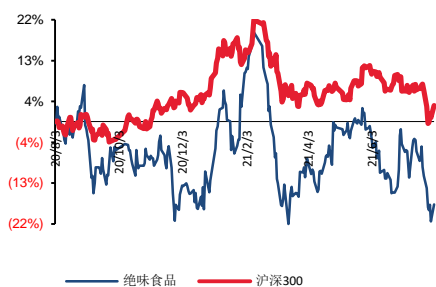


日常消费 食品、饮料与烟草

## 绝味食品事件点评：定增扩产，可支撑未来5-7年主业扩张

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	614/609
总市值/流通(百万元)	43,911/43,511
12个月最高/最低(元)	104.39/68.30

### 相关研究报告：

绝味食品(603517)《绝味食品：股票激励落地，锁定中期增速，展望长期发展》—2021/01/28

绝味食品(603517)《绝味食品三季报点评：环比持续改善，展望更好发展》—2020/10/30

绝味食品(603517)《绝味食品一季报点评：疫情影响出尽，逆势拿店利好未来》—2020/04/29

### 证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

**点评事件：**公司发布定增公告，拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票，募集资金总额(含发行费用)不超过 23.84 亿元(含本数)，发行数量不超过发行前公司总股本的 30%，即不超过 1.84 亿股(含本数)，募集资金主要用于广东、江苏、广西、盘山、湖南、四川 6 地生产基地的建设，预计新增产能 16 万吨。

### 投资要点：

**产能吃紧、扩产在即。**公司采取“一个区域市场、一个生产基地、一条冷链配送链”的生产经营模式，目前已在全国范围内建立 21 个生产基地，其中 2 家在建(江苏溧阳、海南工厂)，截至 2020 年底公司鲜货产品产能 14.53 万吨，产能利用率 87.46%，其中近三年来，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%，出现部分地区产能吃紧的情况。

**定增扩产，可支撑未来 5-7 年主业扩展。**公司非公开发行主要用于广东、江苏、广西、辽宁、湖南、四川六地产能建设合计新增 16 万吨产能。六地原先均有生产基地，此次扩建是原来地区的产能扩建，此外广西阿秀、广东阿华为已有产能地区的异地新厂建设。此次产能建设期基本在 1-3 年，产能释放预计是 3 年以上，我们预计能满足公司未来 3-5 年的产能需求。同时我们进行测算，以 19 年销售量为基数，16-19 年销售量年化增速 11%为未来年化增速，则此次定增达产后可满足 19 年之后 8.3 年的扩张需求，即 2027 年公司产品销售。若以 13%为年化增速，则达产后可满足 19 年后 7 年的扩张需求，即 2026 年。若以 15%为年化增速，则达产后可满足 19 年后 6.2 年的需求，即 2025 年。因此我们认为，此次扩建新增产能规模较大，一方面是补足部分地区产能吃紧的劣势，另一方面是为未来公司加速开店、市占率提升做准备。

**21 年定增 vs 19 年可转债产能扩建的三个不同。**公司 19 年发行可转换公司债券要用于天津、江苏、武汉和海南的生产基地建设项目和山东的仓储中心项目建设。此次跟上次有几大不同：1) **规模不同、本次翻倍：**19 年新增产能 7.93 万吨，21 年新增 16 万吨，为上次规模两倍；2) **一个全国化布局、一个产能加密：**19 年公司生产基地 19 个，部分以租赁方式投建，19 年扩产主要是弥补公司在京津冀、长三角、华中

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

北部以及粤西、海南等经济发达地区产能覆盖较少的劣势，21年扩产主要是在现有基础上做一定加密，以满足现有万家门店发展并满足新增门店发展，逐步实现从“跑马圈地、饱和开店”到“深度覆盖、渠道深耕”的战略转换。**3) 本次建设期更长、产能释放期预计更长、布局长远：**19年产能建设期都是2年、3年内产能完全释放，可以认为是短中期布局，21年产能建设期较长，为1-3年不等，产能释放期尚未披露，我们认为此次产能释放期预计在4-5年，产能建设完成后将满足公司未来五年的发展需求。

**本次定增对成本及业绩影响小。**复盘19年产能扩建以来公司报表，我们认为制造成本对成本影响远低于鸭副价格变动影响，公司可通过提价、促销政策变化、销售增长带来的规模优势等方式平滑其影响。

**全年目标完成概率大、利润预期增速乐观。**展望全年，**1) 收入端：**在加速开店、同店加速恢复的情况下，股权激励目标完成概率较大；**2) 成本端：**鸭副价格经历两年的低价运营，预计2021年会有一定企稳，公司面临一定成本压力；**3) 利润端：**公司入股的卤味相关企业，部分参股企业在2021年有望从区域性企业成长为全国性企业，同时千味央厨即将上市，叠加利润基数较低，利润增速依旧可观。

**中期看品牌势能提升，长期看美食生态圈运营。****1) 短期来看：**公司依托核心竞争力，对成熟市场门店主动优化，成长市场空白区域门店开拓，依靠管理能力输出，主业有望持续稳步增长。**2) 中期来看，**关注品牌势能提升。公司发展经历了“供应链-渠道-品牌”的三部曲，未来三年将进入第三步品牌势能打造，**公司发展核心驱动力从渠道推力转变为品牌拉力。**目前公司已聘用长沙知名品牌营销总监，后续动作值得期待。**3) 长期来看：**公司致力于打造“美食生态圈”，一方面通过自主孵化餐饮类新项目，新模式不断试水，为公司主业贡献新的增长点，另一方面通过投资并购等方式，对外输出供应链及管理能力，如入股和府捞面、幸福西饼等，力求成为我国轻餐饮和特色餐饮的加速器。

**盈利预测与评级：维持“买入”评级。**我们预计2021-2023年EPS分别为1.47元、1.84元、2.22元。短期21年收入、利润实现目标可能性强，中期公司关注品牌势能提升，驱动力从渠道推力转向品牌拉力，同时股票激励锁定收入增速、参股企业异地扩张&上市投资收益可观，长期公司受益于餐饮黄金十年，短中长期逻辑清晰，我们按照2022年业绩给予50X估值（考虑股权激励），一年目标价92元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5276	6610	7940	9578
增长率 (%)	2%	25%	20%	21%
净利润(百万元)	701	904	1129	1363
增长率 (%)	-12%	29%	25%	21%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.47	1.84	2.22

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。