

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

绝味食品 (603517)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料研究员
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

绝味食品 (603517): 管理领先, 布局长远

绝味食品 (603517): 运营提效, 管理升维

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

单店基本恢复, 供应链增长亮眼

2021年04月27日

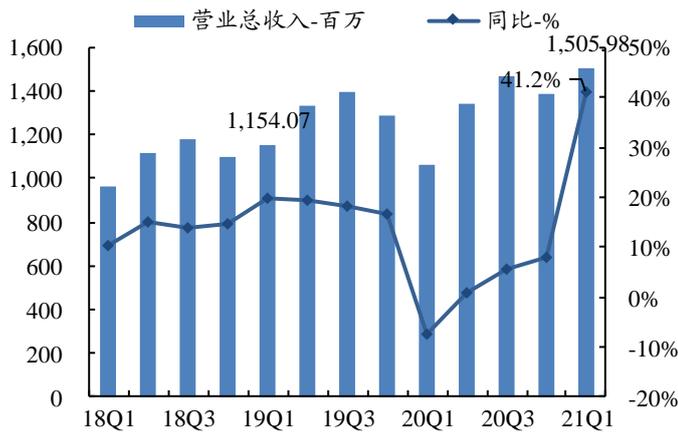
事件: 绝味于2021年4月26日发布一季报, 21年Q1单季度实现营收15.06亿元, 同比增长41.22%, 实现归母净利润2.36亿元, 同比增长274.69%。

点评:

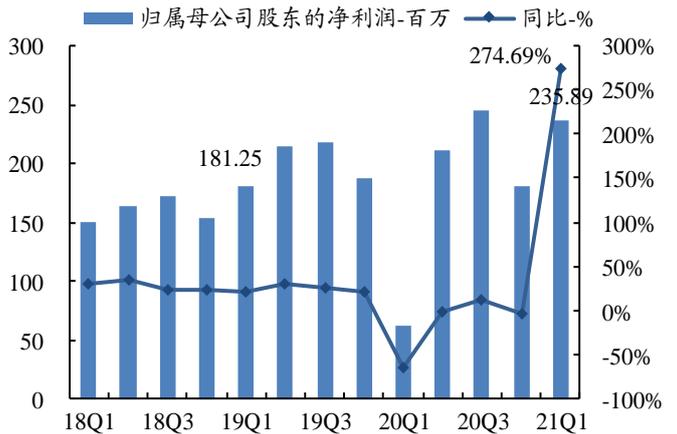
- **21年Q1收入恢复增长符合预期, 年货节推动蓄类产品高增长。** 21年Q1单季度实现营收15.06亿元, 同比增长41.22%, 相比19年Q1增长30.5%, 基本符合年均同比增长15%的预期, 不考虑一季度新增门店数的影响(一季度非开店旺季), 21年Q1单季度的店均营收相比19年Q1略微下降约2%, 主要系高势能单店营收尚未完全恢复(节后恢复至8-9成), 社区等渠道单店营收基本恢复甚至好于疫情之前的水平; 实现归母净利润2.36亿元, 同比增长274.69%, 相比19年Q1增长30.1%。分品类来看, 禽类/蓄类/蔬菜/其他/包装产品分别实现10.54/0.25/1.46/1.36/0.36亿, 同比29.1%/194.3%/40.5%/51.7%/1600.5%, 年货节公司推出部分餐桌产品, 推动蓄类产品快速增长, 并表武汉零点推动包装产品快速发展。分地区来看, 西南/西北/华中/华南/华东/华北/新加坡等分别实现营收2.37/0.05/3.97/3.17/3.10/1.74/0.25亿元, 同比41.08%/-74.71%/36.33%/69.41%/33.86%/31.81%/56.00%, 西北地区降幅较大推测可能是工厂搬迁或者合并所影响。
- **毛利率提升明显, 净利率恢复到较高水平。** 21年Q1单季度毛利率同比提升4.81pct至34.49%(相比19年Q1提升1.18pct), 如果剔除运输费计入营业成本的影响, 毛利率提升预计愈加明显, 主要系公司低价储备原料, 侧面反映出公司对原材料端的掌控提升。销售净利率同比提升9.58pct至15.42%, 基本恢复到19年Q1疫情前的水平。销售费用率同比降低4.58pct至6.68%, 主要系20年疫情期间宣传推广较多及运输费转计入营业成本, 管理费用率同比降低0.35pct至5.71%, 研发费用率同比降低0.03pct至0.23%。
- **供应链收入增长显著, 投资收益亏损幅度收窄。** 21年Q1单季度实现其他主营业务收入(主要系供应链对外开放贡献)5501万元, 同比增长228.88%, 预计21年全年供应链贡献收入有望超过2亿元, 成为营收的补充增长极。21年Q1公司投资收益为-629.6万元, 主要系投资上游企业塞飞亚所致, 亏损同比收窄593万元, 预计今年投资收益随着疫情影响降低亏损有望收窄甚至实现盈利。
- **盈利预测与投资评级:** 公司在供应链与管理端具备核心优势, 第二、第三增长曲线可期, 预计公司21-23实现营收66.33/79.77/95.62亿元, 同比增速分别为26%/20%/20%。实现归母净利润10.6/13.27/15.96亿元, 同比增速分别为51.1%/25.2%/20.3%。预计21-23年EPS为1.74、2.18、2.62元/股, 给予“买入”评级。
- **风险因素:** 行业竞争加剧; 门店扩张不及预期; 食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,172	5,276	6,633	7,977	9,562
增长率 YoY %	18.4%	2.0%	25.7%	20.3%	19.9%
归属母公司净利润 (百万元)	801	701	1,060	1,327	1,596
增长率 YoY%	25.1%	-12.5%	51.1%	25.2%	20.3%
毛利率%	33.9%	33.5%	34.5%	34.6%	34.8%
净资产收益率ROE%	17.5%	14.1%	18.9%	20.7%	21.7%
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.15	1.74	2.18	2.62
市盈率 P/E(倍)	35.29	67.29	46.42	37.08	30.82
市净率 P/B(倍)	6.19	9.51	8.79	7.69	6.69

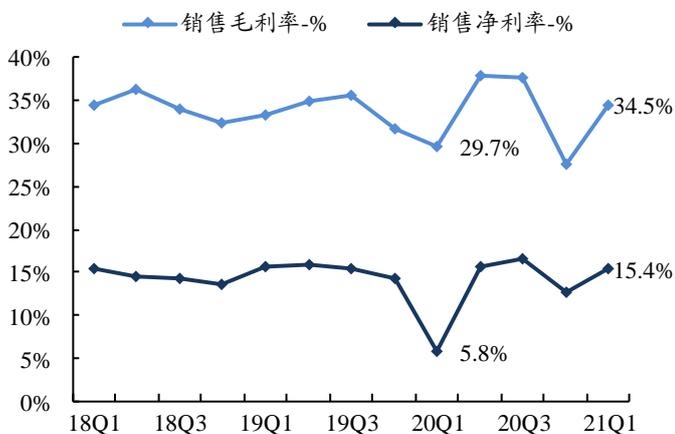
资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 26 日收盘价

图 1: 绝味 21 年 Q1 营收基本实现 15% 的年均增长


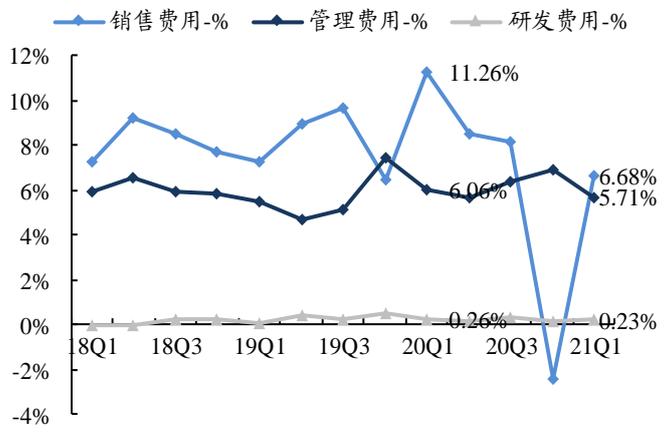
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2: 归母净利润同比增长处于预告上限


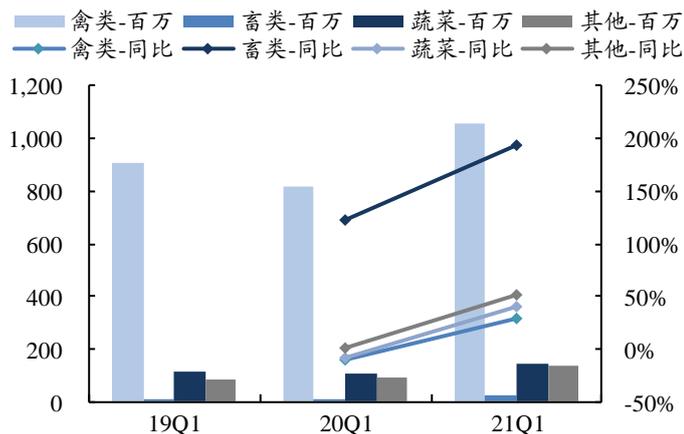
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 剔除运输费的影响, 毛利率相比 19 年 Q1 提升显著


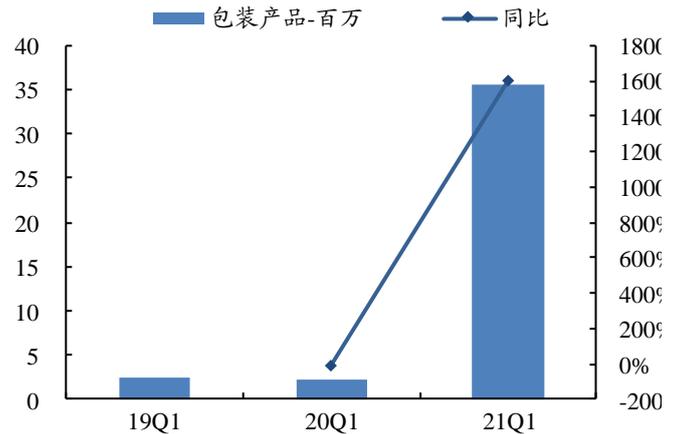
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 销售费用率由于运输费计入营业成本降低较多


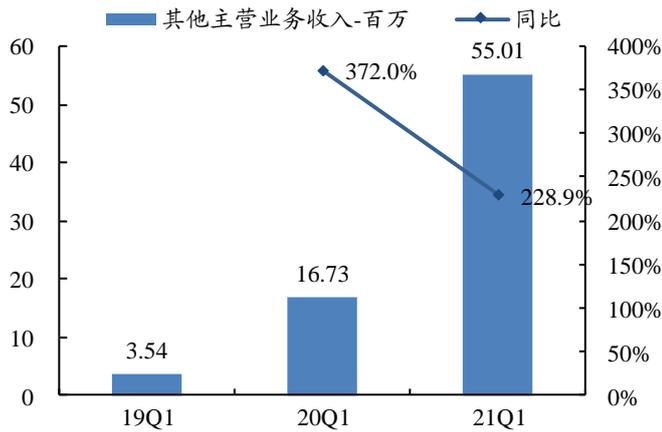
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 年货节推动下蓄类产品实现快速增长


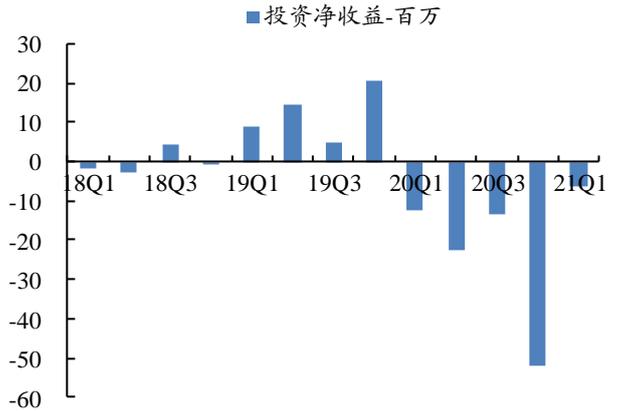
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 并表武汉零点推动包装产品快速增长


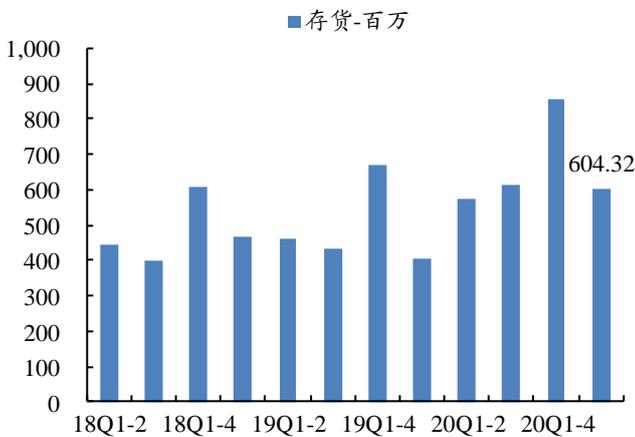
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 供应链收入增速快, 看好其推动公司效率提升


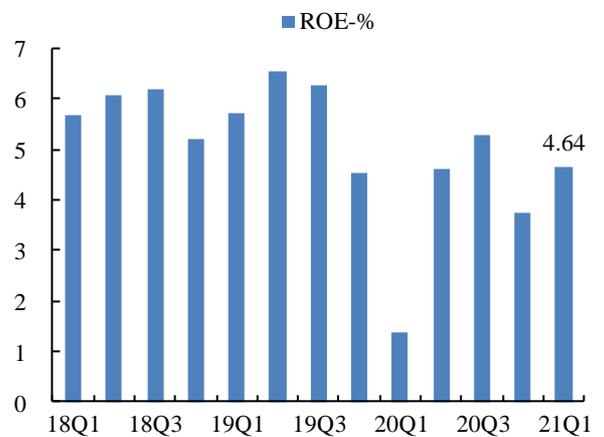
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 投资亏损收窄, 主要系被投上游企业塞飞亚影响


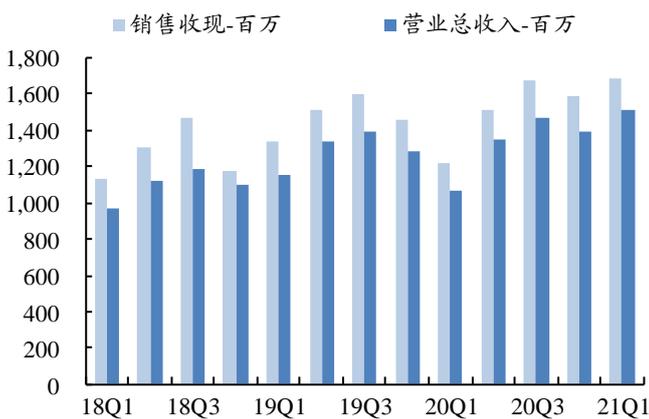
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 存货主要为原材料储备


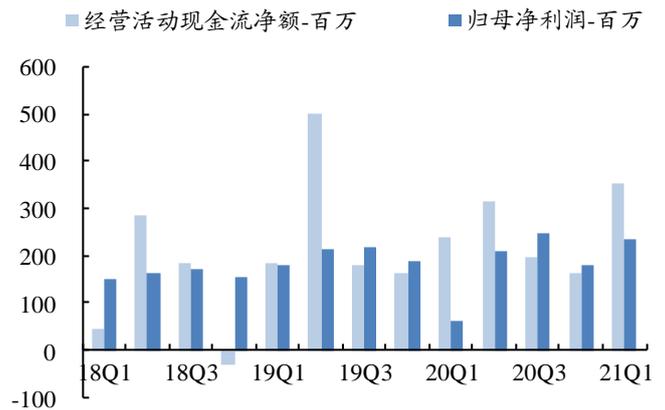
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: ROE 水平逐步恢复


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 现金收现与营业收入匹配


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 净经营现金流表现良好


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,471	2,201	2,767	3,316	3,983	
货币资金	1,602	1,082	1,384	1,660	2,008	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	10	37	47	56	67	
预付账款	98	113	140	169	202	
存货	669	857	1,062	1,275	1,523	
其他	91	111	134	157	183	
非流动资产	2,992	3,721	3,948	4,395	4,926	
长期股权投资	1,122	1,558	1,422	1,522	1,522	
固定资产	1,144	1,345	1,812	2,116	2,595	
无形资产	197	213	273	329	395	
其他	529	605	442	428	414	
资产总计	5,463	5,922	6,715	7,711	8,909	
流动负债	881	904	1,073	1,286	1,535	
短期借款	180	35	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	311	432	535	643	768	
其他	390	436	538	643	767	
非流动负债	17	28	28	28	28	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	17	28	28	28	28	
负债合计	897	932	1,102	1,314	1,563	
少数股东权益	-2	26	14	1	-7	
归属母公司	4,567	4,964	5,600	6,396	7,354	
负债和股东权益	5,463	5,922	6,715	7,711	8,909	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	5,172	5,276	6,633	7,977	9,562	
同比	18.4%	2.0%	25.7%	20.3%	19.9%	
归属母公司净利润	801	701	1,060	1,327	1,596	
同比	25.1%	-12.5%	51.1%	25.2%	20.3%	
毛利率(%)	33.9%	33.5%	34.5%	34.6%	34.8%	
ROE%	17.5%	14.1%	18.9%	20.7%	21.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.32	1.15	1.74	2.18	2.62	
P/E	35.29	67.29	46.42	37.08	30.82	
P/B	6.19	9.51	8.79	7.69	6.69	
EV/EBITDA	24.13	37.95	31.60	26.84	21.81	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	5,172	5,276	6,633	7,977	9,562	
营业成本	3,416	3,510	4,345	5,217	6,235	
营业税金及	41	40	50	57	66	
销售费用	422	322	498	654	784	
管理费用	294	332	365	439	516	
研发费用	16	11	16	22	25	
财务费用	26	-8	23	-17	-21	
减值损失合	-1	-26	0	0	0	
投资净收益	49	-101	50	100	100	
其他	1	12	17	17	17	
营业利润	1,006	956	1,405	1,722	2,074	
营业外收支	44	15	30	30	30	
利润总额	1,050	971	1,434	1,751	2,104	
所得税	259	279	387	438	515	
净利润	791	692	1,047	1,314	1,588	
少数股东损	-10	-9	-13	-13	-8	
归属母公司	801	701	1,060	1,327	1,596	
EBITDA	1,112	1,216	1,513	1,771	2,164	
EPS(当	1.32	1.15	1.74	2.18	2.62	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1,028	916	1,098	1,307	1,616	
净利润	791	692	1,047	1,314	1,588	
折旧摊销	130	154	153	183	228	
财务费用	37	4	37	0	0	
投资损失	-49	101	-50	-100	-100	
营运资金变	115	-68	-59	-61	-70	
其它	5	32	-30	-30	-30	
投资活动现金流	-799	-932	-300	-501	-629	
资本支出	-523	-366	-499	-514	-742	
长期投资	-256	-537	136	-100	0	
其他	-21	-28	63	113	113	
筹资活动现金流	669	-503	-496	-531	-639	
吸收投资	6	3	0	0	0	
借款	942	-180	-35	0	0	
支付利息或	-268	-326	-461	-531	-639	
现金净增加额	899	-520	302	275	348	

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。