

绝味食品(603517)

报告日期：2021 年 04 月 26 日

Q1 收入增长 41%，各区域销售全面恢复

——绝味食品点评报告

✎：邓晖 执业证书编号：S1230520040002
☎：021-80106029
✉：denghui@stocke.com.cn

投资要点

□ 事件

4 月 26 日，公司公告 2021 年一季报。2021Q1，公司实现营收 15.06 亿元（同比+41.22%），归母净利润 2.36 亿元（同比+274.69%），扣非归母净利润 2.34 亿元（同比+231.03%）。

□ Q1 各区域销售全面恢复，收入高增长

1) 2020Q1，公司营收同比增长 41.22%。分产品看，鲜货/包装/其他产品实现营收 13.61/0.36/0.55 亿元（占比 90.34%/2.36%/3.65%），同比+33.60%/+1,600.54%/+228.88%，主要由于上年同期疫情冲击导致低基数，2021Q1 销售情况恢复良好，各类产品均实现高增；分地区看，华中/华南/华东/西南市场分别实现营收 3.97/3.17/3.10/2.37 亿元（占比 26.39%/21.04%/20.62%/15.73%），同比+36.33%/+69.41%/+33.86%/+41.08%，各地区销售恢复出色。

2) 2020Q1，公司归母净利润同比增长 274.69%，扣非归母净利润同比增长 231.03%。归母净利润增速较营收增速高的主要原因为：a) 剔除新收入准则将运费调整至营业成本的影响后，简单还原测算，销售费用率-1.73pct（至 9.53%，增利约 0.18 亿）；b) 剔除新收入准则影响后，毛利率+7.66pct（至 37.35%，增利约 0.82 亿），我们认为主要是上年同期基数较低，叠加公司全国布局完善有效降低运输费。

□ 坚持深度覆盖与渠道精耕，高效供应链助力降本增效

1) 坚持“深度覆盖，渠道精耕”：公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，重新深化商圈布局，打造交通体、商圈体、社区体和沿街体等 7 大渠道。疫情期间公司逆势开店，截至 2020 年底公司门店数达 12,399 家（较 20 年初净增 1,445 家），预计 21 年公司将持续推进门店开拓，并逐步提高坪效。

2) 创始人戴文军先生坚持渠道下沉：公司采用“直营为引导、加盟为主体”的销售模式，主营收入 90%以上源于加盟渠道的产品销售，不断增加网点数量，目前公司门店已覆盖全国 31 个省及香港、澳门特别行政区，383 个地级市、443 个县镇乡；公司坚持渠道下沉，2021Q1 华中/华南/华东/西南营收占比分别为 26.39%/21.04%/20.62%/15.73%，逐步实现全国均衡布局，同时不断拓展新加坡、港澳市场，2021Q1 年新加坡及港澳市场实现营收 0.25 亿（占比 1.63%），同比+56.00%。

3) 高效供应链+规划产能 12 万吨助力降本增效：公司前瞻性地在全国布局建设了 21 个工厂并建立供应链网络辐射各区域，实现“当日订单，当日生产，当日配送，24 小时内开始售卖”，高效快捷的供应链助力公司降本增效；公司目前运营年产能约 17 万吨，合计规划年产能约 11.93 万吨，持续扩张产能加强规模效应。

□ 投资建议

公司坚持深度覆盖与渠道精耕，重新深化商圈布局，疫情期间逆势开店，高效供应链辐射各区助力降本增效，规划产能约 12 万吨支撑成长。预计 2021-2023 年归母净利润为 9.78/12.12/14.69 亿元，增速为 39.50%/23.87%/21.22%，对应 4 月 26 日估值为 49.36/39.85/32.87 倍（市值 483 亿元）。

□ 风险提示

食品安全与产品质量风险，原材料价格波动风险，加盟模式管理风险

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 79.35

单季度业绩

元/股

1Q/2021

0.39

4Q/2020

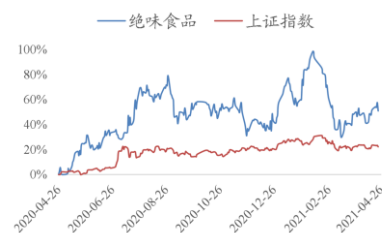
0.30

3Q/2020

0.40

2Q/2020

0.35



公司简介

公司专注于休闲卤制食品的开发、生产和销售，以综合信息系统及供应链整合体系为支持，通过“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的方式进行标准化的门店运营管理，打造国内现代化休闲卤制食品连锁企业领先品牌。

相关报告

- 1《绝味食品：Q1 恢复良好，迎来开门红》2021.04.16
- 2《绝味食品：股权激励激发活力，前景预期再改善》2021.01.28
- 3《绝味食品：Q3 业绩增长 13%，华中西南恢复良好》2020.10.30

分析师：邓晖

联系人：邓晖、杨骥、赵璐

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	5276	6647	8103	9794
(+/-)	2.01%	25.98%	21.91%	20.86%
净利润	701	978	1212	1469
(+/-)	-12.46%	39.50%	23.87%	21.22%
每股收益(元)	1.15	1.61	1.99	2.41
P/E	68.86	49.36	39.85	32.87

表 1：公司分季度财务数据一览

单位(百万元)	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
利润表摘要									
营业总收入	1,505.98	1,390.59	1,472.17	1,346.89	1,066.43	1,286.15	1,395.91	1,335.83	1,154.07
YOY	41.22%	8.12%	5.46%	0.83%	-7.59%	16.70%	18.21%	19.24%	19.63%
毛利率	34.49%	27.66%	37.60%	38.00%	29.69%	31.70%	35.52%	35.03%	33.31%
毛利	519.43	384.66	553.55	511.79	316.57	407.68	495.78	467.93	384.47
YOY	64.08%	-5.65%	11.65%	9.37%	-17.66%	13.92%	23.79%	14.79%	15.79%
期间费用率	12.56%	4.71%	14.65%	14.10%	17.42%	14.80%	15.58%	14.97%	13.01%
其中：销售费用	100.57	-33.65	120.39	115.07	120.09	82.93	134.83	120.26	83.86
销售费用率	6.68%	-2.42%	8.18%	8.54%	11.26%	6.45%	9.66%	9.00%	7.27%
其中：管理费用	85.94	96.37	94.48	76.14	64.61	96.07	71.65	63.20	63.21
管理费用率	5.71%	6.93%	6.42%	5.65%	6.06%	7.47%	5.13%	4.73%	5.48%
其中：研发费用	3.46	1.90	4.58	2.19	2.74	6.16	3.67	5.17	0.93
研发费用率	0.23%	0.14%	0.31%	0.16%	0.26%	0.48%	0.26%	0.39%	0.08%
其中：财务费用	-0.85	0.82	-3.83	-3.53	-1.68	5.20	7.34	11.31	2.19
财务费用率	-0.06%	0.06%	-0.26%	-0.26%	-0.16%	0.40%	0.53%	0.85%	0.19%
归母净利润	235.89	181.34	245.63	211.44	62.96	187.03	217.72	215.19	181.25
YOY	274.69%	-3.04%	12.82%	-1.74%	-65.27%	21.89%	26.54%	30.77%	20.38%
归母净利率	15.66%	13.04%	16.68%	15.70%	5.90%	14.54%	15.60%	16.11%	15.71%
扣非归母净利润	233.59	174.20	234.78	199.96	70.57	168.89	203.41	209.56	179.43
YOY	231.03%	3.15%	15.42%	-4.58%	-60.67%	15.66%	23.71%	28.94%	21.19%
扣非归母净利率	15.51%	12.53%	15.95%	14.85%	6.62%	13.13%	14.57%	15.69%	15.55%
资产负债表摘要									
货币资金	1,308.08	1,082.42	1,336.43	1,751.30	1,385.35	1,602.49	1,275.77	1,170.78	1,783.42
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	370.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收票据及应收账款	34.71	37.08	15.69	17.41	11.17	10.03	10.97	8.87	8.16
YOY	210.85%	269.61%	43.13%	96.22%	36.82%	122.61%	59.62%	56.15%	78.27%
存货	604.32	857.42	613.04	571.65	405.22	668.53	432.96	459.97	465.44
YOY	49.13%	28.25%	41.59%	24.28%	-12.94%	9.73%	8.13%	3.27%	14.57%
预付账款	160.96	113.47	199.86	114.47	174.50	98.50	310.59	132.11	214.76
YOY	-7.76%	15.20%	-35.65%	-13.35%	-18.75%	-15.10%	18.03%	-4.10%	117.37%
应付账款及应付票据	291.09	432.39	289.00	320.13	193.70	310.54	249.49	251.60	167.29
YOY	50.28%	39.24%	15.84%	27.24%	15.78%	36.81%	-10.67%	-19.74%	-18.04%
其它应付款	133.15	125.96	161.58	493.14	146.54	127.37	153.92	134.66	96.68
现金流量表摘要									
经营活动现金净流量	350.91	165.06	198.37	313.04	239.22	163.58	179.75	500.60	183.89
筹资活动现金净流量	99.23	2.79	-322.57	-181.31	-1.98	-47.81	-63.16	-259.39	1,039.17
投资活动现金净流量	-224.76	-426.41	-284.39	235.20	-456.13	211.52	-13.93	-855.97	-140.96
资本开支	130.36	159.38	42.75	104.11	59.61	241.58	26.68	182.68	71.79
ROE	4.64%	3.73%	5.29%	4.62%	1.37%	4.53%	6.25%	6.53%	5.72%
YOY(+/-)	3.27%	-0.80%	-0.95%	-1.92%	-4.35%	-0.68%	0.06%	0.45%	0.03%
资产负债率	15.98%	15.74%	14.60%	19.75%	14.58%	16.43%	30.51%	35.35%	33.41%
YOY(+/-)	1.40%	-0.69%	-15.91%	-15.60%	-18.83%	-4.35%	5.34%	15.13%	17.66%

资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2201	2871	3682	4663	营业收入	5276	6647	8103	9794
现金	1082	1483	1994	2625	营业成本	3510	4416	5399	6548
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	40	50	61	74
应收账款	37	37	45	55	营业费用	322	426	507	603
其它应收款	71	90	109	132	管理费用	332	412	493	591
预付账款	113	143	175	212	研发费用	11	15	18	22
存货	857	1079	1319	1600	财务费用	(8)	(11)	(11)	(11)
其他	40	40	40	40	资产减值损失	30	10	2	2
非流动资产	3721	3732	3739	3745	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(101)	(49)	(45)	(35)
长期投资	1558	1558	1558	1558	其他经营收益	16	12	9	8
固定资产	1144	1136	1132	1128	营业利润	956	1292	1598	1937
无形资产	213	215	218	221	营业外收支	15	24	28	30
在建工程	232	266	293	314	利润总额	971	1316	1626	1967
其他	574	556	539	524	所得税	279	346	423	507
资产总计	5922	6602	7422	8409	净利润	692	969	1203	1460
流动负债	904	1064	1238	1440	少数股东损益	(9)	(9)	(9)	(9)
短期借款	35	35	35	35	归属母公司净利润	701	978	1212	1469
应付款项	432	544	665	807	EBITDA	1111	1422	1736	2082
预收账款	0	0	0	0	EPS (最新摊薄)	1.15	1.61	1.99	2.41
其他	436	485	537	598	主要财务比率				
非流动负债	28	28	28	28		2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	28	28	28	28	营业收入	2.01%	25.98%	21.91%	20.86%
负债合计	932	1093	1266	1469	营业利润	-4.97%	35.16%	23.67%	21.25%
少数股东权益	26	17	9	(0)	归属母公司净利润	-12.46%	39.50%	23.87%	21.22%
归属母公司股东权	4964	5492	6147	6940	获利能力				
负债和股东权益	5922	6602	7422	8409	毛利率	33.48%	33.57%	33.37%	33.14%
					净利率	13.12%	14.59%	14.85%	14.91%
					ROE	14.68%	18.64%	20.78%	22.44%
					ROIC	13.64%	17.35%	19.29%	20.78%
					偿债能力				
					资产负债率	15.74%	16.55%	17.06%	17.46%
					净负债比率	3.80%	3.24%	2.79%	2.41%
					流动比率	2.44	2.70	2.97	3.24
					速动比率	1.49	1.68	1.91	2.13
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	1.06	1.16	1.24
					应收账款周转率	223.97	158.64	156.33	155.72
					应付账款周转率	9.45	9.04	8.93	8.90
					每股指标(元)				
					每股收益	1.15	1.61	1.99	2.41
					每股经营现金	1.50	2.53	2.88	3.25
					每股净资产	8.16	9.02	10.10	11.40
					估值比率				
					P/E	68.86	49.36	39.85	32.87
					P/B	9.73	8.79	7.86	6.96
					EV/EBITDA	41.56	32.95	26.69	21.95

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn