

2023年05月03日
绝味食品(603517.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

休闲食品

投资评级

买入-A**维持评级**

12个月目标价

52元

股价(2023-04-28)

39.75元

交易数据

总市值(百万元) 25,091.74

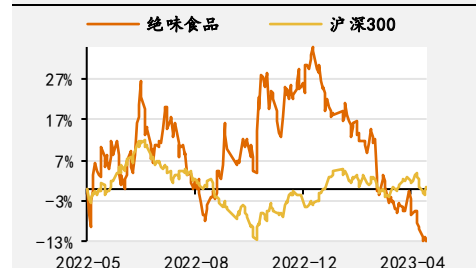
流通市值(百万元) 24,193.07

总股本(百万股) 631.24

流通股本(百万股) 608.63

12个月价格区间 39.75/61.58元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.1	-22.5	-8.7
绝对收益	-8.4	-26.1	-5.9

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

邢乐涵

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523010001

xinglh@essence.com.cn

相关报告

成本压力仍大，盈利能力环比改善 2022-10-27

2022年承压，2023年基本面修复

事件：公司发布2022年报与2023年一季报，22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%；扣非归母净利润2.57亿元，同比-64.25%。23Q1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%；扣非归母净利润1.35亿元，同比+63.66%。

疫情影响生产与营业，消费复苏后经营恢复。分产品看，22年受疫情防控影响，工厂生产和门店营收仅有微增。22年鲜货类产品收入54.37亿元，同比-3.03%。其中禽类制品/畜类制品/蔬菜制品/其他产品收入分别为42.04/0.22/6.44/5.67亿元，分别同比-2.92%/-69.22%/+5.03%/-4.36%。截至22年底，公司在大陆地区共有门店15076家，净增1362家。23Q1受疫情放开红利，消费复苏，线下门店经营有所恢复，营收同比+8.04%。

成本、费用高企导致利润承压，减费增效后盈利能力恢复。公司22年营业成本为49.29亿元，同比+10.18%，实现毛利率25.57%，同比-6.11pct，其中Q4毛利率22.48%；23Q1营业成本为13.81亿元，同比+17.35%，毛利率24.30%，同比-6.01pct，主要系鸭副产品价格处于高位，成本压力较大。22年公司销售费用率/管理费用率为9.75%/7.77%，同比+1.75%/+1.39pct，销售费用率增加主要系公司加大了加盟商支持力度，给予部分加盟商针对性补贴。受费用、成本压力，归母净利率承压，同比-11.47pct至3.51%，23Q1减少了补贴力度，销售费用率同比-7.22pct至6.79%，归母净利率因此改善，同比+2.26pct至7.54%。

投资建议：22年公司受疫情封控及成本压力影响，营收、利润承压，疫情放开后消费场景复苏，业绩修复较好。公司在业绩交流会上表示，23Q1单店营收恢复在95-96%，4月份预计恢复到接近19年的水平。疫情期间主要在三、四线城市开店，疫情放开后，将抢占一、二线城市市场，预计单店营收将进一步恢复增长。在费用端，疫情期间为了加盟商生存，因此加大了费用补贴，预计23年以后将恢复至疫情前水平。美食生态圈方面，将形成“超级供应链+多品牌矩阵”的逻辑，通过供应链优势形成行业壁垒和较深护城河。继续维持买入-A评级，预计公司2023-2025年的每股收益为1.31/1.64/1.95元，目标价52元，相当于2024年32X PE。

风险提示：成本波动风险、疫情反复、加密开店或影响同店收入。

(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入	6,549	6,623	7,738	9,164	10,898
净利润	981	233	825	1,037	1,233
每股收益(元)	1.55	0.37	1.31	1.64	1.95
每股净资产(元)	9.3	11.2	11.6	12.4	13.4

盈利和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	25.6	107.9	30.4	24.2	20.4
市净率(倍)	4.4	3.6	3.4	3.1	2.9
净利润率	14.98%	3.51%	10.66%	11.31%	11.31%
净资产收益率	17%	3%	11%	13%	14%
股息收益率	1%	0%	1%	2%	2%
ROIC	26%	5%	16%	18%	21%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,548.6	6,622.8	7,738.0	9,163.8	10,898.4	成长性					
减:营业成本	4,474.2	4,929.4	5,751.5	6,784.0	8,121.6	营业收入增长率	24.1%	1.1%	16.8%	18.4%	18.9%
营业税费	50.9	47.3	61.9	69.6	82.8	营业利润增长率	32.0%	-72.5%	185.1%	24.1%	16.5%
销售费用	524.0	645.9	618.1	696.0	786.0	净利润增长率	39.9%	-76.3%	254.7%	25.7%	18.9%
管理费用	417.6	514.5	485.4	561.6	652.2	EBITDA 增长率	28.0%	-63.6%	129.5%	22.1%	15.4%
研发费用	37.5	37.9	23.2	18.3	21.8	EBIT 增长率	28.5%	-72.1%	181.3%	23.8%	16.2%
财务费用	8.8	20.0	7.0	5.2	2.8	NOPLAT 增长率	39.7%	-79.5%	285.6%	23.8%	16.2%
资产减值损失	-0.1	-	3.0	3.0	3.0	投资资本增长率	17.3%	10.8%	8.4%	-0.2%	7.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	14.6%	20.4%	6.1%	7.3%	7.7%
营业利润	1,261.7	346.5	987.7	1,226.0	1,428.2	利润率					
加:营业外净收支	39.8	20.8	35.0	35.0	35.0	毛利率	31.7%	25.6%	25.7%	26.0%	25.5%
利润总额	1,301.5	367.3	1,022.7	1,261.0	1,463.2	营业利润率	19.3%	5.2%	12.8%	13.4%	13.1%
减:所得税	334.3	173.4	255.7	315.3	365.8	净利润率	15.0%	3.5%	10.7%	11.3%	11.3%
净利润	980.9	232.5	824.9	1,036.8	1,233.0	EBITDA/营业收入	21.6%	7.8%	15.3%	15.8%	15.3%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	87	100	91	82	71
货币资金	1,064.7	1,863.4	2,177.2	2,578.3	3,066.4	流动营业资本周转天数	8	-3	-2	0	2
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	123	140	154	153	153
应收帐款	222.4	178.8	289.9	265.2	395.0	应收帐款周转天数	9	11	11	11	11
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	47	42	42	42	42
预付帐款	91.0	115.8	125.5	159.1	181.6	总资产周转天数	366	442	433	392	358
存货	853.5	701.6	1,112.9	1,027.4	1,534.9	投资资本周转天数	218	245	230	202	176
其他流动资产	35.6	32.2	32.2	32.2	32.2	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	17.2%	3.4%	11.2%	13.0%	14.1%
长期股权投资	2,120.1	2,446.4	2,546.4	2,646.4	2,746.4	ROA	13.1%	2.2%	7.9%	9.3%	9.6%
投资性房地产	13.2	12.7	12.7	12.7	12.7	ROIC	25.9%	4.5%	15.7%	18.0%	20.9%
固定资产	1,807.5	1,882.3	2,044.7	2,141.3	2,187.5	费用率					
在建工程	281.3	489.0	353.4	290.0	246.0	销售费用率	8.0%	9.8%	8.0%	7.6%	7.2%
无形资产	249.3	321.3	335.3	348.0	359.3	管理费用率	6.4%	7.8%	6.3%	6.1%	6.0%
其他非流动资产	662.7	805.7	727.5	694.7	694.7	研发费用率	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%
资产总额	7,401.4	8,849.3	9,757.6	10,195.4	11,456.8	财务费用率	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.0%
应付帐款	842.6	848.6	1,124.6	1,202.8	1,583.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	22.8%	22.2%	25.2%	23.2%	26.4%
其他流动负债	404.7	488.3	435.3	460.1	461.4	负债权益比	29.5%	28.6%	33.7%	30.2%	35.8%
长期借款	-	50.2	-	-	-	流动比率	1.56	1.70	1.67	1.89	1.86
其他非流动负债	234.4	220.0	220.0	220.0	220.0	速动比率	0.97	1.29	1.17	1.41	1.31
负债总额	1,684.8	1,967.4	2,458.4	2,365.1	3,022.4	利息保障倍数	143.76	17.68	141.68	235.03	517.39
少数股东权益	14.2	-24.5	-82.3	-173.3	-309.0	分红指标					
股本	614.6	631.2	631.2	631.2	631.2	DPS(元)	0.55	-	0.52	0.66	0.78
留存收益	5,335.0	6,255.4	6,750.3	7,372.4	8,112.2	分红比率	35.7%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	5,716.5	6,881.9	7,299.3	7,830.3	8,434.5	股息收益率	1.4%	0.0%	1.3%	1.7%	2.0%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.55	0.37	1.31	1.64	1.95
净利润	967.2	193.9	824.9	1,036.8	1,233.0	BVPS(元)	9.03	10.94	11.69	12.68	13.85
加:折旧和摊销	175.4	227.9	189.2	214.0	236.5	PE(X)	25.6	107.9	30.4	24.2	20.4
资产减值准备	0.1	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.6	3.4	3.1	2.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	40.8	2,990.5	39.0	28.7	22.5
财务费用	15.6	29.8	7.0	5.2	2.8	P/S	3.8	3.8	3.2	2.7	2.3
投资损失	-223.7	94.2	-200.0	-200.0	-200.0	EV/EBITDA	28.6	70.5	19.3	15.4	13.1
少数股东损益	-13.7	-38.6	-57.8	-91.0	-135.6	CAGR(%)	-8.4%	60.5%	3.5%	-0.7%	78.2%
营运资金的变动	-209.9	324.5	-177.6	187.4	-278.9	PEG	-3.0	1.8	8.8	-32.5	0.3
经营活动产生现金流量	1,086.0	1,205.7	585.7	1,152.4	857.7	ROIC/WACC	3.4	0.6	2.0	2.3	2.7
投资活动产生现金流量	-1,057.9	-1,025.6	-130.0	-160.0	-150.0	REP	2.8	13.1	2.2	1.9	1.5
融资活动产生现金流量	-42.8	614.3	-141.9	-591.3	-219.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（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。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034