

22 年难关已过，经营修复可期

2023 年 05 月 07 日

➤ **事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。22 年度实现营收/归母净利润 66.23/2.33 亿元，同比+1.13%/-76.29%；其中 Q4 营收/归母净利润 15.03/0.13 亿元，同比-11.7%/-22.27%。23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利 18.24/1.37/1.35 亿元，同比+8.04%/+54.37%/+63.66%。

➤ **22 年单店表现承压，门店拓展积极。**分业务看，2022 年鲜货类/包装类/加盟商管理/其他业务实现收入 54.4/2.1/0.7/7.3 亿元，同比变动 -3%/56%/11%/34%，主业鲜货类销售受疫情影响较大，主要消费场景人流量大幅下滑，公司营收下降；同时公司子公司绝配供应链受益于疫情的市场格局优化，带动其他业务实现稳健增长。同时，得益于公司疫情期间对加盟商的各类补贴扶持，公司门店疫情期间逆势扩张，截至 2022 年，中国大陆地区门店总数 15,076 家（不含港澳台及海外市场），全年净增长 1362 家，市场占有率和营收均保持稳定增长。

➤ **原材料成本压力带来盈利水平下滑，23 年利润修复可期。**公司 22 年及 23Q1 毛利率分别为 25.57%/24.3%，同比-6.11/-6.01pcts，均处于低位，主因原材料成本增加；23Q1 销售费用率 6.79%，同比-7.22pct，主要系广告宣传费用及市场补贴减少；管理费用率 6.32%，同比-0.19pct；归母净利率 7.54%，同比+2.26pct。消费复苏趋势下，我们预计 23 年单店将逐渐恢复，对加盟商的补贴也将逐渐减少，全年销售费用率有望得以下降。

➤ **大力布局泛卤味赛道，供应链建设构筑行业护城河。**公司通过控股廖记、参股卤江南、合资东北阿满等公司在泛卤味赛道布局，探索第二增长曲线。随着卤味市场的进一步扩张和消费者需求的增长，公司构筑的品牌矩阵将为公司带来可观的增量收益。此外，公司坚持推进供应链建设，包括上游投资原材料供应商、完善生产布局，建设多个工厂扩充产能、发展“绝配”物流等。完善的供应链布局除了提升规模效应、构筑行业壁垒外也成为公司对外投资与合作的优势之一，助力公司成为泛卤味赛道领导品牌。在超级供应链+品牌矩阵的双重推动下，公司未来业绩增速向好。

➤ **投资建议：**随着门店扩张、单店修复以及成本费用下降，公司 23 年业绩有望高速增长，对泛卤味赛道的布局也彰显了公司的长期优势。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 80/93/107 亿元，同比增长 21%/16%/15%，归母净利润分别为 8.3/11.0/12.9 亿元，同比增长 257%/33%/18%，当前股价对应 PE 分别为 30/23/19 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格波动；门店拓展不及预期；食品安全风险。

推荐

维持评级

当前价格：

39.33 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 绝味食品 (603517.SH) 事件点评：定增顺利落地，助力产能扩张-2022/12/29
2. 绝味食品 (603517.SH) 2022 年三季报点评：经营短期承压，看好疫后业绩弹性-2022/10/31
3. 绝味食品 (603517.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：21 年收入稳健增长，市场费用投放压制短期利润-2022/04/28
4. 绝味食品 (603517) 2021 年三季报点评：主业收入稳健增长，权益类投资收益提高利润-2021/11/01
5. 绝味食品 (603517) 2021 年半年报点评：21H1 业绩高增，低基数及费效提高是主因-2021/08/30

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6623	8017	9308	10700
增长率 (%)	1.1	21.0	16.1	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	233	829	1101	1294
增长率 (%)	-76.3	256.6	32.7	17.5
每股收益 (元)	0.37	1.31	1.74	2.05
PE	107	30	23	19
PB	3.6	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6623	8017	9308	10700
营业成本	4929	5806	6577	7640
营业税金及附加	47	60	65	74
销售费用	646	561	652	642
管理费用	515	521	596	674
研发费用	38	48	56	64
EBIT	462	1031	1378	1621
财务费用	20	-1	-3	-5
资产减值损失	0	-10	-10	-12
投资收益	-94	80	93	107
营业利润	346	1102	1463	1719
营业外收支	21	0	0	0
利润总额	367	1102	1463	1719
所得税	173	281	373	438
净利润	194	821	1090	1281
归属于母公司净利润	233	829	1101	1294
EBITDA	857	1480	2016	2257

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1863	1840	2093	2288
应收账款及票据	116	157	168	201
预付款项	116	127	149	170
存货	702	957	1006	1214
其他流动资产	95	127	138	152
流动资产合计	2892	3208	3554	4026
长期股权投资	2446	2727	3020	3327
固定资产	1882	2352	2784	3211
无形资产	321	321	320	320
非流动资产合计	5957	6701	7254	8112
资产合计	8849	9909	10808	12138
短期借款	360	360	360	360
应付账款及票据	705	722	880	986
其他流动负债	632	863	898	1089
流动负债合计	1697	1945	2138	2436
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	220	275	187	333
非流动负债合计	270	326	237	383
负债合计	1967	2271	2376	2818
股本	631	631	631	631
少数股东权益	-24	-33	-44	-56
股东权益合计	6882	7638	8432	9320
负债和股东权益合计	8849	9909	10808	12138

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.13	21.05	16.11	14.96
EBIT 增长率	-55.91	123.41	33.64	17.63
净利润增长率	-76.29	256.59	32.74	17.54
盈利能力 (%)				
毛利率	25.57	27.58	29.34	28.60
净利润率	3.51	10.34	11.83	12.09
总资产收益率 ROA	2.63	8.37	10.18	10.66
净资产收益率 ROE	3.37	10.81	12.99	13.80
偿债能力				
流动比率	1.70	1.65	1.66	1.65
速动比率	1.20	1.07	1.10	1.07
现金比率	1.10	0.95	0.98	0.94
资产负债率 (%)	22.23	22.92	21.98	23.22
经营效率				
应收账款周转天数	6.39	7.51	6.95	7.23
存货周转天数	51.95	60.79	56.37	58.58
总资产周转率	0.82	0.85	0.90	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	1.31	1.74	2.05
每股净资产	10.94	12.15	13.43	14.85
每股经营现金流	1.91	1.78	2.76	2.89
每股股利	0.18	0.47	0.62	0.73
估值分析				
PE	107	30	23	19
PB	3.6	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	27.59	15.99	11.58	10.33
股息收益率 (%)	0.46	1.19	1.58	1.86

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	194	821	1090	1281
折旧和摊销	396	449	638	637
营运资金变动	487	-115	65	-33
经营活动现金流	1206	1121	1739	1822
资本开支	-584	-628	-665	-766
投资	-443	-250	-250	-250
投资活动现金流	-1026	-883	-915	-1016
股权募资	1193	0	0	0
债务募资	207	6	16	30
筹资活动现金流	614	-262	-572	-611
现金净流量	799	-23	253	195

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026