

疫情反复 22Q1 承压，内生+外延双引擎驱动

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年报及 2022 一季报, 2021 全年实现营收 65.5 亿元(+24.1%), 实现归母净利润 9.8 亿元(+39.9%); 其中 2021Q4 单季度实现营收 17 亿元(+22.4%), 实现归母净利润 1685 万元(-90.7%)。2022Q1 实现营收 16.9 亿元(+12.1%), 实现归母净利润 8907 万元(-62.2%), 不及市场预期。同时, 公司拟每 10 股派发现金红利 5.7 元(含税)。
- **疫情反复逆势增长, 经营韧性较强。** 1、分品类看, 2021 全年禽类制品、畜类产品、蔬菜产品、其他鲜货产品、分别实现营业收入 43.3 亿元(+13%)、6987 万元(+115%)、6.1 亿元(+15.7%)、5.9 亿元(+28.7%)。疫情反复造成线下消费场景减少, 其中高势能门店消费断崖式下跌, 卤制品行业整体承压, 公司仍取得逆势增长。2、分渠道看, 卤制食品销售、加盟商管理分别实现营业收入 57.4 亿元(+17.3%)、6743 万元(-1.5%)。截至 2021 年末, 公司在大陆地区门店总数为 1.4 万家, 净增加 1315 家, 其中店龄 2 年以上的门店占比 68%, 贡献 77% 的收入。此外, 沿街体、社区体等受疫情影响相对较小的场景门店数量及收入占比分别为 67%、69%, 疫情下经营韧性较强, 2021 年单店收入整体恢复至 2019 年的 91%。
- **成本端承压, 股权投资能力突出。** 整体毛利率 31.7%, 同比下降 1.8pp, 主要由于疫情影响养殖和屠宰活动, 原材料价格持续上涨。销售费用率 8%, 同比增加 1.9pp; 管理费用率 6.4%, 同比增加 0.1pp; 研发费用率 0.6%, 同比增加 0.4pp; 财务费用率 0.1%, 同比增加 0.3pp。整体净利率 14.8%, 同比提升 1.6pp, 主要由于转让江苏和府股权、千味央厨上市形成投资收益 2.2 亿元。
- **定增募资建设产能, 内生+外延增长双引擎。** 1、从产能端看, 公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开募资 11.8 亿元, 用于建设广东、广西 2 个生产基地, 预计将逐步释放 9 万吨卤制肉制品及副产品产能, 有效缓解公司产能瓶颈问题, 持续巩固卤制品龙头地位。2、公司聚焦卤味核心赛道, 采用直接投资+孵化探索的形式进行外延股权投资, 布局建设美食生态圈, 对公司内生增长形成补充。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 11.0 亿元、13.3 亿元、15.8 亿元, EPS 分别为 1.80 元、2.17 元、2.56 元, 对应动态 PE 分别为 24 倍、19 倍、16 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 食品安全风险; 行业竞争加剧。

| 指标年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 6548.62 | 7912.81 | 9498.60 | 11063.32 |
| 增长率 | 24.12% | 20.83% | 20.04% | 16.47% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 980.94 | 1104.57 | 1333.80 | 1575.66 |
| 增长率 | 39.86% | 12.60% | 20.75% | 18.13% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.60 | 1.80 | 2.17 | 2.56 |
| 净资产收益率 ROE | 16.92% | 16.99% | 17.85% | 18.31% |
| PE | 26 | 24 | 19 | 16 |
| PB | 4.54 | 3.99 | 3.48 | 3.02 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

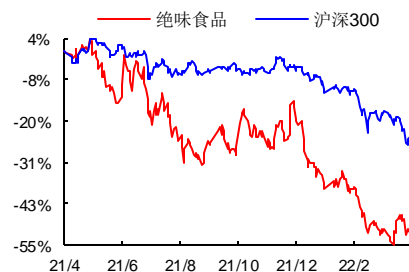
分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 舒尚立
电话: 023-63786049
邮箱: ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 6.15 |
| 流通 A 股(亿股) | 6.09 |
| 52 周内股价区间(元) | 39.11-89.38 |
| 总市值(亿元) | 270.17 |
| 总资产(亿元) | 70.82 |
| 每股净资产(元) | 9.24 |

相关研究

1. 绝味食品(603517): 主业经营稳健, 投资收益贡献较大弹性 (2021-10-31)
2. 绝味食品(603517): 盈利能力再创新高, 定增扩产缓解瓶颈 (2021-08-31)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 6548.62 | 7912.81 | 9498.60 | 11063.32 | 净利润 | 967.24 | 1104.57 | 1333.80 | 1575.66 |
| 营业成本 | 4474.16 | 5337.06 | 6386.79 | 7403.60 | 折旧与摊销 | 175.36 | 158.77 | 192.08 | 217.61 |
| 营业税金及附加 | 50.90 | 78.34 | 94.99 | 110.63 | 财务费用 | 8.82 | -10.94 | -22.65 | -41.73 |
| 销售费用 | 523.99 | 553.90 | 626.91 | 774.43 | 资产减值损失 | -0.11 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 管理费用 | 417.55 | 514.33 | 617.41 | 696.99 | 经营营运资本变动 | 190.46 | -214.84 | -54.44 | -51.60 |
| 财务费用 | 8.82 | -10.94 | -22.65 | -41.73 | 其他 | -255.83 | -52.83 | -13.05 | -13.00 |
| 资产减值损失 | -0.11 | 3.00 | 3.00 | 3.00 | 经营活动现金流净额 | 1085.96 | 987.73 | 1438.74 | 1689.94 |
| 投资收益 | 223.72 | 50.00 | 10.00 | 10.00 | 资本支出 | -464.31 | -400.00 | -400.00 | -100.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -593.55 | 50.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -1057.86 | -350.00 | -390.00 | -90.00 |
| 营业利润 | 1261.69 | 1487.12 | 1802.16 | 2126.39 | 短期借款 | 167.83 | -203.21 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 39.85 | 16.00 | 15.00 | 15.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1301.54 | 1503.12 | 1817.16 | 2141.39 | 股权融资 | 304.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 334.29 | 398.55 | 483.36 | 565.73 | 支付股利 | 0.00 | -323.71 | -364.51 | -440.15 |
| 净利润 | 967.24 | 1104.57 | 1333.80 | 1575.66 | 其他 | -515.38 | -81.43 | 22.65 | 41.73 |
| 少数股东损益 | -13.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | -42.77 | -608.35 | -341.86 | -398.42 |
| 归属母公司股东净利润 | 980.94 | 1104.57 | 1333.80 | 1575.66 | 现金流量净额 | -17.74 | 29.38 | 706.88 | 1201.51 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 1064.69 | 1094.07 | 1800.95 | 3002.46 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 313.42 | 333.92 | 409.37 | 484.16 | 销售收入增长率 | 24.12% | 20.83% | 20.04% | 16.47% |
| 存货 | 853.53 | 1117.88 | 1335.12 | 1526.18 | 营业利润增长率 | 31.98% | 17.87% | 21.18% | 17.99% |
| 其他流动资产 | 35.61 | 43.03 | 51.65 | 60.16 | 净利润增长率 | 39.68% | 14.20% | 20.75% | 18.13% |
| 长期股权投资 | 2120.11 | 2120.11 | 2120.11 | 2120.11 | EBITDA 增长率 | 31.19% | 13.08% | 20.59% | 16.77% |
| 投资性房地产 | 13.23 | 13.23 | 13.23 | 13.23 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2088.80 | 2347.23 | 2572.34 | 2471.92 | 毛利率 | 31.68% | 32.55% | 32.76% | 33.08% |
| 无形资产和开发支出 | 249.30 | 233.51 | 217.72 | 201.94 | 三费率 | 14.51% | 13.36% | 12.86% | 12.92% |
| 其他非流动资产 | 662.70 | 661.30 | 659.90 | 658.50 | 净利率 | 14.77% | 13.96% | 14.04% | 14.24% |
| 资产总计 | 7401.39 | 7964.28 | 9180.39 | 10538.64 | ROE | 16.92% | 16.99% | 17.85% | 18.31% |
| 短期借款 | 203.21 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 13.07% | 13.87% | 14.53% | 14.95% |
| 应付和预收款项 | 609.33 | 769.66 | 926.35 | 1061.81 | ROIC | 35.48% | 35.76% | 37.19% | 41.04% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 22.08% | 20.66% | 20.76% | 20.81% |
| 其他负债 | 872.30 | 692.58 | 782.70 | 869.99 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1684.84 | 1462.24 | 1709.06 | 1931.81 | 总资产周转率 | 0.98 | 1.03 | 1.11 | 1.12 |
| 股本 | 614.58 | 614.58 | 614.58 | 614.58 | 固定资产周转率 | 4.15 | 4.08 | 4.21 | 4.55 |
| 资本公积 | 1885.47 | 1885.47 | 1885.47 | 1885.47 | 应收账款周转率 | 68.32 | 58.80 | 70.59 | 64.78 |
| 留存收益 | 3449.57 | 4230.43 | 5199.72 | 6335.23 | 存货周转率 | 5.23 | 5.41 | 5.21 | 5.17 |
| 归属母公司股东权益 | 5702.35 | 6487.84 | 7457.13 | 8592.64 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 110.47% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 14.20 | 14.20 | 14.20 | 14.20 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 5716.55 | 6502.04 | 7471.33 | 8606.84 | 资产负债率 | 22.76% | 18.36% | 18.62% | 18.33% |
| 负债和股东权益合计 | 7401.39 | 7964.28 | 9180.39 | 10538.64 | 带息债务/总负债 | 12.06% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.56 | 2.11 | 2.44 | 2.99 |
| | | | | | 速动比率 | 0.97 | 1.20 | 1.53 | 2.09 |
| | | | | | 股利支付率 | 0.00% | 29.31% | 27.33% | 27.93% |
| 业绩和估值指标 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 1445.87 | 1634.95 | 1971.59 | 2302.27 | 每股收益 | 1.60 | 1.80 | 2.17 | 2.56 |
| PE | 26.47 | 23.51 | 19.47 | 16.48 | 每股净资产 | 9.30 | 10.58 | 12.16 | 14.00 |
| PB | 4.54 | 3.99 | 3.48 | 3.02 | 每股经营现金 | 1.77 | 1.61 | 2.34 | 2.75 |
| PS | 3.97 | 3.28 | 2.73 | 2.35 | 每股股利 | 0.00 | 0.53 | 0.59 | 0.72 |
| EV/EBITDA | 16.99 | 14.83 | 11.94 | 9.70 | | | | | |
| 股息率 | 0.00% | 1.25% | 1.40% | 1.70% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理 销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |