

绝味食品 (603517)

证券研究报告

2021年04月17日

20年业绩呈逐步回暖趋势，21Q1业绩超预期，单店营收逐步恢复，持续提升行业市占率

事件：

公司2020年实现营业收入为52.76亿元，同比增长2.01%，实现归母净利润7.01亿元，同比下降12.46%。扣除对联营企业的投资收益的影响，主营业务利润保持正增长。其中20Q1-Q4实现营收10.66、13.47、14.72、13.91亿元，同比分别变动-7.6%、0.8%、5.5%、8.1%；实现归母净利润0.63、2.11、2.46、1.81亿元，同比分别变动-65.3%、-1.7%、12.8%、-3.0%。公司下半年来趋于回暖，疫情影响逐步消除。

同时公司发布21Q1业绩预告，一季度超出预期。21Q1公司实现归母净利润2亿元-2.37亿元，同比上升217.68%-276.45%；实现扣非归母净利润1.97亿元-2.34亿元，同比上升179.17%-231.61%，主要由于“就地过年”号召带来的正面影响，对比19Q1公司归母净利润增幅10%-31%，公司一季度业绩超出预期，大幅改善。

收入端：①分行业看，卤制食品销售收入48.97亿，占比95.3%，加盟商管理收入0.68亿，占比1.3%。②分产品看，禽类制品38.3亿元，同减2.42%，蔬菜类5.3亿元，同减0.26%，畜类0.3亿元，同增103.05%，包装产品0.4亿元，同增335.78%。③分地区看，华中地区收入14.07亿，同增11.31%，占比26.66%；华东地区收入11.66亿元，同减8.83%，占比22.1%；华南地区收入10.12亿，同减1.9%，占比19.18%；西南地区收入7.72亿，同增7.45%，占比14.63%；华北地区收入6.32亿，同增4.43%，占比11.98%；西北地区0.58亿，同减36.17%，占比1.1%。

渠道端：公司20年开店节奏加速，市占率持续提升，下半年新增341家门店，公司20年店面拓展迅速。截止20年底，中国大陆地区门店总数12,399家，全年净增长1445家。其中，20H1和20H2增长门店数量分别为1104家和341家，较19H1和19H2分别变动421家、-15家。全年来看，公司“渠道精耕”的经营策略成效明显，20年来平均单店营收43万元，稳步恢复，较19年的47万元略有下滑，主要由于疫情影响门店复工及交通枢纽、商业体等高势能点位人流恢复不及预期。同时，公司20年并表的武汉零点绿色食品股份有限公司是一家主营线上休闲卤味销售企业，未来定位为线上销售的重点品牌，以期实现差异化定位及产品序列的补充。

投资建议：

2021年初公司推出限制性股票激励计划，公司未来三年目标实现营收增长分别为25%、20%、20%。21年以来公司经营大幅改善，在公司“深度覆盖，渠道精耕”的鼓励下，有望持续快速开店，提升单店营收，提高市占率。基于疫情对人流恢复仍或有影响，我们调整2021-2022年归母净利润预测为10.5亿/13亿（前值为11.70/14.44亿元），对应PE45X/36X，维持“买入”评级。

风险提示：拓店不及预期、经营不及预期、食品安全风险、疫情反复风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,171.96	5,276.08	6,605.67	7,950.10	9,543.18
增长率(%)	18.41	2.01	25.20	20.35	20.04
EBITDA(百万元)	1,148.74	1,118.27	1,475.05	1,830.50	2,197.86
净利润(百万元)	801.20	701.36	1,053.93	1,303.42	1,579.58
增长率(%)	25.06	(12.46)	50.27	23.67	21.19
EPS(元/股)	1.32	1.15	1.73	2.14	2.60
市盈率(P/E)	58.97	67.37	44.83	36.25	29.91
市净率(P/B)	10.35	9.52	8.23	6.99	5.85
市销率(P/S)	9.14	8.96	7.15	5.94	4.95
EV/EBITDA	23.11	41.02	30.52	24.25	19.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	77.63元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	608.63
流通A股股本(百万股)	608.63
A股总市值(百万元)	47,248.00
流通A股市值(百万元)	47,248.00
每股净资产(元)	8.16
资产负债率(%)	15.74
一年内最高/最低(元)	107.88/46.70

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《绝味食品-季报点评:Q3归母净利润同比转正，小鸭脖依旧大有可为》2020-11-08
- 《绝味食品-半年报点评:二季度业绩明显回暖，门店拓展超预期，持续提升行业市占》2020-08-31
- 《绝味食品-年报点评报告:19年营收+18.41%持续稳定增长》2020-04-23

1. 公司公布 2020 年报和 2021Q1 季报

公司 2020 年实现营业收入为 52.76 亿元，同比增长 2.01%，实现归母净利润 7.01 亿元，同比下降 12.46%。扣除对联营企业的投资收益的影响，主营业务利润保持正增长。其中 20Q1-Q4 实现营收 10.66、13.47、14.72、13.91 亿元，同比分别变动-7.6%、0.8%、5.5%、8.1%；实现归母净利润 0.63、2.11、2.46、1.81 亿元，同比分别变动-65.3%、-1.7%、12.8%、-3.0%。公司下半年来趋于回暖，疫情影响逐步消除。

图 1：公司各季度收入及其 yoy（单位：亿元）

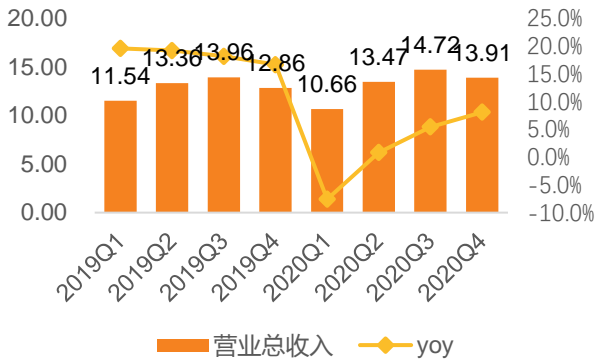
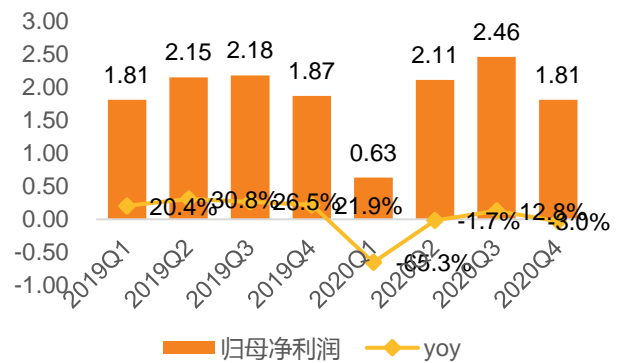


图 2：公司各季度归母净利润及其 yoy（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

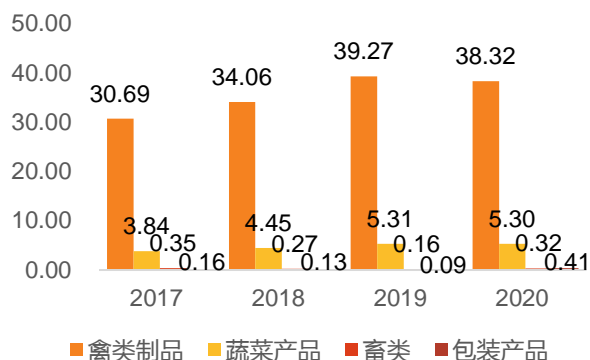
资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时公司发布 21Q1 业绩预告，一季度超出预期。21Q1 公司实现归母净利润 2 亿元-2.37 亿元，同比上升 217.68%-276.45%；实现扣非归母净利润 1.97 亿元-2.34 亿元，同比上升 179.17%-231.61%，主要由于“就地过年”号召带来的正面影响，对比 19Q1 公司归母净利润增幅 10%-31%，公司一季度业绩超出预期，大幅改善。

2. 收入端

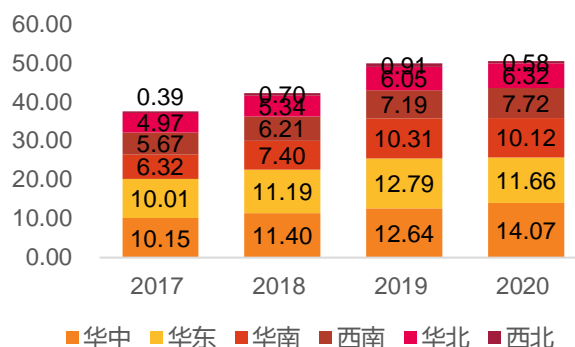
①分行业看，卤制食品销售收入 48.97 亿，占主营业务比例比 95.3%，加盟商管理收入 0.68 亿，占比 1.3%。②分产品看，禽类制品 38.3 亿元，同减 2.42%，蔬菜类 5.3 亿元，同减 0.26%，畜类 0.3 亿元，同增 103.05%，包装产品 0.4 亿元，同增 335.78%。③分地区看，华中地区收入 14.07 亿，同增 11.31%，占比 26.66%；华东地区收入 11.66 亿元，同减 8.83%，占比 22.1%；华南地区收入 10.12 亿，同减 1.9%，占比 19.18%；西南地区收入 7.72 亿，同增 7.45%，占比 14.63%；华北地区收入 6.32 亿，同增 4.43%，占比 11.98%；西北地区 0.58 亿，同减 36.17%，占比 1.1%。

图 3：分产品营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：分地区营收（单位：亿元）

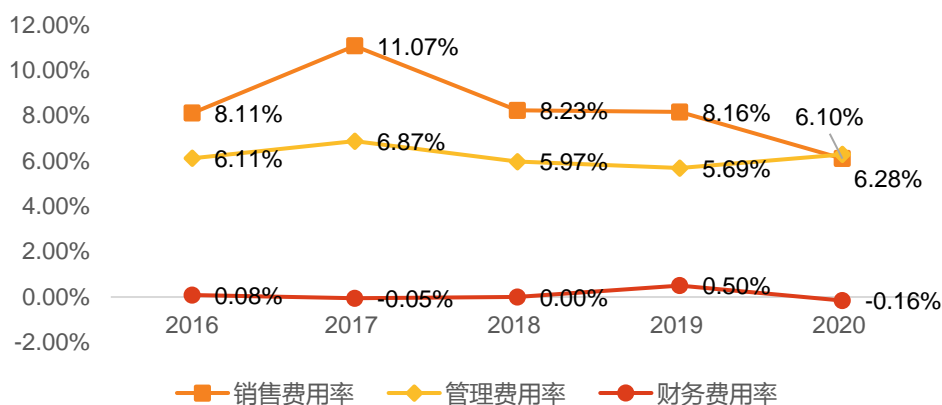


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 成本费用端

公司 2020 期间费用率为 12.45%，同减 2.21%。①销售费用率：公司 2020 销售费用为 3.22 亿元，同减 23.7%，销售费用率 6.1%，变动主要因为运输费用重分类到营业成本中，②管理费用率：3.32 亿元，同增 12.74%，管理费用率为 6.28%，管理费用的增加主要是因为人力成本的增长。③财务费用率：公司 2020 财务费用为-0.08 亿元，财务费用率为 -0.16%，主要是因为公司利息支出的减少。

图 5：费用率（%）

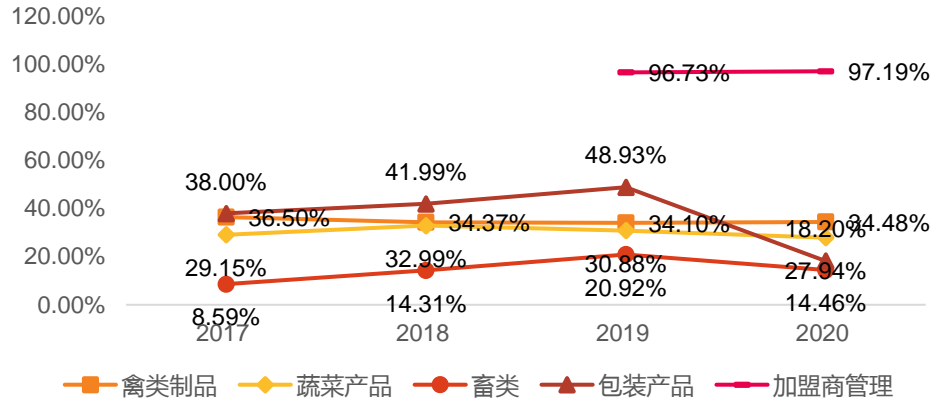


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 利率端

鲜货类毛利率 33.35%，比上年减少 0.43pct。其中，禽类制品毛利率略高于鲜货类产品平均毛利率，为 34.48%，同增 0.38 个 pct；畜类产品在鲜货类产品中最低，为 14.46%，同减 6.46 个 pct；蔬菜产品 27.94%，减少 2.94 个 pct。包装类产品毛利率低于鲜货类产品，为 18.2%，同减 30.73 个 pct。加盟商管理毛利率极高，为 97.19%，比去年增加 0.46 个 pct。

图 6：分产品利润率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 渠道端

公司 20 年开店节奏加速，市占率持续提升，下半年新增 341 家门店，公司 20 年店面拓展迅速。截止 20 年底，中国大陆地区门店总数 12,399 家，全年净增长 1445 家。其中，20H1 和 20H2 增长门店数量分别为 1104 家和 341 家，较 19H1 和 19H2 分别变动 421 家、-15 家。全年来看，公司“渠道精耕”的经营策略成效明显，20 年来平均单店营收 43 万元，稳步恢复，较 19 年的 47 万元略有下滑，主要由于疫情影响门店复工及交通枢纽、商业体等高势能点位人流恢复不及预期。同时，公司 20 年并表的武汉零点绿色食品股份有限公司是一家主营线上休闲卤味销售企业，未来定位为线上销售的重点品牌，以期实现差异化定位及产品序列的补充。

6. 供应链端

供应链方面，实现 300-500 公里半径内的每日新鲜配送，持续全国各区域深度覆盖、渠道精耕。截止 20 年底，公司已在全国范围内建立了以 21 个生产基地（含 2 家在建）为中心的供应链网络，合作的冷链物流车车辆近 2000 台。产销情况方面，公司 20 年产销平衡稳定，鲜货类产品生产量 12.71 吨，同减 1.11%，销售量 12.69 吨，同减 1.09%，其中畜类产品产量增幅明显。

7. 投资建议

2021 年初公司推出限制性股票激励计划，公司未来三年目标实现营收增长分别为 25%、20%、20%。21 年以来公司经营大幅改善，在公司“深度覆盖，渠道精耕”的鼓励下，有望持续快速开店，提升单店营收，提高市占率。基于疫情对人流恢复仍或有影响，我们调整 2021-2022 年归母净利润预测为 10.5 亿/13 亿（前值为 11.70/14.44 亿元），对应 PE 45X/36X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,602.49	1,082.42	2,109.01	2,746.59	4,448.72
应收票据及应收账款	10.03	37.08	17.97	35.23	40.97
预付账款	98.50	113.47	148.51	157.41	208.85
存货	668.53	857.42	763.43	1,205.94	1,114.81
其他	91.41	110.81	165.64	107.86	218.23
流动资产合计	2,470.95	2,201.21	3,204.55	4,253.02	6,031.58
长期股权投资	1,122.06	1,558.01	1,558.01	1,558.01	1,558.01
固定资产	1,143.57	1,345.20	1,427.66	1,477.32	1,494.30
在建工程	232.37	307.48	220.49	180.29	138.18
无形资产	197.34	212.73	199.47	186.22	172.96
其他	296.38	297.69	244.29	222.95	223.81
非流动资产合计	2,991.72	3,721.11	3,649.93	3,624.80	3,587.26
资产总计	5,462.67	5,922.32	6,854.48	7,877.82	9,618.84
短期借款	180.00	35.38	80.00	85.00	88.00
应付票据及应付账款	310.54	432.39	328.97	578.20	564.92
其他	390.10	436.12	640.60	416.17	848.33
流动负债合计	880.64	903.89	1,049.57	1,079.37	1,501.26
长期借款	0.00	0.00	30.00	25.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.69	28.08	19.48	21.42	23.00
非流动负债合计	16.69	28.08	49.48	46.42	63.00
负债合计	897.34	931.97	1,099.06	1,125.79	1,564.25
少数股东权益	(1.87)	26.32	11.86	(5.18)	(25.97)
股本	608.63	608.63	608.63	608.63	608.63
资本公积	1,558.09	1,586.64	1,586.64	1,586.64	1,586.64
留存收益	3,952.25	4,359.59	5,134.93	6,148.58	7,471.92
其他	(1,551.77)	(1,590.84)	(1,586.64)	(1,586.64)	(1,586.64)
股东权益合计	4,565.33	4,990.34	5,755.42	6,752.03	8,054.58
负债和股东权益总计	5,462.67	5,922.32	6,854.48	7,877.82	9,618.84

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	790.94	692.46	1,053.93	1,303.42	1,579.58
折旧摊销	129.76	154.39	77.78	83.79	88.40
财务费用	36.51	4.07	(4.00)	(3.00)	(3.00)
投资损失	(48.99)	100.52	47.60	33.04	0.00
营运资金变动	95.77	125.12	169.11	(362.83)	343.18
其它	23.82	(160.88)	(14.46)	(17.04)	(20.79)
经营活动现金流	1,027.81	915.70	1,329.96	1,037.39	1,987.37
资本支出	741.59	836.56	68.60	78.06	48.42
长期投资	337.03	435.95	0.00	0.00	0.00
其他	(1,877.96)	(2,204.24)	(176.20)	(191.11)	(98.42)
投资活动现金流	(799.34)	(931.73)	(107.60)	(113.04)	(50.00)
债权融资	180.00	35.38	110.00	110.00	128.00
股权融资	970.88	31.60	13.55	8.35	8.35
其他	(482.07)	(570.05)	(319.32)	(405.12)	(371.59)
筹资活动现金流	668.81	(503.07)	(195.77)	(286.77)	(235.24)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	897.29	(519.10)	1,026.59	637.57	1,702.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,171.96	5,276.08	6,605.67	7,950.10	9,543.18
营业成本	3,416.10	3,509.50	4,158.93	4,929.27	5,924.98
营业税金及附加	41.19	39.95	54.38	62.99	78.25
营业费用	421.88	321.90	521.85	643.96	773.00
管理费用	294.13	331.59	416.16	524.71	648.94
研发费用	15.93	11.41	17.32	20.84	23.56
财务费用	26.04	(8.22)	(4.00)	(3.00)	(3.00)
资产减值损失	(0.61)	(25.79)	(7.83)	(11.41)	(15.01)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.99	(100.52)	(47.60)	(33.04)	0.00
其他	(97.63)	240.29	59.43	66.09	0.00
营业利润	1,005.94	955.98	1,437.04	1,749.71	2,112.46
营业外收入	52.80	29.54	34.69	39.01	34.41
营业外支出	8.83	14.52	23.00	27.00	11.55
利润总额	1,049.91	970.99	1,448.73	1,761.72	2,135.33
所得税	258.96	278.53	409.27	475.33	576.54
净利润	790.94	692.46	1,039.47	1,286.38	1,558.79
少数股东损益	(10.26)	(8.90)	(14.46)	(17.04)	(20.79)
归属于母公司净利润	801.20	701.36	1,053.93	1,303.42	1,579.58
每股收益(元)	1.32	1.15	1.73	2.14	2.60

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.41%	2.01%	25.20%	20.35%	20.04%
营业利润	21.11%	-4.97%	50.32%	21.76%	20.73%
归属于母公司净利润	25.06%	-12.46%	50.27%	23.67%	21.19%
获利能力					
毛利率	33.95%	33.48%	37.04%	38.00%	37.91%
净利率	15.49%	13.29%	15.95%	16.40%	16.55%
ROE	17.54%	14.13%	18.35%	19.29%	19.55%
ROIC	33.98%	23.75%	28.20%	36.31%	39.56%
偿债能力					
资产负债率	16.43%	15.74%	16.03%	14.29%	16.26%
净负债率	-31.16%	-20.98%	-34.73%	-39.05%	-53.64%
流动比率	2.81	2.44	3.05	3.94	4.02
速动比率	2.05	1.49	2.33	2.82	3.28
营运能力					
应收账款周转率	711.45	223.97	240.00	298.89	250.48
存货周转率	8.10	6.92	8.15	8.07	8.22
总资产周转率	1.11	0.93	1.03	1.08	1.09
每股指标(元)					
每股收益	1.32	1.15	1.73	2.14	2.60
每股经营现金流	1.69	1.50	2.19	1.70	3.27
每股净资产	7.50	8.16	9.44	11.10	13.28
估值比率					
市盈率	58.97	67.37	44.83	36.25	29.91
市净率	10.35	9.52	8.23	6.99	5.85
EV/EBITDA	23.11	41.02	30.52	24.25	19.42
EV/EBIT	25.33	45.95	32.22	25.41	20.23

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com