

业绩符合预期，下半年经营恢复可期

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:	64.3/33.08
目标价格:		总市值(亿)	216.77
最新收盘价:	34.34	自由流通市值(亿)	216.77
		自由流通股数(百万)	631.24

事件概述

23H1 公司实现营业总收入 37.00 亿元，同比+10.91%；归母净利润 2.42 亿元，同比+145.55%；扣非归母净利润 2.26 亿元，同比+50.26%；23Q2 实现营业收入 18.76 亿元，同比+13.86%；归母净利润 1.05 亿元，同比+998.1%；扣非归母净利润 0.92 亿元，同比+34.12%。

分析判断:

► 稳步拓店+单店修复，经营状况持续改善

上半年随着消费场景逐步恢复，公司秉承“保持定力、韧性成长”的经营方针，重点围绕“策略开店、提升存活”开展各项经营活动，助力加盟商，持续提升门店的生存质量，市占率有效提升。

从门店端来看，23 年上半年净增门店 1086 家，门店总数达到 16162 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，上半年鲜货/加盟商管理/包装产品/其他主营业务分别实现收入 29.7/0.4/1.3/4.8 亿元，同比+5.7%/+1.7%/+118.2%/+43.7%，鲜货产品受消费场景复苏和新增门店数量增加推动增长，包装高增使得占比进一步提升，其他主营业务高增持续强化公司供应链优势。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-9.2%/+399.6%/+22.5%/+11.7%/+16.4%/+11.2%/-12.6%，华东市场实现恢复性增长，西北市场加速规模扩张。

二季度持续受益于消费复苏，同时公司通过“周年庆”“虾球卡”等活动增加品牌曝光，使得 Q2 收入增速环比提升至 13.8%，下半年随着消费复苏和新店成熟，经营情况有望持续改善。

► 短期成本端承压，降本增效推动利润率恢复

成本端来看，公司 23H1 毛利率为 23.3%，较去年同期下降 4.7pct，下降较多主因原材料价格普遍上涨。费用端来看，23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.1%/6.5%/0.6%/0.1%，分别较去年同期-4.8/-1.8/+0.1/-0.2pct，其中销售费用率下降较多主要系广告宣传费及加盟商补贴减少，管理费用率下降较多主因去年同期因加速计提股份支付费用基数较高，上半年整体费用率下降-6.67pct，费用端改善较大。投资收益扭亏为盈以及所得税率下降亦对公司利润有所贡献。虽然上半年成本端仍然承压，但公司通过有效的费控管理实现利润端高增；上半年实现归母净利润同比高增 145.5%至 2.42 亿元，相应的归母净利率同比提升 3.6pct 至 6.5%。

Q2 虽然成本端仍然承压，但公司通过多层次的降本增效，实现利润的持续恢复，Q2 实现归母净利润 1.05 亿元，归母净利率回升至 5.6%。

► 下半年重视成本下行弹性，长期行稳致远

参考禽报网等渠道跟踪，核心鸭副产品鸭脖、鸭头、鸭锁骨、鸭掌等现价自 4 月开始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。

投资建议

参考公司最新中报，我们维持公司 2023-2025 总营收 77.90/90.50/101.63 亿元的预测，维持 2023-2025 年 EPS 为 1.08/1.66/2.06 元的预测，对应 8 月 28 日收盘价 34.34 元，PE 分别为 32/21/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

成本压力缓解不及预期，新品推广不及预期，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	7,790	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	21.46	90.37	31.89	20.64	16.66

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)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		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	90.37	31.89	20.64	16.66
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					

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。

郭辉：10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

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。