

## 逆势开店保目标，精益管理提质量

——绝味食品（603517.SH）跟踪报告

### 要点

**事件：**近期我们走访门店终端，更新观点如下：

**逆势开店打下基础。**2020Q4公司经营整体保持稳健，疫情反复对局部高势能门店的表现虽有扰动，但是社区门店恢复状况整体良性。2020上半年，公司净增门店1104家，下半年在自然开店的情况下，预计新增门店数量依然可观。从全年来看，门店数量的增速有望对冲同店营收负增长的影响，从而保障全年经营目标的顺利达成。展望2021年，随着2020年逆势新开的高势能门店逐渐走出疫情冲击，以及公司拉升单店营收的经营举措逐渐落地，来年经营目标有望得到保障。

**单店提质思路清晰。**（1）公司积极调整经营策略，通过产品结构优化及门店升级改造来提升单店营收。产品端：淘汰部分薄毛利产品；重新上架明星产品；增加区域性风味，开发高毛利产品。门店端：改善门店外在形象及内部硬件配给，升级信息管理系统，打造门店编码管理体系。（2）从三方面提升供应链效率，降低生产成本：第一，工厂设备智能化，削减人工成本；第二，生产加工中心化，积极优化核心工厂布局；第三，供应链数据化管理，减少内耗。经过增速驱动和规模驱动，绝味积累了庞大的门店基础，目前进入到管理驱动的新阶段，随着公司一系列精细化管理措施的落地，2021年单店提质值得期待。

**渠道持续下沉，加盟商结构优化。**（1）公司针对不同城市精细化渠道布局，一线城市精耕细作，填补空白区域；三四线城市渠道下沉，重点开发二级市场。（2）优化加盟商构成，淘汰低效益及低门店数的加盟商，培养大加盟商，实现加盟商公司一体化。

**短看供应链赋能，长看产销分离和品牌运营。**公司凭借自身供应链和渠道管控优势，持续赋能生态圈内公司：（1）覆盖全国的冷链生鲜供应链体系：公司卤味生产已形成‘当天下单、当天生产、当天配送，24小时内售卖’的高效供应链体系，公司有能力凭借供应链体系的黏性强化对被投企业的控制能力；（2）开发和管控渠道的能力：人才梯队、信息化体系以及加盟商结构优化工作持续推进，成为公司管理能力持续稳定输出的核心能力，而优质加盟商通过前端品牌的运营将进一步推动公司供应链体系的迭代升级。从长期来看，随着公司产销分离工作的稳步推进，美食生态体系版图逐渐清晰。

**盈利预测、估值与评级** 维持公司2020/21/22年营收预测为53.54/65.26/74.19亿元；维持公司2020/21/22年净利润预测为8.12/10.54/12.26亿元，折合EPS为1.33/1.73/2.01元，当前股价对应2020/21/22年PE为62/48/41倍，维持‘买入’评级。

**风险提示：**食品安全问题、经济大幅下行。

#### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,368	5,172	5,354	6,526	7,419
营业收入增长率	13.45%	18.41%	3.52%	21.90%	13.68%
净利润（百万元）	641	801	812	1,054	1,226
净利润增长率	27.69%	25.06%	1.34%	29.76%	16.38%
EPS（元）	1.56	1.32	1.33	1.73	2.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.18%	17.54%	16.06%	17.24%	16.71%
P/E	53	63	62	48	41
P/B	11.2	11.0	9.9	8.2	6.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-04

### 买入（维持）

当前价：82.41元

#### 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元)	501.57
一年最低/最高(元)	34.09/95.80
近3月换手率	42.83%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.73	-13.48	63.67
绝对	8.62	-0.95	91.24

资料来源：Wind

#### 相关研报

业绩符合预期，单季净利率再创历史新高——绝味食品（603517.SH）2020年三季报点评（2020-10-30）

业绩符合预期，下半年全力拉动同店增长——绝味食品（603517.SH）2020年中报点评（2020-08-27）

Q1利润虽然承压，但加盟商运营体系得以强化——绝味食品（603517.SH）2020年一季报点评（2020-04-29）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,368	5,172	5,354	6,526	7,419
营业成本	2,870	3,416	3,520	4,253	4,819
折旧和摊销	76	100	100	115	134
税金及附加	40	41	43	52	59
销售费用	359	422	482	529	576
管理费用	261	294	302	367	417
研发费用	10	16	17	20	23
财务费用	0	26	-18	-28	-39
投资收益	-1	49	45	45	45
营业利润	831	1,006	1,058	1,384	1,615
利润总额	848	1,050	1,083	1,405	1,635
所得税	217	259	271	351	409
净利润	631	791	812	1,054	1,226
少数股东损益	-10	-10	0	0	0
归属母公司净利润	641	801	812	1,054	1,226
EPS(按最新股本计)	1.56	1.32	1.33	1.73	2.01

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	485	1,028	985	1,117	1,293
净利润	641	801	812	1,054	1,226
折旧摊销	76	100	100	115	134
净营运资金增加	382	78	-34	209	160
其他	-614	48	107	-260	-226
投资活动产生现金流	-871	-799	-784	-765	-805
净资本支出	-388	-523	-420	-460	-500
长期投资变化	785	1,122	-400	-350	-350
其他资产变化	-1,269	-1,399	36	45	45
融资活动现金流	21	669	-485	28	39
股本变化	0	199	0	0	0
债务净变化	210	-30	-180	0	0
无息负债变化	-30	133	31	238	178
净现金流	-363	899	-284	380	527

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	34.3%	33.9%	34.2%	34.8%	35.1%
EBITDA 率	21.3%	21.6%	20.4%	21.8%	22.4%
EBIT 率	19.1%	19.1%	18.6%	20.1%	20.6%
税前净利润率	19.4%	20.3%	20.2%	21.5%	22.0%
归母净利润率	14.7%	15.5%	15.2%	16.1%	16.5%
ROA	16.5%	14.5%	14.0%	14.8%	14.4%
ROE (摊薄)	21.2%	17.5%	16.1%	17.2%	16.7%
经营性 ROIC	23.8%	24.5%	22.8%	25.7%	26.4%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	21%	16%	13%	14%	14%
流动比率	1.95	2.81	2.94	2.83	2.99
速动比率	1.17	2.05	2.01	1.99	2.19
归母权益/有息债务	14.40	25.37	-	-	-
有形资产/有息债务	17.16	28.82	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	3,821	5,463	5,803	7,095	8,499
货币资金	703	1,602	1,319	1,699	2,226
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	5	10	8	10	11
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	55	51	0	0	0
存货	609	669	683	816	915
其他流动资产	36	40	49	108	153
流动资产合计	1,524	2,471	2,146	2,739	3,425
其他权益工具	0	6	6	6	6
长期股权投资	785	1,122	1,522	1,872	2,222
固定资产	1,023	1,144	1,263	1,423	1,615
在建工程	82	232	395	538	666
无形资产	161	197	193	190	186
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	169	199	208	208	208
非流动资产合计	2,297	2,992	3,657	4,356	5,074
总负债	794	897	748	987	1,165
短期借款	210	180	0	0	0
应付账款	227	311	313	370	409
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	120	138	138	174	198
其他流动负债	0	0	18	135	225
流动负债合计	780	881	730	968	1,146
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	16	16	16	16
非流动负债合计	14	17	18	18	18
股东权益	3,027	4,565	5,055	6,108	7,335
股本	410	609	609	609	609
公积金	904	1,761	1,842	1,862	1,862
未分配利润	1,709	2,191	2,599	3,633	4,859
归属母公司权益	3,025	4,567	5,057	6,110	7,336
少数股东权益	3	-2	-2	-2	-2

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.23%	8.16%	9.01%	8.11%	7.76%
管理费用率	5.97%	5.69%	5.64%	5.62%	5.62%
财务费用率	0.00%	0.50%	-0.33%	-0.43%	-0.52%
研发费用率	0.23%	0.31%	0.31%	0.31%	0.31%
所得税率	26%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.61	0.53	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.18	1.69	1.62	1.84	2.12
每股净资产	7.38	7.50	8.31	10.04	12.05
每股销售收入	10.65	8.50	8.80	10.72	12.19

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	53	63	62	48	41
PB	11.2	11.0	9.9	8.2	6.8
EV/EBITDA	36.7	44.7	44.2	33.6	28.3
股息率	0.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼