食品加工



# 绝味食品(603517.SH)

# 股权激励落地, 收入增长目标超预期

事件:公司发布 2021 年限制性股票激励计划,拟向 124 名激励对象授予限制性股票数量 608.63 万股,股票来源为定向发行普通股,首次授予价格41.46 元。本次激励计划解除限售考核年度为 2021-23 年,业绩考核指标为营收增长率,以 2020 年营收为基数,2021/22/23 年营业收入增长率分别不低于 25%/50%/80%。

组织架构优化调整完成,股权激励如期落地。公司近 2 年进行组织架构调整优化,推行"板块化、功能化、业务化",将采购、生产运营管理、物流计划和市场拓展等各部门拆分独立运营。同时公司不断引进业内专业人才,提高整体管理水平、供应链效率。截至 2020 年底公司组织架构调整基本完成,股票激励计划如期落地,包含各业务板块管理层及核心骨干 124 人,有利于激发管理团队积极性,提高经营效率。

业绩考核指标为营收增长率,目标增速超市场预期。按照公司业绩考核目标,以 2020 年营收为基础, 20-23 年收入增长 CAGR 为 22%, 高于公司 2015-19 年收入复合增速 15.4%。公司选择以营收增长率为考核指标,主要考虑营收增长指标是衡量企业经营状况和市场占有能力的重要标志。我们预计收入增长加快主要来源于: 1)公司加快门店拓展,2020 年上半年开店 1104 家,预计 2021-22 年开店速度中枢将提升; 2)疫情期间部分区域型小品牌门店经营受损、成本压力明显,公司加快翻牌或整合收编; 3)受益于疫情逐步恢复、品类创新及门店结构改善等措施,单店收入逐步恢复增长。

龙头发力逆势加快整合,行业集中度持续提升。公司 2020 年疫情期间逆势拿铺,多政策支持加盟商渡过难关,体现出龙头企业在供应链、加盟商体系稳定性方面核心竞争力。此外疫情期间区域型小品牌受损严重,经营者心态发生变化,有利于公司趁机下沉市场收编整合区域型小品牌。此次股权激励考核指标以营收增长率为主,体现出公司未来 3 年重要战略导向以扩大市场份额主,把握疫情带来逆势扩张机遇。我们认为公司核心竞争力在疫情期间得以强化,组织结构优化调整基本完成,叠加此次股权激励提升员工积极性,中长期市场份额将持续提升。

**盈利预测**: 考虑公司未来 3 年加快拓店,我们上调对公司开店进展预期,预计 2020/21/22 年 收入分别为 53.3/67.1/80.2 亿元,分别同比+3%/26%/19.5%; 预计 2020/21/22 年归母净利润为 7.9/10.3/13.0 亿元,分别同比-1.7%/+30.6%/+26.1%,对于 21/22 年 PE 为 49.7/39.4 倍,维持"买入"评级。

风险提示:门店拓展不及预期;疫情反复影响单店收入;原材料价格波动。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,368	5,172	5,328	6,712	8,020
增长率 yoy (%)	13.4	18.4	3.0	26.0	19.5
归母净利润 (百万元)	641	801	788	1,029	1,297
增长率 yoy (%)	27.7	25.1	-1.7	30.6	26.1
EPS 最新摊薄(元/股)	1.05	1.32	1.29	1.69	2.13
净资产收益率 (%)	20.8	17.3	14.6	16.6	17.8
P/E (倍)	79.8	63.8	64.9	49.7	39.4
P/B (倍)	16.91	11.20	9.55	8.29	7.06

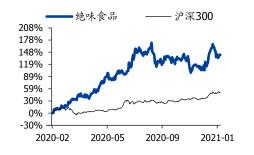
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

# 买入(维持)

# **股票信息**行业 前次评级

<b>川</b> 八 叶 级	
最新收盘价	84.04
总市值(百万元)	51,149.32
总股本(百万股)	608.63
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.04

#### 股价走势



#### 作者

#### 分析师 符蓉

执业证书编号: S0680519070001

邮箱: furong@gszq.com

分析师 沈旸

执业证书编号: S0680520030004 邮箱: shenyang@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《绝味食品(603517.SH)G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 2、《绝味食品 (603517.SH): Q3 收入增速环比改善, 练内功效果显著》2020-10-29
- 3、《绝味食品(603517.SH): Q2 逆势加速扩张, 龙头 竞争优势再巩固》2020-08-27





# 财务报表和主要财务比率

资产负债表	(百万元)
-------	-------

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1524	2471	2943	3523	3819
现金	703	1602	2280	2502	3048
应收票据及应收账款	5	10	8	15	12
其他应收款	55	51	67	89	102
预付账款	116	98	79	113	88
存货	609	669	469	765	529
其他流动资产	36	40	40	40	40
非流动资产	2297	2992	3170	3754	4330
长期投资	785	1122	1362	1682	2012
固定资产	1023	1144	1151	1439	1685
无形资产	161	197	195	193	195
其他非流动资产	328	529	462	440	439
资产总计	3821	5463	6113	7277	8150
流动负债	780	881	752	1111	919
短期借款	210	180	180	180	180
应付票据及应付账款	227	311	177	399	210
其他流动负债	343	390	395	533	529
非流动负债	14	17	16	18	18
长期借款	0	0	-0	1	1
其他非流动负债	14	17	17	17	17
负债合计	794	897	768	1129	937
少数股东权益	3	-2	-10	-20	-33
股本	410	609	609	609	609
资本公积	770	1558	1558	1558	1558
留存收益	1843	2394	2862	3473	4244
归属母公司股东权益	3025	4567	5355	6168	7245
负债和股东权益	3821	5463	6113	7277	8150

# 现金流量表 (百万元)

会计年度2018A2019A2020E2021E2022E经营活动现金流4851028101211091410净利润63179178010181284折旧摊销98130122140141财务费用-026-15-21-32投资损失1-4952-28-38营运资金变动-25611476258其他经营现金流1116-2-2-2-2投资活动现金流-871-799-350-694-676资本支出396524-62264246长期投资-454-256-2400-330其他投资现金流-929-532-651-430-760筹资活动现金流2166915-194-187短期借款210-30000长期借款00-020普通股增加0199000资本公积增加3788000其他筹资现金流-192-28815-195-188现金净增加额-363899677222546	<b>观金流重衣</b> (自力几	)					
争利润       631       791       780       1018       1284         折旧摊销       98       130       122       140       141         财务费用       -0       26       -15       -21       -32         投资损失       1       -49       52       -28       -38         营运资金变动       -256       114       76       2       58         其他经营现金流       11       16       -2       -2       -2       -2         投资活动现金流       -871       -799       -350       -694       -676       666       669       -62       264       246       240       26       240       26       240       26       240       26       240       26       240       26       240       26       240       26       26       240       26       240	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
折旧摊销 98 130 122 140 141 财务费用 -0 26 -15 -21 -32 投资损失 1 -49 52 -28 -38 营运资金变动 -256 114 76 2 58 其他经营现金流 11 16 -2 -2 -2 -2 投资活动现金流 -871 -799 -350 -694 -676 资本支出 396 524 -62 264 246 长期投资 -454 -256 -240 0 -330 其他投资现金流 929 -532 -651 -430 -760 筹资活动现金流 21 669 15 -194 -187 短期借款 210 -30 0 0 0 \$\frac{\psi}{\psi} \psi \psi \psi \psi \psi \psi \psi \psi	经营活动现金流	485	1028	1012	1109	1410	
财务费用     -0     26     -15     -21     -32       投资损失     1     -49     52     -28     -38       营运资金变动     -256     114     76     2     58       其他经营现金流     11     16     -2     -2     -2       投资活动现金流     -871     -799     -350     -694     -676       资本支出     396     524     -62     264     246       长期投资     -454     -256     -240     0     -330       其他投资现金流     -929     -532     -651     -430     -760       筹资活动现金流     21     669     15     -194     -187       短期借款     210     -30     0     0     0       长期借款     0     0     -0     2     0       普通股增加     0     199     0     0     0       资本公积增加     3     788     0     0     0       其他筹资现金流     -192     -288     15     -195     -188	净利润	631	791	780	1018	1284	
投资损失 1 -49 52 -28 -38 营运资金变动 -256 114 76 2 58 其他经营现金流 11 16 -2 -2 -2 -2 投资活动现金流 -871 -799 -350 -694 -676 资本支出 396 524 -62 264 246 长期投资 -454 -256 -240 0 -330 其他投资现金流 -929 -532 -651 -430 -760 筹资活动现金流 21 669 15 -194 -187 短期借款 210 -30 0 0 0 0 0 长期借款 0 0 -0 2 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	折旧摊销	98	130	122	140	141	
营运资金变动 -256 114 76 2 58 其他经营现金流 11 16 -2 -2 -2 -2 投资活动现金流 -871 -799 -350 -694 -676 资本支出 396 524 -62 264 246 长期投资 -454 -256 -240 0 -330 其他投资现金流 -929 -532 -651 -430 -760 筹资活动现金流 21 669 15 -194 -187 短期借款 210 -30 0 0 0 0 长期借款 0 0 -0 2 0 卷 贯通股增加 0 199 0 0 0 0 0 资本公积增加 3 788 0 0 0 0 188	财务费用	-0	26	-15	-21	-32	
其他经营现金流     11     16     -2     -2     -2       投資活动现金流     -871     -799     -350     -694     -676       资本支出     396     524     -62     264     246       长期投资     -454     -256     -240     0     -330       其他投资现金流     -929     -532     -651     -430     -760       筹资活动现金流     21     669     15     -194     -187       短期借款     210     -30     0     0     0       长期借款     0     0     -0     2     0       普通股增加     0     199     0     0     0       资本公积增加     3     788     0     0     0       其他筹资现金流     -192     -288     15     -195     -188	投资损失	1	-49	52	-28	-38	
投資活动現金流 -871 -799 -350 -694 -676 資本支出 396 524 -62 264 246 长期投資 -454 -256 -240 0 -330 其他投資現金流 -929 -532 -651 -430 -760 筹資活动現金流 21 669 15 -194 -187 短期借款 210 -30 0 0 0 长期借款 0 0 -0 2 0 普通股増加 0 199 0 0 0 資本公积増加 3 788 0 0 0 其他筹資現金流 -192 -288 15 -195 -188	营运资金变动	-256	114	76	2	58	
资本支出 396 524 -62 264 246 长期投资 -454 -256 -240 0 -330 其他投资现金流 -929 -532 -651 -430 -760 <b>筹资活动现金流</b> 21 669 15 -194 -187 短期借款 210 -30 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	其他经营现金流	11	16	-2	-2	-2	
长期投资 -454 -256 -240 0 -330 其他投资现金流 -929 -532 -651 -430 -760 <b>筹资活动现金流</b> 21 669 15 -194 -187 短期借款 210 -30 0 0 0 0 长期借款 0 0 -0 2 0 0 普通股增加 0 199 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	投资活动现金流	-871	-799	-350	-694	-676	
其他投资现金流 -929 -532 -651 -430 -760 <b>筹资活动现金流</b> 21 669 15 -194 -187 短期借款 210 -30 0 0 0 0 长期借款 0 0 -0 2 0 普通股增加 0 199 0 0 0 0 0 资本公积增加 3 788 0 0 0 0 其他筹资现金流 -192 -288 15 -195 -188	资本支出	396	524	-62	264	246	
筹资活动现金流     21     669     15     -194     -187       短期借款     210     -30     0     0     0       长期借款     0     0     -0     2     0       普通股增加     0     199     0     0     0       资本公积增加     3     788     0     0     0       其他筹资现金流     -192     -288     15     -195     -188	长期投资	-454	-256	-240	0	-330	
短期借款 210 -30 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	其他投资现金流	-929	-532	-651	-430	-760	
长期借款 0 0 -0 2 0 普通股增加 0 199 0 0 0 资本公积增加 3 788 0 0 0 其他筹资现金流 -192 -288 15 -195 -188	筹资活动现金流	21	669	15	-194	-187	
普通股增加 0 199 0 0 0 0 0	短期借款	210	-30	0	0	0	
资本公积增加 3 788 0 0 0 其他筹资现金流 -192 -288 15 -195 -188	长期借款	0	0	-0	2	0	
其他筹资现金流 -192 -288 15 -195 -188	普通股增加	0	199	0	0	0	
	资本公积增加	3	788	0	0	0	
现金净增加额 -363 899 677 222 546	其他筹资现金流	-192	-288	15	-195	-188	
	现金净增加额	-363	899	677	222	546	

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

# 利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4368	5172	5328	6712	8020
营业成本	2870	3416	3413	4318	5174
营业税金及附加	40	41	43	52	60
营业费用	359	422	442	537	626
管理费用	261	294	336	511	532
研发费用	10	16	16	13	16
财务费用	-0	26	-15	-21	-32
资产减值损失	3	-1	0	0	0
其他收益	8	4	23	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	49	-52	28	38
资产处置收益	-2	-2	2	2	2
营业利润	831	1006	1067	1351	1706
营业外收入	22	53	15	15	15
营业外支出	4	9	14	8	8
利润总额	848	1050	1068	1358	1713
所得税	217	259	288	339	428
净利润	631	791	780	1018	1284
少数股东损益	-10	-10	-8	-10	-13
归属母公司净利润	641	801	788	1029	1297
EBITDA	937	1142	1143	1437	1781
EPS (元)	1.05	1.32	1.29	1.69	2.13

## 主要财务比率

王安财分比平					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.4	18.4	3.0	26.0	19.5
营业利润(%)	27.8	21.1	6.1	26.5	26.3
归属于母公司净利润(%)	27.7	25.1	-1.7	30.6	26.1
获利能力					
毛利率(%)	34.3	33.9	35.9	35.7	35.5
净利率(%)	14.7	15.5	14.8	15.3	16.2
ROE(%)	20.8	17.3	14.6	16.6	17.8
ROIC(%)	19.2	16.0	13.4	15.3	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	20.8	16.4	12.6	15.5	11.5
净负债比率(%)	-15.8	-30.8	-39.0	-37.5	-39.5
流动比率	2.0	2.8	3.9	3.2	4.2
速动比率	1.0	1.9	3.1	2.3	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	986.4	711.4	600.0	600.0	600.0
应付账款周转率	11.1	12.7	14.0	15.0	17.0
毎股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.32	1.29	1.69	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.69	1.66	1.82	2.32
每股净资产(最新摊薄)	4.97	7.50	8.80	10.13	11.90
估值比率					
P/E	79.8	63.8	64.9	49.7	39.4
P/B	16.9	11.2	9.6	8.3	7.1
EV/EBITDA	54.1	43.5	42.9	34.0	27.1



# 免责声明

国盛证券有限责任公司(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,本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料,但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态,对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正,但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权,任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告,需注明出处为"国盛证券研究所",且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: 我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法,结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业		买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
指数)相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市	班 五 '无 ⁄/	增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
场以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针	股票评级	持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
为基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准,美股	4= 11. 3= m	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之
	行业评级		间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

# 国盛证券研究所

北京 上海

地址: 北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 地址: 上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编: 100032 邮编: 200120

传真: 010-57671718 电话: 021-38934111

邮箱: gsresearch@gszq.com 邮箱: gsresearch@gszq.com

南昌 深圳

地址: 南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 地址: 深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编: 330038 邮编: 518033

传真: 0791-86281485 邮箱: gsresearch@gszq.com

邮箱: gsresearch@gszq.com