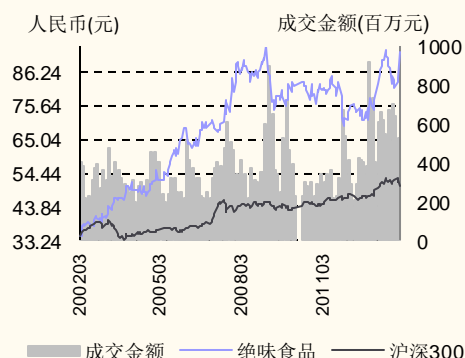


市场价格 (人民币) : 92.44 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.09
已上市流通 A 股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	562.62
年内股价最高最低(元)	94.20/34.73
沪深 300 指数	5377
上证指数	3505



相关报告

- 1.《绝味食品三季报点评-报表质量显著改善,收入端回暖彰显经营信心》, 2020.10.30
- 2.《绝味食品中报点评-经营业绩提升在即,高瞻布局信心不改》, 2020.8.26
- 3.《绝味食品深度报告-门店扩张再加速,供应链优势内外共享》, 2020.8.23
- 4.《主业稳健,加速建设美食生态圈-绝味食品点评报告》, 2020.4.22

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

股权激励落地,经营发展曲线再向上

公司基本情况 (人民币)

项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,368	5,172	5,255	6,582	7,899
营业收入增长率	13.45%	18.41%	1.61%	25.24%	20.02%
归母净利润(百万元)	641	801	804	1,052	1,286
归母净利润增长率	27.69%	25.06%	0.36%	30.79%	22.31%
摊薄每股收益(元)	1.563	1.316	1.321	1.728	2.113
每股经营性现金流净额	1.18	1.69	1.36	1.81	2.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.18%	17.54%	15.92%	18.51%	19.94%
P/E	21.19	35.29	58.69	44.87	36.69
P/B	4.49	6.19	9.35	8.31	7.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简述

- 公司公告 2021 年限制性股票激励计划,拟授予限制性股票 608.63 万股,首次授予价格为每股 41.46 元,覆盖员工数量的 1%,激励对象 124 人。

事件分析

- **股权激励经营目标较高,开店速度及单店营收展望更高。**根据限制性股票激励计划,2021-2023 年营收目标定比 20 年增长 25%/50%/80%,即 21-23 年营收目标同比增长 25%/20%/20%。从主业增长情况来看,公司 2020 年逆势拿铺鼓励开店,开店数量达到新高,此后 2021-2023 年开店数量亦有望维持较高的水平,相较过往每年 800-1200 家开店水平有望得到提升,门店结构将得到合理优化,经销商间的管理合作有望加强。单店营收层面过往公司维持在 3-5%的稳态增长区间,主要依靠价格管理和门店升级实现,未来公司有望加强 SKU 的管理优化,扩充区域品类提升整体单店营收规模。
- **供应链改造+原材料成本下行持续增强毛利率水平。**2020 年 Q2 和 Q3 公司毛利率水平达到约 38%,相较同期提升 2-3pct,主要原因在于原材料冻品价格的下行,以及工厂端智能设备的应用等改造环节。展望 2021 年冻品价格有望持续贡献较好的利润水平,供应链的优化仍在持续进行,卤味加工平台加速构建中,整体经营效率在优化正循环。
- **股权激励费用短期影响管理费用率,长期净利率水平仍然维持。**股权激励费用在未来三年将按比例摊销入管理费用,短期影响管理费用率,但整体来看公司经营效率在优化,毛利率有望得到提振,预计规模优势与效率提升下,整体利润率水平将维持较高水平。美食生态圈参股项目正在加速整合布局,各环节业务的协同效应有望在未来得到体现。

投资建议

- 由于四季度各地门店恢复情况有所不同加之疫情反复,我们下调此前盈利预测,预计 2020-2022 年收入为 52.55/65.82/78.99 亿元,较此前预测调整-5.3%/-4.7%/+0.3%,净利润分别为 8.04/10.52/12.86 亿元,较此前预测调整-5%/-6%/-2%,对应 EPS 为 1.32 元/1.73 元/2.11 元,当前股价对应 PE 为 59/45/37 倍,经营长期向好趋势不变,维持“买入”评级。

风险提示

- 区域疫情反复风险、原材料成本上行风险、食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	3,850	4,368	5,172	5,255	6,582	7,899
增长率		13.4%	18.4%	1.6%	25.2%	20.0%
主营业务成本	-2,472	-2,870	-3,416	-3,452	-4,295	-5,119
%销售收入	64.2%	65.7%	66.1%	65.7%	65.2%	64.8%
毛利	1,378	1,498	1,756	1,803	2,287	2,781
%销售收入	35.8%	34.3%	33.9%	34.3%	34.8%	35.2%
营业税金及附加	-41	-40	-41	-42	-53	-63
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-426	-359	-422	-431	-527	-632
%销售收入	11.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.0%	8.0%
管理费用	-265	-261	-294	-300	-369	-434
%销售收入	6.9%	6.0%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%
研发费用	0	-10	-16	-11	-13	-16
%销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	646	828	983	1,020	1,326	1,635
%销售收入	16.8%	19.0%	19.0%	19.4%	20.2%	20.7%
财务费用	2	0	-26	5	7	8
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	-3	-1	-8	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	-1	49	10	20	20
%税前利润	0.4%	n.a	4.7%	0.9%	1.4%	1.2%
营业利润	650	831	1,006	1,028	1,351	1,661
营业利润率	16.9%	19.0%	19.4%	19.6%	20.5%	21.0%
营业外收支	17	17	44	40	40	40
税前利润	667	848	1,050	1,068	1,391	1,701
利润率	17.3%	19.4%	20.3%	20.3%	21.1%	21.5%
所得税	-169	-217	-259	-264	-339	-415
所得税率	25.4%	25.6%	24.7%	24.7%	24.4%	24.4%
净利润	497	631	791	804	1,052	1,286
少数股东损益	-4	-10	-10	0	0	0
归属于母公司的净利润	502	641	801	804	1,052	1,286
净利率	13.0%	14.7%	15.5%	15.3%	16.0%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	497	631	791	804	1,052	1,286
少数股东损益	-4	-10	-10	0	0	0
非现金支出	72	101	130	133	153	177
非经营收益	0	7	-9	-29	-40	-40
营运资金变动	72	-254	115	-81	-64	-47
经营活动现金净流	641	485	1,027	827	1,100	1,376
资本开支	-331	-388	-523	-141	-340	-340
投资	-198	-454	-256	-100	-100	-100
其他	2	-30	-21	10	20	20
投资活动现金净流	-526	-871	-799	-231	-420	-420
股权募资	760	9	6	0	0	0
债权募资	-60	210	942	-196	0	0
其他	-149	-195	-277	-342	-441	-535
筹资活动现金净流	551	24	671	-538	-441	-535
现金净流量	666	-363	899	58	239	422

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,066	703	1,602	1,647	1,849	2,216
应收账款	35	60	61	68	85	102
存货	425	609	669	749	932	1,111
其他流动资产	107	152	139	178	209	239
流动资产	1,633	1,524	2,471	2,641	3,074	3,668
%总资产	51.2%	39.9%	45.2%	44.9%	45.6%	47.3%
长期投资	347	805	1,142	1,242	1,342	1,442
固定资产	894	1,105	1,376	1,574	1,756	1,921
%总资产	28.0%	28.9%	25.2%	26.7%	26.0%	24.8%
无形资产	190	218	273	332	387	438
非流动资产	1,556	2,297	2,992	3,246	3,675	4,080
%总资产	48.8%	60.1%	54.8%	55.1%	54.4%	52.7%
资产总计	3,189	3,821	5,463	5,887	6,749	7,748
短期借款	0	210	180	0	0	0
应付款项	402	345	438	469	568	677
其他流动负债	194	225	263	283	353	426
流动负债	595	780	881	753	921	1,102
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	14	17	86	149	195
负债	614	794	897	839	1,070	1,297
普通股股东权益	2,572	3,025	4,567	5,050	5,681	6,452
其中：股本	410	410	609	609	609	609
未分配利润	1,311	1,709	2,191	2,673	3,304	4,076
少数股东权益	3	3	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	3,189	3,821	5,463	5,887	6,749	7,748

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.224	1.563	1.316	1.321	1.728	2.113
每股净资产	6.273	7.377	7.504	8.297	9.334	10.602
每股经营现金净流	1.564	1.182	1.688	1.359	1.807	2.261
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.528	0.691	0.845
回报率						
净资产收益率	19.51%	21.18%	17.54%	15.92%	18.51%	19.94%
总资产收益率	15.73%	16.76%	14.67%	13.66%	15.58%	16.60%
投入资本收益率	18.71%	19.02%	15.60%	15.22%	17.66%	19.17%
增长率						
主营业务收入增长率	17.59%	13.45%	18.41%	1.61%	25.24%	20.02%
EBIT增长率	18.61%	28.20%	18.72%	3.81%	30.01%	23.30%
净利润增长率	31.93%	27.69%	25.06%	0.36%	30.79%	22.31%
总资产增长率	62.55%	19.83%	42.95%	7.77%	14.65%	14.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.4	0.5	0.9	0.9	0.9
存货周转天数	61.5	65.8	68.3	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	34.3	32.9	28.7	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	75.9	85.5	80.7	86.2	73.4	64.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.39%	-16.29%	-31.16%	-32.63%	-32.56%	-34.35%
EBIT利息保障倍数	-307.1	-7,430.4	37.7	-194.1	-201.5	-207.0
资产负债率	19.26%	20.78%	16.43%	14.25%	15.86%	16.74%

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402