

24 年经营有所承压，25 年积极探索破局

投资要点

- **事件：**公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 62.6 亿元同比-13.8%，实现归母净利润 2.3 亿元，同比-34.0%，实现扣非后归母净利润 2.0 亿，同比-49.4%；2025Q1 实现营业收入 15.0 亿元，同比-11.5%，实现归母净利润 1.2 亿，同比-27.3%。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 3.30 元（含税）。
- **单店承压+闭店增加，收入端有所承压。**1、分品类，2024 年卤制食品销售实现收入 52.2 亿元，同比-13.7%，预计主要系门店数量减少，叠加单店销量小幅下滑；加盟商管理/集采业务/供应链物流收入分别同比-26.3%/-38.5%/+10.3%。2、分地区，24 年西南/西北/华中/华南/华东/华北/港澳台及海外等分别同比-4.9%/-45.1%/-10.6%/-18.1%/-15.3%/-14.1%/-22.2%。3、2024 年公司对部分经营不善门店进行关闭调整，开店策略将转向精耕细作、提升单店收入和坪效，改善加盟商的生存质量和盈利水平。
- **毛利率提升，费用投放加大，盈利水平承压。**1、2024 年、2025Q1 公司毛利率分别为 30.5%（+5.8pp）、30.8%（+0.8pp），主要受益于鸭副等原材料价格回落及供应链效率优化。2、2024 年销售费用率、管理费用率分别为 10.7%（+3.2pp）、7.2%（+0.8pp）；2025Q1 销售费用率、管理费用率分别为 9.7%（+1.8pp）、7.6%（+1.4pp），市场竞争加剧的环境下，渠道费用投放增加。3、2024 年公司对联营企业和合营企业的净投资收益为-1.6 亿元，拉低整体盈利水平，2024 年净利率为 3.3%（-1.1pp）；2025Q1 净利率 7.7%（-1.7pp）。
- **多措并举主动求变，经营拐点值得期待。**1、2024 年公司构建“品牌升级+数字驱动+精益运营”三位一体的发展框架，采取了多项措施稳定经营发展，但迫于消费环境承压和市场竞争加剧的影响，短期经营仍有所承压。2、展望未来，卤制品赛道空间广阔需求稳定，公司是卤制品行业的领军企业，竞争优势明显；2025 年伴随着一揽子促消费政策的落地，外部需求有望迎来实质改善，在公司主动闭店的调整下，25 年门店数量或将逐步企稳，单店盈利有望迎来修复，较低基数下实现恢复性增长值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年归母净利润分别为 4.9 亿元、5.5 亿元、6.1 亿元，EPS 分别为 0.81 元、0.91 元、1.01 元，对应动态 PE 分别为 20 倍、18 倍、16 倍。伴随着刺激政策落地和公司改革深入落地，经营有望迎来拐点，给予 2025 年 25 倍 PE，对应目标价 20.25 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格或大幅波动；食品安全风险；投资收益大幅波动风险。

指标\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6256.65	5963.26	6241.98	6596.48
增长率	-13.84%	-4.69%	4.67%	5.68%
归属母公司净利润（百万元）	227.11	488.76	552.70	609.12
增长率	-34.04%	115.21%	13.08%	10.21%
每股收益 EPS（元）	0.37	0.81	0.91	1.01
净资产收益率 ROE	3.28%	6.71%	7.26%	7.68%
PE	43	20	18	16
PB	1.55	1.45	1.38	1.32

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn

分析师：王书龙
执业证号：S1250523070003
电话：023-63786049
邮箱：wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.06
流通 A 股(亿股)	6.06
52 周内股价区间(元)	11.94-21.87
总市值(亿元)	96.96
总资产(亿元)	83.01
每股净资产(元)	10.54

相关研究

1. 绝味食品（603517）：收入端持续承压，盈利能力优化（2024-11-01）
2. 绝味食品（603517）：调整开店策略，期待单店提升（2024-05-10）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：伴随着一揽子消费刺激政策的落地，行业竞争有望趋缓，经营端环比有望迎来改善，预计 2025-2027 年卤制食品销售收入分别同比-5%、+5%、+6%；

假设 2：伴随着需求的改善，门店的收入和盈利情况有望逐步回升，预计 2025-2027 年加盟商管理收入分别同比-5%、+4%、+5%；

假设 3：伴随着外部需求的改善，卤制品收入的边际向好，集采业务、供应链物流等配套业务有望同步迎来改善，预计 2025-2027 年其他业务收入分别同比-3%、+3%、+4%。

假设 4：在非主营业务里面，2021-2024 年公司的投资净收益分别为 2.2 亿元、-0.9 亿元、-1.2 亿、-1.6 亿元，投资收益为负对公司整体利润造成较大拖累，从过往历史看，公司投资收益与整体宏观经济环境呈较强相关性，宏观经济和市场环境具有较大的不确定性，对于这块非主营业务，我们中性的假设 2025-2027 年投资收益均为 0 元。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
卤制食品销售	收入	5223.6	4962.4	5210.5	5523.2
	增速	-13.7%	-5.0%	5.0%	6.0%
	成本	3450	3275	3439	3645
	毛利率	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
加盟商管理	收入	61.22	58.2	60.5	63.5
	增速	-26.3%	-5.0%	4.0%	5.0%
	成本	5.9	5.8	6.0	6.4
	毛利率	90.4%	90.0%	90.0%	90.0%
其他主营业务	收入	972	942.7	971.0	1009.8
	增速	-13.8%	-3.0%	3.0%	4.0%
	成本	891	862.6	888.4	924.0
	毛利率	8.3%	8.5%	8.5%	8.5%
合计	收入	6256.7	5963.3	6242.0	6596.5
	增速	-13.8%	-4.7%	4.7%	5.7%
	成本	4346.7	4143.6	4333.4	4575.6
	毛利率	30.5%	30.5%	30.6%	30.6%

数据来源：公司公告，西南证券

选取同为卤制品龙头的紫燕食品、周黑鸭为可比估值对象，两家公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 29 倍、26 倍、25 倍。绝味食品为规模最大、门店数量最多的卤制品公司，已建立完善的数字化体系、高效的供应链、成熟的加盟商管理制度，在国家一揽子消费刺激政策逐渐落地的背景下，有望充分受益于行业复苏，给予 2025 年 25 倍 PE，对应目标价 20.25 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
603057.SH	紫燕食品	91.59	22.11	0.87	0.95	1.03	1.12	25	23	21	20
1458.HK	周黑鸭	45.56	2.11	0.04	0.06	0.07	0.07	53	35	21	20
平均值								39	29	26	25
603517.SH	绝味食品	96.96	16.00	0.37	0.81	0.91	1.01	43	20	18	16

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6256.65	5963.26	6241.98	6596.48	净利润	203.88	442.97	498.18	548.01
营业成本	4346.72	4143.57	4333.43	4575.61	折旧与摊销	261.42	196.66	208.04	216.54
营业税金及附加	54.49	46.75	49.75	53.10	财务费用	27.37	23.82	14.11	4.20
销售费用	666.53	596.33	561.78	527.72	资产减值损失	-54.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	450.70	417.43	424.45	435.37	经营营运资本变动	99.77	-136.85	-19.49	-24.83
财务费用	27.37	23.82	14.11	4.20	其他	554.37	-0.61	0.58	0.74
资产减值损失	-54.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1092.30	525.99	701.42	744.67
投资收益	-160.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	28.93	-40.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-263.37	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-234.44	-40.00	-30.00	-30.00
营业利润	461.74	735.36	858.45	1000.47	短期借款	-351.74	-416.49	-15.26	0.00
其他非经营损益	0.14	-0.11	-0.03	-0.06	长期借款	150.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	461.88	735.25	858.43	1000.42	股权融资	-308.62	0.00	0.00	0.00
所得税	258.00	292.28	360.24	452.41	支付股利	-490.38	-113.56	-244.38	-276.35
净利润	203.88	442.97	498.18	548.01	其他	-226.31	-77.17	-14.11	-4.20
少数股东损益	-23.24	-45.79	-54.52	-61.11	筹资活动现金流净额	-1227.05	-607.21	-273.75	-280.55
归属母公司股东净利润	227.11	488.76	552.70	609.12	现金流量净额	-369.06	-121.22	397.66	434.12
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	717.55	596.33	993.99	1428.11	成长能力				
应收和预付款项	357.37	340.63	356.46	376.61	销售收入增长率	-13.84%	-4.69%	4.67%	5.68%
存货	890.37	848.59	887.64	937.44	营业利润增长率	-14.68%	59.26%	16.74%	16.54%
其他流动资产	40.38	38.49	40.29	42.58	净利润增长率	-35.72%	117.27%	12.46%	10.00%
长期股权投资	2463.19	2463.19	2463.19	2463.19	EBITDA 增长率	-4.41%	27.36%	13.05%	13.01%
投资性房地产	31.19	31.19	31.19	31.19	获利能力				
固定资产和在建工程	2752.89	2647.49	2523.55	2393.96	毛利率	30.53%	30.52%	30.58%	30.64%
无形资产和开发支出	346.34	300.02	250.85	198.82	三费率	18.29%	17.40%	16.03%	14.66%
其他非流动资产	598.36	593.43	588.50	583.58	净利率	3.26%	7.43%	7.98%	8.31%
资产总计	8197.65	7859.36	8135.66	8455.48	ROE	3.28%	6.71%	7.26%	7.68%
短期借款	431.75	15.26	0.00	0.00	ROA	2.49%	5.64%	6.12%	6.48%
应付和预收款项	693.70	661.27	691.64	730.36	ROIC	5.57%	12.18%	13.80%	15.52%
长期借款	150.00	150.00	150.00	150.00	EBITDA/销售收入	12.00%	16.03%	17.31%	18.51%
其他负债	701.50	427.11	434.50	443.94	营运能力				
负债合计	1976.96	1253.64	1276.14	1324.30	总资产周转率	0.71	0.74	0.78	0.80
股本	619.93	606.00	606.00	606.00	固定资产周转率	2.78	2.64	2.71	2.91
资本公积	2600.03	2613.95	2613.95	2613.95	应收账款周转率	31.94	30.24	31.69	31.84
留存收益	3308.89	3684.10	3992.42	4325.19	存货周转率	4.27	4.75	4.97	4.99
归属母公司股东权益	6273.00	6703.81	7012.13	7344.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.56%	—	—	—
少数股东权益	-52.30	-98.09	-152.61	-213.72	资本结构				
股东权益合计	6220.70	6605.72	6859.52	7131.18	资产负债率	24.12%	15.95%	15.69%	15.66%
负债和股东权益合计	8197.65	7859.36	8135.66	8455.48	带息债务/总负债	29.43%	13.18%	11.75%	11.33%
					流动比率	1.28	2.18	2.65	3.06
					速动比率	0.71	1.16	1.62	2.03
					股利支付率	215.92%	23.23%	44.22%	45.37%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	750.53	955.84	1080.60	1221.22	每股收益	0.37	0.81	0.91	1.01
PE	42.69	19.84	17.54	15.92	每股净资产	10.35	11.06	11.57	12.12
PB	1.55	1.45	1.38	1.32	每股经营现金	1.80	0.87	1.16	1.23
PS	1.55	1.63	1.55	1.47	每股股利	0.81	0.19	0.40	0.46
EV/EBITDA	12.32	9.02	7.60	6.37					
股息率	5.06%	1.17%	2.52%	2.85%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn