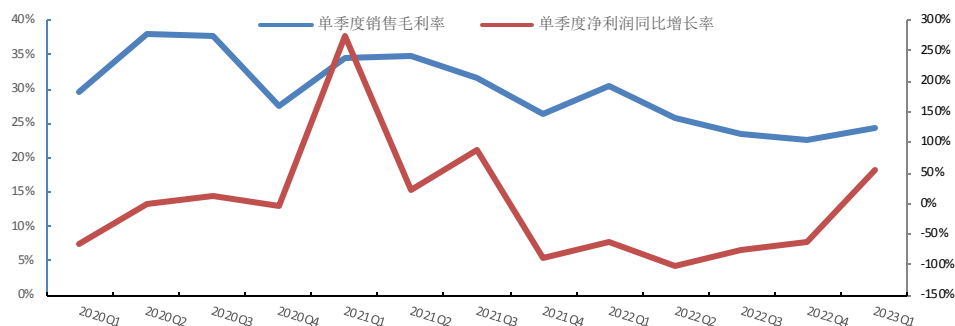
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

供需两方面进行分析，我们认为下半年毛鸭供给较去年有较大的缓解，即供给端会恢复至正常年份的水平，需求端会有恢复，但是需求复苏整体偏弱，供给端的缓解对毛鸭价格回落会有较大帮助，毛鸭价格或呈下降走势。

## 2.3 成本下行下的业绩弹性

上半年受成本上涨的影响，公司业绩受到很大影响，毛利率也有较大的下降，由于22Q4公司采购了一部分高价库存，高价库存对业绩影响或到2023Q2。我们判断随着毛鸭价格的逐渐回落，公司毛利率将有较大的改善。

图11：绝味销售毛利率



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

根据公司招股说明书，“原材料占其主营业务成本 80%以上，其中鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅等约占原材料采购总额的 50%左右”。鸭副产品与毛鸭价格走势比较一致，所以用毛鸭价格下半年走势预测原材料下半年的变化。假设鸭副价格中鸭脖、鸭掌、鸭锁骨、鸭肠、鸭翅使用量结构不变，价格变动与毛鸭价格一致。按照招股书披露的假设鸭副占原材料的 50%，原材料占营业成本的 80%进行计算，根据敏感性分析，在 2023 年收入假设前提下（详细预测参考后面盈利预测部分），当全年鸭副成本下降 5%，2023H2 净利润同比增长 233.26%，当原材料价格下降 10%，2023H2 净利润同比增长 253.84%。

图12：成本敏感性分析

	成本维持高位	成本下降 5%	成本下降 10%
2023H2 营业收入	402,442.46	402,442.46	402,442.46
yoy	22.40%	22.40%	22.40%
2023H2 净利润	13615.10	38349.66	40718.08
yoy	82.47%	233.26%	253.84%

资料来源：同花顺，东兴证券研究所

## 3. 被投企业的盈利扭转预期

绝味食品自成立以来，始终专注于深耕鸭脖主业，并不断创新和拓展其他卤制食品赛道，公司通过旗下网聚资本等多个基金以及和外部机构合作，多样化布局餐饮版图，重点围绕卤味、特色味型调味品、轻餐饮和产业链，上下游四个方向进行投资，实现构建美食生态的目标。同时自有供应链体系赋能被投公司，以构建美食生态，开启自身第二、第三增长曲线。



公司全资投资公司网聚资本成立于 2014 年，目前网聚资本对外有 31 家投资公司，涵盖了基金、物流和食品等多个行业，公司先后投资餐桌卤味廖记棒棒鸡、中高端卤味阿满、江苏区域品牌卤江南、热卤代表盛香亭等企业。近几年公司也与多家企业合作成立投资基金，先后投资参股很久以前、颜家辣酱鸡等品牌。

2022 年宏观消费环境影响，被投企业的盈利多出现下滑或亏损，市场对公司“第二增长曲线”能否成功培育有怀疑。根据公司 2022 年年报，在长投中，网聚资本 2022 年年末余额为 8.02 亿元，较期初减少 8.05 亿元减少 0.03 亿元。其中所投资企业廖记、阿满等企业都出现业绩下滑的情况。

疫情之后经济整体在复苏阶段，需求也逐渐在恢复，预计会对卤味消费形成较好的消费环境。我们判断今年被投企业经营业绩会得到较大的改善，从长期来看，被投的这些企业仍有长期成长的韧性，作为公司“第二增长曲线”重要的布局，企业成长仍然可期。

**图 13：餐桌卤味主要参与企业**

投资赛道	细分赛道	被投企业名称	被投企业品牌	持股比例
卤味	餐桌卤味	江苏满贯食品有限公司	阿满白香鸡	43.06%
		廖记食品有限责任公司	廖记棒棒鸡	9.03%
		江苏卤江南食品有限公司	卤江南	20.56%
	新式热卤	长沙市拿云餐饮管理有限公司	盛香亭	33.03%
		长沙颜家食品销售有限公司	颜家辣酱鸡	40.78%
	休闲卤制品	武汉零点绿色食品股份有限公司	精武鸭脖	38.38%
		福州舞爪食品有限公司	舞爪食品	8.46%
餐饮	轻餐饮	上海楠雨餐饮管理有限公司	小蛮椒	16.33%
		福建淳百味餐饮发展有限公司	淳百味	10%
		北京很久以前餐饮管理有限公司	很久以前羊肉串	9.81%
		龙井市丰茂餐饮发展有限公司	丰茂烤串	8.76%
		上海城亨餐饮管理有限公司	蜀地冒菜	7.87%
		贵州三养胶麦生态食疗产业有限公司	三养米粉	7.34%
		江苏和府餐饮管理有限公司	和府捞面	6.86%
调味品	复合调味料	么麻子食品股份有限公司	么麻子	17.12%
		江苏美鑫食品科技有限公司	美鑫食品	10.90%

		四川老坛子食品有限公司	老坛子食品	7.68%
产业链	供应链管理	深圳市餐北斗供应链管理 有限公司	餐北斗	1.47%
	速冻解决方案	郑州千味央厨食品股份有 限公司	千味央厨	3.78%
	网络科技建设	武汉食和岛网络科技有限 公司	食和岛科技	4.00%
	物流/冷链运输	江西阿南物流有限公司	阿南物流	20.00%
		江西鲜配物流有限公司	鲜配物流	6.73%
		北京快行线冷链物流有限 公司	快行线冷链	6.46%
		鲜生活冷链物流有限公司	鲜生活冷链	0.10%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 卤味行业第一品牌

### 4.1 主业稳健


绝味食品起源于湖南长沙，自 2005 年创立以来，便凭借其高质量的卤制品迅速崭露头角。在不断拓展的产品线中，该公司的休闲卤制食品涉及多种肉类与素食制品，尤以卤制鸭副产品为标志性产品，拥有近 200 种产品组合，涵盖了包装产品、礼品产品以及卤制素食等。

早在 2007 年，绝味食品就着眼于市场拓展，制定了以直营连锁为主导、加盟连锁为主体的销售策略。此策略伴随着 2008 年的“跑马圈地，饱和开店”的经营理念，使得公司门店数量得到迅猛增长。为了适应这样的扩张，公司在后续数年中积极推动信息系统建设、完善供应链管理，以确保公司能够持续、稳定地提供高质量的产品。2015 年，绝味食品的门店数量成功突破 5000 家，并创下了 290 亿元的销售业绩，从而确立了其在鸭脖连锁行业的领导地位。2017 年，该公司成功登陆上交所主板，成为卤制品行业内第三家成功上市的公司。

到了 22H1，绝味食品已成功开设 14,921 家门店，设立 21 个生产基地，构建了一套遍及全国的产、供、销一体的网络体系。公司的产品线不仅涵盖禽类、畜类、蔬菜类、豆类制品，更以鸭副产品为主轴，构建了多元化的产品矩阵。在口味研发上，公司不断创新，目前已经推出包括“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”以及“藤椒风味”在内的多个系列产品，为消费者提供了丰富而独特的选择。

图14：产品风味

序号	产品系列	产品名称	图示
1	招牌风味系列	绝味招牌鸭脖、绝味鸭排鸭架、绝味招牌翅中、绝味招棉鸭翅	
2	黑鸭风味系列	绝味黑鸭鸭脖、绝味黑鸭鸭爪、绝味鸭鸭架	
3	普鸭风味系列	绝味箭板鸭、绝味番板鹤鸭	
4	五香风味系列	绝味五香鸭脖、绝味五香鸭爪、绝味五香鸭翅	
5	盐焗风味系列	绝味盐焗原味鸡翅、绝味盐焗原味风爪	
6	简装风味系列	绝味简装麻辣鸭脖、绝味简装麻辣鸭架	
7	精装系列	绝味盒装酱板鸭、绝味袋装酱鸭、绝味精装麻辣鸭脖、绝味精装麻辣鸭翅	

8	礼品系列	绝味时尚礼盒、绝味时尚大礼盒	
---	------	----------------	--

资料来源：公司公告，淘宝网，东兴证券研究所

## 4.2 股权激励彰显长期增长决心

创始人戴文军先生为绝味食品实际控制人，截至 2023 年 1 月 10 日，通过上海聚成、上海惠功、上海成广、上海福博控制公司 45.85% 股权。持股平台统一多方利益。上海聚成、上海惠功、上海成广、上海福博的股东汇功投资、成广投资、富博投资的股东主要为公司中高层管理人员，激发员工积极性。

图 15：前十大股东的股权结构



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

2022 年 11 月 22 日，公司开启新一轮股权激励。公司 2022 年股票期权激励计划首次授予股票期权登记完成，授予股票期权数量为 847.80 万份，约占公司股本总额的 1.50%，首次授予的激励对象为 178 人，包括公司高管以及核心员工，激励对象较以往的激励计划更多，覆盖范围更大，有助于提振核心团队信心，调动员工积极性，统一内部利益。股票期权激励目标要求 2023-2025 年收入 CAGR 不低于 18.46%。公司聚焦市占率提升的战略目标，设立业绩考核机制，要求 2023-2025 年收入较 2021 年收入的增速分别不低于 19%/39%/67%，对应收入分别不低于 77.93/91.03/109.36 亿元。

**图16：管理层**

姓名	出生年份	学历	曾任职务	现任职务
戴文军	1968	长江商学院 EMBA	株洲千金药业股份有限公司市场部经理	董事长和总经理
蒋兴洲	1970	本科学历	西安中萃汉斯(可口可乐)食品有限公司销售经理, 广东健力宝集团销售总公司总经理, 广州立白企业集团有限公司市场中心总经理/销售总公司总经理, 白象食品集团执行总裁, 广州王老吉餐饮管理有限公司董事、总经理	公司董事
陈更	1963	本科学历	湖南锻造厂副科长、处长, 株洲千金药业股份有限公司部门经理、营销总监、副总经理	公司董事
王震国	1976	博士研究生学历	中国电子科技集团第十四研究所项目经理, 上海爱为乐帮网络科技有限公司执行董事, 虎童股权投资基金管理(天津)有限公司董事总经理, 广州惠威电声科技股份有限公司独立董事	公司董事
张高飞	1974	大专学历	湖北楚冠生物工程有限公司招商部经理、广东康人药业有限公司招商部经理、深圳同安药业有限公司招商部经理	公司监事
崔尧	1973	大专学历	巨人集团子公司经理, 正大青春宝集团分公司经理, 安康北医大分公司经理	监事、供应链总监
彭浩	1982	本科学历	长沙共同广告传播有限公司总监助理	职工监事、总经理办公室经理
高远	1985	特许金融分析师(CFA)、国际信息系统审计师(CISA), 耶鲁大学高级管理硕士(MAM, Yale School of Management), 复旦大学工商管理硕士(MBA)	三胞集团资本规划中心高级总监、南京新百(600682)董事会秘书、绝味食品全资子公司深圳网聚投资有限公司副总裁, 并在淡马锡(Temasek)控股子公司丰树集团(Mapletree)等国际企业从事投资工作	董秘
王志华	1972	长江商学院 EMBA	唯品会旗下乐蜂网、品骏控股 CFO(首席财务官)、深圳网聚投资有限责任公司(绝味食品全资子公司)副总裁, 并在亚太资源集团、Tyson Food(泰森食品)、International Paper(国际纸业)、Sonoco(实耐格)等多家跨国公司担任财务管理职位	财务总监

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测

### 5.1 关键假设

- 1、绝味主业增长主要关注两个指标：同店营收增长和总门店数。**按照今年的开店规划，预计今年公司新开店数 1500 家，假设今年同店收入恢复，同比增长 6%，则 2023 年收入预测为增长 12.77%。
- 2、假设 23 年销售费用会有大幅减少，特别是开店费用较去年有大幅缩减。**2022 年公司鼓励新加盟商开店，加大了开店的支持力度，包括加盟商的单店补贴，同时予以低息贷款。今年开店支持力度有所降低，假定 2023 年将新开 1500 家门店，单店补贴下降 2 万元，那么销售费用今年减少支出 3000 万元。
- 3、影响毛利率的两个要素，一是成本下行，二是促销活动减少。**我们判断今年两个要素对毛利率都是正贡献，判断毛利率会进一步走高。

根据假设我们预测，公司 2023 年实现销售收入 76.99 亿元，同比增长 16.26%，实现归母净利润 5.87 亿元，同比增长 203.06%。2024 年实现销售收入 87.74 亿元，同比增长 13.96%，实现归母净利润 9.07 亿元，同比增长 54.47%，实现 EPS1.44 元，当前股价对应估值 26 倍，给与目标估值 30 倍，目标价 43.2 元，给与“强烈推荐”评级。

图30：盈利预测（单位：百万）

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6622.84	7699.425	8774.146	9854.417
增长率(%)	1.13%	16.26%	13.96%	12.31%
归属母公司股东净利润	232.5355	587.69	907.78	1131.42
增长率(%)	-76.29%	152.73%	54.47%	24.64%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.93	1.44	1.79
净资产收益率(ROE)	3.37%	8.11%	11.69%	13.45%
市盈率(P/E)	100.85	39.90	25.83	20.73
市净率(P/B)	3.40	3.24	3.02	2.79

资料来源：同花顺，公司公告，东兴证券研究所

## 6. 风险提示

国内经济复苏进程不及预期；消费需求复苏不及预期；原材料下行不及预期；公司出现重大管理缺陷等。

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产合计</b>	2267.243	2891.842	3735.725	5086.577	6535.616	<b>营业收入</b>	6548.62	6622.839	7699.424	8774.145	9854.416
货币资金	1064.687	1863.409	2200.471	3382.323	4656.066	<b>营业成本</b>	4474.15	4929.448	5947.288	6542.092	7168.144
应收账款	154.6174	116.0211	123.5942	140.8461	158.1870	营业税金及附加	50.8954	47.33832	57.72229	65.77943	73.87818
其他应收款	91.02302	115.8060	135.7464	154.6945	173.7404	营业费用	523.985	645.8546	615.9539	701.9316	798.2077
预付款项	67.77493	62.80906	85.46564	97.39533	109.3866	管理费用	417.554	514.5231	461.9654	535.2228	610.9738
存货	853.5306	701.6338	1144.690	1259.174	1379.672	财务费用	37.5324	37.88013	26.94798	27.19985	34.49045
其他流动资产	35.61012	32.16340	45.75696	52.14393	58.56388	研发费用	8.82271	19.99314	8.909888	-4.57171	-11.5936
<b>非流动资产合计</b>	321.0946	419.1552	416.9079	414.6606	412.4133	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	2120.107	2446.431	2350.788	2255.144	2159.501	公允价值变动收益	-0.1055	0	-12.5868	-14.3438	-16.1098
固定资产	2092.239	2167.672	1800.369	1420.298	1027.458	投资净收益	223.717	-94.2184	9.659062	9.659062	9.659062
无形资产	281.3466	488.9995	407.4996	325.9996	244.4997	加:其他收益	11.9532	18.28321	15.76016	15.76016	15.76016
其他非流动资产	249.3032	321.2779	249.5255	177.7731	106.0207	<b>营业利润</b>	1261.68	346.4840	585.5134	908.5747	1179.592
<b>资产总计</b>	7401.391	8849.269	9017.761	9680.454	10485.51	营业外收入	45.3172	23.53946	32.79844	32.79844	32.79844
<b>流动负债合计</b>	5134.147	5957.426	5282.035	4593.876	3949.894	营业外支出	5.46776	2.715358	7.567985	7.567985	7.567985
短期借款	7401.391	8849.269	9017.761	9680.454	10485.51	<b>利润总额</b>	1301.53	367.3081	610.7438	933.8052	1204.822
应付账款	1450.441	1697.182	1554.754	1718.781	1890.307	所得税	334.293	173.3914	208.4269	315.1244	389.6694
预收款项	773.9235	631.5115	817.1265	907.3814	1001.260	<b>净利润</b>	967.243	193.9166	402.3168	618.6807	815.1532
一年内到期的非流动负债	473.3038	705.3600	737.6275	811.3996	889.0472	少数股东损益	-13.693	-38.6188	-47.1378	-71.2684	-88.1280
<b>非流动负债合计</b>	773.9235	631.5115	817.1265	907.3814	1001.260	归属母公司净利润	980.937	232.5354	449.4547	689.9492	903.2812
长期借款	234.4023	270.1714	206.4939	147.0071	94.13806	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	171.0353	200.5998	136.9223	77.43550	24.56642		2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>负债合计</b>	63.36705	69.57163	69.57163	69.57163	69.57163	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1684.843	1967.354	1761.248	1865.788	1984.445	营业收入增长	24.12%	1.13%	16.26%	13.96%	12.31%
实收资本(或股本)	614.5769	631.2387	631.2387	631.2387	631.2387	营业利润增长	31.98%	-72.54%	68.99%	55.18%	29.83%
资本公积	1885.467	2919.067	2919.067	2919.067	2919.067	归属于母公司净利润增长	39.86%	-76.29%	152.73%	54.47%	24.64%
未分配利润	5702.348	6906.401	7243.411	7763.975	8412.785	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	14.19926	-24.4861	-71.6240	-142.892	-231.020	毛利率(%)	31.68%	25.57%	22.76%	25.44%	27.26%
<b>负债和所有者权益</b>	5716.547	6881.915	7171.786	7621.082	8181.765	净利率(%)	14.77%	2.93%	8.12%	10.77%	11.86%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	17.20%	3.37%	8.11%	11.69%	13.45%
				单位:百万元		ROE(%)	13.25%	2.63%	6.52%	9.38%	10.79%
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	1085.958	1205.683	928.4	1531.742	1705.387	资产负债率(%)	0.23	0.22	0.20	0.19	0.19
净利润	967.2438	193.9167	587.69	907.78	1131.42	流动比率	1.56	1.70	2.40	2.96	3.46
折旧摊销	292.3586	395.76	579.7477	592.5161	548.3392	速动比率	0.89	1.20	1.55	2.11	2.60
财务费用	8.822715	19.99315	8.909889	-4.57171	-11.5936	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-1057.85	-1025.59	92.24108	92.24108	92.24108	总资产周转率	0.88	0.75	0.85	0.91	0.94
营运资金变动	-46.2739	382.2433	-288.938	-4.97323	-3.76925	应收账款周转率	42.35	57.08	62.30	62.30	62.30
投资损失	-223.717	94.21848	-9.65906	-9.65906	-9.65906	应付账款周转率	9.45	6.99	8.06	8.06	8.06
其他经营现金流	87.52429	119.5517	50.64968	50.64968	50.64968	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-468.329	-442.731	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.55	0.37	0.93	1.44	1.79
<b>筹资活动现金流</b>	-17.7371	798.7214	337.0621	1181.852	1273.742	每股净现金流(最新摊薄)	20.91	18.83	24.46	14.82	13.31
短期借款	167.8338	157.0972	-360.311	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.03	10.94	11.47	12.30	13.33
长期借款	171.0353	29.56450	-63.6774	-59.4868	-52.8690	<b>估值比率</b>					
普通股增加	5.9463	16.66170	0	0	0	P/E	23.15	97.64	38.64	25.01	20.07
资本公积增加	298.8271	1033.599	0	0	0	P/B	3.98	3.29	3.13	2.92	2.70
其他筹资现金流	-686.413	-622.603	-259.590	-382.643	-471.015	EV/EBITDA	31.88	97.26	25.05	15.85	12.02
<b>现金净增加额</b>	-17.74	798.72	337.06	1181.85	1273.74						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告：行情反弹结束了么？	2023-08-09
行业普通报告	食品饮料行业报告：经济刺激政策加码，白酒复苏预期增强	2023-07-31
行业普通报告	食品饮料行业报告：多措并举民营经济有望起航，利好餐饮消费复苏	2023-07-24
行业深度报告	食品饮料 2023 年下半年投资策略：盈利修复的三个递进要素	2023-07-10
行业普通报告	食品饮料行业报告：宏观政策刺激预期增强，消费资产定价重估	2023-06-20
行业普通报告	乳制品：受中国影响国际奶粉需求偏弱，国内原奶供给阶段性过剩	2023-06-16
行业普通报告	食品饮料行业报告：原奶周期下行，或加速企业集中	2023-06-13
行业普通报告	食品饮料行业报告：餐饮企业成本持续下行，利润有望进一步释放	2023-05-15
行业深度报告	白酒行业：如何理解当前资产定价	2023-05-05
行业普通报告	食品饮料行业报告：关注糖酒会带来的情绪催化	2023-04-03
公司普通报告	千味央厨（001215）：22 年稳健增长，23 年更上一层楼	2023-04-21
公司普通报告	千味央厨（001215）：直营恢复迅速，经销快速发展	2022-10-26
公司普通报告	安井食品（603345）：增长稳健，盈利能力持续提升	2023-08-04
公司普通报告	安井食品（603345）：主业保持稳定，预制菜布局初见成效	2022-11-08
公司普通报告	涪陵榨菜（002507）：22 年利润率改善明显，静待 23 年收入端提振	2023-03-28

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

### 孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6年食品饮料行业研究经验，2020年6月加入东兴证券。

### 王洁婷

普渡大学硕士，5年证券研究经验，2020年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526