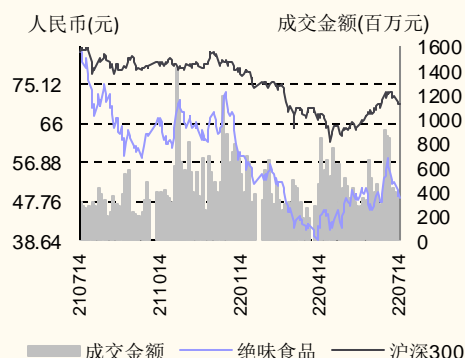


市场价格(人民币): 48.62元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.15
已上市流通A股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	298.83
年内股价最高最低(元)	82.72/38.64
沪深300指数	4322
上证指数	3282



相关报告

- 1.《压力集中释放, 静待边际修复-绝味点评》, 2022.4.28
- 2.《成本压力拖累毛利, 加快开店冲刺全年目标-绝味食品三季报点评》, 2022.10.24
- 3.《经营韧性强, 回调后性价比凸显-绝味点评0923》, 2021.9.23
- 4.《业绩符合预期, 全年激励目标确定性高-绝味中报点评》, 2021.8.31
- 5.《定增扩产, 进一步夯实供应基础-绝味定增点评0803》, 2021.8.3

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

Q2 利润端压力释放, 看好下半年边际改善

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,276	6,549	7,287	8,758	10,287
营业收入增长率	2.01%	24.12%	11.27%	20.18%	17.46%
归母净利润(百万元)	701	981	864	1,298	1,557
归母净利润增长率	-12.46%	39.86%	-11.91%	50.21%	19.93%
摊薄每股收益(元)	1.152	1.597	1.406	2.111	2.532
每股经营性现金流净额	1.46	1.75	1.24	2.12	2.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.13%	17.20%	13.46%	18.19%	19.48%
P/E	67.29	42.79	34.59	23.03	19.20
P/B	9.51	7.36	4.66	4.19	3.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 7月14日, 公司发布业绩预告: 22H1 预计实现营收 32-34 亿元, 同比增长 1.78%-8.14%; 实现归母净利 0.9-1.1 亿元, 同比下滑 78.08%-82.07%; 实现扣非归母净利 1.5-1.7 亿元, 同比下滑 64.55%-68.72%。其中单 Q2 实现营收 15-17 亿元, 同比-7.69%~+4.53%; 实现归母净利 933-2093 万元, 同比下滑 92.13%-99.65%; 实现扣非归母净利 0.68-0.88 亿元, 同比下滑 64.38%-72.51%。

经营分析

- 压力集中释放。**1) 需求端: 3月以来疫情出现反复, 公司门店承压明显, 单店营收相比去年同期有一定缺口, 开店数量 H1 预计在 1000 家以上; 2) 成本端: 鸭脖等核心原材料一直在高位, 价格还未回落; 随着肉鸭需求和屠宰产能逐步恢复, 预计成本在下半年有望得到缓解。3) 费用端: 压力下公司加大对加盟商的扶持, 费用支出有所增加, 包括通过开店竞赛鼓励加盟商开店(从 21Q4 延续至 22Q1)、通过年货节和周年庆活动刺激消费(大型活动费用承担公司占大头)。此外公司取消股权激励后, 在 Q2 加速计提费用 7000 万元左右。
- 疫情压力是最大扰动项, 静待基本面修复。**短期来看, 今年上半年公司成本端、需求端均有明显压力, 但相比同行公司加盟商开店意愿仍有保障, 开店目标可以良好完成, 随着疫情影响的减弱, 一旦消费场景修复和成本压力得到缓解, 下半年和明年存在较大弹性。中长期来看, 目前每年维持净增 1000-1500 家门店的目标, 我们预计未来 3-5 年开店空间无忧; 单店营收随着自然修复+人为提升(提价、品牌年轻化、运营效率改善等), 我们预计可以修复到 19 年水平; 此外, 公司生产端的智能化升级和规模效应预计还能带动毛利率持续提升以及费用率优化。

投资建议

- 我们预计公司 22-24 年营收为 72.9/87.6/102.9 亿元, 增速为 11%/20%/17%; 归母净利为 8.6/13.0/15.6 亿元, 增速为-12%/50%/20%; EPS 为 1.41/2.11/2.53 元, 对应 PE 为 35/23/19X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复影响门店恢复/拓店进度不达预期/食品安全问题/行业竞争加剧

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	5,172	5,276	6,549	7,287	8,758	10,287	货币资金	1,602	1,082	1,065	1,172	1,279	1,406
增长率		2.0%	24.1%	11.3%	20.2%	17.5%	应收款项	61	108	222	160	120	141
主营业务成本	-3,416	-3,510	-4,474	-5,082	-6,026	-7,062	存货	669	857	854	947	1,123	1,316
%销售收入	66.1%	66.5%	68.3%	69.7%	68.8%	68.6%	其他流动资产	139	153	127	187	216	247
毛利	1,756	1,767	2,074	2,205	2,731	3,225	流动资产	2,471	2,201	2,267	2,466	2,738	3,109
%销售收入	33.9%	33.5%	31.7%	30.3%	31.2%	31.4%	%总资产	45.2%	37.2%	30.6%	28.5%	29.1%	30.3%
营业税金及附加	-41	-40	-51	-55	-66	-77	长期投资	1,142	1,578	2,330	2,930	3,230	3,530
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,376	1,653	2,089	2,533	2,734	2,911
销售费用	-422	-322	-524	-729	-657	-720	%总资产	25.2%	27.9%	28.2%	29.3%	29.0%	28.3%
%销售收入	8.2%	6.1%	8.0%	10.0%	7.5%	7.0%	无形资产	273	275	319	337	354	369
管理费用	-294	-332	-418	-532	-552	-638	非流动资产	2,992	3,721	5,134	6,188	6,686	7,160
%销售收入	5.7%	6.3%	6.4%	7.3%	6.3%	6.2%	%总资产	54.8%	62.8%	69.4%	71.5%	70.9%	69.7%
研发费用	-16	-11	-38	-18	-18	-21	资产总计	5,463	5,922	7,401	8,654	9,423	10,269
%销售收入	0.3%	0.2%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	短期借款	180	35	300	749	683	482
息税前利润 (EBIT)	983	1,062	1,044	872	1,440	1,770	应付款项	438	558	843	789	878	1,027
%销售收入	19.0%	20.1%	15.9%	12.0%	16.4%	17.2%	其他流动负债	263	310	307	438	543	640
财务费用	-26	8	-9	-28	-37	-22	流动负债	881	904	1,450	1,976	2,104	2,149
%销售收入	0.5%	-0.2%	0.1%	0.4%	0.4%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	17	28	234	253	191	145
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	897	932	1,685	2,229	2,295	2,294
投资收益	49	-101	224	280	300	300	普通股股东权益	4,567	4,964	5,702	6,420	7,134	7,990
%税前利润	4.7%	n.a	17.2%	24.6%	17.5%	14.5%	其中：股本	609	609	615	614	614	614
营业利润	1,006	956	1,262	1,124	1,702	2,047	未分配利润	2,191	2,457	3,134	3,609	4,323	5,179
营业利润率	19.4%	18.1%	19.3%	15.4%	19.4%	19.9%	少数股东权益	-2	26	14	4	-6	-16
营业外收支	44	15	40	15	15	15	负债股东权益合计	5,463	5,922	7,401	8,654	9,423	10,269
税前利润	1,050	971	1,302	1,139	1,717	2,062	比率分析						
利润率	20.3%	18.4%	19.9%	15.6%	19.6%	20.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-259	-279	-334	-285	-429	-516	每股指标						
所得税率	24.7%	28.7%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.316	1.152	1.597	1.406	2.111	2.532
净利润	791	692	967	854	1,288	1,547	每股净资产	7.504	8.156	9.284	10.444	11.605	12.998
少数股东损益	-10	-9	-14	-10	-10	-10	每股经营现金净流	1.687	1.456	1.752	1.240	2.124	2.518
归属于母公司的净利润	801	701	981	864	1,298	1,557	每股股利	0.480	0.610	0.530	0.633	0.951	1.140
净利率	15.5%	13.3%	15.0%	11.9%	14.8%	15.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.54%	14.13%	17.20%	13.46%	18.19%	19.48%
净利润	791	692	967	854	1,288	1,547	总资产收益率	14.67%	11.84%	13.25%	9.99%	13.77%	15.16%
少数股东损益	-10	-9	-14	-10	-10	-10	投入资本收益率	15.60%	15.06%	12.83%	9.12%	13.82%	15.70%
非现金支出	130	154	292	205	242	266	增长率						
非经营收益	-9	107	-174	-284	-254	-267	主营业务收入增长率	18.41%	2.01%	24.12%	11.27%	20.18%	17.46%
营运资金变动	115	-68	-9	-14	29	1	EBIT增长率	18.72%	8.04%	-1.62%	-16.54%	65.14%	22.93%
经营活动现金净流	1,027	886	1,076	762	1,305	1,547	净利润增长率	25.06%	-12.46%	39.86%	-11.91%	50.21%	19.93%
资本开支	-523	-366	-621	-525	-425	-425	总资产增长率	42.95%	8.41%	24.97%	16.92%	8.90%	8.97%
投资	-256	-537	-468	-600	-300	-300	资产管理能力						
其他	-21	-28	32	280	300	300	应收账款周转天数	0.5	1.6	5.3	4.0	1.0	1.0
投资活动现金净流	-799	-932	-1,058	-845	-425	-425	存货周转天数	68.3	79.4	69.8	68.0	68.0	68.0
股权募资	6	3	247	243	0	0	应付账款周转天数	28.7	38.6	36.9	43.0	40.0	40.0
债权募资	942	-180	168	445	-65	-201	固定资产周转天数	80.7	93.1	100.7	108.8	94.7	83.4
其他	-277	-327	-460	-434	-645	-749	偿债能力						
筹资活动现金净流	671	-504	-46	254	-710	-950	净负债/股东权益	-31.16%	-20.98%	-13.37%	-6.59%	-8.36%	-11.59%
现金净流量	898	-550	-27	171	169	172	EBIT利息保障倍数	37.7	-129.2	118.4	31.2	38.5	78.9
							资产负债率	16.43%	15.74%	22.76%	25.76%	24.36%	22.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	17	27	78	112
增持	0	1	1	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.04	1.09	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

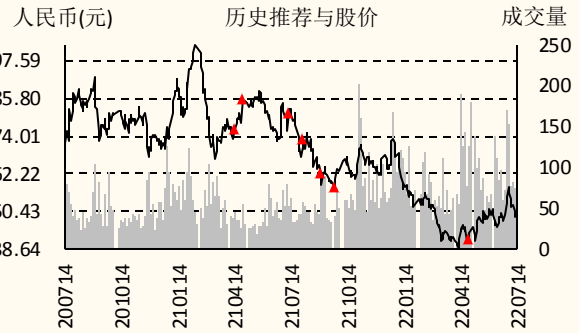
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-16	买入	78.18	N/A
2	2021-04-27	买入	79.35	N/A
3	2021-07-12	买入	76.50	92.88 ~ 92.88
4	2021-08-03	买入	71.49	N/A
5	2021-08-31	买入	65.90	N/A
6	2021-09-23	买入	58.68	N/A
7	2021-10-31	买入	65.85	N/A
8	2022-04-28	买入	43.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402