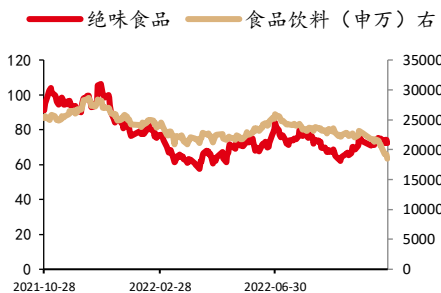


## 股票投资评级

**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	75.47
52周内低	38.68
总市值(亿元)	308.3
流通市值(亿元)	308.3
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):**
**单店压力逐季缓解，经营改善值得期待**
**● 事件**

公司发布 2022 年三季报，前三季度营业收入 51.2 亿元，同比增长 5.64%；归母净利润 2.19 亿元，同比降低 77.24%；扣非归母净利润 2.67 亿元，同比降低 71.2%。单三季度营业收入 17.84 亿元，同比增长 4.77%；归母净利润 1.21 亿元，同比降低 73.85%；扣非归母净利润 1.16 亿元，同比降低 74.02%，收入略超预期，盈利缓慢修复。

**● 核心观点：**

**下沉市场策略初见成效，三季度单店表现逐步回升。**1) 分产品来看，2022 年前三季度禽类/畜类/蔬菜/其他/包装产品分别营收 32.76/0.25/4.92/4.54/1.1 亿元，同比 -1.44%/-55.36%/+4.68%/-2.99%/+12.24%。2) 分渠道看，前三季度卤制品食品销售实现营收 43.58 亿元，同比-1.34%；单三季度实现 14.88 亿元，同比-1.92%，经初步测算单三季度平均单店收入降幅自 Q2 以来不断收窄，环比实现正增长，公司今年积极调整新开店选址策略，由于去年同期平均店效达到疫情后的较高水平，在高基数的影响下我们认为三季度单店表现优异。除门店经营外，绝配供应链等主业外其他渠道也实现较快增长，前三季度同比增幅达到 130.61%。3) 分区域看，前三季度西南/西北/华中/华南/华东/华北/海外地区分别同比-4.20%/+62.50%/+21.42%/+5.46%/-8.94%/+2.88%/+32.18%；单三季度同比-9.08%/+115.31%/+16.98%/+13.67%/-10.57%/-5.78%/+35.37%，海外市场单店收入随着国外疫情政策放开而迅速回升。

**鸭副原料价格居高不下，成本上升致毛利承压。**公司前三季度毛利率为 26.47%，较与年同期减少 7.08 个百分点，单三季度毛利率 23.58%，同比下滑 8.02 个百分点，毛利率下滑主要系原材料成本上升所致。从费用端上来看，公司前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.01%/7.69%/0.53%/0.28%，较去年同期变动幅度分别为 +3.11%/+1.61%/+0.29%/+0.26%，单三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.54%/6.45%/0.67%/0.36%，较去年同期 -0.51%/+0.75%/+0.39%/+0.32%。销售费用占比上升主要系营销推广费用增加，另外公司在本季度加速计提股份支付费用导致管理费用所有上升。前三季度净利率 3.65%，较去年同期下滑 15.93 个百分点，单三季度净利率 6.05%，较去年同期下滑 20.83 个百分点。

开店目标明确，门店弹性势能将随着疫情缓解而进一步释放，成本高点已现，四季度盈利能力将有所改善。公司开店战略仍将以加盟商拓店为主，辅以星火燎原和海纳百川计划，分别针对下沉市场进行饱和开店和聚焦地区性休闲卤味品牌收并购，未来每年新开店数将维持 1000-1500 家。三季度以来门店情况环比改善趋势明显，待疫情对线下消费的负面作用进一步减弱，弱影响门店筑基+势能门店高弹性修复将在业绩上有较好反应。成本端来看，鸭副产品价格高点基本可确认，静待未来原料供需结构稳定后带来的压力释放。

### ● 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。根据三季报情况，我们略上调 22 年收入预测，同时考虑到原材料压力不会在短期内得到缓解，下调 22 年归母净利润预测，预计公司 2022-24 年收入分别为 70.15/81.62/95.23 亿元（原预测值为 68.92/80.19/93.56 亿元），对应增速分别为 7.12%/16.35%/16.68%，预计 22-24 年净利润分别为 4.16/10.54/14.11 亿元（原预测值为 6.36/10.35/13.85 亿元），对应增速—57.64%/153.61%/33.84%，给予 23 年 35 倍 PE 估值，目标价 60.55 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	7015	8162	9523
同比增速%	24.12%	7.12%	16.35%	16.68%
归属于母公司净利润：百万元	981	416	1054	1411
同比增速%	39.86%	-57.64%	153.61%	33.84%
EPS 元/股	1.61	0.68	1.73	2.32
PE	30.5	72.1	28.4	21.2

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 28 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	886	1491	2283
应收账款+票据	37	155	76	89	103
预付账款	113	91	127	148	173
存货	857	854	1064	1165	1352
其他	111	103	127	148	173
流动资产合计	<b>2201</b>	<b>2267</b>	<b>2281</b>	<b>3041</b>	<b>4084</b>
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	<b>3721</b>	<b>5134</b>	<b>5102</b>	<b>5055</b>	<b>5024</b>
资产总计	<b>5922</b>	<b>7401</b>	<b>7383</b>	<b>8096</b>	<b>9109</b>
短期借款	35	203	0	0	0
应付账款+票据	432	473	539	591	686
其他	436	774	681	757	878
流动负债合计	<b>904</b>	<b>1450</b>	<b>1221</b>	<b>1348</b>	<b>1564</b>
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	<b>28</b>	<b>234</b>	<b>200</b>	<b>166</b>	<b>132</b>
负债合计	<b>932</b>	<b>1685</b>	<b>1421</b>	<b>1514</b>	<b>1696</b>
少数股东权益	26	14	9	(5)	(24)
股本	609	615	615	615	615
资本公积	1587	1885	1885	1885	1885
留存收益	2769	3202	3453	4087	4936
股东权益合计	<b>4990</b>	<b>5717</b>	<b>5961</b>	<b>6582</b>	<b>7413</b>
负债和股东权益	<b>5922</b>	<b>7401</b>	<b>7383</b>	<b>8096</b>	<b>9109</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	692	967	410	1040	1392
折旧摊销	154	175	185	198	183
财务费用	-8	9	8	2	-2
存货减少	-189	4	-210	-101	-187
营运资金变动	-57	-46	-218	-28	-35
其它	323	-140	251	71	157
经营活动现金流	<b>916</b>	<b>969</b>	<b>426</b>	<b>1182</b>	<b>1507</b>
资本支出	-361	-591	-200	-200	-200
长期投资	-537	-468	0	0	0
其他	-33	2	7	78	78
投资活动现金流	<b>-932</b>	<b>-1058</b>	<b>-193</b>	<b>-122</b>	<b>-122</b>
债权融资	-145	339	-237	-34	-34
股权融资	0	6	0	0	0
其他	-358	-388	-174	-421	-559
筹资活动现金流	<b>-503</b>	<b>-43</b>	<b>-411</b>	<b>-455</b>	<b>-593</b>
现金净增加额	<b>-520</b>	<b>-135</b>	<b>-178</b>	<b>604</b>	<b>793</b>

**利润表**

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	<b>5276</b>	<b>6549</b>	<b>7015</b>	<b>8162</b>	<b>9523</b>
营业成本	3510	4474	5059	5540	6429
税金及附加	40	51	55	63	74
营业费用	322	524	772	735	667
管理费用	343	455	561	490	543
财务费用	-8	9	8	2	-2
资产减值损失	-26	0	-12	-14	-16
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	-101	224	-39	57	57
其他	12	2	4	4	3
营业利润	<b>956</b>	<b>1262</b>	<b>514</b>	<b>1379</b>	<b>1857</b>
营业外净收益	15	40	33	33	33
利润总额	<b>971</b>	<b>1302</b>	<b>547</b>	<b>1412</b>	<b>1890</b>
所得税	279	334	137	372	498
净利润	<b>692</b>	<b>967</b>	<b>410</b>	<b>1040</b>	<b>1392</b>
少数股东损益	-9	-14	-5	-14	-19
归属于母公司净利润	<b>701</b>	<b>981</b>	<b>416</b>	<b>1054</b>	<b>1411</b>

**财务比率**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.01%	24.12%	7.12%	16.35%	16.68%
EBIT	-	36.10%	-34.24%	64.06%	33.51%
EBITDA	-7.34%	32.99%	-29.56%	54.04%	28.44%
归母净利润	-	39.86%	-33.87%	62.53%	33.82%
获利能力					
毛利率	33.48	31.68%	30.38%	32.12%	32.49%
净利率	13.12	14.77%	9.13%	12.75%	14.62%
ROE	14.13	17.20%	10.65%	15.67%	18.62%
ROIC	18.51	21.15%	11.35%	17.81%	23.51%
偿债能力					
资产负债	15.74	22.76%	18.51%	18.39%	18.34%
流动比率	2.4	1.6	2.0	2.4	2.7
速动比率	1.3	0.9	1.0	1.3	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	1.1	1.7	2.3
每股经营现金流	1.5	1.6	1.0	1.9	2.5
每股净资产	8.2	9.4	10.0	11.1	12.4
估值比率					
市盈率	42.7	30.5	46.2	28.4	21.2
市净率	6.0	5.3	4.9	4.5	4.0
EV/EBITDA	41.8	28.1	28.3	18.0	13.7
EV/EBIT	48.5	31.9	34.3	20.5	15.0

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年10月28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业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。