

## 证券研究报告

## 公司研究

## 公司点评报告

## 绝味食品(603517)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 经营韧性好，关注单店提振

2024年5月6日

**事件:** 公司发布 23 年年报及 24 年一季报。2023 年全年实现营收 72.61 亿元，同比+9.6%，实现归母净利润 3.44 亿元，同比+46.6%；24Q1 实现营收 16.95 亿元，同比-7.0%，实现归母净利润 1.65 亿元，同比+20.0%。

**点评:**

- **消费疲软导致单店承压，关注单店提振。** 23 年公司休闲卤制品/其他业务(主要为供应链等)分别实现营收 60.5/9.7 亿元，同比+7.09%/+33.82%。休闲卤制品业务 23 年净开门店 874 家，23 年末门店数量达到 15950 家(不含中国港澳台及海外市场)，由于消费疲软单店恢复较慢导致 23 年卤制品业务实现个位数增长，供应链业务保持较快增长。24Q1 休闲卤制品/其他业务实现营收 14.1/2.4 亿元，休闲卤制品同比下滑 8.73%，主要由于单店水平有所承压，我们认为 24 年单店的经营质量比开店更为重要，往后展望，关注单店提振的成效。
- **23 年成本高位，24Q1 利润率恢复好显经营韧性。** 23 年公司实现毛利率 24.8%，同比下降 0.8pct，主要由于 23 年鸭副价格高位导致毛利率承压。23Q3/Q4 毛利率环比持续提升，24Q1 公司毛利率环比提升 3.1pct 至 30.0%，毛利率逐步恢复至较好水平。23 年公司销售费用率/管理费用率分别为 7.4%/6.4%，同比下降 2.3/1.4pct，23 年疫情影响减弱后公司减少加盟商补贴等，费用率逐步回归至正常水平。23 年公司实现归母净利润 3.44 亿元，同比+48.1%，23 年盈利能力提升明显。但由于投资收益及资产减值损失影响，归母净利率(23 年全年为 4.7%)仍处于较低水平。24Q1 公司实现归母净利润 1.65 亿元，同比+20%，对应归母净利率为 9.7%，盈利能力环比大幅提升表明公司经营韧性。
- **盈利预测与投资评级:** 后续展望，原材料价格 24Q1 处于平稳低位，我们预计 24 年全年毛利率有望维持在 24Q1 的较好水平。对于加盟连锁业态而言，单店作为微观的模型如果承压导致门店关闭将损失全门店的供应链收入，因而我们认为 24 年单店经营质量比开店更为重要，关注单店提振的效果。长期来看，卤味品类消费基础积淀深厚，为生命周期长的消费品类，鲜货口感更好，品类景气度我们预计长期仍在。公司对于加盟连锁理解深刻，经营稳健，短期静待单店恢复，长期餐桌卤等第二曲线可期，我们预计 24-26 年每股收益分别为 1.17、1.33、1.50 元/股，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 消费力恢复不及预期、单店恢复不及预期、原材料价格上涨、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6,623	7,261	7,612	8,154	8,702
增长率 YoY %	1.1%	9.6%	4.8%	7.1%	6.7%
归属母公司净利润 (百万元)	235	344	726	822	929
增长率 YoY%	-76.1%	46.6%	110.8%	13.2%	13.1%
毛利率%	25.6%	24.8%	29.4%	29.4%	29.3%
净资产收益率ROE%	3.4%	5.0%	10.3%	10.9%	11.5%
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.56	1.17	1.33	1.50
市盈率 P/E(倍)	161.29	48.36	17.35	15.33	13.55
市净率 P/B(倍)	5.49	2.42	1.79	1.67	1.56

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 04 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	2,892	2,851	2,650	2,846	3,036	
货币资金	1,863	1,087	889	975	1,052	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	116	179	187	201	214	
预付账款	116	101	100	107	114	
存货	702	1,137	1,118	1,199	1,281	
其他	95	347	355	365	375	
<b>非流动资产</b>	6,014	6,462	6,620	6,793	7,040	
长期股权投资	2,446	2,527	2,727	2,877	2,977	
固定资产	1,882	2,286	2,451	2,512	2,676	
无形资产	321	332	344	368	391	
其他	1,364	1,318	1,098	1,037	996	
<b>资产总计</b>	8,906	9,313	9,269	9,639	10,076	
<b>流动负债</b>	1,697	2,150	1,985	1,872	1,761	
短期借款	360	783	600	400	200	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	705	713	701	752	803	
其他	632	653	684	721	758	
<b>非流动负债</b>	330	312	312	312	312	
长期借款	50	0	0	0	0	
其他	280	312	312	312	312	
<b>负债合计</b>	2,027	2,461	2,297	2,184	2,073	
少数股东权益	-24	-36	-60	-70	-79	
归属母公司	6,903	6,887	7,032	7,525	8,083	
<b>负债和股东权益</b>	8,906	9,313	9,269	9,639	10,076	

**重要财务指标**

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	6,623	7,261	7,612	8,154	8,702	
同比	1.1%	9.6%	4.8%	7.1%	6.7%	
归属母公司净利润	235	344	726	822	929	
同比	-76.1%	46.6%	110.8%	13.2%	13.1%	
毛利率(%)	25.6%	24.8%	29.4%	29.4%	29.3%	
ROE%	3.4%	5.0%	10.3%	10.9%	11.5%	
EPS(摊薄)(元)	0.38	0.56	1.17	1.33	1.50	
P/E	161.29	48.36	17.35	15.33	13.55	
P/B	5.49	2.42	1.79	1.67	1.56	
EV/EBITDA	44.32	15.43	9.50	8.72	8.05	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>营业总收入</b>	6,623	7,261	7,612	8,154	8,702	
营业成本	4,929	5,463	5,372	5,759	6,153	
营业税金及附加	47	50	53	57	61	
销售费用	646	541	609	636	661	
管理费用	515	463	495	522	548	
研发费用	38	42	44	47	50	
财务费用	20	14	22	1	-6	
减值损失合计	0	-54	0	0	0	
投资净收益	-94	-116	-49	-37	-26	
其他	13	22	19	16	17	
<b>营业利润</b>	346	541	987	1,111	1,225	
营业外收支	21	-1	1	1	1	
<b>利润总额</b>	367	541	988	1,112	1,226	
所得税	171	223	286	300	307	
<b>净利润</b>	196	317	701	812	920	
少数股东损益	-39	-27	-25	-10	-9	
<b>归属母公司净利</b>	235	344	726	822	929	
EBITDA	844	1,101	1,331	1,418	1,502	
EPS(当年)(元)	0.38	0.56	1.17	1.33	1.50	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	1,206	420	1,095	1,118	1,200	
净利润	196	317	701	812	920	
折旧摊销	396	399	292	285	274	
财务费用	30	28	30	10	5	
投资损失	94	94	116	49	37	
营运资金变动	487	-501	23	-24	-20	
其它	2	61	-1	-1	-1	
<b>投资活动现金流</b>	-1,026	-1,062	-498	-494	-487	
资本支出	-584	-629	-308	-278	-341	
长期投资	-443	-418	-120	-150	-100	
其他	1	-15	-69	-67	-46	
<b>筹资活动现金流</b>	614	-136	-795	-541	-572	
吸收投资	1,193	0	-11	0	0	
借款	207	423	-183	-200	-200	
支付利息或股息	-368	-125	-322	-341	-372	
<b>现金流净增加额</b>	799	-777	-195	88	130	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。