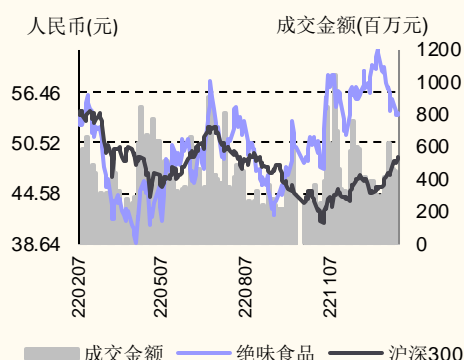


市场价格 (人民币): 53.82 元

22 年集中承压, 23 年改善在望

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.31
已上市流通 A 股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	339.73
年内股价最高最低(元)	61.58/38.64
沪深 300 指数	4182
上证指数	3265



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	6,689	7,895	9,316
营业收入增长率	2.01%	24.12%	2.15%	18.02%	18.00%
归母净利润(百万元)	701	981	245	902	1,168
归母净利润增长率	-12.46%	39.86%	-75%	267.51%	29.50%
摊薄每股收益(元)	1.152	1.597	0.403	1.482	1.919
每股经营性现金流净额	1.50	1.77	0.53	1.44	1.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.13%	17.20%	4.05%	13.56%	15.70%
P/E	67.29	42.79	151.52	41.23	31.84
P/B	9.51	7.36	6.13	5.59	5.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 1 月 29 日发布业绩预告, 预计 22 年收入约 66~68 亿元, 同比增长 0.8%~3.8%; 归母净利润约 2.2~2.6 亿元, 同比下降 73.5~77.6%, 扣非净利润约 2.5~2.9 亿元, 同比下降 59.7%~65.3%, 低于预期。

经营分析

- 22 年利润不及预期主要原因在于 1) 疫情影响门店开业率, 收入增速放缓, 公司 22 年同店收入仍有数个位数缺口。2) 鸭副成本上涨, 预计 22 年毛利率同比仍下降高个位数。3) 加盟商扶持力度增加, 销售费用提升。4) 另外投资收益减少、加速行权股权支付费用 (估算 23-24 年合计 3.3kw) 亦影响盈利水平, 22 年净利率仅为 3.3%~3.8%, 同比下降 11~12pct。
- 23 年清理包袱再出发, 业绩预计释放高弹性。随着出行链等消费场景放开, 同店模型有望加速修复, 叠加疫情期间扶持加盟商并逆势开店, 公司市占率不断提升, 股权激励目标有望兑现 (23 年收入增速约 18%)。考虑到上游养殖周期, 成本端预计 23H1 仍有压力, 但公司具备产品结构调整和提价等对冲手段。费用端预计门店补贴减少, 投资收益逐步兑现, 23 年净利率有望修复至双位数。
- 公司先发优势明确, 龙头地位稳固。精细化管理确保渠道良性发展、自建绝配供应链保障运输质量、全国设厂扩产凸显规模优势, 卤味龙头地位稳固。展望未来, 我们认为公司在下沉市场仍有广阔的开店空间, 产品不断升级迭代叠加规模效应亦可有效平滑成本压力, 主业在疫后将实现高质量增长。同时公司积极布局美食生态圈, 投资收益从长期视角看亦具备较大红利。

投资建议

- 考虑业绩预告显示利润端多因素承压, 我们将 22-24 年盈利分别下调 31%/18%/12%。预计公司 22-24 年的归母净利为 2.45/9.02/11.68 亿元, 同比 -75%/+268%/+30%, 对应 EPS 为 0.40/1.48/1.92 元, 对应 PE 为 152/41/32X, 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

相关报告

- 《疫情扰动下门店仍有压力, 利润率大幅改善-绝味三季报点评》, 2022.10.27
- 《黑暗时刻已过, 向上拐点已至-绝味中报点评》, 2022.8.31
- 《如何看待绝味的成长空间及投资机会?-绝味深度报告》, 2022.7.17
- 《Q2 利润端压力释放, 看好下半年边际改善-绝味业绩预告点评》, 2022.7.15
- 《压力集中释放, 静待边际修复-绝味点评》, 2022.4.28

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

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	6,689	7,895	9,316	货币资金	1,602	1,082	1,065	1,113	1,189	1,281
增长率		2.0%	24.1%	2.1%	18.0%	18.0%	应收款项	61	108	222	202	216	255
主营业务成本	-3,416	-3,510	-4,474	-4,942	-5,718	-6,451	存货	669	857	854	730	921	1,126
%销售收入	66.1%	66.5%	68.3%	73.9%	72.4%	69.2%	其他流动资产	139	153	127	183	207	229
毛利	1,756	1,767	2,074	1,747	2,177	2,865	流动资产	2,471	2,201	2,267	2,227	2,533	2,891
%销售收入	33.9%	33.5%	31.7%	26.1%	27.6%	30.8%	%总资产	45.2%	37.2%	30.6%	26.5%	27.5%	28.8%
营业税金及附加	-41	-40	-51	-50	-59	-70	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	-719	-592	-699	%总资产	25.2%	27.9%	28.2%	30.1%	29.7%	29.0%
%销售收入	8.2%	6.1%	8.0%	10.8%	7.5%	7.5%	无形资产	273	275	319	337	354	369
管理费用	-294	-332	-418	-549	-529	-624	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%	8.2%	6.7%	6.7%	%总资产	54.8%	62.8%	69.4%	73.5%	72.5%	71.2%
研发费用	-16	-11	-38	-33	-24	-28	资产总计	5,463	5,922	7,401	8,415	9,219	10,050
%销售收入	0.3%	0.2%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	短期借款	180	35	300	1,227	1,344	1,288
息税前利润 (EBIT)	983	1,062	1,044	396	973	1,444	应付款项	438	558	843	661	754	853
%销售收入	19.0%	20.1%	15.9%	5.9%	12.3%	15.5%	其他流动负债	263	310	307	215	300	360
财务费用	-26	8	-9	-40	-76	-73	流动负债	881	904	1,450	2,103	2,398	2,501
%销售收入	0.5%	-0.2%	0.1%	0.6%	1.0%	0.8%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-30	-10	-15	-4	-4	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	2,356	2,589	2,646
投资收益	49	-101	224	-60	230	150	普通股股东权益	4,567	4,964	5,702	6,064	6,651	7,440
%税前利润	4.7%	n.a	17.2%	n.a	19.5%	9.8%	其中：股本	609	609	615	631	631	631
营业利润	1,006	956	1,262	301	1,142	1,537	未分配利润	2,191	2,457	3,134	3,253	3,840	4,629
营业利润率	19.4%	18.1%	19.3%	4.5%	14.5%	16.5%	少数股东权益	-2	26	14	-6	-21	-36
营业外收支	44	15	40	0	40	0	负债股东权益合计	5,463	5,922	7,401	8,415	9,219	10,050
税前利润	1,050	971	1,302	301	1,182	1,537	比率分析						
利润率	20.3%	18.4%	19.9%	4.5%	15.0%	16.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-259	-279	-334	-75	-296	-384	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	0.403	1.482	1.919
净利润	791	692	967	225	887	1,153	每股净资产	7.504	8.156	9.284	9.964	10.927	12.224
少数股东损益	-10	-9	-14	-20	-15	-15	每股经营现金净流	1.689	1.505	1.768	0.525	1.436	1.994
归属于母公司的净利润	801	701	981	245	902	1,168	每股股利	0.530	0.500	0.570	0.200	0.500	0.600
净利率	15.5%	13.3%	15.0%	3.7%	11.4%	12.5%	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%	4.05%	13.56%	15.70%
净利润	791	692	967	225	887	1,153	总资产收益率	14.67%	11.84%	13.25%	2.92%	9.78%	11.62%
少数股东损益	-10	-9	-14	-20	-15	-15	投入资本收益率	15.60%	15.06%	12.83%	4.07%	9.15%	12.46%
非现金支出	131	184	302	220	246	270	增长率						
非经营收益	-9	107	-174	87	-172	-54	主营业务收入增长率	18.41%	2.01%	24.12%	2.15%	18.02%	18.00%
营运资金变动	115	-68	-9	-201	-55	-111	EBIT增长率	18.72%	8.04%	-1.62%	-62.11%	145.79%	48.48%
经营活动现金净流	1,028	916	1,086	332	906	1,258	净利润增长率	25.06%	-12.46%	39.86%	-74.98%	267.51%	29.50%
资本开支	-523	-366	-621	-540	-400	-440	总资产增长率	42.95%	8.41%	24.97%	13.69%	9.55%	9.02%
投资	-256	-537	-468	-600	-300	-300	资产管理能力						
其他	-21	-28	32	-60	230	150	应收账款周转天数	0.5	1.6	5.3	7.0	6.0	6.0
投资活动现金净流	-799	-932	-1,058	-1,200	-470	-590	存货周转天数	68.3	79.4	69.8	55.0	60.0	65.0
股权募资	6	3	247	243	0	0	应付账款周转天数	28.7	38.6	36.9	35.0	35.0	35.0
债权募资	942	-180	168	923	117	-56	固定资产周转天数	80.7	93.1	100.7	118.5	105.1	92.1
其他	-279	-326	-457	-187	-414	-475	偿债能力						
筹资活动现金净流	669	-503	-43	979	-297	-531	净负债/股东权益	-31.16%	-20.98%	-13.37%	1.89%	2.33%	0.09%
现金净流量	899	-520	-18	111	139	137	EBIT利息保障倍数	37.7	-129.2	118.4	9.8	12.7	19.8
							资产负债率	16.43%	15.74%	22.76%	28.00%	28.08%	26.33%

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	4	15	40	72	185
增持	0	1	2	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.05	1.06	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。

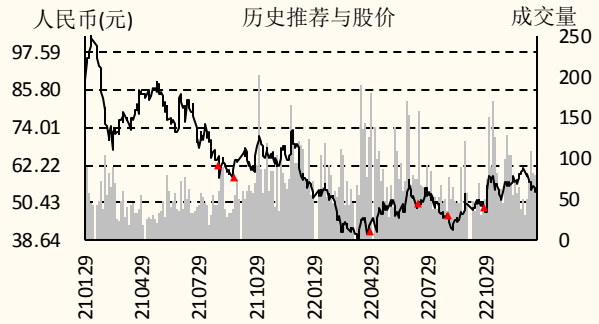
最终评分与平均投资建议对照：

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	2021-08-31	买入	65.90	N/A
2	2021-09-23	买入	58.68	N/A
3	2021-10-31	买入	65.85	N/A
4	2022-04-28	买入	43.30	N/A
5	2022-07-15	买入	48.62	N/A
6	2022-07-17	买入	50.45	57.50 ~ 57.50
7	2022-08-31	买入	45.77	N/A
8	2022-10-27	买入	50.65	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。

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：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

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