

## 绝味食品 (603517)

公司研究/点评报告

# 疫情冲击经营业绩，门店逆势扩张保证长远发展

——绝味食品 (603517) 2020 年年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 16 日

### 一、事件概述

4 月 15 日公司发布 2020 年年报，报告期内实现营收 52.76 亿元，同比+2.01%；实现归母净利润 7.01 亿元，同比-12.46%，基本 EPS 为 1.15 元。公司拟每股派现金红利 0.50 元（含税）。

### 二、分析与判断

#### 疫情冲击 Q1 业绩，Q2~Q4 业绩恢复稳健增长

2020 年公司实现营收/归母净利润 52.76/7.01 亿元，同比分别+2.01%/-12.46%；合 20Q4 单季度实现营收/归母净利润 13.91/1.81 亿元，同比分别+8.12%/-3.04%。总体看，新冠疫情对公司经营的冲击较为明显，20Q1 业绩出现明显下滑，20Q2 疫情影响逐步消退，公司积极复工复产，20Q2~20Q4 经营业绩同比保持稳健增长，全年扣除对联营企业投资收益的影响，主营业务利润保持正增长。防疫常态化后，公司提出“练内功、蓄能量、待机会”经营方针：营销条线启动“逆市开店”、供应链条线启动“降本增效”、综合支持条线通过信息化和人力资源体系持续为组织赋能。

分产品看，2020 年公司鲜货类产品实现营收 48.56 亿元，同比-1.18%，合 20Q4 实现营收 12.35 亿元，同比+1.59%；其中禽类/畜类/蔬菜/其他产品分别实现营收 38.32/0.32/5.30/4.61 亿元，同比分别-2.42%/+103.50%/-0.26%/+5.02%，合 20Q4 实现营收 9.81/0.06/1.37/1.11 亿元，同比分别+1.10%/+27.47%/+5.10%/+0.81%。2020 年禽类、蔬菜及其他产品同比保持稳健增长，畜类受猪牛肉等原材料价格高企影响，售价较高导致营收增速较高；20Q4 各产品营收均恢复正增长，疫情影响逐步消退。

分地区看，2020 年西南/西北/华中/华南/华东/华北/新加坡、香港市场分别实现营收 7.72/0.58/14.07/10.12/11.66/6.32/0.92 亿元，同比分别+7.45%/-36.17%/+11.31%/-1.90%/-8.83%/+4.43%/+32.99%，合 20Q4 分别实现营收 1.90/0.06/3.38/3.20/2.95/1.70/0.25 亿元，同比分别+9.82%/-74.81%/+30.62%/+1.14%/-6.58%/+7.58%/+105.85%。西南、华中、华北、香港新加坡市场保持增长；西北、华南、华东市场同比下滑，收入超 5 亿元的主要区域性市场营收同比保持平稳。

渠道建设方面，公司 2020 年末拥有门店 12399 家，同比+13.19%。公司在疫情期间逆势扩张门店，渠道扩张仍在路上。

#### 销售毛利率同比持平，疫情期间对经销商的帮扶政策推高费用率

2020 年公司毛利率为 33.48%，同比-0.47ppt（20Q4 为 27.66%，同比-4.04ppt）。受新收入准则影响，全年 1.5 亿元运输费从销售费用重分类至主营业务成本。产品端，鲜货类产品/禽类/畜类/蔬菜/其他产品毛利率为 33.35%/34.48%/14.46%/27.94%/31.56%，同比分别-0.43ppt/0.38ppt/-6.46ppt/-2.94ppt/-3.36ppt。

2020 年公司整体期间费用率为 12.45%，同比-2.21ppt（Q4 为 4.71%，同比-10.09ppt）。其中销售费用率 6.10%，同比-2.06ppt（Q4 为-2.42%，同比-8.87ppt）原因是运输费用重分类。管理费用率 6.28%，同比+0.60ppt（Q4 为 6.93%，同比-0.54ppt）原因是管理人员工资、咨询服务费有所增长。研发费用率 0.22%，同比-0.09ppt（Q4 为 0.14%，同比-0.34ppt）；财务费用率-0.16%，同比-0.66ppt（Q4 为 0.06%，同比-0.35ppt），原因是利息收入同比增长，叠加去年确认可转债利息费用导致基数较高。

### 推荐

维持评级

当前价格：

78.18 元

### 交易数据

2021-4-15

|              |              |
|--------------|--------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 101.51/48.72 |
| 总股本（百万股）     | 608.63       |
| 流通股本（百万股）    | 608.63       |
| 流通股比例（%）     | 100%         |
| 总市值（亿元）      | 475.83       |
| 流通市值（亿元）     | 475.83       |

### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

### 分析师：于杰

执业证号：S0100519010004  
 电话：010-85127513  
 邮箱：yujie@mszq.com

### 分析师：熊航

执业证号：S0100520080003  
 电话：0755-22662056  
 邮箱：xionghang@mszq.com

### 相关研究

- 绝味食品 (603517) 2020 三季度点评：Q3 延续复苏态势，经营业绩环比改善明显
- 绝味食品 (603517) 2020 半年报点评：20H1 业绩受疫情影响较大，Q2 实现稳步复苏

### ► 股权激励计划叠加渠道布局深化，中长期成长性良好

2021年1月，公司推出股权激励计划，激励对象覆盖124人，包括副总经理、财务总监及大部分核心管理人员。该激励计划业绩考核目标集中于收入端，公司2021/2022/2023年营业收入较2020年应至少分别增长25%/50%/80%。将收入增速目标分摊至各年，则2021~2023年的营业收入同比增速应分别不低于+25%/+20%/+20%。本次股权激励计划鼓励管理层积极扩大营收规模，提升市占率水平。

2020年，公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，具体措施包括优化现有渠道布局，加强复合式饱和开店，并在此基础上，重新深化商圈布局，打造交通体、商圈体、社区体、沿街体等7大渠道。在疫情期间，公司给予加盟商较大力度的扶持政策，并逆势优化门店布局。同时，公司重新构建渠道模型，开展精准营销，积极拥抱新业态、新渠道、新媒体，全方位提升品牌势能。

### 三、盈利预测与投资建议

预计21-23年公司实现营业收入65.98/79.30/96.20亿元，同比+25.1%/+20.2%/+21.3%；实现归母净利润9.69/11.82/14.48亿元，同比+38.2%/+22.0%/+22.5%，对应EPS为1.59/1.94/2.38元，目前股价对应PE为49/40/33倍。公司估值高于休闲食品行业21年整体37倍左右估值，考虑到公司市场地位稳固，未来收入目标较高，长期成长性良好，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

业务扩张速度不及预期，消费者消费意愿下降，食品安全问题等。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)       | 5,276  | 6,598 | 7,930 | 9,620 |
| 增长率(%)          | 2.0%   | 25.1% | 20.2% | 21.3% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 701    | 969   | 1,182 | 1,448 |
| 增长率(%)          | -12.5% | 38.2% | 22.0% | 22.5% |
| 每股收益(元)         | 1.15   | 1.59  | 1.94  | 2.38  |
| PE(现价)          | 68.0   | 49.1  | 40.3  | 32.9  |
| PB              | 9.6    | 8.5   | 7.5   | 6.4   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 5,276 | 6,598 | 7,930 | 9,620 |
| 营业成本      | 3,510 | 4,365 | 5,269 | 6,383 |
| 营业税金及附加   | 40    | 51    | 61    | 74    |
| 销售费用      | 322   | 584   | 607   | 731   |
| 管理费用      | 332   | 429   | 547   | 654   |
| 研发费用      | 11    | 17    | 19    | 24    |
| EBIT      | 1,062 | 1,152 | 1,426 | 1,754 |
| 财务费用      | (8)   | 4     | 4     | 3     |
| 资产减值损失    | (26)  | 1     | 2     | 1     |
| 投资收益      | (101) | 20    | 25    | 35    |
| 营业利润      | 956   | 1,177 | 1,458 | 1,795 |
| 营业外收支     | 15    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额      | 971   | 1,206 | 1,480 | 1,821 |
| 所得税       | 279   | 346   | 425   | 522   |
| 净利润       | 692   | 860   | 1,056 | 1,298 |
| 归属于母公司净利润 | 701   | 876   | 1,075 | 1,322 |
| EBITDA    | 1,216 | 1,286 | 1,577 | 1,919 |

  

| 资产负债表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 1082 | 1516  | 1716  | 2581  |
| 应收账款及票据     | 37   | 30    | 46    | 49    |
| 预付款项        | 113  | 133   | 166   | 198   |
| 存货          | 857  | 909   | 1306  | 1331  |
| 其他流动资产      | 40   | 40    | 40    | 40    |
| 流动资产合计      | 2201 | 2700  | 3375  | 4303  |
| 长期股权投资      | 1558 | 1578  | 1603  | 1638  |
| 固定资产        | 1345 | 1506  | 1688  | 1859  |
| 无形资产        | 213  | 224   | 230   | 239   |
| 非流动资产合计     | 3721 | 3919  | 4086  | 4256  |
| 资产合计        | 5922 | 6619  | 7462  | 8559  |
| 短期借款        | 35   | 35    | 35    | 35    |
| 应付账款及票据     | 432  | 467   | 607   | 709   |
| 其他流动负债      | 14   | 14    | 14    | 14    |
| 流动负债合计      | 904  | 1090  | 1267  | 1495  |
| 长期借款        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 28   | 28    | 28    | 28    |
| 非流动负债合计     | 28   | 28    | 28    | 28    |
| 负债合计        | 932  | 1118  | 1295  | 1523  |
| 股本          | 609  | 609   | 609   | 609   |
| 少数股东权益      | 26   | 11    | (8)   | (32)  |
| 股东权益合计      | 4990 | 5502  | 6167  | 7036  |
| 负债和股东权益合计   | 5922 | 6619  | 7462  | 8559  |

| 主要财务指标          | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 2.0%   | 25.1% | 20.2% | 21.3% |
| EBIT 增长率        | 8.0%   | 8.5%  | 23.8% | 23.0% |
| 净利润增长率          | -12.5% | 24.8% | 22.7% | 23.0% |
| <b>盈利能力</b>     |        |       |       |       |
| 毛利率             | 33.5%  | 33.9% | 33.6% | 33.7% |
| 净利率             | 13.3%  | 13.3% | 13.6% | 13.7% |
| 总资产收益率 ROA      | 11.8%  | 13.2% | 14.4% | 15.4% |
| 净资产收益率 ROE      | 14.1%  | 15.9% | 17.4% | 18.7% |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |
| 流动比率            | 2.4    | 2.5   | 2.7   | 2.9   |
| 速动比率            | 1.5    | 1.6   | 1.6   | 2.0   |
| 现金比率            | 1.2    | 1.4   | 1.4   | 1.7   |
| 资产负债率           | 0.2    | 0.2   | 0.2   | 0.2   |
| <b>经营效率</b>     |        |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 1.6    | 1.1   | 1.3   | 1.2   |
| 存货周转天数          | 78.3   | 72.8  | 75.5  | 74.2  |
| 总资产周转率          | 0.9    | 1.1   | 1.1   | 1.2   |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益            | 1.2    | 1.4   | 1.8   | 2.2   |
| 每股净资产           | 8.2    | 9.0   | 10.1  | 11.6  |
| 每股经营现金流         | 1.5    | 1.8   | 1.4   | 2.6   |
| 每股股利            | 0.5    | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| <b>估值分析</b>     |        |       |       |       |
| PE              | 68.0   | 54.3  | 44.3  | 36.0  |
| PB              | 9.6    | 8.7   | 7.7   | 6.7   |
| EV/EBITDA       | 37.9   | 35.4  | 28.8  | 23.2  |
| 股息收益率           | 0.6%   | 0.7%  | 0.8%  | 0.9%  |

| 现金流量表 (百万元) | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 692   | 860   | 1,056 | 1,298 |
| 折旧和摊销       | 176   | 135   | 152   | 166   |
| 营运资金变动      | (57)  | 120   | (300) | 165   |
| 经营活动现金流     | 918   | 1,069 | 864   | 1,572 |
| 资本开支        | 366   | 277   | 270   | 274   |
| 投资          | (537) | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金流     | (932) | (277) | (270) | (274) |
| 股权募资        | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | (180) | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | (503) | (358) | (394) | (433) |
| 现金净流量       | (517) | 434   | 200   | 866   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

**于杰**，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航**，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                     |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上      |
| 行业评级标准                      |      |                        |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。