

绝味食品 (603517)

证券研究报告

2021年09月01日

21H1 归母净利同增 82.91%，门店扩张+同店增长有望助力公司提升市占率

事件：

公司发布 2021 年半年报，上半年公司实现营业收入 31.44 亿元，同增 30.27%；实现归母净利润 5.02 亿元，同增 82.91%。

点评：

1、收入端：公司 2021H1 实现营业收入 31.44 亿元，同比增长 30.27%，主要系门店数量增加，以及疫情后恢复带来的营业收入增长。①分季度看，公司 21Q1/Q2 营收分别为 15.06 亿元/16.38 亿元，同增 41.22%/21.60%。②分产品看，公司 21H1 禽类制品营收为 21.73 亿元，同增 21.69%；畜类产品营收为 0.37 亿元，同增 90.91%；蔬菜产品营收为 3.06 亿元，同增 26.24%；包装产品实现营收为 0.69 亿元，同增 1606.68%。③分地区看，公司 21H1 华中地区实现营收 8.26 亿元，同增 24.47%；华南地区实现营收 6.67 亿元，同增 61.32%；华东地区实现营收 6.61 亿元，同增 21.38%；西南地区实现营收 4.73 亿元，同增 30.74%；华北地区实现营收 3.63 亿元，同增 23.70%。

2、毛利率：2021 年上半年公司实现毛利润 10.88 亿元，毛利率为 34.61%，较 2020 年 H1 增长 0.29pct。分季度看，公司 21Q1/Q2 毛利率分别为 34.49%/34.72%，同比+4.81pct/-3.28pct。

3、期间费用率：2021 年上半年公司期间费用率为 13.33%，较 2020 年 H1 减少 2.23pct。其中，①2021H1 销售费用率为 6.83%，较 2020 年 H1 减少 2.92pct；②管理费用率为 6.28%，较去年同期增加 0.45pct，主要由于管理人员工资、股权激励费用摊销的费用增加所致；③财务费用率为 0.01%，较去年同期增加 0.22pct，主要由于结构性存款以及未确认融资费用原因所致；④研发费用率为 0.21%，较去年同期增加 0.01pct，主要由于研发投入增加所致。

4、净利润：上半年公司归母净利润为 5.02 亿元，同比增长 82.91%，归母净利率为 15.97%，较 2020H1 增加 4.60pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 2.36 亿元/2.66 亿元，同比增加 274.69%/25.81%。

5、公司经营：1) 公司门店扩张仍保持强劲势头。截止 2021 年 6 月 30 日，中国大陆地区门店总数 13,136 家（不含港澳台及海外市场），净增长 737 家。**2) 供应链方面，公司以主要目标市场为中心在全国布局建设了 21 个生产基地（含 2 家在建），合作的冷链物流车辆近 2000 台。3) 公司在餐桌卤味赛道打造的品牌投资矩阵已经初步成型。**重点品牌发展情况达到预期，其中投资的热卤等新式场景品牌表现较佳。

投资建议：2021 年初公司推出限制性股票激励计划，以 2020 年为基数，公司未来三年营收增长率分别不低于 25%、50%、80%。21 年以来公司经营大幅改善，在公司“深度覆盖，渠道精耕”的鼓励下，有望持续快速开店，提升单店营收，提高市占率。预计 2021-2022 年归母净利润在 10.5 亿/13 亿，对应 PE37X/30X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险、公司经营风险、渠道拓展不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,171.96	5,276.08	6,605.67	7,950.10	9,543.18
增长率(%)	18.41	2.01	25.20	20.35	20.04
EBITDA(百万元)	1,148.74	1,118.27	1,475.05	1,830.50	2,197.86
净利润(百万元)	801.20	701.36	1,053.93	1,303.42	1,579.58
增长率(%)	25.06	(12.46)	50.27	23.67	21.19
EPS(元/股)	1.30	1.14	1.72	2.12	2.57
市盈率(P/E)	48.28	55.16	36.70	29.68	24.49
市净率(P/B)	8.47	7.79	6.91	6.08	5.32
市销率(P/S)	7.48	7.33	5.86	4.87	4.05
EV/EBITDA	23.11	41.02	24.81	19.79	15.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	62.98 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	614.22
流通 A 股股本(百万股)	608.63
A 股总市值(百万元)	38,683.87
流通 A 股市值(百万元)	38,331.56
每股净资产(元)	8.45
资产负债率(%)	20.65
一年内最高/最低(元)	107.88/62.20

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

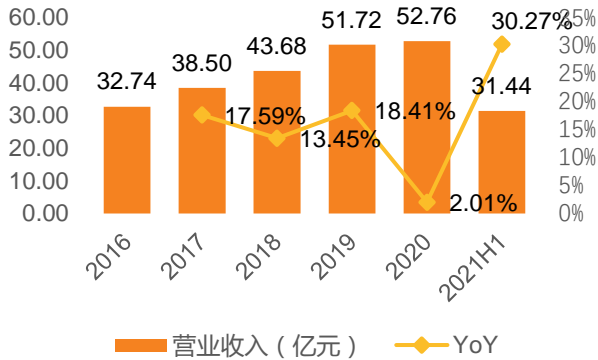
相关报告

- 《绝味食品-公司点评:发布定增扩充产能，助力鸭脖主业持续扩张及美食生态圈构建》 2021-08-03
- 《绝味食品-季报点评:21Q1 归母净利润同增 275%超预期，业绩持续改善，行业市占率有望持续提升》 2021-04-28
- 《绝味食品-年报点评报告:20 年业绩呈逐步回暖趋势，21Q1 业绩超预期，单店营收逐步恢复，持续提升行业市占率》 2021-04-17

1. 事件

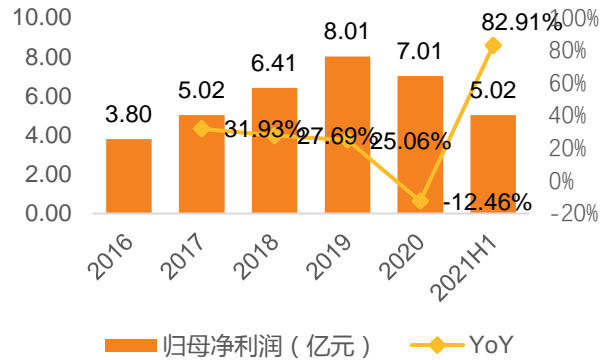
公司发布 2021 年半年报，上半年公司实现营业收入 31.44 亿元，同增 30.27%；实现归母净利润 5.02 亿元，同增 82.91%；实现扣非归母净利润 4.80 亿元，同增 77.28%。

图 1：公司近年营业收入情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

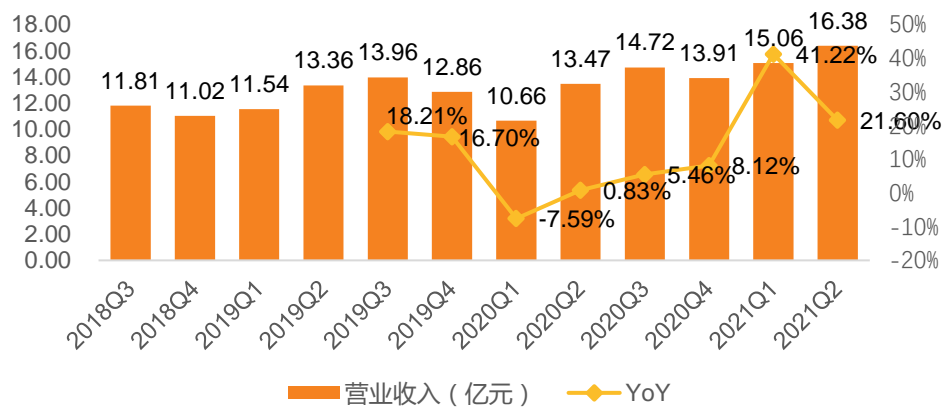
2. 点评

2.1. 收入端

公司 2021H1 实现营业收入 31.44 亿元，同比增长 30.27%，主要系门店数量增加，以及疫情后恢复带来的营业收入增长。

①分季度看，公司 21Q1/Q2 营收分别为 15.06 亿元/16.38 亿元，同增 41.22%/21.60%。

图 3：公司分季度营业收入情况



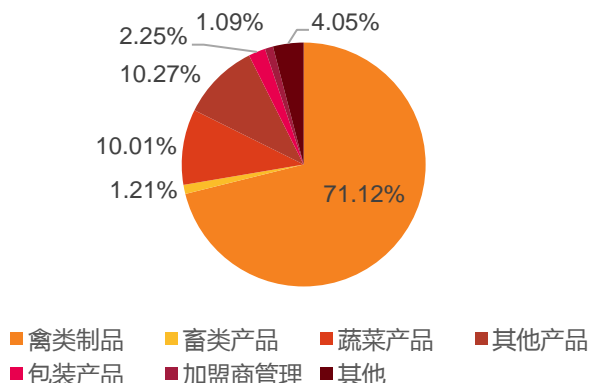
资料来源：公司公告、天风证券研究所

②分产品看，公司 21H1 鲜货类产品营收为 28.30 亿元，同增 24.78%，占营业收入比例为 92.61%，比去年同期减少 3.51pct，其中，禽类制品营收为 21.73 亿元，同增 21.69%；畜类产品营收为 0.37 亿元，同增 90.91%；蔬菜产品营收为 3.06 亿元，同增 26.24%；其他产品营收为 3.14 亿元，同增 42.37%。包装产品实现营收为 0.69 亿元，同增 1606.68%，占营业收入比例为 2.25%，比去年同期增加 2.08pct。

③分地区看，公司 21H1 华中地区实现营收 8.26 亿元，同增 24.47%；华南地区实现营收 6.67 亿元，同增 61.32%；华东地区实现营收 6.61 亿元，同增 21.38%；西南地区实现营收 4.73

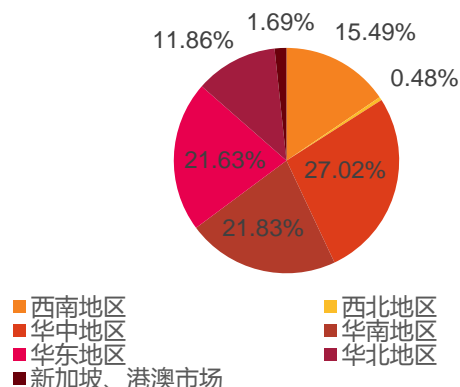
亿元，同增 30.74%；华北地区实现营收 3.63 亿元，同增 23.70%；新加坡及港澳市场实现营收 0.52 亿元，同增 33.36%；西北地区实现营收 0.15 亿元，同减 67.15%。

图 4：21H1 营收按产品拆分



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：21H1 营收按地区拆分

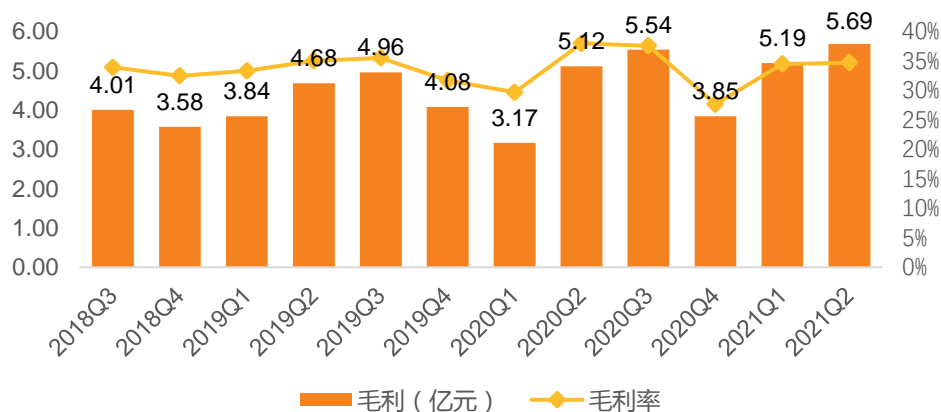


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 毛利率

2021 年上半年公司实现毛利润 10.88 亿元，毛利率为 34.61%，较 2020 年 H1 增长 0.29pct。分季度看，公司 21Q1/Q2 毛利率分别为 34.49%/34.72%，同比+4.81pct/-3.28pct。

图 6：公司分季度毛利及毛利率情况

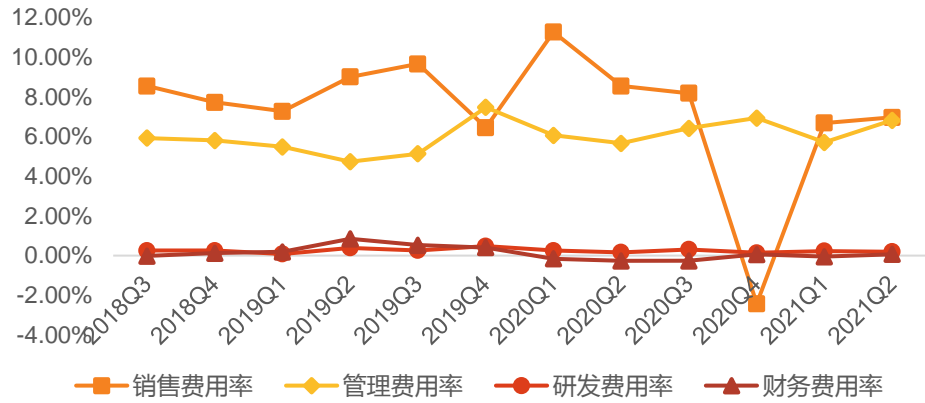


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.3. 期间费用率

2021 年上半年公司期间费用率为 13.33%，较 2020 年 H1 减少 2.23pct。其中，①2021H1 销售费用率为 6.83%，较 2020 年 H1 减少 2.92pct；②管理费用率为 6.28%，较去年同期增加 0.45pct，主要由于管理人员工资、股权激励费用摊销的费用增加所致；③财务费用率为 0.01%，较去年同期增加 0.22pct，主要由于结构性存款以及未确认融资费用原因所致；④研发费用率为 0.21%，较去年同期增加 0.01pct，主要由于研发投入增加所致。

图 7：公司分季度期间费用率情况

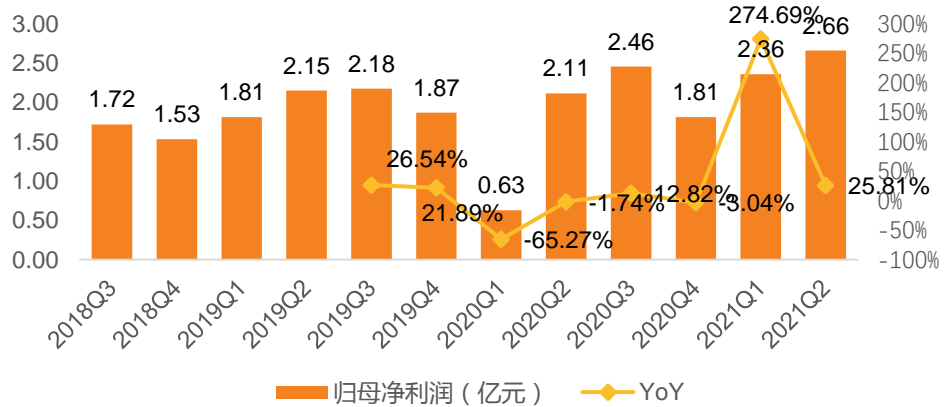


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.4. 净利润

上半年公司归母净利润为 5.02 亿元，同比增长 82.91%，归母净利率为 15.97%，较 2020H1 增加 4.60pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 2.36 亿元/2.66 亿元，同比增加 274.69%/25.81%。

图 8：公司分季度归母净利润及归母净利率情况

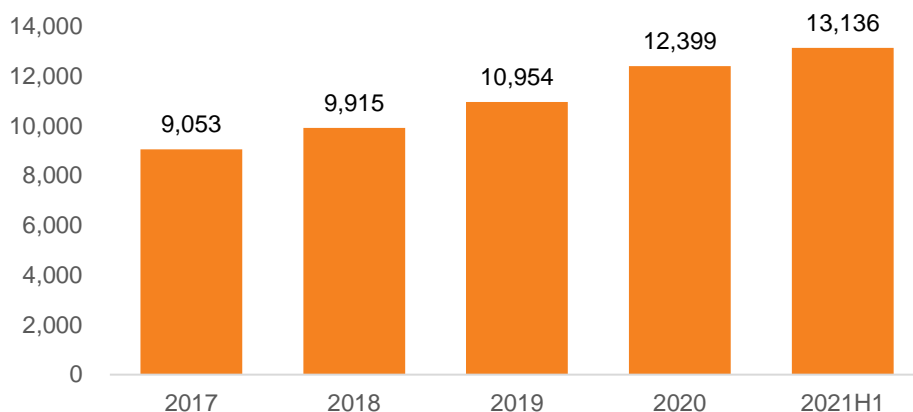


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.5. 公司经营情况

1) 公司门店扩张仍保持强劲势头。截止 2021 年 6 月 30 日，中国大陆地区门店总数 13,136 家（不含港澳台及海外市场），净增长 737 家。

图 9：公司近年门店数量（家）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2) 供应链方面，公司以主要目标市场为中心在全国布局建设了 21 个生产基地（含 2 家在建），合作的冷链物流车辆近 2000 台，实现了 300-500 公里半径内的每日新鲜配送，业务范围覆盖全国 31 个省级行政区及中国香港、澳门特别行政区。

3) 公司在餐桌卤味赛道打造的品牌投资矩阵已经初步成型。重点品牌发展情况达到预期，其中投资的热卤等新式场景品牌表现较佳，部分头部项目的资本化进展顺利。

3. 投资建议

2021 年初公司推出限制性股票激励计划，以 2020 年为基数，公司未来三年营收增长率分别不低于 25%、50%、80%。21 年以来公司经营大幅改善，在公司“深度覆盖，渠道精耕”的鼓励下，有望持续快速开店，提升单店营收，提高市占率。预计 2021-2022 年归母净利润在 10.5 亿/13 亿，对应 PE 37X/30X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,602.49	1,082.42	1,962.18	2,348.40	3,644.39
应收票据及应收账款	10.03	37.08	17.97	35.23	40.97
预付账款	98.50	113.47	148.51	157.41	208.85
存货	668.53	857.42	763.43	1,205.94	1,114.81
其他	91.41	110.81	165.64	107.86	218.23
流动资产合计	2,470.95	2,201.21	3,057.72	3,854.83	5,227.25
长期股权投资	1,122.06	1,558.01	1,558.01	1,558.01	1,558.01
固定资产	1,143.57	1,345.20	1,427.66	1,477.32	1,494.30
在建工程	232.37	307.48	220.49	180.29	138.18
无形资产	197.34	212.73	199.47	186.22	172.96
其他	296.38	297.69	244.29	222.95	223.81
非流动资产合计	2,991.72	3,721.11	3,649.93	3,624.80	3,587.26
资产总计	5,462.67	5,922.32	6,707.64	7,479.63	8,814.51
短期借款	180.00	35.38	80.00	85.00	88.00
应付票据及应付账款	310.54	432.39	328.97	578.20	564.92
其他	390.10	436.12	640.60	416.17	848.33
流动负债合计	880.64	903.89	1,049.57	1,079.37	1,501.26
长期借款	0.00	0.00	30.00	25.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.69	28.08	19.48	21.42	23.00
非流动负债合计	16.69	28.08	49.48	46.42	63.00
负债合计	897.34	931.97	1,099.06	1,125.79	1,564.25
少数股东权益	(1.87)	26.32	11.86	(5.18)	(25.97)
股本	608.63	608.63	614.22	614.22	614.22
资本公积	1,558.09	1,586.64	1,586.64	1,586.64	1,586.64
留存收益	3,952.25	4,359.59	4,982.50	5,744.80	6,662.00
其他	(1,551.77)	(1,590.84)	(1,586.64)	(1,586.64)	(1,586.64)
股东权益合计	4,565.33	4,990.34	5,608.59	6,353.85	7,250.26
负债和股东权益总计	5,462.67	5,922.32	6,707.64	7,479.63	8,814.51

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	790.94	692.46	1,053.93	1,303.42	1,579.58
折旧摊销	129.76	154.39	77.78	83.79	88.40
财务费用	36.51	4.07	(4.00)	(3.00)	(3.00)
投资损失	(48.99)	100.52	47.60	33.04	0.00
营运资金变动	95.77	125.12	169.11	(362.83)	343.18
其它	23.82	(160.88)	(14.46)	(17.04)	(20.79)
经营活动现金流	1,027.81	915.70	1,329.96	1,037.39	1,987.37
资本支出	741.59	836.56	68.60	78.06	48.42
长期投资	337.03	435.95	0.00	0.00	0.00
其他	(1,877.96)	(2,204.24)	(176.20)	(191.11)	(98.42)
投资活动现金流	(799.34)	(931.73)	(107.60)	(113.04)	(50.00)
债权融资	180.00	35.38	110.00	110.00	128.00
股权融资	970.88	31.60	19.15	8.35	8.35
其他	(482.07)	(570.05)	(471.75)	(656.48)	(777.73)
筹资活动现金流	668.81	(503.07)	(342.61)	(538.13)	(641.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	897.29	(519.10)	879.75	386.22	1,295.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,171.96	5,276.08	6,605.67	7,950.10	9,543.18
营业成本	3,416.10	3,509.50	4,158.93	4,929.27	5,924.98
营业税金及附加	41.19	39.95	54.38	62.99	78.25
营业费用	421.88	321.90	521.85	643.96	773.00
管理费用	294.13	331.59	416.16	524.71	648.94
研发费用	15.93	11.41	17.32	20.84	23.56
财务费用	26.04	(8.22)	(4.00)	(3.00)	(3.00)
资产减值损失	(0.61)	(25.79)	(7.83)	(11.41)	(15.01)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.99	(100.52)	(47.60)	(33.04)	0.00
其他	(97.63)	240.29	59.43	66.09	0.00
营业利润	1,005.94	955.98	1,437.04	1,749.71	2,112.46
营业外收入	52.80	29.54	34.69	39.01	34.41
营业外支出	8.83	14.52	23.00	27.00	11.55
利润总额	1,049.91	970.99	1,448.73	1,761.72	2,135.33
所得税	258.96	278.53	409.27	475.33	576.54
净利润	790.94	692.46	1,039.47	1,286.38	1,558.79
少数股东损益	(10.26)	(8.90)	(14.46)	(17.04)	(20.79)
归属于母公司净利润	801.20	701.36	1,053.93	1,303.42	1,579.58
每股收益(元)	1.30	1.14	1.72	2.12	2.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	18.41%	2.01%	25.20%	20.35%	20.04%
营业利润	21.11%	-4.97%	50.32%	21.76%	20.73%
归属于母公司净利润	25.06%	-12.46%	50.27%	23.67%	21.19%
获利能力					
毛利率	33.95%	33.48%	37.04%	38.00%	37.91%
净利率	15.49%	13.29%	15.95%	16.40%	16.55%
ROE	17.54%	14.13%	18.83%	20.50%	21.71%
ROIC	33.98%	23.75%	28.20%	36.31%	39.56%
偿债能力					
资产负债率	16.43%	15.74%	16.39%	15.05%	17.75%
净负债率	-31.16%	-20.98%	-33.02%	-35.23%	-48.50%
流动比率	2.81	2.44	2.91	3.57	3.48
速动比率	2.05	1.49	2.19	2.45	2.74
营运能力					
应收账款周转率	711.45	223.97	240.00	298.89	250.48
存货周转率	8.10	6.92	8.15	8.07	8.22
总资产周转率	1.11	0.93	1.05	1.12	1.17
每股指标(元)					
每股收益	1.30	1.14	1.72	2.12	2.57
每股经营现金流	1.67	1.49	2.17	1.69	3.24
每股净资产	7.44	8.08	9.11	10.35	11.85
估值比率					
市盈率	48.28	55.16	36.70	29.68	24.49
市净率	8.47	7.79	6.91	6.08	5.32
EV/EBITDA	23.11	41.02	24.81	19.79	15.89
EV/EBIT	25.33	45.95	26.19	20.73	16.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com