

绝味食品 (603517)

2023 年报&2024 年一季报点评: 单店持续承压, 利润率边际改善

买入 (首次)

2024 年 05 月 06 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

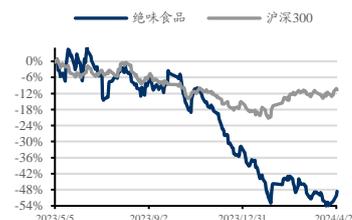
证券分析师 罗頔影

执业证书: S0600523080002

luody@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	6,623	7,261	7,713	8,331	9,067
同比 (%)	1.13	9.64	6.22	8.00	8.85
归母净利润 (百万元)	234.81	344.31	727.00	883.99	1,011.84
同比 (%)	(76.06)	46.63	111.15	21.59	14.46
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.38	0.56	1.17	1.43	1.63
P/E (现价&最新摊薄)	53.62	36.57	17.32	14.24	12.44

股价走势



投资要点

■ 事件: 公司发布 2023 年报&2024 年一季报:

2023 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%。

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%。

■ 需求不佳单店承压, 2023H2 关店调整门店。公司 2023 年全年净开店 874 家至 15950 家, 平均单店营收 37.18 万元, 同比-1.56%。其中 2023H1 净开店 1086 家, 下半年净关店 212 家, 主因外部需求不振, 公司调整优化低店效门店所致。2023 全年, 包装产品/加盟商管理/鲜货类产品/其他主营业务营收分别为 2.82/0.83/57.68/9.74 亿元, 同比+32.75%/+11.38%/+6.09%/+33.82%。从鲜货业务看, 公司全年实现销量同比-4.4%, 吨价同比+10.9%, 销量承压明显。2024Q1 公司包装产品/加盟商管理/鲜货类产品/其他主营业务分别实现营收 0.58/0.16/13.50/2.36 亿元, 同比-16.44%/-15.48%/-8.73%/+7.07%, 单店收入持续承压, 公司今年将持续通过抖音促销等方式改善店效。

■ 关厂计提资产减值损失+投资负收益导致 Q4 亏损, 鸭脖成本下降 Q1 利润率修复。1) 公司 2023 年度归母净利率 4.74%, 同比+1.23pct; 扣非净利率 5.52%, 同比+1.64pct。其中 2023 年度实现毛利率 24.77%, 同比-0.8pct。费用端 2023 年度销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.44%/6.38%/0.19%/0.58%, 同比-2.31/-1.39/-0.11/0.01pct。毛利率下降主因低毛利的供应链业务占比提升导致, 销售费用率下降主因广告宣传费减少。全年盈利水平下降幅度较大, 尤其 23Q4 亏损主因: 1) 年底公司关闭产能利用率较低工厂导致计提资产减值损失; 2) 因餐饮需求弱, 公司 Q4 对投资企业计提投资净收益-1.29 亿元。2) 公司 2024Q1 季度归母净利率 9.73%, 同比+2.19pct; 扣非净利率 9.20%, 同比+1.81pct。其中 24Q1 实现毛利率 30.03%, 同比+5.73pct, 环比+3.13pct。费用端 24Q1 季度销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.88%/6.27%/0.49%/0.60%, 同比+1.09/-0.04/+0.47/+0.14pct。鸭脖成本下行带动公司盈利水平边际改善显著。

■ 盈利预测与投资评级: 鸭脖成本改善, 需求不振环境下公司持续调整门店, 静待改善。我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 77.1/83.3/90.7 亿元, 同比+6.2%/8.0%/8.8%, 预计归母净利润为 7.3/8.8/10.1 亿元, 同比+111.2%/+21.6%/+14.5%, EPS 分别为 1.17/1.43/1.63 元, 对应 PE 分别为 17X、14X、12X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ 风险提示: 食品安全风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险、需求恢复不及预期风险。

市场数据

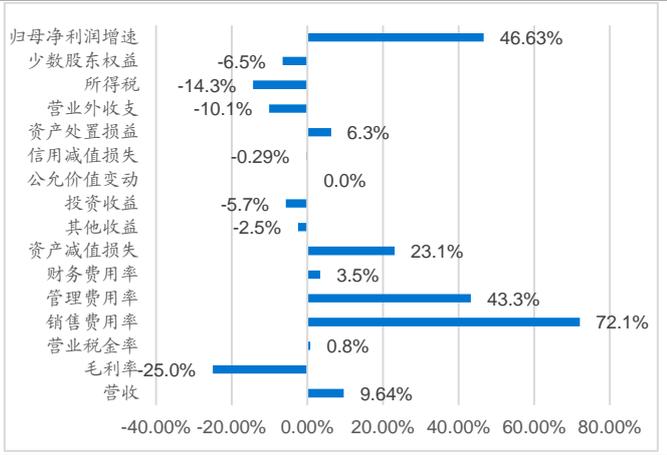
收盘价(元)	20.31
一年最低/最高价	17.72/42.00
市净率(倍)	1.82
流通 A 股市值(百万元)	12,590.68
总市值(百万元)	12,590.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.19
资产负债率(% ,LF)	26.98
总股本(百万股)	619.93
流通 A 股(百万股)	619.93

相关研究

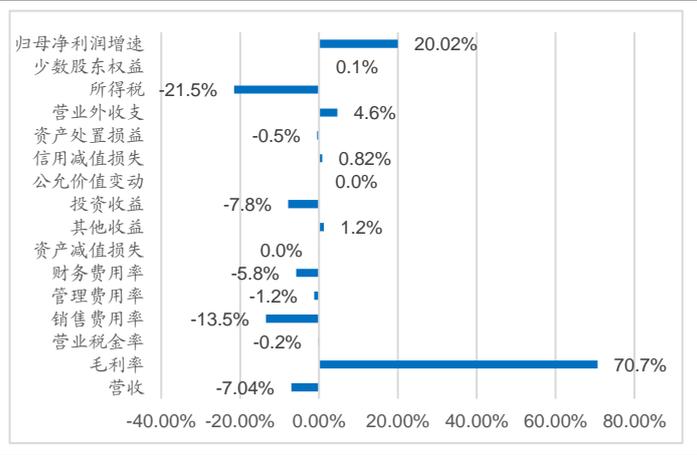
图1: 2023年绝味食品归母净利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

注: 上表均为利润表单项对归母净利润增速贡献的拆分, 即归母净利润增速=下列所有项增速贡献的总和

图2: 2024Q1 绝味食品归母净利润增速贡献拆分



数据来源: Wind、东吴证券研究所

绝味食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,851	3,395	4,546	5,870	营业总收入	7,261	7,713	8,331	9,067
货币资金及交易性金融资产	1,317	1,904	3,039	4,346	营业成本(含金融类)	5,463	5,552	5,993	6,512
经营性应收款项	280	293	305	319	税金及附加	50	54	58	63
存货	1,137	1,080	1,082	1,085	销售费用	541	563	600	644
合同资产	0	0	0	0	管理费用	463	467	492	526
其他流动资产	117	119	120	119	研发费用	42	44	46	48
非流动资产	6,462	6,384	6,224	6,057	财务费用	14	2	(10)	(33)
长期股权投资	2,527	2,527	2,527	2,527	加:其他收益	14	15	17	0
固定资产及使用权资产	2,582	2,603	2,504	2,388	投资净收益	(116)	0	0	0
在建工程	513	435	372	322	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	332	332	332	332	减值损失	(59)	0	0	0
商誉	8	8	8	8	资产处置收益	14	8	8	9
长期待摊费用	88	88	88	88	营业利润	541	1,055	1,177	1,316
其他非流动资产	413	393	393	393	营业外净收支	(1)	10	15	20
资产总计	9,313	9,780	10,770	11,928	利润总额	541	1,065	1,192	1,336
流动负债	2,150	2,235	2,367	2,523	减:所得税	223	373	334	334
短期借款及一年内到期的非流动负债	947	982	982	982	净利润	317	692	858	1,002
经营性应付款项	713	740	832	941	减:少数股东损益	(27)	(35)	(26)	(10)
合同负债	166	177	192	209	归属母公司净利润	344	727	884	1,012
其他流动负债	324	336	361	392	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.56	1.17	1.43	1.63
非流动负债	312	310	310	310	EBIT	707	1,067	1,182	1,303
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,106	1,275	1,393	1,519
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.77	28.02	28.06	28.18
租赁负债	182	182	182	182	归母净利率(%)	4.74	9.43	10.61	11.16
其他非流动负债	129	128	128	128	收入增长率(%)	9.64	6.22	8.00	8.85
负债合计	2,461	2,545	2,677	2,833	归母净利润增长率(%)	46.63	111.15	21.59	14.46
归属母公司股东权益	6,887	7,305	8,189	9,201					
少数股东权益	(36)	(70)	(96)	(106)					
所有者权益合计	6,851	7,235	8,093	9,095					
负债和股东权益	9,313	9,780	10,770	11,928					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	420	1,019	1,211	1,377	每股净资产(元)	10.91	11.78	13.21	14.84
投资活动现金流	(1,062)	(138)	(52)	(46)	最新发行在外股份(百万股)	620	620	620	620
筹资活动现金流	(136)	(296)	(24)	(24)	ROIC(%)	5.34	8.47	9.64	10.02
现金净增加额	(777)	587	1,135	1,307	ROE-摊薄(%)	5.00	9.95	10.80	11.00
折旧和摊销	399	208	211	216	资产负债率(%)	26.43	26.02	24.86	23.75
资本开支	(629)	(157)	(52)	(46)	P/E(现价&最新股本摊薄)	36.57	17.32	14.24	12.44
营运资本变动	(501)	93	116	139	P/B(现价)	1.86	1.72	1.54	1.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>