

2020 年年报及 2021 年一季度业绩预告点评：恢复迅速，管理优化，方向明确
买入（维持）

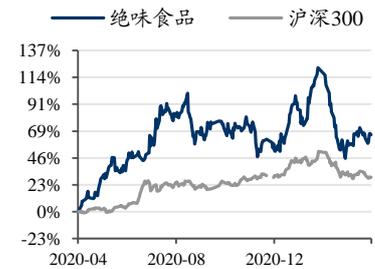
2021 年 04 月 17 日

证券分析师 何长天
执业证号：S0600521010002

hecht@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,276	6,722	8,149	9,886
同比 (%)	2.0%	27.4%	21.2%	21.3%
归母净利润 (百万元)	701	981	1,262	1,610
同比 (%)	-12.5%	39.9%	28.6%	27.6%
每股收益 (元/股)	1.15	1.61	2.07	2.65
P/E (倍)	67.37	48.15	37.43	29.34

股价走势



事件：公司发布 2020 年年报以及 2021 年 Q1 业绩预告。公司 2020 年实现营收 52.76 亿元，同比增长 2%；归母净利润 7.01 亿元，同比下降 12.5%；扣非后归母净利 6.8 亿元，同比下降 10.7%。其中 2020 年 Q4 实现营收 13.91 亿元，同比增长 8.1%；归母净利 1.81 亿元，同比下降 3%；扣非后归母净利 1.74 亿元，同比增长 3.2%。公司预计 2021 年 Q1 实现营收 14.10 亿元-15.06 亿元，同比增长 32.40%-41.22%；实现归母净利 2 亿-2.37 亿元，同比增长 217.68%-276.45%。**受到疫情反复和投资企业亏损的影响，公司业绩略低于我们预期。**

投资要点

■ **整体营收平稳增长，华中地区 Q4 表现亮眼：**公司 2020 年 Q4 营收 13.91 亿元，同比增长 8.1%。分产品看，公司 Q4 鲜货类产品实现收入 12.35 亿元，同比增长 1.6%，其中禽类制品/畜类产品/蔬菜制品/其它鲜货分别实现收入 9.81 亿元/0.06 亿元/1.37 亿元/1.11 亿元，同比增长 1.1%/26.5%/5.1%/0.81%，畜类产品基数低增长较快；分行业看，公司 Q4 卤制食品销售和加盟商管理分别实现收入 12.7 亿元/0.13 亿元，同比增长 4.3%/4.58%；分地区看，公司 Q4 在西南/西北/华中/华南/华东/华北/新港澳分别实现营收 1.9 亿元/0.06 亿元/3.38 亿元/3.2 亿元/2.95 亿元/1.7 亿元/0.25 亿元，同比增长 9.8%/-74.8%/30.6%/1.1%/-6.6%/7.6%/105.8%，华中地区作为公司大本营 2020 年 Q4 表现亮眼，稳定了公司营收的增长，而西北地区由于基数小波动较大。

■ **公司整体毛利改善，投资亏损影响公司整体收益：**公司 2020 年由于会计政策变更，将运输费用分类到营业成本，公司整体毛利率为 33.48%，如果剔除运费的影响则公司整体毛利为 36.34%，同比提升 2.39pct。公司 2020 年投资收益为-1.01 亿元，2019 年为 0.49 亿元，主要由于联营企业和府捞面和塞飞亚亏损。如果剔除投资收益的影响，则营业利润同比增加 10.45%。公司管理费用率为 6.3%，同比上升 0.6pct，主要由于人力成本增加；研发费用率和财务费用率分别为 0.21%/-0.15%，同比下降 0.1pct/0.65pct，主要是研发支出和利息费用减少。

市场数据

收盘价(元)	77.63
一年最低/最高价	46.34/107.88
市净率(倍)	9.52
流通 A 股市值(百万元)	47248.00

基础数据

每股净资产(元)	8.16
资产负债率(%)	15.74
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)：渠道精耕细作，增速环比改善》2020-10-30
- 2、《绝味食品 (603517)：疫后加速开店整合，高势能店储备业绩弹性》2020-08-27
- 3、《绝味食品 (603517)：让利下游共度时艰，饱和开店加速整合》2020-04-29

- **经营模式创新，管理更加优化：**1) 公司基于数字化，统一采购、研发等多环节，初步建立专业、系统的供应链管理运营体系。从采购、产品研发、生产、仓储配送网络、食品安全与监督等方面完善公司供应链
2) 采取“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式，针对不同消费场景，商圈覆盖更全面，市场渗透更深入
3) 公司坚持数字化管理，建立数字化运营和管控体系，建设MSE系统，提升管理效率。
- **2021Q1 恢复明显，公司发展方向明确：**公司在2020年的营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深耕覆盖，渠道精耕”，并且在疫情期间逆势开店，年内门店净增1445家。受到2021年初疫情管控较好，“就地过年”政策，“年货节”销售活动的影响，公司2021Q1扣非后归母净利预计为1.97亿元-2.34亿元，同比上升179.17%-231.61%。公司将2021年定位为“管理年”，部署两外两内的市场策略，采取“深耕鸭脖主业，构建美食生态”的战略推动公司的健康发展。
- **盈利预测与投资评级：**公司在2020Q4年受到投资损失的影响业绩略低于我们预期，但是2021年战略规划十分明确并且2021Q1表现良好。考虑到联营企业未来的不确定性，我们将2021-2022年的EPS从1.77元/2.17元微下调至1.61元/2.07元，2023年EPS为2.65元。预计2021-2023年营收增速为27.4%/21.2%/21.3%，归母净利润为9.81亿元/12.62亿元/16.1亿元，对应PE分别为48.15/37.43/29.34X,维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、食品安全风险、新冠疫情风险

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,201	2,806	3,691	4,819	营业收入	5,276	6,722	8,149	9,886
现金	1,082	1,620	2,074	3,102	减:营业成本	3,510	4,416	5,297	6,376
应收账款	37	0	47	1	营业税金及附加	40	51	62	75
存货	857	918	1,295	1,319	营业费用	322	564	629	750
其他流动资产	224	267	276	398	管理费用	332	410	473	544
非流动资产	3,721	3,955	4,153	4,408	研发费用	11	17	21	24
长期股权投资	1,558	1,708	1,848	1,988	财务费用	-8	-10	-19	-34
固定资产	1,345	1,462	1,557	1,668	资产减值损失	26	0	0	0
在建工程	307	300	284	285	加:投资净收益	-101	56	48	50
无形资产	213	212	214	218	其他收益	17	8	9	9
其他非流动资产	298	273	249	249	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
资产总计	5,922	6,760	7,844	9,227	营业利润	956	1,337	1,742	2,208
流动负债	904	1,077	1,237	1,360	加:营业外净收支	15	22	5	21
短期借款	35	35	35	35	利润总额	971	1,358	1,747	2,230
应付账款	432	365	667	528	减:所得税费用	279	390	501	640
其他流动负债	436	677	535	797	少数股东损益	-9	-12	-16	-20
非流动负债	28	29	28	28	归属母公司净利润	701	981	1,262	1,610
长期借款	0	0	0	0	EBIT	941	1,320	1,694	2,154
其他非流动负债	28	28	28	28	EBITDA	1,095	1,465	1,857	2,310
负债合计	932	1,106	1,266	1,389	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	26	14	-2	-23	每股收益(元)	1.15	1.61	2.07	2.65
归属母公司股东权益	4,964	5,641	6,581	7,861	每股净资产(元)	8.16	9.27	10.81	12.92
负债和股东权益	5,922	6,760	7,844	9,227	发行在外股份(百万股)	609	609	609	609
					ROIC(%)	31.2%	44.0%	48.6%	59.1%
					ROE(%)	13.9%	17.1%	18.9%	20.3%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	33.5%	34.3%	35.0%	35.5%
经营活动现金流	916	1,155	1,072	1,686	销售净利率(%)	13.3%	14.6%	15.5%	16.3%
投资活动现金流	-932	-324	-315	-362	资产负债率(%)	15.7%	16.4%	16.1%	15.1%
筹资活动现金流	-503	-294	-304	-296	收入增长率(%)	2.0%	27.4%	21.2%	21.3%
现金净增加额	-520	538	454	1,028	净利润增长率(%)	-12.5%	39.9%	28.6%	27.6%
折旧和摊销	154	145	163	156	P/E	67.37	48.15	37.43	29.34
资本开支	373	84	58	115	P/B	9.52	8.38	7.18	6.01
营运资本变动	-57	106	-272	23	EV/EBITDA	42.24	31.20	24.35	19.13

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>