

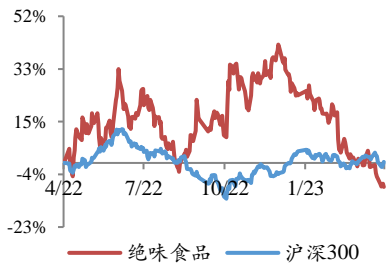
## 走出低谷，拾级而上

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-29

收盘价(元)	39.75
近12个月最高/最低(元)	61.58/39.75
总股本(百万股)	631
流通股本(百万股)	609
流通股比例(%)	96.42
总市值(亿元)	251
流通市值(亿元)	242

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

### 分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

### 相关报告

- 绝味食品公司点评：2022年饱经疫情考验，2023年全面修复可期 2023-02-01
- 绝味食品公司点评：定增顺利完成，产能扩建助力长期发展 2022-12-28
- 绝味食品点评报告：疫情影响弱化

### 主要观点：

#### ● 事件：公司发布2022年年度报告及2023年第一季度报告

据2022年年报，2022年公司实现营业总收入66.23亿元，同比+1.1%；实现归母净利润2.33亿元，同比-76.3%；实现扣非归母净利润2.57亿元，同比-64.3%。2022Q4单季度实现营业总收入15.03亿元，同比-11.7%；实现归母净利润0.13亿元，同比-22.3%；实现扣非归母净利润-0.098亿元，同比+95.3%。

据2023年一季报，23Q1公司实现营业总收入18.24亿元，同比+8.0%；实现归母净利润1.37亿元，同比+54.4%；实现扣非归母净利润1.35亿元，同比+63.7%。

#### ● 2022年行业凛冬，绝味净开店1362家表现优异，店均收入受疫情冲击较大

收入端，2022年鲜货类产品/包装产品/加盟商管理/其他业务分别实现营业收入54.37/2.13/0.75/7.28亿元，同比-3.0%/+56.3%/+10.6%/+34.5%，核心业务鲜货类产品销售收入同比下滑主因线下连锁卤味门店运营受到疫情较大冲击，疫情期间线下人流量快速下滑，且有较多门店因配合防疫而需歇业。从门店数量来看，2022年行业冷冬之中公司仍实现净开店1362家，顺利实现年初开店目标，这得益于公司：1)多措并举保障加盟商经营质量、稳定加盟商信心；2)灵活调整开店方向，在高势能区域疫情受损较多背景下，加速社区店、下沉市场开店。店均收入方面，我们测算2022年线下门店店均收入同比下滑约12%，对比2019年下滑约20%。如前所述，疫情导致的门店歇业与客流量下滑是核心原因。据年报披露，绝味老店(同店)店均收入对比2019年下滑约7.5%，表明三年疫情存活下来的成熟绝味门店具备一定的经营韧性。

#### ● 成本压力空前，费用投放与计提增多，利润空间被显著压缩

2022年公司毛利率25.57%，同比下滑6.1pp，主因鸭副原材料价格22年以来持续大幅上涨，公司成本端压力空前。费用方面，22年销售费用率/管理费用率分别为9.75%/7.77%，同比分别+1.8pp/+1.4pp。销售费用增长较多与疫情环境下公司加大对加盟商的支持力度有关，管理费用增长较多主要系原股权激励取消，股份支付费用加速计提。成本+费用压力叠加，22年公司归母净利率3.51%，同比大幅下降11.5pp，处于历史低位。此外，22年公司投资净收益为-0.94亿元(亏损)，其中对联营合营企业的投资收益亏损额超过1亿元，对利润有一定程度的拖累。公司在构建美食生态的战略指引下，对连锁卤味、轻餐饮等赛道内优质企业进行投资，但在2022年疫情反复扰动的影响下，线下连锁卤味及餐饮类企业均受到负面影响。

#### ● 23Q1经营恢复良好，成本压力仍存，费用大幅改善带动盈利能力提升

23Q1公司实现营业总收入18.24亿元，在去年同期高基数上同比+8.0%，其中核心业务鲜货类产品销售收入11.5亿元，同比+5.8%。考

考虑到 22Q1 收入基数高，且 23 年初群众感染率较高，疫情对线下消费尚存短暂性影响，我们认为 23Q1 收入增幅已能体现公司较强的恢复势能。但 23Q1 鸭副成本受短期供需错配矛盾加剧的影响继续强势上涨，3 月来到历史高位，导致公司 23Q1 毛利率环比继续走弱，同比下滑 6.0pp。而费用支出压力则在 23Q1 出现显著改善，23Q1 销售费用率同降 7.2pp，基本回落至 2021 年销售费用率区间。此外，23Q1 所得税率同比亦有所下降。综合来看，23Q1 净利率录得 7.54%，同比提升 2.3%。

● **公司经营已走出低谷，进入利润改善通道**

23 年以来线下人员流动逐渐恢复正常，绝味门店经营持续修复，预计 23Q2 单店营收表现将优于 23Q1。开店方面，23Q1 保持较快开店节奏，当前行业环境明显回暖，绝味加盟商开店积极性及经营信心强，我们维持全年净开店 1000 家以上的判断。成本方面，4 月鸭副价格开始拐头向下，当前上游鸭苗投苗量持续增加，后续供给释放，公司成本压力将得到显著缓解。此外，随着疫情特殊时期加盟商补贴收回、股份支付费用一次性计提完成，23 年费用端压力亦将大幅减轻，23Q1 报表端已开始体现。因此我们判断当前公司已经走出经营低谷，进入到新的上升通道之中。

● **盈利预测与投资建议：维持“买入”评级**

2022 年公司经受住了极限压力测试，逆境之中持续巩固加盟商体系及供应链网络，强化核心竞争力。23 年公司提出“保持定力、韧性成长”的年度经营方针，一方面紧抓国内市场消费复苏机遇，在鸭脖主业及美食生态圈上继续发力，另一方面加速品牌出海，积极拓展海外市场。我们认为公司短期利润存在弹性，同时长期成长空间广阔。考虑到 23Q1 成本压力释放速度不及预期，我们调整 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入

78.5/91.6/107.5 亿元（前预测值 78.2/91.6/-），同比

+18.5%/+16.8%/+17.3%；实现归母净利润 8.3/11.9/15.5 亿元（前预测值 9.6/13.1/-），同比+257.5%/+43.7%/+30.1%；EPS 分别为

1.32/1.89/2.46 元。当前股价对应 PE 分别为 30/21/16 倍，估值性价比凸显，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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6623	7849	9164	10747
收入同比	1.1%	18.5%	16.8%	17.3%
归属母公司净利润	233	831	1194	1554
净利润同比	-76.3%	257.5%	43.7%	30.1%
毛利率	25.6%	26.1%	30.0%	31.8%
ROE	3.4%	10.9%	14.1%	16.2%
每股收益 (元)	0.38	1.32	1.89	2.46
P/E	160.76	30.19	21.01	16.15
P/B	5.38	3.29	2.96	2.61
EV/EBITDA	42.00	18.60	13.18	10.11

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2892	2785	2875	3343	<b>营业收入</b>	6623	7849	9164	10747
现金	1863	1673	1452	1781	营业成本	4929	5797	6417	7326
应收账款	116	143	158	197	营业税金及附加	47	55	64	75
其他应收款	63	77	76	73	销售费用	646	581	660	731
预付账款	116	116	128	147	管理费用	515	494	565	642
存货	702	748	1035	1122	财务费用	20	-25	-22	-21
其他流动资产	32	29	26	23	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5957	6771	7482	8049	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2446	2796	3096	3396	投资净收益	-94	150	150	150
固定资产	1882	2161	2413	2685	<b>营业利润</b>	346	1072	1607	2121
无形资产	321	386	451	516	营业外收入	24	30	30	30
其他非流动资产	1307	1427	1521	1451	营业外支出	3	3	3	4
<b>资产总计</b>	8849	9555	10357	11392	<b>利润总额</b>	367	1099	1634	2147
<b>流动负债</b>	1697	1745	1751	1719	所得税	173	308	458	601
短期借款	360	340	290	210	<b>净利润</b>	194	792	1177	1546
应付账款	705	583	629	592	少数股东损益	-39	-40	-18	-8
其他流动负债	632	822	831	917	<b>归属母公司净利润</b>	233	831	1194	1554
<b>非流动负债</b>	270	250	220	160	EBITDA	857	1294	1836	2349
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	0.38	1.32	1.89	2.46
其他非流动负债	220	200	170	110					
<b>负债合计</b>	1967	1995	1971	1879					
少数股东权益	-24	-64	-82	-89					
股本	631	631	631	631					
资本公积	2919	2919	2919	2919					
留存收益	3356	4074	4918	6051					
归属母公司股东权益	6906	7624	8468	9602					
<b>负债和股东权益</b>	8849	9555	10357	11392					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	1206	1006	1156	1688	<b>成长能力</b>				
净利润	194	792	1177	1546	营业收入	1.1%	18.5%	16.8%	17.3%
折旧摊销	396	390	397	397	营业利润	-72.5%	209.4%	49.9%	32.0%
财务费用	30	16	14	11	归属于母公司净利	-76.3%	257.5%	43.7%	30.1%
投资损失	94	-150	-150	-150	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	487	-18	-258	-91	毛利率 (%)	25.6%	26.1%	30.0%	31.8%
其他经营现金流	-289	786	1410	1613	净利率 (%)	3.5%	10.6%	13.0%	14.5%
<b>投资活动现金流</b>	-1026	-1026	-932	-788	ROE (%)	3.4%	10.9%	14.1%	16.2%
资本支出	-584	-803	-753	-604	ROIC (%)	3.2%	7.9%	11.6%	14.1%
长期投资	-443	-393	-359	-353	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	1	170	180	170	资产负债率 (%)	22.2%	20.9%	19.0%	16.5%
<b>筹资活动现金流</b>	614	-170	-444	-571	净负债比率 (%)	28.6%	26.4%	23.5%	19.8%
短期借款	157	-20	-50	-80	流动比率	1.70	1.60	1.64	1.94
长期借款	50	0	0	0	速动比率	1.20	1.08	0.96	1.19
普通股增加	17	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	1034	0	0	0	总资产周转率	0.82	0.85	0.92	0.99
其他筹资现金流	-643	-150	-394	-491	应收账款周转率	48.94	60.00	60.00	60.00
<b>现金净增加额</b>	799	-191	-221	329	应付账款周转率	8.36	9.00	10.59	12.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.38	1.32	1.89	2.46
					每股经营现金流薄)	1.91	1.59	1.83	2.67
					每股净资产	11.35	12.08	13.42	15.21
					<b>估值比率</b>				
					P/E	160.76	30.19	21.01	16.15
					P/B	5.38	3.29	2.96	2.61
					EV/EBITDA	42.00	18.60	13.18	10.11

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:** 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

**分析师:** 杨苑, 剑桥大学经济学硕士, 2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达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。