

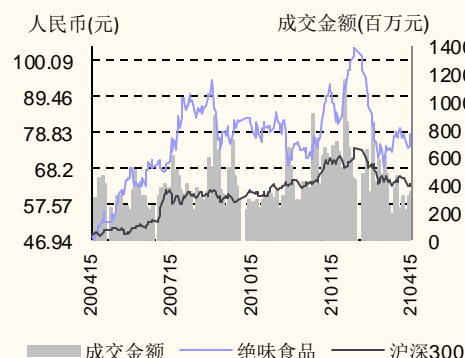
绝味食品 (603517.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 78.18 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)	475.83
年内股价最高最低(元)	104.39/46.94
沪深 300 指数	4949
上证指数	3399



相关报告

- 1.《绝味食品股权激励公告点评-股权激励落地,经营发展曲线再向上》, 2021.1.29
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《主业稳健,加速建设美食生态圈-绝味食品点评报告》, 2020.4.22

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

20 年圆满收官, 21Q1 业绩预告超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,598	7,920	9,540
营业收入增长率	18.41%	2.01%	25.05%	20.04%	20.45%
归母净利润(百万元)	801	701	1,078	1,392	1,712
归母净利润增长率	25.06%	-12.46%	53.73%	29.10%	22.96%
摊薄每股收益(元)	1.316	1.152	1.772	2.287	2.812
每股经营性现金流净额	1.69	1.41	2.18	2.47	3.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.54%	14.13%	19.22%	21.59%	22.90%
P/E	35.29	67.29	44.13	34.18	27.80
P/B	6.19	9.51	8.48	7.38	6.37

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 4 月 15 日发布 2020 年年报及 2021 年 1 季度业绩预告: 2020 年实现营业收入 52.76 亿元, 同比+2.01%; 实现归母净利润 7.01 亿元, 同比-12.46%; 业绩略低于预期。其中, Q4 实现营业收入 13.91 亿元, 同比+8.12%; 实现归母净利润 1.81 亿元, 同比-3.04%。2021Q1 预计实现营收 14.10-15.06 亿元, 同增 32.40%-41.22%; 实现归母净利润 2.00-2.37 亿元, 同增 217.68%-276.45%。

经营分析

- 线下销售逐季恢复, 2020 年门店扩张达到小高峰。疫情后公司线下销售逐季恢复, Q4 营收增速环比+2.66pct; 而 21Q1 营收相比 19Q1 增长 22.2%-30.5%, 源于公司响应“就地过年”号召顺势举办“年货节”销售活动, 拉动销售增长; 亦反映出线下客流逐步回暖。2020 年公司净增门店 1445 家(同比+13.2%), 年末达到 12399 家; 扩张数量为 2013 年以来最高, 主要系疫情导致核心商圈出现空白区域, 公司鼓励加盟商逆势拿店。
- 费用端控制得当, 扣除投资影响后实际主营业务利润保持正增长。2020 年公司毛利率下滑 0.61pct 至 33.32%, 主要系将原计入销售费用中的运输费转至主营业务成本。2020 年销售/管理/财务费用分别同比-2.06%/+0.59%/0.09pct, 管理费用提升主要系疫情期停工造成损失。若不考虑对联营企业的投资收益影响, 还原后净利率在 15%左右, 主营业务利润亦保持正增长。
- 加强精耕细作提升单店质量, 预期 21 年激励目标可顺利达成。2021 年初公司推出限制性股票激励计划, 解锁条件为 2021-23 年营收相比 2020 年增长 25%/50%/80%。预计未来 3 年公司每年新增 1000-1500 家门店的压力不大; 公司加快拓店的同时重视单店营收的提升, 在低基数下预计 21 年单店营收提振明显, 两者叠加预计 21 年实现 25%的营收增长是大概率事件。

投资建议

- 我们认为绝味成长空间充足, 具备较强确定性, 将 22 年归母净利润上调 8.2%, 预计 21-23 年归母净利润分别为 10.78/13.92/17.12 亿元, 同比+53.7%/29.1%/23.0%, 对应 PE 为 44/34/28X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动; 拓店不达预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,368	5,172	5,276	6,598	7,920	9,540
增长率		18.4%	2.0%	25.1%	20.0%	20.5%
主营业务成本	-2,870	-3,416	-3,510	-4,272	-5,085	-6,106
%销售收入	65.7%	66.1%	66.5%	64.8%	64.2%	64.0%
毛利	1,498	1,756	1,767	2,326	2,835	3,434
%销售收入	34.3%	33.9%	33.5%	35.3%	35.8%	36.0%
营业税金及附加	-40	-41	-40	-53	-63	-76
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-359	-422	-322	-455	-499	-572
%销售收入	8.2%	8.2%	6.1%	6.9%	6.3%	6.0%
管理费用	-261	-294	-332	-416	-475	-572
%销售收入	6.0%	5.7%	6.3%	6.3%	6.0%	6.0%
研发费用	-10	-16	-11	-20	-16	-19
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	828	983	1,062	1,382	1,782	2,194
%销售收入	19.0%	19.0%	20.1%	21.0%	22.5%	23.0%
财务费用	0	-26	8	24	35	47
%销售收入	0.0%	0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-3	-1	30	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	49	-101	10	13	15
%税前利润	n.a	4.7%	n.a	0.7%	0.7%	0.7%
营业利润	831	1,006	956	1,414	1,828	2,254
营业利润率	19.0%	19.4%	18.1%	21.4%	23.1%	23.6%
营业外收支	17	44	15	10	15	15
税前利润	848	1,050	971	1,424	1,843	2,269
利润率	19.4%	20.3%	18.4%	21.6%	23.3%	23.8%
所得税	-217	-259	-279	-356	-461	-567
所得税率	25.6%	24.7%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	631	791	692	1,068	1,382	1,702
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10
归属于母公司的净利润	641	801	701	1,078	1,392	1,712
净利率	14.7%	15.5%	13.3%	16.3%	17.6%	17.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	631	791	692	1,068	1,382	1,702
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10
非现金支出	101	130	129	131	141	150
非经营收益	7	-9	107	-14	-17	-16
营运资金变动	-254	115	-68	142	120	123
经营活动现金净流	485	1,027	860	1,328	1,506	1,830
资本开支	-388	-523	-366	-216	-325	-425
投资	-454	-256	-537	0	0	0
其他	-30	-21	-28	10	13	15
投资活动现金净流	-871	-799	-932	-206	-312	-410
股权募资	9	6	3	0	0	0
债权募资	210	942	-180	139	-12	98
其他	-195	-277	-327	-438	-568	-699
筹资活动现金净流	24	671	-504	-300	-580	-600
现金净流量	-363	899	-576	822	614	819

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	703	1,602	1,082	1,904	2,519	3,338
应收账款	60	61	108	81	98	118
存货	609	669	857	644	766	920
其他流动资产	152	139	153	161	178	200
流动资产	1,524	2,471	2,201	2,790	3,560	4,576
%总资产	39.9%	45.2%	39.2%	44.3%	48.3%	52.2%
长期投资	805	1,142	1,578	1,578	1,678	1,778
固定资产	1,105	1,376	1,345	1,634	1,814	2,086
%总资产	28.9%	25.2%	24.0%	25.9%	24.6%	23.8%
无形资产	218	273	275	295	314	331
非流动资产	2,297	2,992	3,414	3,507	3,806	4,195
%总资产	60.1%	54.8%	60.8%	55.7%	51.7%	47.8%
资产总计	3,821	5,463	5,922	6,605	7,573	8,879
短期借款	210	180	35	174	163	261
应付款项	345	438	558	529	628	753
其他流动负债	225	263	310	249	305	370
流动负债	780	881	904	952	1,096	1,384
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	17	28	25	25	25
负债	794	897	932	977	1,121	1,409
普通股股东权益	3,025	4,567	4,990	5,627	6,452	7,470
其中：股本	410	609	609	609	609	609
未分配利润	1,709	2,191	2,457	3,104	3,940	4,967
少数股东权益	3	-2	26	16	6	-4
负债股东权益合计	3,821	5,463	5,922	6,605	7,573	8,879

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.563	1.316	1.152	1.772	2.287	2.812
每股净资产	7.377	7.504	8.156	9.219	10.591	12.279
每股经营现金净流	1.182	1.688	1.413	2.181	2.475	3.006
每股股利	0.480	0.610	0.530	0.709	0.915	1.125
回报率						
净资产收益率	21.18%	17.54%	14.13%	19.22%	21.59%	22.90%
总资产收益率	16.76%	14.67%	11.84%	16.33%	18.38%	19.28%
投入资本收益率	19.02%	15.60%	15.06%	17.87%	20.20%	21.29%
增长率						
主营业务收入增长率	13.45%	18.41%	2.01%	25.05%	20.04%	20.45%
EBIT增长率	28.20%	18.72%	8.04%	30.19%	28.92%	23.13%
净利润增长率	27.69%	25.06%	-12.46%	53.73%	29.10%	22.96%
总资产增长率	19.83%	42.95%	8.41%	12.15%	16.97%	19.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.5	1.6	0.5	0.5	0.5
存货周转天数	65.8	68.3	79.4	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	32.9	28.7	38.6	32.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	85.5	80.7	93.1	73.8	60.6	49.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.29%	-31.16%	-20.98%	-30.74%	-36.51%	-41.19%
EBIT利息保障倍数	-7,430.4	37.7	-129.2	-57.6	-51.4	-47.0
资产负债率	20.78%	16.43%	15.74%	14.80%	14.80%	15.87%

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