

## 经营逐季改善, 21Q1如期高增

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年实现收入52.8亿元, 同比+2.0%, 实现归母净利润7.0亿元, 同比-12.5%; 其中20Q4实现收入13.9亿元, 同比+8.1%, 实现归母净利润1.8亿元, 同比-3.0%。公司同时公告, 预计21Q1实现收入14.1-15.1亿元, 同比增长32.4%-41.2%, 实现归母净利润1.97-2.34亿元, 同比增长179%-232%。
- **逆势加快开店节奏, 长期向好趋势不变。** 1、截止2020年末, 公司门店数目达到12399家, 全年净增长1445家, 疫情年门店开拓节奏逆势加快, 在行业较为分散的大背景下, 加速抢占市场份额。2、分业务看, 鲜货类产品收入48.6亿元(-1%), 其中禽类制品收入38.3亿元(-2%), 蔬菜制品收入5.3亿元, 同比保持稳定。3、分地区来看, 西南、西北、华中、华南、华东、华北地区营收增速分别为7%、-36%、11%、-2%、-9%、4%, 华中、华北、西南等市场疫情下实现逆势增长实属不易, 海外市场开拓顺利, 同比+33%。4、值得重视的是, 与未受疫情影响的19Q1相比, 21Q1实现收入增长22.2%-30.5%, 归母净利润增长8.8%-29.3%, 长期稳健增长趋势不变。
- **主业盈利能力稳定, 投资收益拖累净利润。** 2020年公司毛利率为33.5%, 同比下降0.47pp, 销售费用率为6.1%, 同比下降2.1pp, 主要系公司执行新收入准则, 将原计入销售费用中的运输费1.5亿元重分类至主营业务成本, 调整后的毛利率36.3%, 同比提升2.4个百分点。管理费用率同比增加0.6pp至6.3%, 主要系人力成本有所增加; 将运输费用调整还原后, 整体费用率为14.5%, 同比下降0.2pp, 主营业务盈利能力保持稳定。此外, 由于疫情冲击, 2020年公司对外投资净收益-1.0亿元, 导致整体净利率下降2.2pp至13.1%。
- **把握机遇加速扩张, 股权激励叠加渠道深化, 中长期成长性依旧乐观。** 1、公司把握疫情下行业加速洗牌的战略机遇, 逆势加快开店节奏, 为将来收入增长和份额提升打下坚实基础。2、从营销端看, 公司营销策略转变为“深度覆盖, 渠道精耕”, 深化交通体、商圈体、社区体、沿街体7大渠道, 并创新营销活动, 推动商圈覆盖更为全面, 市场渗透更为深入。3、公司于2021年初推出首期股权激励, 激励对象覆盖绝大部分核心管理人员, 合计124人; 考核要求集中在收入端, 要求未来三年收入增速同比不低于+25%/+20%/+20%, 股权激励充分调动管理层积极性, 为公司保持长期高增长保驾护航。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.69元、2.18元、2.72元, 对应动态PE分别为46倍、36倍、29倍, 公司未来三年成长性依旧乐观, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、宏观经济大幅下滑。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5276.08	6708.77	8190.97	9896.00
增长率	2.01%	27.15%	22.09%	20.82%
归属母公司净利润(百万元)	701.36	1030.86	1329.18	1657.68
增长率	-12.46%	46.98%	28.94%	24.71%
每股收益EPS(元)	1.15	1.69	2.18	2.72
净资产收益率ROE	13.88%	17.79%	19.60%	20.72%
PE	68	46	36	29
PB	9.53	8.21	7.02	5.95

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.09
流通A股(亿股)	6.09
52周内股价区间(元)	47.31-104.39
总市值(亿元)	472.48
总资产(亿元)	59.22
每股净资产(元)	8.16

### 相关研究

1. 绝味食品(603517): Q3环比改善, 未来增长可期 (2020-10-31)
2. 绝味食品(603517): 二季度销售回暖, 市占率有望持续提升 (2020-08-27)
3. 绝味食品(603517): 疫情影响一季度业绩, 加盟商扶持力度加大 (2020-04-29)
4. 绝味食品(603517): 主业增速稳健, 盈利提升可期 (2020-04-22)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5276.08	6708.77	8190.97	9896.00	净利润	692.46	1030.86	1329.18	1657.68
营业成本	3509.50	4424.43	5375.07	6453.60	折旧与摊销	154.39	124.32	158.48	184.36
营业税金及附加	39.95	66.42	81.91	98.96	财务费用	-8.22	-23.09	-33.59	-51.86
销售费用	321.90	436.07	532.41	643.24	资产减值损失	-25.79	3.00	3.00	3.00
管理费用	331.59	368.98	434.12	494.80	经营营运资本变动	-68.76	-219.53	-100.14	-123.37
财务费用	-8.22	-23.09	-33.59	-51.86	其他	171.61	37.26	-13.03	-13.03
资产减值损失	-25.79	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>915.70</b>	<b>952.82</b>	<b>1343.90</b>	<b>1656.78</b>
投资收益	-100.52	-40.00	10.00	10.00	资本支出	-324.52	-400.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-607.21	-40.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-931.73</b>	<b>-440.00</b>	<b>-390.00</b>	<b>-90.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>955.98</b>	<b>1392.96</b>	<b>1808.04</b>	<b>2264.26</b>	短期借款	-144.62	-35.38	0.00	0.00
其他非经营损益	15.02	16.00	15.00	15.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>970.99</b>	<b>1408.96</b>	<b>1823.04</b>	<b>2279.26</b>	股权融资	28.55	0.00	0.00	0.00
所得税	278.53	378.10	493.87	621.58	支付股利	0.00	-231.45	-340.18	-438.63
净利润	692.46	1030.86	1329.18	1657.68	其他	-387.00	27.29	33.59	51.86
少数股东损益	-8.90	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-503.07</b>	<b>-239.54</b>	<b>-306.60</b>	<b>-386.77</b>
归属母公司股东净利润	701.36	1030.86	1329.18	1657.68	<b>现金流量净额</b>	<b>-520.06</b>	<b>273.29</b>	<b>647.30</b>	<b>1180.02</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1082.42	1355.71	2003.01	3183.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	221.61	248.42	309.19	375.27	销售收入增长率	2.01%	27.15%	22.09%	20.82%
存货	857.42	985.73	1211.90	1469.65	营业利润增长率	-4.97%	45.71%	29.80%	25.23%
其他流动资产	39.75	50.55	61.71	74.56	净利润增长率	-12.45%	48.87%	28.94%	24.71%
长期股权投资	1558.01	1558.01	1558.01	1558.01	EBITDA 增长率	-5.13%	35.57%	29.36%	24.00%
投资性房地产	13.78	13.78	13.78	13.78	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1652.68	1943.08	2199.32	2129.68	毛利率	33.48%	34.05%	34.38%	34.79%
无形资产和开发支出	212.73	199.26	185.78	172.31	三费率	12.23%	11.66%	11.39%	10.98%
其他非流动资产	283.91	282.66	281.41	280.17	净利率	13.12%	15.37%	16.23%	16.75%
<b>资产总计</b>	<b>5922.32</b>	<b>6637.20</b>	<b>7824.13</b>	<b>9256.47</b>	ROE	13.88%	17.79%	19.60%	20.72%
短期借款	35.38	0.00	0.00	0.00	ROA	11.69%	15.53%	16.99%	17.91%
应付和预收款项	578.71	638.37	798.32	968.51	ROIC	28.25%	34.83%	37.90%	43.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.89%	22.27%	23.60%	24.22%
其他负债	317.88	204.87	242.86	285.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>931.97</b>	<b>843.24</b>	<b>1041.18</b>	<b>1254.46</b>	总资产周转率	0.93	1.07	1.13	1.16
股本	608.63	608.63	608.63	608.63	固定资产周转率	4.24	4.46	4.40	4.77
资本公积	1586.64	1586.64	1586.64	1586.64	应收账款周转率	223.97	202.84	238.64	221.45
留存收益	2772.95	3572.36	4561.35	5780.40	存货周转率	4.60	4.80	4.89	4.81
归属母公司股东权益	4964.02	5767.63	6756.62	7975.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.45%	—	—	—
少数股东权益	26.32	26.32	26.32	26.32	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4990.34</b>	<b>5793.96</b>	<b>6782.95</b>	<b>8002.00</b>	资产负债率	15.74%	12.70%	13.31%	13.55%
负债和股东权益合计	5922.32	6637.20	7824.13	9256.47	带息债务/总负债	3.80%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.44	3.24	3.54	4.16
					速动比率	1.49	2.03	2.34	2.96
					股利支付率	0.00%	22.45%	25.59%	26.46%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1102.15	1494.19	1932.94	2396.76	每股收益	1.15	1.69	2.18	2.72
PE	67.84	46.16	35.80	28.70	每股净资产	8.20	9.52	11.14	13.15
PB	9.53	8.21	7.02	5.95	每股经营现金	1.50	1.57	2.21	2.72
PS	9.02	7.09	5.81	4.81	每股股利	0.00	0.38	0.56	0.72
EV/EBITDA	41.98	30.76	23.44	18.42					
股息率	0.00%	0.49%	0.71%	0.92%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn