

绝味食品（603517）：毛利率提升，疫情后迎来新一轮增长

2021 年 04 月 27 日

强烈推荐/维持

绝味食品

公司报告

公司一季度实现营业收入 15.06 亿元，同比增长 41.22%；归母净利润 2.36 亿元，同比增长 274.69%，扣非归母净利润 2.34 亿元，同比增长 231.03%，整体业绩略超预期。

从疫情中恢复迅速，享受低基数高增长。受疫情影响，公司去年上半年基数较低，与 2019 年相比，公司今年 Q1 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+30.49%/+30.15%/+30.18%。分地区看，公司华南地区销售收入占比提升至 21.62%，收入较 2019 年 Q1 提升 64.96%；西南/华中/华东/华北地区收入分别较 2019 年 Q1 提升 34.16%/29.98%/9.88%/29.58%，海外业务增长 39.83%，销售占比 1.68%，西北业务-74.76%，销售占比进一步降低至 0.36%。

毛利率明显提升。公司 Q1 毛利率 34.49%，同比上升 4.8pct，比 19 年同期上升 1.18pct，如果按照 2019 年运输费率 2.24%还原，则公司毛利率较 19 年同期上升 3.42pct，原材料成本较低及规模效应进一步推动毛利率提升。销售费用率 6.68%，还原后 8.92%，较 19 年 Q1 提升 0.76pct。公司往上游衍生并积极拓宽品类升级产品，预计毛利率将稳定上升，净利率有望同步上升。

公司市占率仅 10%左右，远高于行业第二名，行业 CR5 为 20%左右，行业集中度提升空间较大。疫情从长期的角度使消费者对卫生及健康的诉求有所提升，有利于加速行业集中度的提升。推测卤制品门店市场容量在 10 万家左右，一般快消品第一可以达到 30%的市占率。由于卤制品门槛不高，小作坊生产是市场长期特征，市场集中度会较一般快消品偏低，假设保守估计未来达到 20%的市占率，公司仍有约 60%的开店空间。如果拓展品类，公司开店空间可进一步提升，并从鸭脖领导者变成卤味行业领导者。

近年来公司开店速度提升。2020 年公司加大开店节奏，逆势净增门店 1445 家，达到门店总数 12399 家（大陆地区），根据 3-6 个月的磨合期，这部分新增门店将在 2021 年释放更多业绩。预计公司未来 3-5 年开店速度在 1500-2000 家左右，随着开店速度的提升以及 SKU 的丰富，公司单店收入及开店数量均有望同步提升，推动业绩快速增长。公司生产基地 21 家，相对竞争对手，更加均匀地覆盖全国，为公司门店下沉和全国拓店奠定基础。

今年年初公司首次对核心员工进行股权激励，激励对象 124 人，包括公司高管 2 人及核心员工 122 人。限售解除条件 2021-2023 年营业收入同比增长率分别不低于 25%/20%/20%。较以往收入增速更高的限售条件将对员工形成有效的激励。

盈利预测与评级：根据公司规划及行业发展趋势，我们对公司完成股权激励目标较有信心。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 9.86、12.80、16.13 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.10、2.65。当前股价对应 PE 分别为 48.98、37.74、29.94 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全；疫情反复风险。

财务指标预测

公司简介：

公司自成立以来，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。公司是一家经营自主品牌的休闲卤制食品连锁企业，也是国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业之一。公司已通过 ISO9001 国际质量管理体系认证、ISO22000 食品安全管理体系认证，“绝味”商标被认定为中国驰名商标。资料来源：Wind、东兴证券研究所

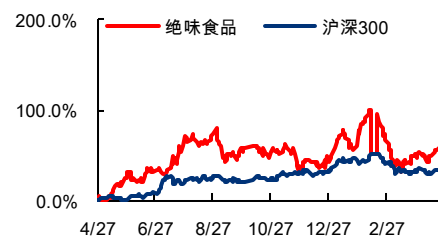
未来 3-6 个月重大事项提示：

发债及交叉持股介绍：

交易数据

52 周股价区间（元）	104.39-52.16
总市值（亿元）	482.95
流通市值（亿元）	482.95
总股本/流通 A 股（万股）	60,863/60,863
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.74

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：孟斯硕

010-66554041

mengssh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070004

分析师：王洁婷

021-225102900

wangjt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070003

研究助理：韦香怡

010-66554023

weixy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070032

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,171.96	5,276.08	6,700.62	8,174.76	9,891.46
增长率（%）	18.41%	2.01%	27.00%	22.00%	21.00%
归母净利润（百万元）	801.20	701.36	986.01	1,279.57	1,612.94
增长率（%）	25.43%	-12.45%	41.01%	30.10%	26.23%
净资产收益率（%）	17.54%	14.13%	17.08%	18.85%	19.93%
每股收益(元)	1.38	1.15	1.62	2.10	2.65
PE	57.50	69.00	48.98	37.74	29.94
PB	10.57	9.73	8.37	7.12	5.97

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	2471	2201	3242	4360	5729	营业收入	5172	5276	6701	8175	9891
货币资金	1602	1082	1975	2766	3858	营业成本	3416	3510	4409	5371	6489
应收账款	10	37	55	78	108	营业税金及附加	41	40	52	63	76
其他应收款	51	71	90	110	133	营业费用	422	322	449	531	643
预付款项	98	113	112	122	127	管理费用	294	332	525	548	599
存货	669	857	970	1247	1467	财务费用	26	-8	6	-3	2
其他流动资产	40	40	40	37	35	研发费用	16	11	13	14	15
非流动资产合计	2992	3721	3385	3263	3142	资产减值损失	-0.61	-25.79	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1122	1558	1558	1558	1558	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1144	1345	1238	1130	1022	投资净收益	48.99	-100.52	50.00	55.00	60.50
无形资产	197	213	200	188	177	加:其他收益	3.53	17.04	30.68	46.02	69.03
其他非流动资产	199	214	0	0	0	营业利润	1006	956	1327	1752	2196
资产总计	5463	5922	6627	7623	8871	营业外收入	52.80	29.54	20.00	20.00	21.00
流动负债合计	881	904	811	802	754	营业外支出	8.83	14.52	15.00	15.00	15.00
短期借款	180	35	0	0	0	利润总额	1050	971	1332	1757	2202
应付账款	311	432	466	610	711	所得税	259	279	355	486	598
预收款项	138	0	-76	-230	-379	净利润	791	692	976	1270	1604
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	-10	-9	-10	-9	-9
非流动负债合计	17	28	25	25	25	归属母公司净利润	801	701	986	1280	1613
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	897	932	837	828	780	成长能力					
少数股东权益	-2	26	17	8	-2	营业收入增长	18.41%	2.01%	27.00%	22.00%	21.00%
实收资本(或股本)	609	609	609	609	609	营业利润增长	21.11%	-4.97%	38.77%	32.03%	25.37%
资本公积	1558	1587	1587	1587	1587	归属于母公司净利润增长	25.06%	-12.46%	40.58%	29.77%	26.05%
未分配利润	2191	2457	3156	3999	5102	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4567	4964	5773	6788	8094	毛利率(%)	33.95%	33.48%	34.20%	34.30%	34.40%
负债和所有者权益	5463	5922	6627	7623	8871	净利率(%)	15.29%	13.12%	14.57%	15.54%	16.21%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	14.67%	11.84%	14.88%	16.79%	18.18%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	17.54%	14.13%	17.08%	18.85%	19.93%
经营活动现金流	1028	916	854	1005	1348	偿债能力					
净利润	791	692	976	1270	1604	资产负债率(%)	16%	16%	13%	11%	9%
折旧摊销	129.76	154.39	129.74	128.62	127.60	流动比率	2.81	2.44	4.00	5.44	7.60
财务费用	26	-8	6	-3	2	速动比率	2.05	1.49	2.80	3.88	5.65
应收帐款减少	-6	-27	-18	-23	-30	营运能力					
预收帐款增加	18	-138	-76	-153	-149	总资产周转率	1.11	0.93	1.07	1.15	1.20
投资活动现金流	-799	-932	246	37	43	应收账款周转率	711	224	145	123	106
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.24	14.20	14.92	15.20	14.98
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	49	-101	50	55	61	每股收益(最新摊薄)	1.38	1.15	1.62	2.10	2.65
筹资活动现金流	669	-503	-208	-251	-298	每股净现金流(最新摊薄)	1.47	-0.85	1.47	1.30	1.80
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.50	8.16	9.49	11.15	13.30
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	199	0	0	0	0	P/E	57.50	69.00	48.98	37.74	29.94
资本公积增加	788	29	0	0	0	P/B	10.57	9.73	8.37	7.12	5.97
现金净增加额	897	-519	892	791	1093	EV/EBITDA	41.39	44.26	31.88	24.37	19.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	食品饮料行业报告：食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极次高端领涨，看好淡季酒企批价上行	2021-04-19
行业普通报告	食品饮料行业周观点：糖酒会反馈积极，白酒景气度不改	2021-04-12
行业普通报告	食品饮料行业周观点：成本上涨下，关注成本可传导行业	2021-03-30
行业普通报告	20210322 东兴食品饮料周报：消费逐渐回暖，餐饮恢复利好调味品、酒类消费	2021-03-22
行业普通报告	食品饮料行业周观点：Q1 业绩预期不断上修，基本面信心较强	2021-03-16
行业普通报告	20210308 东兴食品饮料周报：后经济增长周期下，食品饮料景气有望提升	2021-03-09
行业普通报告	20210228 东兴食品饮料周报：高端白酒批价上挺，白酒基本面景气继续向上	2021-03-03
行业深度报告	食品饮料行业报告：奶粉系列报告（一）：国产婴配粉何以崛起--从政策和产品的角度	2021-02-04

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

王洁婷

普渡大学硕士，5 年证券研究经验，2020 年加入东兴证券研究所从事食品饮料行业研究，主要覆盖奶粉、调味品及休闲食品。

研究助理简介

韦香怡

新加坡南洋理工大学硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要覆盖啤酒、肉制品及软饮料、乳制品板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526