

2024年07月28日

# 绝味食品 (603517.SH)

## 公司快报

食品饮料 | 休闲食品III

投资评级

**买入-B(首次)**

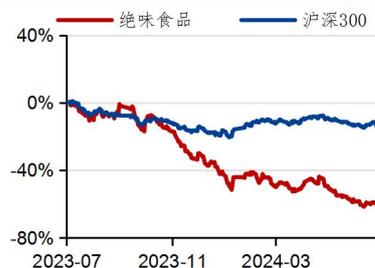
股价(2024-07-26)

14.66元

### 交易数据

总市值(百万元)	9,088.10
流通市值(百万元)	9,088.10
总股本(百万股)	619.93
流通股本(百万股)	619.93
12个月价格区间	38.28/14.51

### 一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-3.69	-15.48	-47.34
绝对收益	-4.99	-20.36	-59.98

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

### 相关报告

## 品牌焕新, 蓄势待发

**事件:**

7月23日绝味食品在长沙举办品牌战略升级发布会, 宣布品牌焕新升级, 发布会上正式揭晓范丞丞将担任绝味品牌成立19年来的首位全球品牌代言人。

**投资要点:**

◆ **全面焕新, 再续辉煌。**发布会上绝味食品官宣了新的品牌符号、品牌口号、品牌IP形象及首位全球品牌代言人: **1) 品牌口号:** 敢辣, 才绝味。**2) 品牌符号:** “绝”字标升级为带火焰的超级符号, 舞动的火焰让人直接联想到热辣的味觉体验。**3) 品牌IP形象:** 基于“敢辣, 才绝味”的品牌精神, 绝味推出了新的品牌IP——小火鸭。**4) 形象代言人:** 绝味鸭脖正式官宣品牌成立19年来首位全球品牌代言人范丞丞, 现场还公布了范丞丞口播视频、品牌TVC等周边物料, 同时深化与年轻消费者的沟通, 绝味鸭脖全国门店同步焕新形象, 更将推出范丞丞限定套餐。

◆ **首次聘请代言人, 品牌营销进入新时代。**我们认为, 连锁业态不同时期营销方式不同: **1) 导入期及成长初期,** 门店扩张就是最好的营销方式。随着门店露出被更多的消费者看到, 消费者完成看到-购买的动作, 此时公司端将出现量价齐升的现象, 即门店数量不断增加, 单店收入快速提升(品牌影响力提升进店率提高, 品牌溢价出现客单价上行); **2) 成长中后期及成熟期,** 门店露出对消费者的认知提升已经达到一定瓶颈, 企业开始通过各种营销手段提升进店率及购买率, 如公交车广告牌、楼宇广告、代言人等方式, 此时公司端将出现稳健增长的情况, 即门店数量缓慢增长, 单店收入相对稳定。绝味食品在20年中推出公交车站广告、23年初推出楼宇广告, 今年首次聘请代言人, 这也意味着公司品牌营销进入新时代。

◆ **“代言人+奥运会”双重加持, 有望带动产品销售增长。**消费者素有“喝啤酒吃鸭脖看赛事”的说法, 公司运营上也有“事件大年营销小年”的惯例, 即单纯事件已完全能拉动产品销售, 无需过多营销加持。今年在奥运前夕, 公司官宣代言人及一系列营销活动, 我们认为在消费疲软的大背景下, 将有效拉动短期公司销售。

◆ **公司增长点: 24年缓慢复苏, 长期逻辑依旧坚挺。**

—**短期来看: 消费复苏疲软, 赛事或有催化。**上半年公司受消费大环境影响, 整体增速受到一定影响, 单店收入亦受到一定影响。Q3以来公司积极开展营销活动, 聘请新代言人, 加上奥运会加持, 我们认为收入或将取得不错的增长。

—**中期来看: 抓住窗口期, 向上求突破。**战略上, 24年公司定义为调整年, 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。战术上, 公司对全年开店任务不做考核, 以保障单店收入的稳健提升。公司历史上13年底也对门店进行了调整, 采取“关低效、开高效”策略, 14年单店收入实现增长7.79%创历史高位, 24年的门店调整策略, 我们同样期待后续结果。

—**长期来看: 继续打造“美食生态圈”。**公司一方面通过自主孵化餐饮类新项目,



新模式不断试水，为公司主业贡献新的增长点，另一方面通过投资并购等方式，对外输出供应链及管理能力，如入股和府捞面、幸福西饼等，力求成为我国轻餐饮和特色餐饮的加速器。

◆ **投资建议：我们从基本面、情绪面、资金面三方面来分析：**

一基本面：Q3 以来公司积极开展营销活动，聘请新代言人，加上奥运会加持，我们认为销售上或有体现；24 年公司对门店进行调整，门店优化后未来公司将迎来高质量发展。

一情绪面：代言人+奥运会催化，事件驱动短期内有望提振股价。

一资金面：公司分红率 3.4% 处于行业中上水平，符合当下投资者对红利的偏好，此外近日外资连续买入，估值有望提升。根据 wind 数据，截至 7 月 26 日，陆股通持有公司股份 1349 万股，持股占比 2.17%，七月以来北上资金多日流入。

◆ **盈利预测：**我们预计公司 24-26 年营收为 72 亿、80 亿、89 亿元，分别同比增长 -0.4%、10.4%、11.4%，归母净利润为 6.5 亿、7.8 亿、9.1 亿元，分别同比增长 89%、19%、18%，EPS 分别为 1.05、1.25、1.47 元，对应 PE 分别为 14X、11.7X、10X，首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济发生较大的波动；渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题等

**财务数据与估值**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,623	7,261	7,236	7,991	8,902
YoY(%)	1.1	9.6	-0.4	10.4	11.4
归母净利润(百万元)	233	344	649	775	910
YoY(%)	-76.3	48.1	88.5	19.4	17.5
毛利率(%)	25.6	24.8	28.5	28.9	29.0
EPS(摊薄/元)	0.38	0.56	1.05	1.25	1.47
ROE(%)	2.8	4.6	9.0	10.1	10.9
P/E(倍)	39.1	26.4	14.0	11.7	10.0
P/B(倍)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
净利率(%)	3.5	4.7	9.0	9.7	10.2

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **休闲卤制品销售**：收入端来看，公司卤制品销售业务可拆分为门店数量、单店收入两个维度，考虑到消费复苏进度及公司战略影响，我们预计门店数量 24-26 年分别净增 500 家、800 家、1000 家，单店收入增速分别为-5%、4%、4%，计算可得公司 24-26 年卤制品销售增速分别为-2%、9%、10%。毛利率端来看，22 年、23 年受促销政策及鸭价成本处于历史高位等原因，公司卤制品业务毛利率处于历史相对较低位置，目前鸭价已回落到历史中枢位置，叠加规模效应，我们认为 24-26 年毛利率将逐步企稳，逐步回归到历史平均水平。
- (2) **加盟商管理**：公司加盟商管理与公司门店数量有关，我们预计 24-26 年加盟费均为 5000 元/年，根据（1）的门店数量假设，计算可得 24-26 年加盟商管理增速分别为-1%、-5%、6%。
- (3) **其他主营业务**：主要为现代农业、绝配供应链等收入，考虑到目前经济环境，我们预计 24-26 年公司该业务收入增速分别为 10%、20%、20%。
- (4) **其他业务**：占比不大，我们保守估计预计 24-26 年公司其他业务营收增速均为 0%。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1) 1) 休闲卤制品销售	5743.1	5649.9	6050.4	5928.1	6465.1	7113.4
YoY		-1.6%	7.1%	-2.0%	9.1%	10.0%
毛利率	33.8%	27.8%	27.9%	32.0%	33.0%	33.5%
2) 加盟商管理	67.4	74.6	83.0	82.3	86.3	91.3
YoY		10.6%	11.4%	-1.0%	4.9%	5.8%
毛利率	96.0%	96.3%	95.4%	95.0%	95.0%	95.0%
3) 其他主营业务	541.4	728.0	974.3	1071.7	1286.1	1543.3
YoY		34.5%	33.8%	10.0%	20.0%	20.0%
毛利率	6.0%	1.3%	0.1%	5.0%	5.0%	5.0%
4) 其他业务	196.8	170.4	153.6	153.6	153.6	153.6
YoY		-13.4%	-9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	19.3%	24.0%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>总计</b>	<b>6548.62</b>	<b>6622.84</b>	<b>7261.33</b>	<b>7235.62</b>	<b>7990.91</b>	<b>8901.50</b>
YoY		1.1%	9.6%	-0.4%	10.4%	11.4%
总成本	4474.2	4929.4	5462.9	5176.2	5680.5	6323.9
毛利率	32.2%	25.6%	24.8%	28.5%	28.9%	29.0%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司是全国连锁的休闲卤制品龙头，以开店形式进行产品销售，可比公司选择时，我们选取同样为连锁赛道的公司作为可比公司，具体标的为紫燕食品、煌上煌、巴比食品。

估值来看，**1) 横向对比：**三家连锁公司 24-26 年估值平均分别为 18x、15x、13x，绝味食品 24-26 年 PE 分别为 14X、12X、10X，公司估值处于相对低位。**2) 纵向对比：**截至 24/7/28 绝味食品 PE-ttm 为 24.44x，位于 2017 年（上市以来）以来 5% 的位置，估值处于历史底部位置。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603057.SH	紫燕食品	57	3.32	3.91	4.50	5.11	15	13	11
002695.SZ	煌上煌	34	0.71	1.32	1.73	1.99	26	20	17
605338.SH	巴比食品	33	2.14	2.43	2.80	3.20	13	12	10
	平均	-	<b>2.05</b>	<b>2.55</b>	<b>3.01</b>	<b>3.43</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>13</b>
603517.SH	绝味食品	91	3.44	6.49	7.75	9.10	14	12	10

资料来源：Wind 一致预期，绝味食品盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2024 年 7 月 26 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2892	2851	3097	3907	4401	<b>营业收入</b>	6623	7261	7236	7991	8902
现金	1863	1087	1926	1906	2932	营业成本	4929	5463	5176	5680	6324
应收票据及应收账款	116	179	115	209	152	营业税金及附加	47	50	53	57	63
预付账款	116	101	115	124	142	营业费用	646	541	579	599	623
存货	702	1137	605	1307	822	管理费用	515	463	434	479	534
其他流动资产	95	347	336	361	353	研发费用	38	42	43	48	53
<b>非流动资产</b>	5957	6462	6252	6276	6380	财务费用	20	14	24	18	11
长期投资	2446	2527	2507	2477	2444	资产减值损失	-5	-59	0	0	0
固定资产	1882	2286	2221	2349	2496	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	321	332	348	362	377	投资净收益	-94	-116	-100	-111	-113
其他非流动资产	1307	1318	1176	1089	1063	<b>营业利润</b>	346	541	845	1020	1203
<b>资产总计</b>	8849	9313	9349	10183	10781	营业外收入	24	30	33	29	31
<b>流动负债</b>	1697	2150	1853	2175	2093	营业外支出	3	31	13	15	20
短期借款	360	783	783	783	783	<b>利润总额</b>	367	541	865	1033	1214
应付票据及应付账款	705	713	631	844	798	所得税	173	223	216	258	303
其他流动负债	632	653	438	548	512	<b>税后利润</b>	194	317	649	775	910
<b>非流动负债</b>	270	312	312	312	312	少数股东损益	-39	-27	0	0	0
长期借款	50	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	233	344	649	775	910
其他非流动负债	220	312	312	312	312	EBITDA	592	801	1112	1291	1448
<b>负债合计</b>	1967	2461	2164	2487	2405	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	-24	-36	-36	-36	-36	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	631	631	631	631	631	<b>成长能力</b>					
资本公积	2919	2897	2897	2897	2897	营业收入(%)	1.1	9.6	-0.4	10.4	11.4
留存收益	3336	3572	3840	4100	4352	营业利润(%)	-72.5	56.2	56.2	20.6	18.0
归属母公司股东权益	6906	6887	7220	7732	8411	归属于母公司净利润(%)	-76.3	48.1	88.5	19.4	17.5
<b>负债和股东权益</b>	8849	9313	9349	10183	10781	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	25.6	24.8	28.5	28.9	29.0
						净利率(%)	3.5	4.7	9.0	9.7	10.2
						ROE(%)	2.8	4.6	9.0	10.1	10.9
						ROIC(%)	2.5	4.2	8.1	9.0	9.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	22.2	26.4	23.1	24.4	22.3
						流动比率	1.7	1.3	1.7	1.8	2.1
						速动比率	1.2	0.7	1.3	1.1	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	48.9	49.3	49.3	49.3	49.3
						应付账款周转率	8.4	7.7	7.7	7.7	7.7
						<b>估值比率</b>					
						P/E	39.1	26.4	14.0	11.7	10.0
						P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
						EV/EBITDA	13.7	11.3	7.2	6.3	4.9

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1206	420	1450	631	1699
净利润	194	317	649	775	910
折旧摊销	228	230	223	240	223
财务费用	20	14	24	18	11
投资损失	94	116	100	111	113
营运资金变动	382	-515	458	-507	450
其他经营现金流	287	257	-4	-6	-8
<b>投资活动现金流</b>	-1026	-1062	-108	-369	-432
<b>筹资活动现金流</b>	614	-136	-503	-281	-241

每股指标(元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.56	1.05	1.25	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	0.68	2.34	1.02	2.74
每股净资产(最新摊薄)	11.14	11.11	11.65	12.47	13.57

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)