

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

绝味食品 (603517)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师  
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 短期承压，砥砺前行

2022年10月27日

**事件:** 公司发布2022年三季报, 22Q1-3实现营业收入51.2亿元, 同比+5.64%, 归母净利润2.19亿元, 同比-77.24%, 扣非归母净利润2.67亿元, 同比-71.2%。其中22Q3营业收入17.84亿元, 同比+4.77%, 归母净利润1.21亿元, 同比-73.85%, 扣非归母净利润1.16亿元, 同比-74.02%。

**点评:**

- **费用率逐步恢复常态，投资亏损环比收窄。** 在疫情反复较为严重的情况下，公司Q3营收实现中个位数增长，整体业绩符合预期。具体来看，22Q3公司实现毛利率23.6%，同比-8.0pct，主要系鸭副等原材料价格上涨，及其他主营业务占比提升（其他主营主要为集采和绝配，毛利率相对低）影响。22Q3销售费用率为6.5%，同比-0.5pct，22Q3管理费用率为6.5%，同比+0.8pct，费用率逐步恢复常态化，加盟商补贴在Q3支出减少。疫情影响下投资收益仍处亏损状态，但环比Q2亏损明显收窄。22Q3实现扣非归母净利率6.5%，主要系原材料价格上涨稀释盈利能力。
- **疫情扰动单店承压，华中华南区域实现双位数增长。** 分业务板块看，22Q3鲜货产品同比-3.25%，我们预计Q3单店平均水平约为去年同期8-9成，疫情反复下单店仍有缺口。其他主营业务收入（集采和绝配）22Q3实现营收2.31亿元，同比+89.63%，供应链业务体量持续快速提升。分区域来看，22Q3华中、华南等受疫情影响小的区域同比实现双位数增长。
- **盈利预测与投资建议:** 展望后续，绝味在疫情期间开店速度不减，费用补贴锚定加盟商长期共进退信心，海纳百川计划紧握行业格局加速演变机会，星火燎原加速市场下沉。疫情影响下，公司短期业绩经历阵痛，但长期经销商粘性增强，策略拿店行业市占率有所提升，公司在供应链和渠道管控端的核心竞争优势持续加强。若疫情好转，公司有望迎来单店回升及竞争格局更为优化，未来可期。我们预计22-24年EPS为0.77/1.74/2.19元，当前估值处于低位，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 疫情反复、渠道下沉不及预期、原材料价格上涨、食品安全问题。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,276	6,549	6,944	7,897	9,211
增长率 YoY %	2.0%	24.1%	6.0%	13.7%	16.6%
归属母公司净利润 (百万元)	701	981	469	1,058	1,335
增长率 YoY %	-12.5%	39.9%	-52.2%	125.8%	26.2%
毛利率%	33.5%	31.7%	27.6%	30.4%	30.4%
净资产收益率ROE%	14.1%	17.2%	8.0%	16.3%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.61	0.77	1.74	2.19
市盈率 P/E(倍)	67.29	42.40	65.77	29.13	23.08
市净率 P/B(倍)	9.51	7.29	5.26	4.75	4.23

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2022年10月26日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	2,201	2,267	2,512	2,712	2,954	
货币资金	1,082	1,065	1,175	1,239	1,237	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	37	155	164	186	217	
预付账款	113	91	102	112	130	
存货	857	854	958	1,048	1,224	
其他	111	103	112	127	145	
<b>非流动资产</b>	3,721	5,134	5,290	5,611	6,147	
长期股权投资	1,558	2,120	2,320	2,470	2,570	
固定资产(合计)	1,345	1,807	1,975	2,171	2,595	
无形资产	213	249	258	293	346	
其他	605	957	737	676	636	
<b>资产总计</b>	5,922	7,401	7,802	8,323	9,100	
<b>流动负债</b>	904	1,450	1,744	1,643	1,633	
短期借款	35	203	600	400	200	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	432	473	531	581	678	
其他	436	774	613	662	754	
<b>非流动负债</b>	28	234	234	234	234	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	28	234	234	234	234	
<b>负债合计</b>	932	1,685	1,979	1,878	1,867	
少数股东权益	26	14	-36	-49	-62	
归属母公司股东权益	4,964	5,702	5,859	6,494	7,295	
<b>负债和股东权益</b>	5,922	7,401	7,802	8,323	9,100	

重要财务指标		单位:百万				
会计年度	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	5,276	6,549	6,944	7,897	9,211	
同比(%)	2.0%	24.1%	6.0%	13.7%	16.6%	
归属母公司净利润	701	981	469	1,058	1,335	
同比(%)	-	39.9%	-52.2%	125.8	26.2%	
毛利率(%)	33.5%	31.7%	27.6%	30.4%	30.4%	
ROE%	14.1%	17.2%	8.0%	16.3%	18.3%	
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.61	0.77	1.74	2.19	
P/E	67.29	42.40	65.77	29.13	23.08	
P/B	9.51	7.29	5.26	4.75	4.23	
EV/EBITDA	37.95	30.97	34.17	19.55	16.50	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	5,276	6,549	6,944	7,897	9,211	
营业成本	3,510	4,474	5,024	5,494	6,414	
营业税金及附加	40	51	52	57	64	
销售费用	322	524	694	600	672	
管理费用	332	418	521	442	488	
研发费用	11	38	24	22	24	
财务费用	-8	9	21	-1	-8	
减值损失合计	-26	0	0	0	0	
投资净收益	-101	224	-49	16	92	
其他	12	2	45	65	80	
<b>营业利润</b>	956	1,262	604	1,364	1,730	
营业外收支	15	40	40	45	45	
<b>利润总额</b>	971	1,302	644	1,409	1,775	
所得税	279	334	225	364	453	
<b>净利润</b>	692	967	418	1,046	1,322	
少数股东损益	-9	-14	-50	-13	-13	
<b>归属母公司净利润</b>	701	981	469	1,058	1,335	
EBITDA	1,216	1,337	893	1,548	1,822	
EPS(当年)(元)	1.15	1.61	0.77	1.74	2.19	

现金流量表		单位:百万				
会计年度	2020	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	916	1,086	485	1,224	1,408	
净利润	692	967	418	1,046	1,322	
折旧摊销	154	292	265	266	272	
财务费用	4	16	30	10	5	
投资损失	101	-224	49	-16	-92	
营运资金变动	-68	-9	-237	-37	-54	
其它	32	44	-40	-45	-45	
<b>投资活动现金流</b>	-932	-1,058	-429	-526	-671	
资本支出	-366	-621	-241	-362	-643	
长期投资	-537	-468	-120	-150	-100	
其他	-28	32	-69	-14	72	
<b>筹资活动现金流</b>	-503	-43	55	-633	-739	
吸收投资	3	247	-6	0	0	
借款	-180	168	397	-200	-200	
支付利息或股息	-326	-307	-217	-433	-539	
<b>现金流净增加额</b>	-520	-18	110	64	-2	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

**娄青丰**，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

**唐有力**，华中科技大学工学学士，15年的快消品行业经验，10年一线白酒销售经验，对高端白酒有自己的独到见解。擅长根据现有数据和市场动作推演酒企未来的市场策略。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒A股和港股，深度研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒，熟悉燕京啤酒和乐惠国际。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiyue@cindasc.com">hanqiyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。