

# 韧性成长，复苏在途

## ——绝味食品 22 年报及 23 年一季报点评

### 核心观点

- 事件：**公司发布 22 年报及 23 年一季报，22 年实现收入 66.2 亿 (+1.1%)，归母净利润 2.3 亿 (-76.3%)，其中 22Q4 实现收入 15.0 亿 (-11.7%)，归母净利润 0.1 亿 (-22.3%)；23Q1 实现收入 18.2 亿 (+8.0%)，归母净利润 1.4 亿 (+54.4%)。
- 22 年拓店稳健，23 年复苏在途。**1) 分业务看收入，公司 22 年鲜货/包装/加盟商管理/其他业务分别实现收入 54.4 亿 (-3.0%) / 2.1 亿 (+56.3%) / 0.8 亿 (+10.6%) / 7.3 亿 (+34.5%)；2) 门店角度看，公司 22 年净开店 1362 家(+9.9%)，在疫情波动下仍维持稳健开店节奏；但单店收入受外部环境影响有所承压，22 年同店恢复度为 92.54%，且预计 2 年以内新店较 2 年以上老店的经营压力更大、相应修复后弹性更高。3) 23Q1 公司收入恢复良好，同时渠道扩张按计划顺利推进，拓展策略兼顾核心铺位抢占与空白市场入驻。我们认为伴随旺季需求及场景释放，公司全年销售复苏值得期待；而中期看，公司将受益行业出清、集中度提升，形成更稳固竞争力和更高经营质量。
- 费用收敛已现，成本有望下行。**1) 22 年毛利率 25.57% (-6.11pct)，主因鸭副原料采购价年内持续走高；销售费用率 9.75% (+1.75pct)，费用投放增加因公司在疫情期间适当加大渠道支持与门店帮扶力度，但有利于品牌长期高质量发展和组织体系稳定性；管理费用率 7.77% (+1.39pct)，主因原股权激励取消，加速计提股份支付费用；归母净利率 3.51% (-11.47pct)，成本压力是全年盈利的主要压制因素。2) 23Q1 毛利率 24.30% (同比 22Q1-6.01pct，环比 22Q4+1.82pct)，销售费用率 6.79% (-7.21pct)，管理费用率 6.32% (-0.19pct)，归母净利率 7.54% (+2.3pct)，疫后环境复苏、经营常态化趋势下，公司费用占比已逐步回归，支撑盈利能力修复。3) 23 全年盈利能力改善值得期待，因一方面随着补贴支出减少，销售费用率有望明显收窄；另一方面鸭副成本价格自一季度末已有下行迹象，且鸭苗投放量逐步恢复到正常水平，未来随着毛鸭出栏、产品供需调配，以及饲养原料价格回落对养殖意愿的进一步促进，鸭副采购价格有望在下半年迎来拐点。同时在消费意愿、能力逐步回升的趋势下，公司促销折扣减少、生产效率提高、规模效应释放等或可为单位营业成本提升、毛利率增厚提供长期保障。
- 保持定力、韧性成长，出海与生态塑造新成长。**1) 展望未来，公司有望保持稳健拓店节奏，并重点布局餐饮复苏更强的地区及城市，扩大行业领先优势；同时将进一步把握机遇，从营销、产品端全面打造品牌年轻化理念，持续提升品牌势能、强化单店运营。2) 此外，由于海外华人美食市场空间广阔，疫后本地消费及旅游复苏值得期待，公司还将发挥头部企业优势，加速品牌出海、开拓全球市场，从接受度较高的东南亚华人市场入手，推进本地化产品和一地一策的发展方针，通过海外扩张增后鸭脖主业的利润空间及行业影响力。3) 主业以外，公司继续围绕卤味轻餐、特色调味等产业，发挥网聚在战略、组织、供应链、市场、数字化、资本化六个核心要素的赋能作用，有望持续构筑“产融结合，构建生态”的新增长曲线。

### 盈利预测与投资建议

- 由于年初鸭副上涨超此前预期，我们调整公司 23-25 年每股收益分别为 1.36、1.83、2.37 元（调整前 23-24 年每股收益预测为 1.68、2.02 元），根据可比公司估值法，给予 24 年 26 倍 PE 估值，对应目标价为 47.58 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 拓店进度不及预期；疫情影响消费；原料上涨超预期；上市进度及发行情况不确定引起的投资收益不及预期风险。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,549	6,623	7,867	9,121	10,873
同比增长(%)	24.1%	1.1%	18.8%	15.9%	19.2%
营业利润(百万元)	1,262	346	1,039	1,403	1,833
同比增长(%)	32.0%	-72.5%	199.9%	35.1%	30.6%
归属母公司净利润(百万元)	981	233	858	1,152	1,498
同比增长(%)	39.9%	-76.3%	269.1%	34.2%	30.0%
每股收益(元)	1.55	0.37	1.36	1.83	2.37
毛利率(%)	31.7%	25.6%	28.2%	30.8%	31.4%
净利率(%)	15.0%	3.5%	10.9%	12.6%	13.8%
净资产收益率(%)	18.4%	3.7%	11.7%	13.8%	15.5%
市盈率	24.7	104.3	28.3	21.0	16.2
市净率	4.3	3.5	3.1	2.7	2.3

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2023年05月10日)	38.42 元
目标价格	47.58 元
52 周最高价/最低价	64.3/37.92 元
总股本/流通 A 股 (万股)	63,124/60,863
A 股市值 (百万元)	24,252
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 12 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3.36	-15.22	-27.58	-13.22
相对表现	-2.56	-12.59	-24.91	-15.18
沪深 300	-0.8	-2.63	-2.67	1.96



### 证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070001

### 联系人

朱雨涵 zhuyuhan@orientsec.com.cn

### 相关报告

- 成本承压，费用收缩，盈利环比改善：—— 2022-10-31 一绝味食品三季报点评
- 激励彰显信心，柳暗花明将至：——绝味 2022-09-26 食品动态点评
- 艰难时刻已过，持续改善可期，建议逢低 2022-09-06 布局、立足长远：——绝味食品半年报点评

## 盈利预测与投资建议

### 投资建议

由于年初鸭副上涨超此前预期，我们调整公司 23-25 年每股收益分别为 1.36、1.83、2.37 元（调整前 23-24 年每股收益预测为 1.68、2.02 元），根据可比公司估值法，给予 24 年 26 倍 PE 估值，对应目标价为 47.58 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元) 2023/5/10	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
煌上煌	002695	11.78	0.06	0.30	0.47	0.60	230.75	38.64	24.98	19.71
巴比食品	605338	25.58	0.90	1.01	1.26	1.52	35.40	25.22	20.26	16.78
立高食品	300973	89.10	0.85	1.84	2.61	3.59	113.29	48.51	34.14	24.80
海天味业	603288	78.00	1.34	1.48	1.73	1.98	59.51	45.95	39.45	34.37
安井食品	603345	161.77	3.75	4.97	6.24	7.77	43.12	32.55	25.93	20.81
周黑鸭	01458	2.99	0.01	0.09	0.18	0.22	473.19	35.04	16.74	13.62
	调整后平均						111.67	38.05	26.33	20.53

数据来源：Wind，东方证券研究所

### 风险提示

- 拓店进度不及预期；疫情影响消费能力；原料价格上涨超预期；上市进度及发行情况不确定引起的投资收益不及预期风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,065	1,863	1,702	1,973	2,352	营业收入	6,549	6,623	7,867	9,121	10,873
应收票据及应收账款	155	116	126	146	175	营业成本	4,474	4,929	5,648	6,313	7,454
预付账款	91	116	139	161	192	营业税金及附加	51	47	59	68	82
存货	854	702	1,087	1,215	1,435	营业费用	524	646	659	736	794
其他	103	95	183	197	217	管理费用及研发费用	455	552	553	615	711
<b>流动资产合计</b>	<b>2,267</b>	<b>2,892</b>	<b>3,237</b>	<b>3,693</b>	<b>4,370</b>	财务费用	9	20	28	49	63
长期股权投资	2,120	2,446	2,936	3,523	4,227	资产、信用减值损失	10	5	6	1	1
固定资产	1,807	1,882	2,323	2,774	3,200	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	281	489	585	643	700	投资净收益	224	(94)	110	50	50
无形资产	249	321	302	283	265	其他	12	17	15	15	15
其他	676	818	682	640	611	<b>营业利润</b>	<b>1,262</b>	<b>346</b>	<b>1,039</b>	<b>1,403</b>	<b>1,833</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,134</b>	<b>5,957</b>	<b>6,828</b>	<b>7,863</b>	<b>9,003</b>	营业外收入	45	24	33	33	33
<b>资产总计</b>	<b>7,401</b>	<b>8,849</b>	<b>10,066</b>	<b>11,556</b>	<b>13,373</b>	营业外支出	5	3	8	8	8
短期借款	203	360	797	1,103	1,342	<b>利润总额</b>	<b>1,302</b>	<b>367</b>	<b>1,064</b>	<b>1,429</b>	<b>1,858</b>
应付票据及应付账款	473	705	701	783	924	所得税	334	173	266	357	464
其他	774	632	654	684	726	<b>净利润</b>	<b>967</b>	<b>194</b>	<b>798</b>	<b>1,072</b>	<b>1,393</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,450</b>	<b>1,697</b>	<b>2,151</b>	<b>2,570</b>	<b>2,993</b>	少数股东损益	(14)	(39)	(60)	(81)	(105)
长期借款	0	50	50	50	50	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>981</b>	<b>233</b>	<b>858</b>	<b>1,152</b>	<b>1,498</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.55	0.37	1.36	1.83	2.37
其他	234	220	204	204	204						
<b>非流动负债合计</b>	<b>234</b>	<b>270</b>	<b>254</b>	<b>254</b>	<b>254</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,685</b>	<b>1,967</b>	<b>2,405</b>	<b>2,824</b>	<b>3,247</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	14	(24)	(85)	(165)	(270)	成长能力					
股本	615	631	631	631	631	营业收入	24.1%	1.1%	18.8%	15.9%	19.2%
资本公积	1,643	2,919	2,919	2,919	2,919	营业利润	32.0%	-72.5%	199.9%	35.1%	30.6%
留存收益	3,450	3,336	4,195	5,347	6,845	归属于母公司净利润	39.9%	-76.3%	269.1%	34.2%	30.0%
其他	(5)	20	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>5,717</b>	<b>6,882</b>	<b>7,660</b>	<b>8,732</b>	<b>10,125</b>	毛利率	31.7%	25.6%	28.2%	30.8%	31.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,401</b>	<b>8,849</b>	<b>10,066</b>	<b>11,556</b>	<b>13,373</b>	净利率	15.0%	3.5%	10.9%	12.6%	13.8%
						ROE	18.4%	3.7%	11.7%	13.8%	15.5%
						ROIC	17.1%	2.9%	10.0%	11.8%	13.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	22.8%	22.2%	23.9%	24.4%	24.3%
净利润	967	194	798	1,072	1,393	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	164	207	206	247	277	流动比率	1.56	1.70	1.51	1.44	1.46
财务费用	9	20	28	49	63	速动比率	0.97	1.29	1.00	0.96	0.98
投资损失	(224)	94	(110)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	198	232	(380)	(72)	(115)	应收账款周转率	68.3	48.9	64.3	65.6	66.4
其它	(28)	458	65	1	1	存货周转率	5.2	6.3	6.3	5.5	5.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,086</b>	<b>1,206</b>	<b>608</b>	<b>1,247</b>	<b>1,570</b>	总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(605)	(527)	(682)	(694)	(712)	每股指标(元)					
长期投资	(562)	(326)	(493)	(588)	(705)	每股收益	1.55	0.37	1.36	1.83	2.37
其他	109	(173)	50	50	50	每股经营现金流	1.77	1.91	0.96	1.98	2.49
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,058)</b>	<b>(1,026)</b>	<b>(1,125)</b>	<b>(1,232)</b>	<b>(1,367)</b>	每股净资产	9.03	10.94	12.27	14.10	16.47
债权融资	97	82	(53)	0	0	估值比率					
股权融资	62	1,293	0	0	0	市盈率	24.7	104.3	28.3	21.0	16.2
其他	(202)	(760)	409	257	176	市净率	4.3	3.5	3.1	2.7	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(43)</b>	<b>614</b>	<b>355</b>	<b>257</b>	<b>176</b>	EV/EBITDA	16.3	40.9	18.4	13.8	10.8
汇率变动影响	(3)	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.4	63.9	22.0	16.1	12.4
<b>现金净增加额</b>	<b>(18)</b>	<b>799</b>	<b>(161)</b>	<b>271</b>	<b>379</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。