

## 公司研究

## 精益求精，行稳致远

## ——绝味食品（603517.SH）跟踪报告

## 要点

**事件：**绝味食品于5月7日召开2020年度股东大会，我们更新观点如下：

**逆势开店，提质并举。**1) **量：**疫情加速行业洗牌，大量餐饮门店歇业倒闭，大量店铺资源闲置，公司抓住行业洗牌机会逆势抄底，大力支持加盟商开店。由于行业集中度仍较低，市场增速仍较快，公司适当加快开店节奏，采取内生为主、外延为辅的形式，计划每年新增1000-1500家门店，保障激励目标的顺利实现。2) **质：**公司逐渐过渡到后万店时代，将聚焦一二线城市核心商圈和高势能渠道，提升价权覆盖质量。公司今年的重要任务之一在于推进分渠道的差异化运营策略，继续保持单店营收每年3-5个点的增长。鉴于行业内小品牌仍较多，公司单店营收还有提升空间。

**着力打造品牌年轻化，改善消费者触达体验。**结合品牌年轻化，公司打通线上线下营销媒介，采取品牌营销三步走，依次进行主题推广活动、KA渠道战和体育营销。品牌形象的打造也有助于提升单店营收，快速恢复渠道。绝味拥有6000万的粉丝，有效激活粉丝、使效用最大化是下一步粉丝运营的重点。经过跑马圈地的时代，绝味的重心由如何让消费者买得到转向如何让消费者买的满意，公司将采取更多的方式提升产品包装和周边来满足消费者需求。我们认为，随着公司未来品牌势能逐渐释放，公司增长质量将能得到更好保障。

**精益管理，提升组织效率。**2020年是绝味的组织变革之年，为迎接百亿零售规模的到来，公司在组织管理上主动求变，逐渐由运营式管控过渡到战略赋能式管控。公司重视人才培养，构建多级人才打造体系，保障了人才梯队的可持续发展；重视加盟商管理，构建四级加盟商委员会体系，深化加盟商一体化，构建以消费者为导向的高效组织体系。公司战略的实现最终靠的是组织和人才，人才梯队的构建和组织效率的提升保证公司能够行稳致远。

**持续提升核心竞争能力。**“依托鸭脖主业，构建核心能力，赋能生态伙伴”，这是公司对主业提出的中长期目标。公司将继续提升五大核心优势：完善的供应链网络、众行致远的加盟体系、浓厚的品牌沉淀、领先的规模优势和产融结合的复合增长模式。五大竞争优势助力公司拉开与同行业玩家距离，巩固龙头地位。

**盈利预测、估值与评级：**公司经营稳健，股权激励计划提升团队士气，维持公司2021/2022/2023年营收预测为66.82/80.64/96.90亿元，归母净利润预测为10.28/13.52/16.41亿元，折合2021/2022/2023年EPS为1.69/2.22/2.70元，当前股价对应21-23年PE为50x/38x/31x，维持“买入”评级。

**风险提示：**食品安全问题，市场潜在规模预判下行，经济大幅下行。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,682	8,064	9,690
营业收入增长率	18.41%	2.01%	26.64%	20.69%	20.15%
净利润(百万元)	801	701	1,028	1,352	1,641
净利润增长率	25.06%	-12.46%	46.51%	31.56%	21.40%
EPS(元)	1.32	1.15	1.69	2.22	2.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.54%	14.13%	17.15%	18.41%	18.27%
P/E	64	74	50	38	31
P/B	11.3	10.4	8.6	7.0	5.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-05-07

## 买入（维持）

当前价：84.90元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

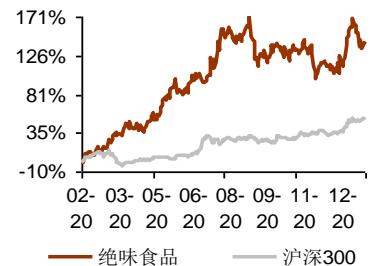
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元)	516.73
一年最低/最高(元)	51.60/107.88
近3月换手率	38.80%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.45	-14.84	56.64
绝对	8.85	-16.44	55.04

资料来源：Wind

## 相关研报

21Q1业绩如期高增，同店表现持续改善——绝味食品（603517.SH）2021年一季度报点评（2021-04-26）

2020年圆满收官，21Q如期高增——绝味食品（603517.SH）2020年年报及2021年一季度业绩预告点评（2021-04-16）

股权激励规划目标彰显公司发展信心——绝味食品（603517.SH）限制性股票激励计划草案点评（2021-01-28）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,172	5,276	6,682	8,064	9,690
营业成本	3,416	3,510	4,409	5,289	6,343
折旧和摊销	100	120	120	136	156
税金及附加	41	40	51	61	73
销售费用	422	322	420	490	615
管理费用	294	332	554	523	586
研发费用	16	11	14	17	21
财务费用	26	-8	-17	-27	-41
投资收益	49	-101	45	45	45
营业利润	1,006	956	1,345	1,781	2,168
利润总额	1,050	971	1,370	1,803	2,188
所得税	259	279	343	451	547
净利润	791	692	1,028	1,352	1,641
少数股东损益	-10	-9	0	0	0
归属母公司净利润	801	701	1,028	1,352	1,641
EPS(按最新股本计)	1.32	1.15	1.69	2.22	2.70

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,028	916	1,053	1,385	1,670
净利润	801	701	1,028	1,352	1,641
折旧摊销	100	120	120	136	156
净营运资金增加	78	103	364	304	364
其他	48	-9	-459	-407	-490
投资活动产生现金流	-799	-932	-845	-765	-805
净资本支出	-523	-366	-420	-460	-500
长期投资变化	1,122	1,558	-400	-350	-350
其他资产变化	-1,399	-2,124	-25	45	45
融资活动现金流	669	-503	46	-38	41
股本变化	199	0	0	0	0
债务净变化	-30	-145	29	-65	0
无息负债变化	133	179	128	276	320
净现金流	899	-520	254	582	906

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.9%	33.5%	34.0%	34.4%	34.5%
EBITDA 率	21.6%	23.9%	20.2%	22.9%	23.1%
EBIT 率	19.1%	20.9%	18.4%	21.2%	21.5%
税前净利润率	20.3%	18.4%	20.5%	22.4%	22.6%
归母净利润率	15.5%	13.3%	15.4%	16.8%	16.9%
ROA	14.5%	11.7%	14.5%	15.6%	15.4%
ROE (摊薄)	17.5%	14.1%	17.2%	18.4%	18.3%
经营性 ROIC	24.5%	23.0%	22.5%	27.1%	28.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	16%	16%	15%	15%	15%
流动比率	2.81	2.44	2.51	2.79	3.03
速动比率	2.05	1.49	1.48	1.76	2.05
归母权益/有息债务	25.37	140.31	92.66	-	-
有形资产/有息债务	28.82	159.56	106.49	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,463	5,922	7,107	8,670	10,631
货币资金	1,602	1,082	1,336	1,918	2,825
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	10	37	9	12	15
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	51	71	0	0	0
存货	669	857	1,101	1,310	1,558
其他流动资产	40	40	110	179	260
流动资产合计	2,471	2,201	2,667	3,552	4,816
其他权益工具	6	6	6	6	6
长期股权投资	1,122	1,558	1,958	2,308	2,658
固定资产	1,144	1,345	1,464	1,617	1,798
在建工程	232	307	451	580	697
无形资产	197	213	208	204	200
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	199	214	284	284	284
非流动资产合计	2,992	3,721	4,440	5,118	5,814
总负债	897	932	1,089	1,300	1,620
短期借款	180	35	65	0	0
应付账款	311	432	534	631	743
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	138	0	0	0	0
其他流动负债	0	14	155	293	456
流动负债合计	881	904	1,061	1,273	1,592
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	25	25	25	25
非流动负债合计	17	28	27	27	27
股东权益	4,565	4,990	6,018	7,370	9,011
股本	609	609	609	609	609
公积金	1,761	1,902	1,902	1,902	1,902
未分配利润	2,191	2,457	3,485	4,837	6,478
归属母公司权益	4,567	4,964	5,992	7,344	8,985
少数股东权益	-2	26	26	26	26

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.16%	6.10%	6.29%	6.08%	6.35%
管理费用率	5.69%	6.28%	8.29%	6.49%	6.05%
财务费用率	0.50%	-0.16%	-0.25%	-0.33%	-0.42%
研发费用率	0.31%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
所得税率	25%	29%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.69	1.50	1.73	2.28	2.74
每股净资产	7.50	8.16	9.84	12.07	14.76
每股销售收入	8.50	8.67	10.98	13.25	15.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	64	74	50	38	31
PB	11.3	10.4	8.6	7.0	5.8
EV/EBITDA	46.1	41.0	36.9	26.6	21.5
股息率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE