

## 让利下游共度时艰，饱和开店加速整合 买入（维持）

2020年04月29日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001  
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 宗旭豪

zongxh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,172	5,963	6,919	7,946
同比（%）	18.4%	15.3%	16.0%	14.8%
归母净利润（百万元）	801	941	1,153	1,365
同比（%）	25.1%	17.4%	22.5%	18.4%
每股收益（元/股）	1.32	1.55	1.89	2.24
P/E（倍）	41.02	34.94	28.52	24.08

### 事件：

公司发布 2020 年一季报，20Q1 实现营收 10.66 亿元（-7.59%），归母净利润 0.63 亿元（-65.27%），扣非净利 0.71 亿元（-60.67%）。

### 投资要点

■ **收入恢复具备弹性。**20Q1 实现营收 10.66 亿元（-7.59%）。1) **分产品看**，禽类/畜类/蔬菜/其他鲜货分别实现收入 8.16/0.08/1.04/0.89 亿元，同比增长-9.7/+122.4/-8.1/+0.9%。2) **分业务看**，加盟商管理收入同比下滑 29%，主要是 2 月份受疫情影响较大，开店节奏放缓，因此公司加大加盟商新开店补贴，给到装修费和加盟费优惠支持，3 月开店加速有效弥补 2 月缺口。3) **分地区看**，华东/华中/华南/西南/华北/西北收入分别同比减少-17.9/-4.7/-2.6/-4.9/-1.7/-0.2%。

■ **让利加盟商，大力开店显真章。**20Q1 毛利率 29.7%，同比下滑 3.6pct，主要是 1) 1 月 23 日前后强制销毁部分产品保证食品安全，并给到门店约 8 折的折扣补贴；2) 疫情发生后，公司加大对加盟商补贴力度，2-3 月进货享有货折；3) 直营高势能店（机场、高铁店）在疫情期间关停时间较长。20Q1 销售费用率 11.3%，同比增长 4pct，主要是运输费与租赁费增加以及疫情期间对加盟商的推广营销补贴。20Q1 管理费用率（含研发）6.3%，同比增长 0.8pct，公司加大研发创新力度，目前 CSC 系统已全面铺开，绝味云建设投入使用，业务实现信息化系统全覆盖。此外，公司向武汉慈善总会捐款 1000 万元，影响营业外支出。综上 20Q1 实现净利率 5.8%（-9.8pct），归母净利润 0.63 亿元（-65.27%）。

■ **疫情催化行业整合，成本回落值得期待。**公司营销策略已从“跑马圈地，饱和开店”逐步升级为“深度覆盖，渠道精耕”，复合式饱和开店策略下，重新深化商圈布局。此次疫情期间，夫妻老婆店抗压能力差导致产能出清，龙头则加速门店挖掘、跑马圈地重新定义行业。目前卤制品行业中 80% 为夫妻老婆店，绝味低启动资金、短投资回收期、强连锁品牌的优势，或将助推行业连锁整合加速。疫情期间公司逆势开店，加大补贴力度，抢占新空出的核心地段商铺，预计 Q2 加速开店趋势不减。成本端，预计伴随后续鸭副成本回落，公司将适时调整库存，毛利率预计有所改善。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年公司净利增速+17/23/18%，对应 EPS 分别为 1.55/1.89/2.24 元，PE 为 35/29/24X，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**成本波动风险，疫情风险，市场竞争加剧，加盟管理风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	54.00
一年最低/最高价	29.57/55.55
市净率(倍)	7.10
流通 A 股市值(百万元)	32866.06

### 基础数据

每股净资产(元)	7.61
资产负债率(%)	14.58
总股本(百万股)	608.63
流通 A 股(百万股)	608.63

### 相关研究

1、《绝味食品 (603517)：锐意进取稳增长，期待战略新启航》2020-04-22

2、《绝味食品 (603517)：收入保持高增，盈利能力持续验证》2019-10-24

3、《绝味食品 (603517)：业绩超预期，开店进程加快》2019-08-28

绝味食品三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,471</b>	<b>2,517</b>	<b>2,761</b>	<b>3,173</b>	<b>营业收入</b>	<b>5,172</b>	<b>5,963</b>	<b>6,919</b>	<b>7,946</b>
现金	1,602	1,543	1,686	1,980	减:营业成本	3,416	3,936	4,524	5,163
应收账款	10	7	13	10	营业税金及附加	41	42	48	56
存货	669	601	813	752	营业费用	422	495	547	608
其他流动资产	190	366	250	431	管理费用	294	340	387	445
<b>非流动资产</b>	<b>2,992</b>	<b>3,631</b>	<b>4,255</b>	<b>4,871</b>	财务费用	26	1	-23	-15
长期股权投资	1,122	1,568	2,019	2,471	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	1,144	1,354	1,504	1,669	加:投资净收益	49	52	56	56
在建工程	232	227	226	220	其他收益	0	0	0	0
无形资产	197	215	216	220	<b>营业利润</b>	<b>1,006</b>	<b>1,202</b>	<b>1,492</b>	<b>1,746</b>
其他非流动资产	296	267	290	291	加:营业外净收支	44	20	24	26
<b>资产总计</b>	<b>5,463</b>	<b>6,148</b>	<b>7,016</b>	<b>8,044</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,050</b>	<b>1,222</b>	<b>1,516</b>	<b>1,772</b>
<b>流动负债</b>	<b>881</b>	<b>960</b>	<b>988</b>	<b>989</b>	减:所得税费用	259	293	379	425
短期借款	180	240	150	120	少数股东损益	-10	-12	-15	-18
应付账款	311	309	403	409	<b>归属母公司净利润</b>	<b>801</b>	<b>941</b>	<b>1,153</b>	<b>1,365</b>
其他流动负债	390	411	435	460	EBIT	1,013	1,187	1,479	1,726
<b>非流动负债</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	EBITDA	1,142	1,322	1,636	1,878
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	17	17	17	17	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>897</b>	<b>977</b>	<b>1,004</b>	<b>1,006</b>	每股收益(元)	1.32	1.55	1.89	2.24
少数股东权益	-2	-14	-30	-48	每股净资产(元)	7.50	8.52	9.93	11.64
					发行在外股份(百万 股)	609	609	609	609
归属母公司股东权益	4,567	5,185	6,041	7,086	ROIC(%)	16.0%	16.6%	17.9%	18.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,463</b>	<b>6,148</b>	<b>7,016</b>	<b>8,044</b>	ROE(%)	17.3%	18.0%	18.9%	19.1%
					毛利率(%)	33.9%	34.0%	34.6%	35.0%
					销售净利率(%)	15.5%	15.8%	16.7%	17.2%
					资产负债率(%)	16.4%	15.9%	14.3%	12.5%
					收入增长率(%)	18.4%	15.3%	16.0%	14.8%
					净利润增长率(%)	25.1%	17.4%	22.5%	18.4%
					P/E	41.02	34.94	28.52	24.08
					P/B	7.20	6.34	5.44	4.64
					EV/EBITDA	27.53	23.88	19.14	16.49

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>