

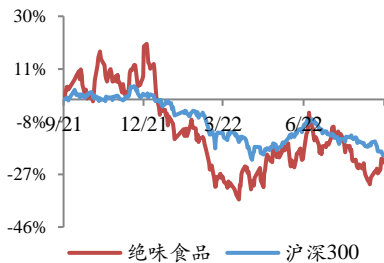
股权激励计划发布，彰显疫后发展信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-09-24

收盘价(元)	46.79
近12个月最高/最低(元)	73.04/38.64
总股本(百万股)	609
流通股本(百万股)	609
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	285
流通市值(亿元)	285

公司价格与沪深300走势比较



分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1. 绝味食品点评报告：疫情之下经营承压，疫后业绩修复可期 2022-08-31
2. 绝味食品深度报告：门店扩张驱动增长，高效供给强化盈利 2022-08-14

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年股票期权激励计划（草案）

(1) 拟授出的权益数量：此次激励计划拟授予的股票期权数量为 913.50 万份，约占公司股本总额的 1.50%。其中，首次授予 847.80 万份，约占公司股本总额的 1.39%，约占此次拟授予权益总额的 92.81%；预留授予 65.70 万份，约占公司股本总额的 0.11%，约占本次拟授予权益总额的 7.19%。(2) 股票期权行权价格：此次激励计划授予的股票期权（含预留）的行权价格为每股 35.26 元。(3) 激励对象范围：此次激励计划首次授予的激励对象不超过 178 人，包括公司高级管理人员，以及公司（含子公司）其他核心人员。

● 股权激励计划对 2023-2025 年营业收入作出要求，考核目标设置合理，有利于充分调动组织内部活力

此次激励计划授予的股票期权（含预留）行权对应的考核年度分别为 2023-2025 年，公司层面业绩考核要求为：以 2021 年营业收入为基数，2023/2024/2025 年营业收入增长率不低于 19%/39%/67%，即 2023/2024/2025 年营业收入分别不低于 77.9/91.0/109.4 亿元。此次股权激励计划没有对 2022 年单年度收入目标作出要求，2023 年营收目标隐含 2021-2023 年营收 CAGR 约 9.1%；隐含 2024/2025 年营收同比增速为 16.8%/20.1%。今年上半年由于全国出现较大范围疫情反复，公司门店经营受到较大冲击，上半年收入同比增速 6.1%。我们认为此次股权激励计划考核目标设置合理，既考虑当前客观存在的行业性经营压力，又对未来疫后发力增长提出要求，有利于充分调动公司核心员工的积极性。

● 疫情影响逐渐钝化，门店扩张稳步推进，市场份额有望加速提升

单店营收方面，6 月以来单店营收随疫情好转持续环比改善，8 月下旬部分地区再次出现疫情，公司整体单店营收又有所下滑，但 8 月疫情对门店经营的冲击程度较 4 月疫情已经有所钝化，预计目前单店营收同比去年仍有高个位数缺口。开店方面，在行业出现较为广泛的闭店状态下，公司实现门店净增长 1207 家，下半年“星火燎原”与“海纳百川”计划进一步推进，对门店扩张形成补充，公司门店数量增长具有较强韧性与确定性。展望未来，参考海外国家疫情发展路径来看，国内疫情影响有望持续弱化，公司单店营收有望逐步向疫情前水平回归。行业经营逆境之下，公司门店扩张有较足蓄力，全年 1000-1500 家门店净增长目标大概率实现。疫情加速行业出清，公司市场份额有所提升。单店营收提升与门店数量扩张共同驱动主业收入增长，股权激励业绩考核目标有望顺利实现。

● 成本端与费用端压力与疫情影响相关，短期仍有一定压力，疫情好转后有望明显缓解

成本方面，疫情加速原材料成本上涨，上半年成本端承压明显，目前主

要原料品种价格仍维持高位，结合上游养殖情况来看，预计短期成本仍有压力，未来疫情好转将利于鸭副冻品供需矛盾缓解，带动原材料价格回落。费用方面，Q2 公司对加盟商补贴力度较 Q1 有明显减弱，Q3 疫情影响再次出现，预计补贴力度环比有所增大。假设疫情影响趋势性弱化为大概率事件，未来成本端与费用端压力均有望得到缓解。

● **盈利预测与投资建议**

虽然疫情影响下公司业绩短期承受较大压力，但得益于公司较为深厚的发展基础、突出的供应链及加盟商管理体系优势，公司逆境之下经营表现已明显好于行业整体。目前公司持续做好供应链建设，加大对加盟商的经营支持以维持加盟商体系稳定，长期视角来看，公司核心竞争力正在得到强化。静待疫情扰动趋势性弱化后行业经营环境持续回暖，届时公司利润端也将迎来明显改善。预计 2022-2024 年公司实现营业总收入 70.1/85.7/98.4 亿元，同比+7.1%/+22.2%/+14.8%；实现归母净利润 5.6/11.0/13.2 亿元，同比-43.1%/+97.8%/+19.8%；EPS 分别为 0.92/1.81/2.17 元；当前股价对应 PE 分别为 51/26/22 倍。估值底部区间，维持买入评级。

● **风险提示**

疫情发展超预期；原材料价格上涨超预期；宏观经济下行压力增大影响消费能力；食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6549	7012	8572	9839
收入同比	24.1%	7.1%	22.2%	14.8%
归属母公司净利润	981	558	1104	1323
净利润同比	39.9%	-43.1%	97.8%	19.8%
毛利率	31.7%	27.5%	29.6%	29.9%
ROE	17.2%	9.2%	16.3%	17.4%
每股收益 (元)	1.60	0.92	1.81	2.17
P/E	42.71	51.00	25.79	21.53
P/B	7.36	4.69	4.20	3.75
EV/EBITDA	30.90	31.98	17.55	14.52

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2267	1971	2152	2092	营业收入	6549	7012	8572	9839
现金	1065	569	818	947	营业成本	4474	5081	6037	6899
应收账款	155	79	64	18	营业税金及附加	51	55	67	77
其他应收款	68	69	74	60	销售费用	524	701	651	738
预付账款	91	97	103	97	管理费用	418	491	471	521
存货	854	1122	1058	935	财务费用	9	-16	-6	-14
其他流动资产	36	36	36	36	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	5134	5732	6409	7085	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2120	2320	2520	2720	投资净收益	224	20	100	150
固定资产	1807	2237	2648	3026	营业利润	1262	718	1448	1768
无形资产	249	267	285	303	营业外收入	45	40	40	30
其他非流动资产	957	907	956	1036	营业外支出	5	10	10	10
资产总计	7401	7702	8562	9177	利润总额	1302	748	1478	1788
流动负债	1450	1380	1570	1422	所得税	334	192	380	465
短期借款	203	183	133	53	净利润	967	556	1099	1323
应付账款	473	486	654	496	少数股东损益	-14	-3	-5	0
其他流动负债	774	710	783	873	归属母公司净利润	981	558	1104	1323
非流动负债	234	234	204	144	EBITDA	1339	887	1597	1911
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.60	0.92	1.81	2.17
其他非流动负债	234	234	204	144					
负债合计	1685	1614	1775	1567					
少数股东权益	14	11	6	6	主要财务比率				
股本	615	614	614	614	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1885	1882	1882	1882	成长能力				
留存收益	3202	3581	4285	5108	营业收入	24.1%	7.1%	22.2%	14.8%
归属母公司股东权	5702	6077	6781	7604	营业利润	32.0%	-43.1%	101.9%	22.0%
负债和股东权益	7401	7702	8562	9177	归属于母公司净利	39.9%	-43.1%	97.8%	19.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	31.7%	27.5%	29.6%	29.9%
					净利率 (%)	15.0%	8.0%	12.9%	13.4%
					ROE (%)	17.2%	9.2%	16.3%	17.4%
					ROIC (%)	12.6%	7.7%	13.9%	15.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	22.8%	21.0%	20.7%	17.1%
					净负债比率 (%)	29.5%	26.5%	26.1%	20.6%
					流动比率	1.56	1.43	1.37	1.47
					速动比率	0.89	0.52	0.61	0.72
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	0.93	1.05	1.11
					应收账款周转率	68.32	60.00	120.00	240.00
					应付账款周转率	9.88	10.59	10.59	12.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.60	0.92	1.81	2.17
					每股经营现金流薄)	1.78	0.77	2.53	2.61
					每股净资产	9.28	9.98	11.14	12.49
					估值比率				
					P/E	42.71	51.00	25.79	21.53
					P/B	7.36	4.69	4.20	3.75
					EV/EBITDA	30.90	31.98	17.55	14.52

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：杨苑，剑桥大学经济学硕士，1年食品饮料行业研究经验，1年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。