



绝味食品 (603517.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

成本释压，底部向上

业绩简评

10月25日公司发布23年三季报，23Q1-Q3实现营收56.31亿元，同比+10.0%；实现归母净利润3.90亿元，同比+77.6%；扣非归母净利润3.66亿元，同比+37.2%。其中，23Q3实现营收19.32亿元，同比+8.3%；实现归母净利润1.48亿元，同比+22.1%；扣非归母净利润1.40亿元，同比+20.3%。

经营分析

门店扩张稳步推进，其他业务延续高增。1) 23Q3 卤制食品销售/加盟商管理实现营收15.58/0.19亿元，同比+4.7%/1.1%。拆分来看，23Q3 单店收入同比下降个位数，开店数量增长约10%，主业同比实现小幅增长。2) 公司主动优化产品结构，成本下降较多的禽类产品增速较快，单Q3同比增长14.1%，禽类/蔬菜/其他产品均为个位数增长或者下滑。3) 23Q3 其他业务实现收入3.08亿元，同比+33.2%，环比+18.3%，环比仍有增长系绝配供应链处于业务扩张期，我们预计Q4仍将延续此趋势。

鸭副成本回落，利润逐步改善。1) 23Q3 毛利率25.8%，同比+2.2pct，环比+3.5pct，系Q3鸭脖价格较4月高位回落，缓解部分成本压力。但结合采购周期和库存储备来看，Q3末存货同比+39%，系原材料采购增加，我们认为Q4毛利率具备大幅改善空间。2) 23Q3 销售/管理/研发费率同比+0.9/+0.3/-0.2pct，销售费率提升系公司下半年加大投放力度，加强品牌形象输出。3) 23Q3 投资收益为408万元，同比去年扭亏(22Q3 投资收益为-966万元)，增益净利润。综上，23Q3 净利率7.3%，同比+1.2pct，盈利能力得到改善。

需求逐步恢复，成本明确改善，基本面拐点向上。需求端，上半年呈现弱复苏态势，单店恢复略低于预期。我们认为随着高势能门店加密及新开门店逐步爬坡上量，单店收入增速有望转正。成本端，鸭副价格近期具备明显降幅，预计利润弹性在23Q4甚至24年大幅释放。公司深耕鸭脖主业，构建美食生态圈，需求和成本具备双重改善机会，看好公司基本面拐点向上。

盈利预测、估值与评级

基于需求恢复和成本改善不及预期，我们分别下调公司23-25年归母净利润13%/15%/14%。预计公司23-25年归母净利分别为6.0/10.2/12.9亿元，同比增长159%/69%/27%，对应PE分别为34x/20x/16x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；新品放量不及预期；市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

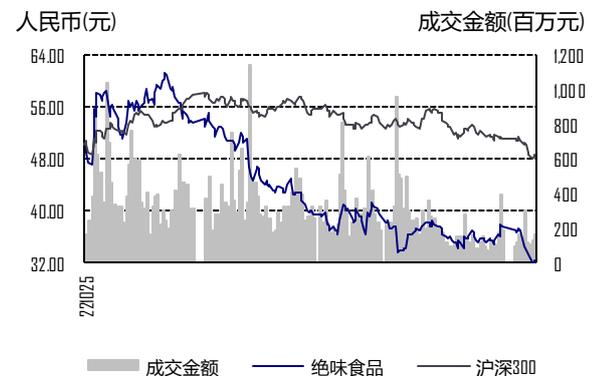
联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：32.45 元

相关报告：

- 《绝味食品公司点评：短期成本扰动，盈利弹性可期》，2023.8.29
- 《绝味食品公司点评：Q2成本高位扰动，期待利润弹性释放》，2023.7.13
- 《绝味食品公司点评：基本面企稳修复，看好需求+成本改善》，2023.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,549	6,623	7,720	8,949	10,321
营业收入增长率	24.12%	1.13%	16.57%	15.92%	15.33%
归母净利润(百万元)	981	233	602	1,015	1,291
归母净利润增长率	39.86%	-76.29%	159%	68.72%	27.21%
摊薄每股收益(元)	1.597	0.382	0.953	1.608	2.046
每股经营性现金流净额	1.77	1.98	0.98	2.35	2.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.20%	3.37%	8.37%	12.86%	14.67%
P/E	42.79	159.89	34.04	20.18	15.86
P/B	7.36	5.38	2.85	2.60	2.33

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	5,276	6,549	6,623	7,720	8,949	10,321
增长率		24.1%	1.1%	16.6%	15.9%	15.3%
主营业务成本	-3,510	-4,474	-4,929	-5,803	-6,397	-7,260
%销售收入	66.5%	68.3%	74.4%	75.2%	71.5%	70.3%
毛利	1,767	2,074	1,693	1,917	2,553	3,061
%销售收入	33.5%	31.7%	25.6%	24.8%	28.5%	29.7%
营业税金及附加	-40	-51	-47	-58	-67	-77
%销售收入	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-322	-524	-646	-556	-626	-722
%销售收入	6.1%	8.0%	9.8%	7.2%	7.0%	7.0%
管理费用	-332	-418	-515	-502	-555	-619
%销售收入	6.3%	6.4%	7.8%	6.5%	6.2%	6.0%
研发费用	-11	-38	-38	-42	-49	-57
%销售收入	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
息税前利润 (EBIT)	1,062	1,044	448	759	1,255	1,585
%销售收入	20.1%	15.9%	6.8%	9.8%	14.0%	15.4%
财务费用	8	-9	-20	-11	-6	16
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	-30	-10	-5	-19	2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-101	224	-94	30	50	60
%税前利润	n.a	17.2%	n.a	3.7%	3.7%	3.5%
营业利润	956	1,262	346	779	1,320	1,679
营业利润率	18.1%	19.3%	5.2%	10.1%	14.8%	16.3%
营业外收支	15	40	21	30	40	50
税前利润	971	1,302	367	809	1,360	1,729
利润率	18.4%	19.9%	5.5%	10.5%	15.2%	16.7%
所得税	-279	-334	-173	-202	-340	-432
所得税率	28.7%	25.7%	47.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	692	967	194	607	1,020	1,296
少数股东损益	-9	-14	-39	5	5	5
归属于母公司的净利润	701	981	233	602	1,015	1,291
净利率	13.3%	15.0%	3.5%	7.8%	11.3%	12.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	692	967	194	607	1,020	1,296
少数股东损益	-9	-14	-39	5	5	5
非现金支出	184	302	400	234	245	277
非经营收益	107	-174	124	-57	-59	-96
营运资金变动	-68	-9	487	-163	278	70
经营活动现金净流	916	1,086	1,206	621	1,484	1,547
资本开支	-366	-621	-584	-137	-400	-370
投资	-537	-468	-443	-620	-300	-320
其他	-28	32	1	30	50	60
投资活动现金净流	-932	-1,058	-1,026	-727	-650	-630
股权募资	3	247	1,193	0	0	0
债权募资	-180	168	207	-90	-356	-47
其他	-326	-457	-786	-357	-347	-393
筹资活动现金净流	-503	-43	614	-446	-703	-440
现金净流量	-520	-18	799	-552	132	477

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,082	1,065	1,863	1,254	1,327	1,762
应收款项	108	222	179	241	277	320
存货	857	854	702	935	859	975
其他流动资产	153	127	148	200	188	220
流动资产	2,201	2,267	2,892	2,630	2,651	3,277
%总资产	37.2%	30.6%	32.7%	28.4%	27.1%	30.2%
长期投资	1,578	2,330	2,690	3,290	3,590	3,890
固定资产	1,653	2,089	2,371	2,459	2,622	2,742
%总资产	27.9%	28.2%	26.8%	26.6%	26.8%	25.3%
无形资产	275	319	435	490	539	584
非流动资产	3,721	5,134	5,957	6,626	7,120	7,565
%总资产	62.8%	69.4%	67.3%	71.6%	72.9%	69.8%
资产总计	5,922	7,401	8,849	9,256	9,771	10,842
短期借款	35	300	489	403	47	0
应付款项	558	843	849	1,026	1,149	1,305
其他流动负债	310	307	360	366	467	555
流动负债	904	1,450	1,697	1,795	1,663	1,859
长期贷款	0	0	50	50	50	50
其他长期负债	28	234	220	238	180	137
负债	932	1,685	1,967	2,083	1,893	2,047
普通股股东权益	4,964	5,702	6,906	7,192	7,892	8,805
其中：股本	609	615	631	631	631	631
未分配利润	2,457	3,134	3,021	3,307	4,006	4,919
少数股东权益	26	14	-24	-19	-14	-9
负债股东权益合计	5,922	7,401	8,849	9,256	9,771	10,842

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.152	1.597	0.382	0.953	1.608	2.046
每股净资产	8.156	9.284	11.347	11.394	12.502	13.948
每股经营现金净流	1.505	1.768	1.981	0.984	2.352	2.451
每股股利	0.530	0.500	0.570	0.500	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	14.13%	17.20%	3.37%	8.37%	12.86%	14.67%
总资产收益率	11.84%	13.25%	2.63%	6.50%	10.39%	11.91%
投入资本收益率	15.06%	12.83%	3.17%	7.46%	11.80%	13.44%
增长率						
主营业务收入增长率	2.01%	24.12%	1.13%	16.57%	15.92%	15.33%
EBIT增长率	8.04%	-1.62%	-57.13%	69.48%	65.37%	26.31%
净利润增长率	-12.46%	39.86%	-76.29%	158.75%	68.72%	27.21%
总资产增长率	8.41%	24.97%	19.56%	4.60%	5.56%	10.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.6	5.3	7.5	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	79.4	69.8	57.6	60.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	38.6	36.9	43.6	45.0	46.0	46.0
固定资产周转天数	93.1	100.7	103.7	95.5	87.0	78.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.98%	-13.37%	-19.25%	-11.16%	-15.62%	-19.47%
EBIT利息保障倍数	-129.2	118.4	22.4	69.5	198.7	-101.1
资产负债率	15.74%	22.76%	22.23%	22.51%	19.38%	18.88%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-15	买入	48.62	N/A
2	2022-07-17	买入	50.45	57.50~57.50
3	2022-08-31	买入	45.77	N/A
4	2022-10-27	买入	50.65	N/A
5	2023-01-30	买入	53.82	N/A
6	2023-04-30	买入	39.75	N/A
7	2023-07-13	买入	34.08	N/A
8	2023-08-29	买入	34.34	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

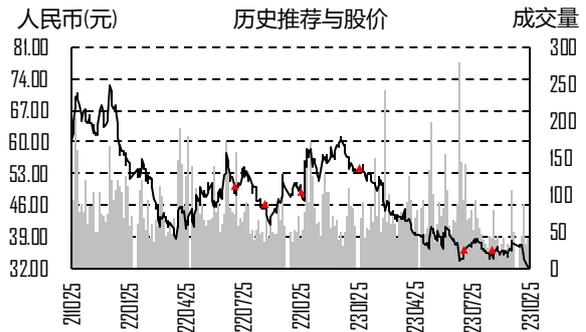
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

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





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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】
国金证券研究服务**



**【公众号】
国金证券研究**