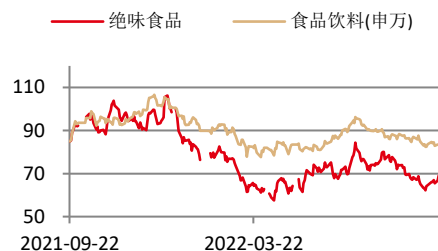


股票投资评级

推荐|维持

个股表现



资料来源：wind，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	75.74
52 周内低	38.68
总市值(亿元)	289.1
流通市值(亿元)	289.1
总股本(亿股)	6.09
A 股(亿股)	6.09
—已流通(亿股)	6.09
—限售股(亿股)	0.00

研究所

分析师：蔡雪昱

SAC 登记编号：S1340522070001

Email：caixueyu@cnpsec.com

联系人：杨逸文

SAC 登记编号：S1340122090011

Email：yangyiwen@cnpsec.com

绝味食品跟踪点评（603517.SH）：

经营拐点已至，厚积薄发，静待花开

● 事件

截至二季度末，公司实现营收 33.36 亿元，同比增长 6.11%，营收增速放缓、盈利能力下滑主要受到疫情及大宗涨价影响所致。近期线下实体消费情况呈现出复苏态势，我们对绝味最新情况进行跟踪，认为公司门店情况逐季改善趋势得到确认，在休闲卤制品行业中更具经营韧性，品牌市占率将稳步提升。

● 核心观点：

三季度以来门店情况环比改善趋势明显，新开店策略所积攒的弹性势能将在后期集中体现。7-8 月为暑期消费季节，叠加整体疫情防控措施进一步放松，门店表现继今年 4 月以来延续了环比改善的趋势，9 月即便在四川、广东等省市仍有点状疫情爆发，从门店经营角度来看，受影响门店数、同店收入波动幅度均弱于上半年，整体来看 Q3 增速将比 Q2 环比提升。公司在 21 年 11 月进行开店策略调整，在预期疫情反复、管控持续的阶段中，新开店将以社区、沿街、下沉市场为主（21 年沿街+社区门店数比重为 59%，预计 22 年将超 60%），主要系以上点位受疫情影响较小，单店收入仅有个位数浮动下滑。值得期待的是，待疫情对线下消费的负面作用进一步减弱，弱影响门店筑基+势能门店高弹性修复将在业绩上有较好反应。

上半年净增 1207 家门店，全年开店数将贴近开店目标上限（1500 家）。公司开店战略仍将以加盟商拓店为主，辅以星火燎原和海纳百川计划，分别针对下沉市场进行饱和开店和聚焦地区性休闲卤味品牌收购并购。目前星火燎原自 6 月底正式开店以来门店数约为 100 家，将有效平衡三到五线城市远距离运输物流成本。海纳百川在上半年实施有 100-200 家区域品牌翻牌，后续计划进展将视市场情况而定，该项计划对于绝味品牌的意义在于：1）锻炼公司在主业内多品牌运作能力；2）可极大提升公司地区工厂产能利用率，降低相关制造成本。

短期原材料成本压力尤在，加盟商补贴政策明确缩减，提价+费控将显著提升盈利能力。针对年初以来的大宗涨价，公司在今年共进行了两轮提价（1 月初和 7 月初分别对零售价格进行调整），叠加从 21Q4 至 22Q1 对加盟商进行特殊性补贴，一方面将加盟商投资回报期缩短至疫情前水平（约在 12-18 月正常区间），另一方面中和养殖饲料成本

上升导致的鸭副等原料价格上涨，随着生产端制造成本优化和零售端产品结构调整，下半年毛利率将得到明显提振。费用端上大额补贴政策已在 Q2 缩减，预计全年销售费用率将下滑至 8%-11% 浮动（22H1 为 11.87%），盈利水平将在上半年低点明显反弹。

公司加大餐桌卤味赛道投资力度，加速打造美食生态圈和供应链产业。第一增长曲线继续深耕鸭脖主业高速发展，未来开店天花板在 3 万家（对应市占率 30%），距离目前开店数仍有较大拓店空间。第二增长曲线将围绕卤味产业进行资本布局，上半年公司通过网聚加大对廖记、卤江南等餐桌卤味品牌的投资力度，全面提升公司在泛卤味赛道的领头和协同作用。

● 盈利预测与投资建议

从最新公司跟踪情况来看，4 月以来门店营收环比改善趋势明朗，下半年成本端压力将得到缓解。疫情以来公司秉承风险共担的经营思路缓解加盟商压力，不断加深与老加盟商的粘性、提升门店经营可持续性，长期来看，鸭脖主业与产业投资结合进一步稳定公司行业内龙头地位，因此维持公司 2022-24 年收入预测分别为 72.66/86.52/100.67 亿元，对应增速分别为 10.95%/19.08%/16.36%，维持净利润预测分别为 6.95/10.1/13.14 亿元，对应增速-29.13%/45.25%/30.16%，给予 23 年 40 倍 PE 估值，对应目标价 66.4 元，“推荐”评级。

● 风险提示

疫情反复导致餐饮需求疲软；原材料价格波动风险；食品安全等风险

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入：百万元	6549	7266	8652	10067
同比增速%	24.12%	10.95%	19.08%	16.36%
归属于母公司净利润：百万元	981	695	1010	1314
同比增速%	39.86%	-29.13%	45.25%	30.16%
EPS 元/股	1.61	1.14	1.66	2.16
PE	28.1	39.6	27.3	21.0

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 9 月 19 日收盘价

公司财务预测

资产负债表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1082	1065	1046	1618	2353
应收账款+票据	37	155	79	94	109
预付账款	113	91	132	157	183
存货	857	854	1061	1246	1435
其他	111	103	132	157	183
流动资产合计	2201	2267	2449	3271	4263
长期股权投资	1558	2120	2072	2024	1977
固定资产	1345	2092	2066	2126	2267
在建工程	307	281	368	354	241
无形资产	213	249	241	233	224
其他非流动资产	298	391	354	318	316
非流动资产合计	3721	5134	5102	5055	5024
资产总计	5922	7401	7551	8327	9288
短期借款	35	203	0	0	0
应付账款+票据	432	473	538	632	728
其他	436	774	686	808	933
流动负债合计	904	1450	1224	1440	1661
长期带息负债	0	171	137	103	69
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	28	63	63	63	63
非流动负债合计	28	234	200	166	132
负债合计	932	1685	1425	1606	1793
少数股东权益	26	14	5	(8)	(26)
股本	609	615	615	615	615
资本公积	1587	1885	1885	1885	1885
留存收益	2769	3202	3621	4229	5020
股东权益合计	4990	5717	6126	6721	7495
负债和股东权益	1082	1065	1046	1618	2353

现金流量表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	692	967	686	997	1297
折旧摊销	154	175	185	198	183
财务费用	-8	9	8	1	-3
存货减少	-189	4	-207	-185	-190
营运资金变动	-57	-46	-224	-35	-36
其它	323	-140	177	155	160
经营活动现金流	916	969	625	1131	1412
资本支出	-361	-591	-200	-200	-200
长期投资	-537	-468	0	0	0
其他	-33	2	78	78	78
投资活动现金流	-932	-1058	-122	-122	-122
债权融资	-145	339	-237	-34	-34
股权融资	0	6	0	0	0
其他	-358	-388	-285	-403	-520
筹资活动现金流	-503	-43	-522	-437	-554
现金净增加额	-520	-135	-19	572	736

利润表

单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5276	6549	7266	8652	10067
营业成本	3510	4474	5044	5925	6827
税金及附加	40	51	56	67	78
营业费用	322	524	763	779	805
管理费用	343	455	545	606	675
财务费用	-8	9	8	1	-3
资产减值损失	-26	0	-12	-14	-17
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	-101	224	57	57	57
其他	12	2	4	3	2
营业利润	956	1262	899	1320	1728
营业外净收益	15	40	33	33	33
利润总额	971	1302	931	1353	1761
所得税	279	334	245	356	464
净利润	692	967	686	997	1297
少数股东损益	-9	-14	-9	-13	-17
归属于母公司净	701	981	695	1010	1314

财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	2.01%	24.12%	10.95%	19.08%	16.36%
EBIT	-10.52%	36.10%	-28.29%	44.11%	29.84%
EBITDA	-7.34%	32.99%	-24.31%	38.06%	25.06%
归母净利润	-12.46%	39.86%	-29.13%	45.25%	30.16%
获利能力					
毛利率	33.48%	31.68%	30.58%	31.52%	32.19%
净利率	13.12%	14.77%	9.44%	11.52%	12.88%
ROE	14.13%	17.20%	11.36%	15.01%	17.48%
ROIC	18.51%	21.15%	12.19%	16.94%	21.64%
偿债能力					
资产负债	15.74%	22.76%	18.87%	19.29%	19.30%
流动比率	2.4	1.6	2.0	2.3	2.6
速动比率	1.3	0.9	1.0	1.3	1.6
营运能力					
应收账款周转率	142.3	42.4	92.1	92.1	92.1
存货周转率	4.1	5.2	4.8	4.8	4.8
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1
每股指标(元)					
每股收益	1.2	1.6	1.1	1.7	2.2
每股经营现金流	1.5	1.6	1.0	1.9	2.3
每股净资产	8.2	9.4	10.1	11.1	12.4
估值比率					
市盈率	39.3	28.1	39.6	27.3	21.0
市净率	5.5	4.8	4.5	4.1	3.7
EV/EBITDA	41.8	28.1	24.2	17.2	13.4
EV/EBIT	48.5	31.9	28.9	19.7	14.8

资料来源:公司公告, Wind, 中邮证券研究所预测

注:股价为2022年9月19日收盘价

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。