

绝味食品 (603517.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 71.49元

定增扩产, 进一步夯实供应基础

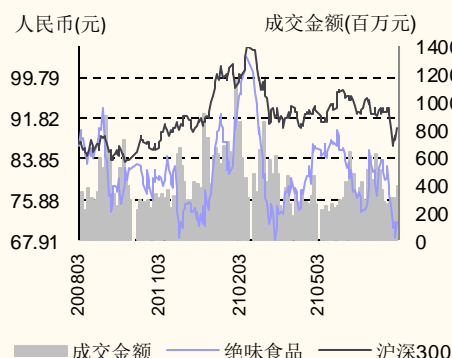
市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.14
已上市流通A股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	439.11
年内股价最高最低(元)	103.79/67.91
沪深300指数	4934
上证指数	3464

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,798	8,196	9,736
营业收入增长率	18.41%	2.01%	28.84%	20.57%	18.79%
归母净利润(百万元)	801	701	1,037	1,351	1,624
归母净利润增长率	25.06%	-12.46%	47.90%	30.22%	20.22%
摊薄每股收益(元)	1.316	1.152	1.689	2.199	2.644
每股经营性现金流净额	1.68	1.41	1.68	2.24	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.54%	14.13%	18.40%	20.40%	20.69%
P/E	35.29	67.29	42.33	32.51	27.04
P/B	6.19	9.51	7.79	6.63	5.59

来源: 公司年报、国金证券研究所



事件

- 8月2日, 公司发布定增预案, 本次非公开发行股票拟募集资金(含发行费用)不超过23.84亿元(含本数), 发行股数不超过184.27百万股, 发行对象不超过35人。本次募集资金主要用于产能扩建, 项目建设涉及6个生产型子公司, 预计将在广东阿华/江苏阿惠/广西阿秀/盘山阿妙/湖南阿瑞/四川阿宁6个子公司分别投入8.63/5.18/4.44/2.46/1.62/1.52亿元, 设计产能分别为6.57/3.00/2.50/1.30/1.00/1.63万吨, 合计新增16万吨产能。

相关报告

- 《战略转型深挖鸭脖空间, 外延布局渐露头角-绝味深度报告》, 2021.7.12
- 《绝味食品2021Q1业绩点评-门店经营快速恢复显著, 利润弹性...》, 2021.4.27
- 《20年完美收官, 21Q1预告超预期-绝味20年报点评》, 2021.4.16
- 《绝味食品股权激励公告点评-股权激励落地, 经营发展曲线再向上》, 2021.1.29
- 《绝味食品三季报点评-报表质量显著改善, 收入端回暖彰显经营信心》, 2020.10.20

经营分析

- 此次扩建可大幅缓解产能压力, 经测算新增产能设计合理。截至2020年底, 公司鲜货产品产能14.53万吨, 产能利用率已经达到87.46%。近三年来, 上海、江苏、广东、广西等地产能利用率常年达80%以上, 部分地区甚至超过100%。扩建项目达产后将大幅缓解产能压力, 也有利于进一步优化运输效率。考虑到门店增量和单店销量的提升, 按照我们此前的测算, 预计公司21-23年鲜货产品的销量CAGR在16%左右; 此外, 绝味通过孙公司绝配输出卤味代工服务, 目前已经为所投的精武鸭脖和廖记棒棒鸡输出部分产能, 随着公司美食生态圈的布局愈发丰富, 产能输出可能持续增加。我们测算公司2023年卤制品产量将达到20万吨以上, 若此次定增募投项目和前次可转债募投项目完全落地, 预计公司产能将达到38.46万吨, 我们认为此次产能扩建计划具备较强的必要性和合理性。
- 短期来看, 发行定增会摊薄每股收益, 但长期来看公司产能扩建有助于抢占更多市场份额, 为未来的发展提供坚实的基础, 目前公司市占率10%左右, 开店空间远未达到天花板。

盈利预测与估值

- 因定增尚未实施, 我们维持之前的盈利预测, 预计公司21-23年的归母净利润增速分别为48%/30%/20%, 对应EPS分别为1.69/2.20/2.64元(定增落地后每股收益将会有所摊薄, 预计下滑20%左右), 当前股价对应PE分别为42/33/27X, 考虑到公司稳健的经营能力, 未来3-5年都仍然具备增长确定性, 依旧维持“买入”评级。

风险提示

- 食品安全问题、原材料价格波动、行业竞争加剧、定增后每股收益摊薄。

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,368	5,172	5,276	6,798	8,196	9,736	货币资金	703	1,602	1,082	1,416	2,043	2,630
增长率	18.4%	2.0%	28.8%	20.6%	18.8%		应收账款	60	61	108	101	121	144
主营业务成本	-2,870	-3,416	-3,510	-4,521	-5,447	-6,469	存货	609	669	857	929	1,119	1,329
%销售收入	65.7%	66.1%	66.5%	66.5%	66.5%	66.4%	其他流动资产	152	139	153	169	188	211
毛利	1,498	1,756	1,767	2,277	2,749	3,267	流动资产	1,524	2,471	2,201	2,614	3,472	4,315
%销售收入	34.3%	33.9%	33.5%	33.5%	33.5%	33.6%	%总资产	39.9%	45.2%	37.2%	38.2%	42.4%	44.8%
营业税金及附加	-40	-41	-40	-54	-66	-78	长期投资	805	1,142	1,578	1,878	2,178	2,478
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,105	1,376	1,653	1,941	2,121	2,394
销售费用	-359	-422	-322	-442	-500	-584	%总资产	28.9%	25.2%	27.9%	28.4%	25.9%	24.9%
%销售收入	8.2%	8.2%	6.1%	6.5%	6.1%	6.0%	无形资产	218	273	275	295	314	331
管理费用	-261	-294	-332	-415	-475	-555	非流动资产	2,297	2,992	3,721	4,231	4,724	5,308
%销售收入	6.0%	5.7%	6.3%	6.1%	5.8%	5.7%	%总资产	60.1%	54.8%	62.8%	61.8%	57.6%	55.2%
研发费用	-10	-16	-11	-20	-16	-19	资产总计	3,821	5,463	5,922	6,845	8,197	9,623
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	短期借款	210	180	35	255	487	531
息税前利润 (EBIT)	828	983	1,062	1,346	1,691	2,030	应付款项	345	438	558	558	671	796
%销售收入	19.0%	19.0%	20.1%	19.8%	20.6%	20.9%	其他流动负债	225	263	310	251	310	370
财务费用	0	-26	8	9	1	6	流动负债	780	881	904	1,064	1,468	1,697
%销售收入	0.0%	0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-3	1	30	0	0	0	其他长期负债	14	17	28	129	100	80
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	794	897	932	1,193	1,569	1,777
投资收益	-1	49	-101	0	80	100	普通股股东权益	3,025	4,567	4,964	5,636	6,622	7,850
%税前利润	n.a	4.7%	n.a	0.0%	4.5%	4.6%	其中：股本	410	609	609	609	609	609
营业利润	831	1,006	956	1,355	1,773	2,137	未分配利润	1,709	2,191	2,457	3,129	4,115	5,343
营业利润率	19.0%	19.4%	18.1%	19.9%	21.6%	21.9%	少数股东权益	3	-2	26	16	6	-4
营业外收支	17	44	15	15	15	15	负债股东权益合计	3,821	5,463	5,922	6,845	8,197	9,623
税前利润	848	1,050	971	1,370	1,788	2,152	比率分析						
利润率	19.4%	20.3%	18.4%	20.1%	21.8%	22.1%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-217	-259	-279	-342	-447	-538	每股指标						
所得税率	25.6%	24.7%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.563	1.316	1.152	1.689	2.199	2.644
净利润	631	791	692	1,027	1,341	1,614	每股净资产	7.377	7.504	8.156	9.176	10.781	12.780
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10	每股经营现金净流	1.182	1.685	1.407	1.676	2.241	2.666
归属于母公司的净利润	641	801	701	1,037	1,351	1,624	每股股利	0.480	0.610	0.530	0.600	0.600	0.650
净利率	14.7%	15.5%	13.3%	15.3%	16.5%	16.7%	回报率						
							净资产收益率	21.18%	17.54%	14.13%	18.40%	20.40%	20.69%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	16.76%	14.67%	11.84%	15.15%	16.48%	16.87%
净利润	631	791	692	1,027	1,341	1,614	投入资本收益率	19.02%	15.60%	15.06%	17.09%	17.83%	18.18%
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10	增长率						
非现金支出	101	129	125	134	147	156	主营业务收入增长率	13.45%	18.41%	2.01%	28.84%	20.57%	18.79%
非经营收益	7	-9	107	-3	-64	-77	EBIT增长率	28.20%	18.72%	8.04%	26.77%	25.66%	20.04%
营运资金变动	-254	115	-68	-139	-59	-70	净利润增长率	27.69%	25.06%	-12.46%	47.90%	30.22%	20.22%
经营活动现金净流	485	1,025	856	1,020	1,364	1,622	总资产增长率	19.83%	42.95%	8.41%	15.58%	19.74%	17.40%
资本开支	-388	-523	-366	-211	-325	-425	资产管理能力						
投资	-454	-256	-537	-300	-300	-300	应收账款周转天数	0.4	0.5	1.6	1.4	1.4	1.4
其他	-30	-21	-28	0	80	100	存货周转天数	65.8	68.3	79.4	75.0	75.0	75.0
投资活动现金净流	-871	-799	-932	-511	-545	-625	应付账款周转天数	32.9	28.7	38.6	32.0	32.0	32.0
股权募资	9	6	3	0	0	0	固定资产周转天数	85.5	80.7	93.1	71.6	58.5	48.2
债权募资	210	942	-180	219	233	44	偿债能力						
其他	-195	-277	-327	-378	-396	-434	净负债/股东权益	-16.29%	-31.16%	-20.98%	-20.54%	-23.47%	-26.75%
筹资活动现金净流	24	671	-504	-159	-163	-390	EBIT利息保障倍数	-7,430.4	37.7	-129.2	-154.3	-1,409.9	-318.0
现金净流量	-363	897	-579	350	656	608	资产负债率	20.78%	16.43%	15.74%	17.42%	19.14%	18.47%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	19	27	47	133
增持	1	2	6	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.10	1.18	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-22	买入	49.79	N/A
2	2020-08-23	买入	85.99	100.00 ~ 120.00
3	2020-08-26	买入	89.30	N/A
4	2020-10-30	买入	82.30	N/A
5	2021-01-29	买入	92.44	N/A
6	2021-04-16	买入	78.18	N/A
7	2021-04-27	买入	79.35	N/A
8	2021-07-12	买入	76.50	92.88 ~ 92.88

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402