

H1净开千店，盈利水平恢复中

——绝味食品2023年中报点评

买入|维持
● 事件

公司公告2023年中报。2023H1，公司实现总收入37.00亿元(+10.91%)，归母净利润2.42亿元(+145.55%)，扣非归母净利润2.26亿元(+50.26%)。23Q2单季，公司实现总收入18.76亿元(+13.86%)，归母净利润1.05亿元(+998.10%)，扣非归母净利润0.92亿元(+34.12%)。

● 上半年净开1086家，鲜货产品增长稳健

1) 鲜货产品增长稳健，包装产品、其他业务高增。2023H1，公司鲜货类产品、包装产品、加盟管理、其他业务收入分别为29.67、1.35、0.44、4.80亿元，同比+5.67%、+118.22%、+1.66%、+43.67%，23Q2增速分别为+5.52%、+97.43%、+7.19%、+84.70%；鲜货产品中，禽类产品收入占比达76.19%。
2) 华中、华南地区收入双位数增长。2023H1，公司华中、华南、华东、华北、西南、西北、其他地区收入占比分别为32.21%、21.72%、18.16%、11.73%、11.76%、2.51%、1.90%，各地区收入分别同比+14.06%、+16.69%、+8.46%、+9.05%、-8.36%、+409.81%、+2.39%。
3) 稳步开店，上半年净开1086家。2023H1，公司大陆地区总门店数为16,162家，同比+8.32%，较年初+7.20%；推算平均店效同比-0.20%。

● 费用率回落至21H1水平，下半年成本有望迎拐点

1) 上半年毛利率受原料价上涨影响，下半年有望迎来成本拐点。2023H1，公司毛利率为23.31%，同比-4.72pct，较21H1-11.30pct，23Q2毛利率为22.34%，同比-3.34pct，主要受原料价上涨影响。
2) 费用率回落，归母净利率同比提升。2023H1，公司归母净利率为6.54%，同比+3.59pct，较21H1-9.08pct；23Q2归母净利率为5.58%，同比+5.00pct。23H1归母净利率提升主要得益于销售、管理费用率分别下降4.78%、1.80pct，以及投资净收益增加；相较于21H1下降主要由于原料价上涨导致毛利率下降。

● 提价能力较强，盈利能力有望改善

1) 加盟商开店意愿有望增强。短期来看，随着消费场景复苏，加盟商开店意愿有望提升。公司通过健全的加盟商委员会激励监督机制、领先的供应链体系，有效降低食品安全风险，中长期来看，公司仍具较大开店空间。
2) 卤制品龙一，提价能力较强。公司为卤制品龙一，标准化管理打造坚固护城河，门店数领先，成本压力下，公司提价能力较强，盈利能力有望改善。
3) 下半年有望迎成本拐点。4月以来，我国毛鸭价格已见回落，随着高价库存去化完毕，公司下半年成本端有望迎拐点。
4) 公司核心团队外延布局张力大。公司利用产融结合构建第二、三增长曲线，目前已投资了廖记棒棒鸡、千味央厨、和府捞面、卤江南、幺麻子等潜力企业。
5) 定增支持产能扩张。随着定增落地，公司将突破产能瓶颈，支撑扩店需求。

● 投资建议

公司是休闲卤味龙一，以凝聚力、管理力见长，休闲卤味还有翻倍空间，泛卤味布局张力很大。我们预计公司2023、2024、2025年归母净利润为6.84、10.06、12.01亿元，增速193.94%、47.12%、19.47%，对应8月30日PE33、22、19倍(市值226亿元)，维持“买入”评级。

● 风险提示

食品安全风险、原料价波动风险、消费恢复不及预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6548.62	6622.84	7805.86	9016.07	10287.40
收入同比(%)	24.12	1.13	17.86	15.50	14.10
归母净利润(百万元)	980.94	232.54	683.52	1005.62	1201.37
归母净利润同比(%)	39.86	-76.29	193.94	47.12	19.47
ROE(%)	17.20	3.37	9.13	12.36	13.38
每股收益(元)	1.55	0.37	1.08	1.59	1.90
市盈率(P/E)	23.09	97.40	32.93	22.33	18.72

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

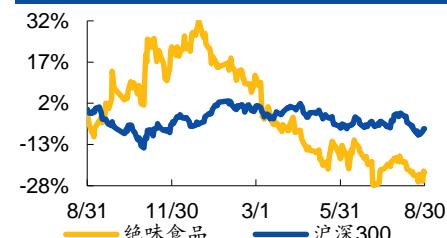
52周最高/最低价(元): 61.58 / 33.61

A股流通股(百万股): 631.24

A股总股本(百万股): 631.24

流通市值(百万元): 22648.84

总市值(百万元): 22648.84

过去一年股价走势


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

《国元证券公司研究-绝味食品(603517)2022年报及2023年一季报点评：开店势能，逐步迎来释放时机》2023.04.30

报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

分析师 袁帆

执业证书编号 S0020522110001

电话 021-51097188

邮箱 yuanfan@gyzq.com.cn

分析师 单蕾

电话 021-51097188

邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2267.24	2891.84	3309.85	3586.44	3854.62
现金	1064.69	1863.41	2016.40	2112.43	2266.81
应收账款	154.62	116.02	125.14	171.78	180.37
其他应收款	67.77	62.81	74.03	85.51	97.56
预付账款	91.02	115.81	147.09	149.42	174.93
存货	853.53	701.63	926.94	1064.40	1134.57
其他流动资产	35.61	32.16	20.24	2.90	0.36
非流动资产	5134.15	5957.43	6253.46	6791.75	7463.64
长期投资	2120.11	2446.43	2617.68	2800.92	2996.98
固定资产	1807.46	1882.28	2433.41	2889.36	3384.24
无形资产	249.30	321.28	350.22	387.50	429.39
其他非流动资产	957.28	1307.43	852.15	713.97	653.02
资产总计	7401.39	8849.27	9563.31	10378.19	11318.26
流动负债	1450.44	1697.18	1873.95	2045.47	2160.11
短期借款	203.21	360.31	324.28	356.71	367.41
应付账款	473.30	705.36	685.68	775.67	914.57
其他流动负债	773.92	631.51	863.99	913.09	878.14
非流动负债	234.40	270.17	254.27	262.80	262.42
长期借款	0.00	50.15	50.15	50.15	50.15
其他非流动负债	234.40	220.02	204.12	212.65	212.27
负债合计	1684.84	1967.35	2128.22	2308.27	2422.53
少数股东权益	14.20	-24.49	-51.77	-65.36	-81.60
股本	614.58	631.24	653.85	653.85	653.85
资本公积	1885.47	2919.07	2919.07	2919.07	2919.07
留存收益	3449.57	3336.33	3910.30	4556.11	5394.52
归属母公司股东权益	5702.35	6906.40	7486.85	8135.28	8977.32
负债和股东权益	7401.39	8849.27	9563.31	10378.19	11318.26

现金流量表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1085.96	1205.68	812.12	1253.19	1505.20
净利润	967.24	193.92	656.23	992.03	1185.14
折旧摊销	175.36	227.91	226.80	289.02	338.27
财务费用	8.82	19.99	5.82	4.50	4.21
投资损失	-223.72	94.22	-16.77	-18.45	-20.29
营运资金变动	-46.27	382.24	-60.90	-42.49	-21.54
其他经营现金流	204.52	287.40	0.93	28.59	19.40
投资活动现金流	-1057.86	-1025.59	-539.53	-843.30	-1014.92
资本支出	626.48	586.56	517.49	577.23	739.13
长期投资	468.33	442.73	-48.84	178.63	190.53
其他投资现金流	36.95	3.69	-70.88	-87.44	-85.26
筹资活动现金流	-42.77	614.32	-119.60	-313.86	-335.90
短期借款	167.83	157.10	-36.03	32.43	10.70
长期借款	0.00	50.15	0.00	0.00	0.00
普通股增加	5.95	16.66	22.61	0.00	0.00
资本公积增加	298.83	1033.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-515.38	-643.19	-106.17	-346.28	-346.60
现金净增加额	-17.74	798.72	152.99	96.03	154.38

利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6548.62	6622.84	7805.86	9016.07	10287.40
营业成本	4474.16	4929.45	5793.39	6475.41	7292.99
营业税金及附加	50.90	47.34	68.69	61.31	80.24
营业费用	523.99	645.85	624.47	721.29	822.99
管理费用	417.55	514.52	508.16	586.04	668.68
研发费用	37.53	37.88	38.01	40.07	45.09
财务费用	8.82	19.99	5.82	4.50	4.21
资产减值损失	-0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	223.72	-94.22	16.77	18.45	20.29
营业利润	1261.69	346.48	884.31	1330.31	1598.58
营业外收入	45.32	23.54	32.80	33.89	30.07
营业外支出	5.47	2.72	7.57	5.25	5.18
利润总额	1301.54	367.31	909.54	1358.95	1623.48
所得税	334.29	173.39	253.31	366.92	438.34
净利润	967.24	193.92	656.23	992.03	1185.14
少数股东损益	-13.69	-38.62	-27.29	-13.59	-16.23
归属母公司净利润	980.94	232.54	683.52	1005.62	1201.37
EBITDA	1445.87	594.39	1116.93	1623.82	1941.07
EPS (元)	1.60	0.38	1.08	1.59	1.90

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.12	1.13	17.86	15.50	14.10
营业利润(%)	31.98	-72.54	155.22	50.44	20.17
归属母公司净利润(%)	39.86	-76.29	193.94	47.12	19.47
盈利能力					
毛利率(%)	31.68	25.57	26.86	30.05	30.94
净利率(%)	14.98	3.51	8.76	11.15	11.68
ROE(%)	17.20	3.37	9.13	12.36	13.38
ROIC(%)	35.13	6.67	19.43	26.30	27.81
偿债能力					
资产负债率(%)	22.76	22.23	22.25	22.24	21.40
净负债比率(%)	17.82	27.39	24.83	24.97	24.93
流动比率	1.56	1.70	1.77	1.75	1.78
速动比率	0.97	1.29	1.28	1.25	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.98	0.82	0.85	0.90	0.95
应收账款周转率	64.44	46.24	61.11	57.30	55.16
应付账款周转率	9.88	8.36	8.21	8.63	8.41
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.55	0.37	1.08	1.59	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	1.91	1.29	1.99	2.38
每股净资产(最新摊薄)	9.03	10.94	11.86	12.89	14.22
估值比率					
P/E	23.09	97.40	32.93	22.33	18.72
P/B	3.97	3.28	2.62	2.44	2.23
EV/EBITDA	12.75	31.02	16.51	11.35	9.50

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16
A座国元证券	楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188