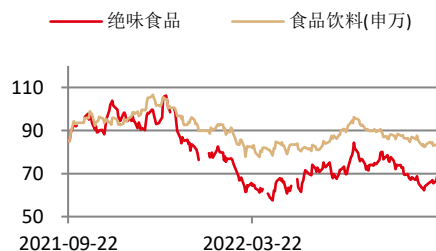


股票投资评级

推荐|维持

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	75.74
52周内低	38.68
总市值(亿元)	289.1
流通市值(亿元)	289.1
总股本(亿股)	6.09
A股(亿股)	6.09
—已流通(亿股)	6.09
—限售股(亿股)	0.00

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email：caixueyu@cnpsec.com

联系人：杨逸文

SAC 登记编号：S1340122090011

Email：yangyiwen@cnpsec.com

绝味食品（603517.SH）：

股权激励重启，彰显长远发展信心

● 事件

公司发布新一轮股权激励方案，本次计划拟授予限制性股票 913.5 万股，约占总股本的 1.5%。计划首次授予的激励对象不超过 178 人，除高管财务总监和董秘外，其余 176 人均为公司及其子公司核心员工，此次份额、面向的对象均更为广泛，行权价格为 35.26 元/股。业绩考核目标对比 2021 年，2023-2025 年收入增长率不低于 19%、39%、67%，彰显公司未来发展信心。本次激励计划在三年解除限售期的解除比例分别为 40%、30%、30%。

● 核心观点：

以业绩目标为锚，门店疫后复苏态势明确，更注重经营质量。本次激励计划考核年度为 2023-2025 年，以 2021 年为基准，23-25 年收入增速不低于 19%/39%/67%，对应 24-25 年收入同比增速为 16.8%/20.1%。从业绩考核目标指引来看，公司既考虑疫情影响、也考虑到公司的长远发展。从 20 年至今公司反复受到疫情对线下连锁业态的冲击，单店恢复情况有起伏、有波折，今年以社区沿街店为主的下沉市场开店方针较大程度的抵御和平衡了对高势能门店的冲击，同店收入环比改善明显，但尚未恢复至 19 年同期水平。下一步公司将维持每年 1000-1500 家开年目标，重点在于门店经营质量的修复，预计 23 年同店收入将在 22 年的基础上进一步恢复，在保质保量的战略方针上，24 年公司将全面开启门店增长引擎。

鸭苗价格下行，成本压力有望逐步缓解，上半年盈利“底”进一步确认。鸭苗价格自 6 月底以来快速走高，突破近两年来的价格高点，区间涨幅超 400%。针对 Q3 以来成本上行的趋势，公司也同步于 7 月初进行终端产品调价，可折抵原料涨价带来的成本压力。9 月中下旬开始全国多地鸭苗价格进入下行通道，毛鸭价格也有高位企稳的态势，预计 Q4 成本压力将得到释放。费用端上大额补贴政策已在 Q2 缩减，预计全年销售费用率将下滑至 8%-11% 浮动，全年盈利水平将在上半年低点明显反弹。

● 盈利预测与投资建议

公司门店情况逐季改善趋势得到确认，在休闲卤制品行业中更具经营韧性，品牌市占率将稳步提升。根据股权激励目标指引，我们略调整收入关键假设，预计公司 2022-24 年收入预测分别至 68.92/80.23/93.67 亿元，对应增速分别为 5.24%/16.41%/16.76%。本次股权激励总成本为 9933.75 万元，将在 22-26 年分期摊销，22-24 年分别预计摊销 1153/4613/2728 万元，当前暂不考虑股权激励费用摊销，我们预计净利润分别为 6.36/10.35/13.85 亿元，对应增速 -35.16%/62.67%/33.87%，维持前期目标价 66.4 元，“推荐”评级。

● 风险提示

疫情反复导致餐饮需求疲软；原材料价格波动风险；食品安全等风险

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：百万元	6549	6892	8023	9367
同比增速%	24.12%	5.24%	16.41%	16.76%
归属于母公司净利润：百万元	981	636	1035	1385
同比增速%	39.86%	-35.16%	62.67%	33.87%
EPS 元/股	1.61	1.05	1.70	2.28
PE	29.0	44.8	27.5	20.6

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 23 日收盘价

公司财务预测
资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1082	1065	1020	1613	2391
应收账款+票据	37	155	75	87	102
预付账款	113	91	125	146	170
存货	857	854	1010	1146	1331
其他	111	103	125	146	170
流动资产合计	2201	2267	2355	3137	4163
长期股权投资	1558	2120	2072	2024	1977
固定资产	1345	2092	2066	2126	2267
在建工程	307	281	368	354	241
无形资产	213	249	241	233	224
其他非流动资产	298	391	354	318	316
非流动资产合计	3721	5134	5102	5055	5024
资产总计	5922	7401	7456	8192	9188
短期借款	35	203	0	0	0
应付账款+票据	432	473	512	581	675
其他	436	774	653	744	864
流动负债合计	904	1450	1165	1326	1539
长期带息负债	0	171	137	103	69
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	28	63	63	63	63
非流动负债合计	28	234	200	166	132
负债合计	932	1685	1365	1492	1671
少数股东权益	26	14	6	(8)	(26)
股本	609	615	615	615	615
资本公积	1587	1885	1885	1885	1885
留存收益	2769	3202	3585	4208	5042
股东权益合计	4990	5717	6091	6700	7516
负债和股东权益	5922	7401	7456	8192	9188

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	692	967	628	1021	1367
折旧摊销	154	175	185	198	183
财务费用	-8	9	8	1	-3
存货减少	-189	4	-156	-136	-185
营运资金变动	-57	-46	-214	-29	-35
其它	323	-140	125	106	155
经营活动现金流	916	969	575	1161	1482
资本支出	-361	-591	-200	-200	-200
长期投资	-537	-468	0	0	0
其他	-33	2	79	78	78
投资活动现金流	-932	-105	-121	-122	-122
债权融资	-145	339	-237	-34	-34
股权融资	0	6	0	0	0
其他	-358	-388	-261	-413	-548
筹资活动现金流	-503	-43	-498	-447	-582
现金净增加额	-520	-135	-44	592	778

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5276	6549	6892	8023	9367
营业成本	3510	4474	4801	5450	6329
税金及附加	40	51	54	62	73
营业费用	322	524	758	722	656
管理费用	343	455	517	481	534
财务费用	-8	9	8	1	-3
资产减值损失	-26	0	-12	-13	-16
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	-101	224	57	57	57
其他	12	2	5	4	3
营业利润	956	1262	804	1353	1823
营业外净收益	15	40	33	33	33
利润总额	971	1302	837	1386	1856
所得税	279	334	209	365	489
净利润	692	967	628	1021	1367
少数股东损益	-9	-14	-8	-14	-18
归属于母公司净	701	981	636	1035	1385

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.01%	24.12	5.24%	16.41	16.76
EBIT	-10.52	36.10	-35.50	64.17	33.54
EBITDA	-7.34%	32.99	-30.68	53.97	28.39
归母净利润	-12.46	39.86	-35.16	62.67	33.87
获利能力					
毛利率	33.48%	31.68	30.33	32.07	32.43
净利率	13.12%	14.77	9.11%	12.73	14.59
ROE	14.13%	17.20	10.45	15.42	18.36
ROIC	18.51%	21.15	11.12	17.51	23.14
偿债能力					
资产负债	15.74%	22.76	18.31	18.21	18.19
流动比率	2.4	1.6	2.0	2.4	2.7
速动比率	1.3	0.9	1.0	1.4	1.7
营运能力					
应收账款周转率	142.3	42.4	92.1	92.1	92.1
存货周转率	4.1	5.2	4.8	4.8	4.8
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益	1.2	1.6	1.0	1.7	2.3
每股经营现金流	1.5	1.6	0.9	1.9	2.4
每股净资产	8.2	9.4	10.0	11.0	12.4
估值比率					
市盈率	40.6	29.0	44.8	27.5	20.6
市净率	5.7	5.0	4.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	41.8	28.1	27.3	17.4	13.2
EV/EBIT	48.5	31.9	33.2	19.9	14.5

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年9月23日收盘价

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。