

24Q1 盈利改善，静待单店修复

2024 年 04 月 30 日

► **事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，23 年实现营收 72.61 亿元，同比+9.64%；归母净利润 3.44 亿元，同比+46.63%；扣非净利润 4.01 亿元，同比+54.51%。单季度看，23Q4 实现营收 16.30 亿元，同比+8.45%；归母净利润-0.45 亿元，去年同期 0.13 亿元；扣非净利润 0.35 亿元，去年同期-0.10 亿元。24Q1 实现营收 16.95 亿元，同比-7.04%；归母净利润 1.65 亿元，同比+20.02%；扣非净利润 1.56 亿元，同比+15.66%。23 年公司拟向全体股东每 10 股派发 5.00 元现金红利（含税），占归母净利润的比例为 89.89%。

► **23H2 调整门店结构、放缓拓店，单店承压延续。**产品方面，23 年鲜货/包装/加盟商管理/其他收入分别 57.68/2.82/0.83/9.74 亿元，同比+6.09%/32.75%/11.38%/+33.82%。门店方面，23 年公司净开店 874 家至 15950 家（不含港澳台及海外市场），23H2 净减少 212 家，主要系公司下半年放慢开店节奏，调整门店结构、关闭低店效门店；单店上预计全年同比仍有缺口。截至 23 年底，公司共 3500 余家经销商（去年同期 3000 余家）。24Q1 鲜货/包装/加盟商管理/其他收入分别 13.50/0.58/0.16/2.36 亿元，同比-8.73%/-16.44%/-15.48%/+7.07%。

► **成本回落下 23Q4/24Q1 毛利率持续改善，24Q1 扣非净利率恢复至 9.2%。**23 年公司毛利率 24.77%，同比-0.80pcts，主因 23H1 原料价格仍处高位；23H2 以来鸭副成本压力缓和，公司毛利端持续改善，23Q4/24Q1 毛利率分别 29.90%/30.03%，同比+4.41/5.73pcts。费用方面，23 年销售/管理费用率分别 7.44%/6.38%，同比-2.31/-1.39pcts，主因缩减营销支出、股份支付费用减少。23 年公司投资收益亏损 1.2 亿元，主因廖记、江苏满贯等被投资企业亏损，以及公司参投基金资本化程度放缓；计提资产减值准备约 5300 万元，其中固定资产减值损失约 5000 万元，预计主要系公司结合行业及宏观情况主动调整产能，关闭利用率低的工厂。23 年/24Q1 实现扣非净利率 5.52%/9.20%，同比+1.60/1.81pcts。

► **投资建议：24 年重点提升单店经营，成本兑现下利润弹性有望持续释放。**24 年公司重点调整门店结构，从跑马圈地式的开店策略转向精耕细作、提升单店，保障加盟商的生存质量和盈利水平，根据不同市场的实际情况调整单店模型实现单店营收提升。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 74.9/81.1/87.6 亿元，同比+3.1/8.3/8.0%，归母净利润分别为 7.4/8.1/8.8 亿元，同比+114.3%/9.2%/8.9%，当前股价对应 PE 分别为 17/16/14 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**开店速度放慢；单店恢复不及预期；原材料价格大幅上涨；食品安全风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,261	7,489	8,112	8,764
增长率 (%)	9.6	3.1	8.3	8.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	344	738	806	878
增长率 (%)	46.6	114.3	9.2	8.9
每股收益 (元)	0.56	1.19	1.30	1.42
PE	37	17	16	14
PB	1.8	1.8	1.7	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.70 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 绝味食品 (603517.SH) 2023 年半年报点评：收入增长稳健，期待成本改善-2023/08/29
2. 绝味食品 (603517.SH) 事件点评：发布股份回购方案，彰显公司发展信心-2023/07/18
3. 绝味食品 (603517.SH) 2023 年半年度业绩预告点评：消费复苏延续，利润改善在途-2023/07/14
4. 绝味食品 (603517.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：22 年难关已过，经营修复可期-2023/05/07
5. 绝味食品 (603517.SH) 事件点评：定增顺利落地，助力产能扩张-2022/12/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,261	7,489	8,112	8,764
营业成本	5,463	5,259	5,693	6,150
营业税金及附加	50	52	55	61
销售费用	541	524	568	613
管理费用	463	479	519	561
研发费用	42	45	49	53
EBIT	707	1,137	1,240	1,343
财务费用	14	31	32	37
资产减值损失	-54	-9	-9	0
投资收益	-116	75	81	88
营业利润	541	1,171	1,279	1,394
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	541	1,171	1,279	1,394
所得税	223	433	473	516
净利润	317	738	806	878
归属于母公司净利润	344	738	806	878
EBITDA	1,106	1,562	1,742	1,880

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,087	1,281	991	701
应收账款及票据	179	137	155	170
预付款项	101	119	127	135
存货	1,137	868	939	1,025
其他流动资产	347	347	354	371
流动资产合计	2,851	2,753	2,566	2,403
长期股权投资	2,527	2,727	2,927	3,127
固定资产	2,286	2,584	2,881	3,179
无形资产	332	332	332	332
非流动资产合计	6,462	6,881	7,408	7,827
资产合计	9,313	9,634	9,974	10,230
短期借款	783	783	783	783
应付账款及票据	713	687	743	803
其他流动负债	653	722	763	805
流动负债合计	2,150	2,192	2,289	2,392
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	312	310	410	410
非流动负债合计	312	310	410	410
负债合计	2,461	2,502	2,700	2,802
股本	631	631	631	631
少数股东权益	-36	-36	-36	-36
股东权益合计	6,851	7,132	7,274	7,428
负债和股东权益合计	9,313	9,634	9,974	10,230

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	9.64	3.13	8.33	8.03
EBIT 增长率	53.29	60.68	9.07	8.34
净利润增长率	46.63	114.30	9.24	8.94
盈利能力 (%)				
毛利率	24.77	29.77	29.83	29.83
净利润率	4.74	9.85	9.94	10.02
总资产收益率 ROA	3.70	7.66	8.08	8.58
净资产收益率 ROE	5.00	10.29	11.03	11.76
偿债能力				
流动比率	1.33	1.26	1.12	1.00
速动比率	0.73	0.79	0.64	0.50
现金比率	0.51	0.58	0.43	0.29
资产负债率 (%)	26.43	25.97	27.07	27.39
经营效率				
应收账款周转天数	7.31	7.60	6.48	6.68
存货周转天数	60.59	68.62	57.14	57.49
总资产周转率	0.80	0.79	0.83	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	1.19	1.30	1.42
每股净资产	11.11	11.56	11.79	12.04
每股经营现金流	0.68	2.30	2.05	2.18
每股股利	0.50	1.07	1.17	1.27
估值分析				
PE	37	17	16	14
PB	1.8	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	11.73	8.30	7.44	6.90
股息收益率 (%)	2.46	5.27	5.75	6.27

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	317	738	806	878
折旧和摊销	399	425	502	537
营运资金变动	-501	283	-24	-24
经营活动现金流	420	1,427	1,269	1,353
资本开支	-629	-446	-487	-538
投资	-418	-250	-250	-200
投资活动现金流	-1,062	-601	-656	-651
股权募资	0	0	0	0
债务募资	423	35	0	0
筹资活动现金流	-136	-631	-904	-992
现金净流量	-777	195	-291	-290

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026