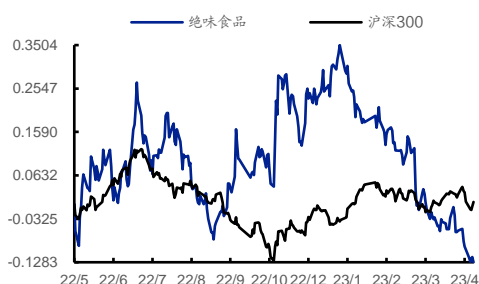


研究所  
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005  
 xueyh@ghzq.com.cn  
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006  
 liujm@ghzq.com.cn  
 联系人：秦一方 S0350121120034  
 qinyf@ghzq.com.cn

## 经营底已现，保持定力，韧性成长

# ——绝味食品（603517）2022 年报及 2023 一季报 点评

### 最近一年走势



### 相对沪深 300 表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
绝味食品	-8.4%	-26.1%	-4.8%
沪深 300	0.7%	-3.6%	2.8%

### 市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	39.75
52 周价格区间(元)	39.53-64.30
总市值(百万)	25,091.74
流通市值(百万)	24,193.07
总股本(万股)	63,123.87
流通股本(万股)	60,863.07
日均成交额(百万)	252.02
近一月换手(%)	1.24

《——绝味食品（603517）2022 年业绩预告点评：

2022 年业绩承压，2023 年弹性可期（买入）\*休闲食品\*薛玉虎，刘洁铭》——2023-01-31

《——绝味食品（603517）三季报点评：收入端降幅缩窄，成本端持续承压（买入）\*休闲食品\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-10-28

《——绝味食品（603517）半年报点评：上半年经营承压，开店进程不减，看好疫后同店恢复性增长（买入）\*食品饮料\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-09-01

### 事件：

绝味食品发布业绩公告，2022 年实现营收 66.23 亿元，同比+1.13%；归母净利润 2.33 亿元，同比-76.29%；扣非归母净利 2.57 亿元，同比-64.25%。2023 年一季度实现营收 18.24 亿元，同比+8.04%；归母净利润 1.37 亿元，同比+54.37%；扣非归母净利 1.35 亿元，同比+63.66%。

### 投资要点：

- **疫情下保持较高开店增速，成本及补贴的增加导致利润承压。**截至 2022 年末，公司大陆地区门店总数 15076 家，净增 1362 家，同比+9.93%。分品类看，2022 年鲜货类收入同比-3.03%，销量/单价同比-7%/+4.27%，单店销量同比-15.4%；包装类收入同比+56.26%，表现亮眼。全年公司实现毛利率 25.57%，同比下滑 6.11pct，主要受鸭副原材料价格上行影响。供给端，疫情下粮食、饲料等大宗商品价格上行，禽类屠宰和养殖企业不定期关停，使得养殖成本显著提升，需求端，基建和房地产企业开工面积和建设进度下降，导致鸭肉的主要消费场景需求下降，鸭农提高鸭副价格。公司销售/管理/研发/财务费用分别为 9.75%/7.77%/0.77%/0.30%，同比+1.75%/+1.39%/0.07%/+0.17pct，其中销售费用率接近五年新高，主要系疫情期间加大对经销商的补贴力度。
- **一季度费用收缩带来利润弹性，成本压力仍未缓解。**一季度成本端压力依然存在，Q1 毛利率同比-6.01pct 至 24.3%，主要系一季度鸭副价格仍在上行。费用端，Q1 销售/管理/财务/研发费用分别同比-7.22%/0.19%/0.15%/0.03pct，销售费用的显著优化带来整体费用改善，预计主要系疫情后人流客流迅速恢复，单店收入环比改善明显，经销商开店积极性提升，公司优化费用投放，减少经销商补贴力度，我们预计今年一季度新开店数量超去年同期。从单店的角度看，一季度单店同比去年接近持平，环比去年三、四季度改善明显，预计随着经济的复苏，公司单店呈现逐季改善的趋势。
- **保持定力，韧性成长。**展望 2023，公司提出“保持定力，韧性成长”的经营方针：1) 继续保持门店扩张节奏，重点布局消费复苏弹性更强的城市和地区；2) 升级营销手段，打造品牌年轻化；3) 加速品牌出海，开拓全球市场。公司发展思路清晰，在深耕鸭脖主业的同时，

《——绝味食品（603517）点评报告：开店进程不减，看好疫后同店恢复性增长（买入）\*食品加工\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-07-18

《——绝味食品（603517）年报及一季报点评：短期门店经营受损，一次性补贴费用影响盈利表现（买入）\*食品加工\*薛玉虎，刘洁铭》——2022-04-29

积极构建美食生态第二增长曲线，我们认为公司经营底部已现，在低基数背景下，人流的恢复，消费的复苏有望为公司收入端提供弹性，补贴费用的减少有望为公司利润端提供弹性，后续仍需观察原材料价格回落的时点和力度。

■ **盈利预测和投资评级：**鉴于鸭副原材料价格仍在高位，对公司今年成本端有扰动，我们下调公司盈利预测，预计 2023~2025 年 EPS 分别为 1.48 元、1.95 元和 2.31 元，对应 PE 为 27、20、17X，鉴于公司核心竞争力不变，经营已逐步改善，当前估值已具备性价比，因此维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 疫情持续时间超预期；2) 经济下行，致公司业绩恢复不及预期；3) 原材料供应价格波动影响公司毛利率和盈利能力；4) 加盟模式经营管理风险；5) 食品安全问题。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6623	7966	9462	10769
增长率（%）	1	20	19	14
归母净利润（百万元）	233	933	1231	1458
增长率（%）	-76	301	32	18
摊薄每股收益（元）	0.37	1.48	1.95	2.31
ROE（%）	3	10	12	12
P/E	160.76	26.90	20.38	17.20
P/B	5.38	2.79	2.45	2.15
P/S	5.61	3.15	2.65	2.33
EV/EBITDA	42.00	18.06	13.16	11.18

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：绝味食品盈利预测表

证券代码:	603517				股价:	39.75				投资评级:	买入				日期:	2023/04/28			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	3%	10%	12%	12%	EPS	0.38	1.48	1.95	2.31										
毛利率	26%	26%	28%	30%	BVPS	11.35	14.26	16.21	18.52										
期间费率	18%	12%	13%	14%	<b>估值</b>														
销售净利率	4%	12%	13%	14%	P/E	160.76	26.90	20.38	17.20										
<b>成长能力</b>					P/B	5.38	2.79	2.45	2.15										
收入增长率	1%	20%	19%	14%	P/S	5.61	3.15	2.65	2.33										
利润增长率	-76%	301%	32%	18%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
总资产周转率	0.75	0.72	0.74	0.77	营业收入	6623	7966	9462	10769										
应收账款周转率	57.08	59.53	49.90	59.71	营业成本	4929	5929	6778	7498										
存货周转率	9.44	6.47	9.29	7.51	营业税金及附加	47	59	70	79										
<b>偿债能力</b>					销售费用	646	486	601	754										
资产负债率	22%	19%	22%	20%	管理费用	515	502	625	732										
流动比	1.70	2.03	1.79	1.93	财务费用	20	-16	-18	-30										
速动比	1.20	1.28	1.32	1.27	其他费用/(-收入)	38	41	51	58										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	346	994	1392	1690										
现金及现金等价物	1863	2180	3034	2868	营业外净收支	21	141	84	47										
应收款项	116	134	190	180	利润总额	367	1135	1476	1737										
存货净额	702	1231	1018	1435	所得税费用	173	291	379	446										
其他流动资产	211	246	293	301	净利润	194	843	1097	1291										
<b>流动资产合计</b>	<b>2892</b>	<b>3791</b>	<b>4535</b>	<b>4784</b>	少数股东损益	-39	-90	-134	-167										
固定资产	1882	2304	2570	2817	归属于母公司净利润	233	933	1231	1458										
在建工程	489	548	624	705	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
无形资产及其他	1140	1320	1488	1644	经营活动现金流	1206	510	2041	1096										
长期股权投资	2446	3057	3564	4076	净利润	233	933	1231	1458										
<b>资产总计</b>	<b>8849</b>	<b>11020</b>	<b>12781</b>	<b>14026</b>	少数股东权益	-39	-90	-134	-167										
短期借款	360	495	642	787	折旧摊销	396	345	389	413										
应付款项	705	525	947	685	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	487	-550	626	-606										
其他流动负债	632	843	938	1009	投资活动现金流	-1026	-1467	-1308	-1376										
<b>流动负债合计</b>	<b>1697</b>	<b>1864</b>	<b>2528</b>	<b>2481</b>	资本支出	-584	-860	-810	-846										
长期借款及应付债券	50	50	50	50	长期投资	-443	-616	-512	-516										
其他长期负债	220	220	220	220	其他	1	9	14	-14										
<b>长期负债合计</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	<b>270</b>	筹资活动现金流	614	1275	122	114										
<b>负债合计</b>	<b>1967</b>	<b>2134</b>	<b>2798</b>	<b>2752</b>	债务融资	207	134	148	145										
股本	631	654	654	654	权益融资	1193	1161	0	0										
股东权益	6882	8886	9984	11275	其它	-786	-21	-26	-31										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8849</b>	<b>11020</b>	<b>12781</b>	<b>14026</b>	现金净增加额	799	317	854	-166										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

秦一方：伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、卤制品、休闲零食、保健品等板块，曾任职于方正证券。

## 【分析师承诺】

薛玉虎，刘洁铭，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。