

日期: 2021年04月20日

行业: 食品饮料


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 周菁

Tel: 021-53686158

E-mail: zhoujing@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070002

基本数据 (2021.4.16)

报告日股价 (元)	77.63
12mth A 股价格区间 (元)	46.94-104.39
总股本 (百万股)	608.63
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	472.48
每股净资产 (元)	8.16
PBR (X)	9.52

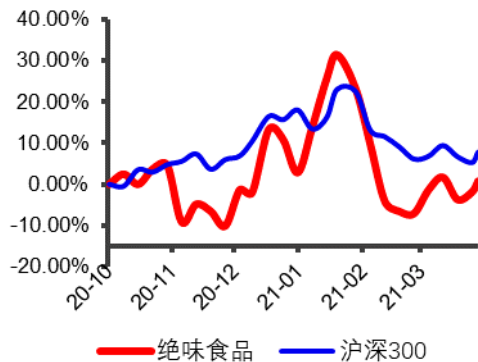
主要股东 (2020)

上海聚成	34.79%
上海慧功	9.25%
上海成广	3.24%
上海福博	2.97%
香港中央结算有限公司	2.91%

收入结构 (2020)

卤制食品销售	92.8%
加盟商管理	1.3%
其他主营业务收入	3.3%
其他	2.6%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



相关报告:

《绝味食品 (603517) 动态点评: 股权激励目标积极, 增长动力强劲》

经营回暖, 长期增长可期

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报, 全年实现营收52.76亿元/+2.0%, 归属净利润为7.01亿元/-12.5%, 扣非归属净利润6.8亿元/-10.7%。

■ 事项点评

收入增速逐季回升, 逆势加速开店

20Q4 公司营收为 13.91 亿元, Q1-Q4 季度收入增速分别为 -7.6%/+0.8%/+5.5%/+8.1%, 疫情缓和后公司营收增速逐季回升。拆解来看, 公司年末全国门店达到 12399 家, 净增 1445 家 (H1+1104、H2+341), 疫情促使行业阶段性洗牌, 公司逆势加速开店, 平均门店数同比增长约 12%; 疫情使得线下客流减少, 平均单店营收同比下滑约 11%, 截止期末除部分交通枢纽体和大型综合体外, 其他渠道单店营收已基本恢复。公司其他主营业务收入 1.73 亿元/+116.2%, 主要系绝配供应链业务快速发展。

毛销差稳步扩大, 剔除投资收益影响营业利润正增长

全年公司净利率为 13.3%/-2.2pct, 扣非净利率为 12.9%/-1.8pct, 其中: (1) 毛销差正向贡献。公司毛利率为 33.5%/-0.4pct, 运费调整还原后为 36.3%/+2.4pct, 一是报告期内原材料鸭副采购成本下行而产品吨价保持稳定, 公司加大囤货, 期末存货达 8.57 亿元/+28.3%, 二是公司优化提升供应链多环节, 实现减费增效。公司销售费用率为 6.1%/-2.1pct, 还原后 9.0%/+0.8pct, 主要系租赁费、加盟商推广营销费增加。全年毛销差为 27.4%/+1.6pct。(2) 管理费用率为 6.3%/+0.6pct, 主要系职工薪酬增加。(3) 投资收益-1.01 亿元, 19 年同期为 +0.49 亿元, 主要系联营企业受疫情冲击盈利下降。(4) 资产减值损失为 2579 万元, 主要系武汉零点计提商誉减值准备 1645 万元。若扣除投资收益影响, 公司营业利润同比增长约 10.4%。

21Q1 业绩符合预期, 长期增长可期

公司实施股权激励, 解锁条件为以 2020 年营收为基准, 2021-2023 年营收增速分别为 25%/50%/80%, 测算同比增速为 25%/20%/20%。21Q1 公司营收预计为 14.10-15.06 亿元, 同增 32.4%-41.2%, 取中值计算同比 19Q1 增长约 26.3%, 春节期间线下门店开展“年货节”等活动拉动销售增长; 归属净利润预计为 2.00-2.37 亿元, 同增 217.7%-276.5%, 取中值计算同比 19Q1 增长约 20.6%, 盈利向好。公司一方面以鸭脖主业为根基, 继续推进“深度覆盖、渠道精耕”的营销策略, 适当加快开店节奏, 我们预计未来 3 年平均门店数复合增速在 10% 左右, 并通过迭代 SKU、赋能加盟商等方式持续提升单店营收, 我们预计未来 3 年平均单店营收复合增速达高个位数。另一方面, 公司通过投资打造美食生态圈, 20 年设立“金箍棒基金”投资了廖记棒棒鸡布局餐桌卤味, 并增资控股了武汉零点, 未来定位为公司休闲卤味产品线上销售的重点品牌, 且旗下深圳网聚资本投资的么麻子食品、千味央厨已启动 IPO, 未来有望为公司贡献投资收益增厚盈利。

■ 投资建议

考虑到股权激励费用，我们预计公司2021-2023年归属净利润分别为9.87/12.54/15.82亿元，对应EPS分别为1.62/2.06/2.60元/股，对应PE分别为48/38/30倍（按2021/4/16收盘价计算）。维持“增持”评级。

■ 风险提示

开店数量不及预期、单店营收增长不及预期、食品安全风险、市场竞争加剧风险、原材料价格波动风险、

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5276.08	6629.65	7995.92	9564.30
年增长率		25.7%	20.6%	19.6%
归属于母公司的净利润	701.36	986.73	1253.84	1581.65
年增长率		40.7%	27.1%	26.1%
每股收益 (元)	1.15	1.62	2.06	2.60
PER (X)	67.37	47.88	37.68	29.87

资料来源：Wind，上海证券研究所（按最新股本摊薄，股价为2021/4/16收盘价）

损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表					利润表				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2201.21	2876.04	3831.89	5145.55	营业总收入	5276.08	6629.65	7995.92	9564.30
现金	1082.42	1723.71	2398.78	3481.41	营业成本	3509.50	4396.60	5279.34	6279.58
应收账款	37.08	19.19	29.18	31.30	营业税金及附加	39.95	50.19	60.54	72.41
其它应收款	71.06	71.53	88.79	104.70	营业费用	321.90	411.04	479.76	554.73
预付账款	113.47	134.46	166.08	194.79	管理与研发费用	343.00	464.08	519.73	573.86
存货	857.42	876.87	1092.47	1275.93	财务费用	-8.22	-31.48	-46.90	-67.31
其他	39.75	50.29	56.60	57.43	资产减值损失	-25.79	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3721.11	3913.26	4085.41	4259.74	公允价值变动及其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1577.80	1597.80	1627.80	1667.80	投资净收益	-100.52	20.00	30.00	40.00
固定资产	1652.68	1806.57	1945.98	2070.52	营业利润	955.98	1368.92	1743.54	2203.31
无形资产	275.11	293.36	296.10	305.90	营业外收入	29.54	0.00	0.00	0.00
其他	215.52	215.52	215.52	215.52	营业外支出	14.52	15.00	15.00	15.00
资产总计	5922.32	6789.31	7917.30	9405.29	利润总额	970.99	1383.92	1758.54	2218.31
流动负债	903.89	1088.46	1266.93	1477.58	所得税	278.53	397.18	504.70	636.65
短期借款	35.38	33.01	37.57	44.15	净利润	692.46	986.73	1253.84	1581.65
应付账款	432.39	400.08	515.77	592.46	少数股东损益	-8.90	0.00	0.00	0.00
其他	436.12	655.38	713.58	840.97	归属母公司净利润	701.36	986.73	1253.84	1581.65
非流动负债	28.08	28.08	28.08	28.08	EBITDA	1216.13	1441.75	1807.02	2248.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.15	1.62	2.06	2.60
其他	28.08	28.08	28.08	28.08					
负债合计	931.97	1116.54	1295.01	1505.66	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	26.32	26.32	26.32	26.32	成长能力				
股本	608.63	608.63	608.63	608.63	营业收入	0.02	0.26	0.21	0.20
资本公积	1586.64	1586.64	1586.64	1586.64	营业利润	-0.05	0.43	0.27	0.26
留存收益	2772.95	3455.37	4404.90	5682.23	归属母公司净利润	-0.12	0.41	0.27	0.26
归属母公司股东权益	4964.02	5646.44	6595.96	7873.30	获利能力				
负债和股东权益	5922.32	6789.31	7917.30	9405.29	毛利率	0.33	0.34	0.34	0.34
					净利率	0.13	0.15	0.16	0.17
					ROE	0.14	0.17	0.19	0.20
					ROIC	0.32	0.39	0.45	0.53
					偿债能力				
					资产负债率	0.16	0.16	0.16	0.16
					净负债比率	0.01	0.01	0.01	0.01
					流动比率	2.44	2.64	3.02	3.48
					速动比率	1.49	1.84	2.16	2.62
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	1.04	1.09	1.10
					应收账款周转率	223.97	235.62	330.60	316.30
					应付账款周转率	14.20	15.93	17.46	17.26
					每股指标(元)				
					每股收益	1.15	1.62	2.06	2.60
					每股经营现金	1.52	2.04	2.06	2.74
					每股净资产	8.16	9.28	10.84	12.94
					估值比率				
					P/E	67.37	47.88	37.68	29.87
					P/B	9.52	8.37	7.16	6.00
					EV/EBITDA	37.99	-1.17	11.93	9.11
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	922.11	1240.62	1253.96	1666.53					
净利润	692.46	986.73	1253.84	1581.65					
折旧摊销	154.39	134.01	150.47	165.05					
财务费用	4.07	1.49	1.54	1.78					
投资损失	100.52	-20.00	-30.00	-40.00					
营运资金变动	-57.44	153.39	-106.88	-26.96					
其他	28.09	-15.00	-15.00	-15.00					
投资活动现金流	-931.73	-291.16	-277.61	-284.39					
资本支出	-365.86	-291.16	-277.61	-284.39					
长期投资	-537.43	0.00	0.00	0.00					
其他	-28.45	0.00	0.00	0.00					
筹资活动现金流	-503.07	-308.17	-301.29	-299.51					
短期借款	0.00	-2.37	4.56	6.58					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
普通股增加	2.97	0.00	0.00	0.00					
资本公积增加	0.00	-25.80	-20.59	-23.19					
其他	-506.04	-280.01	-285.26	-282.90					
现金净增加额	-512.69	641.28	675.07	1082.63					

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

周菁

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。