



2021年9月2日

绝味食品 (603517) : 业绩恢复高增, 定增扩产打破产能瓶颈

食品饮料

推荐 (首次覆盖) 当前股价: 59.08 元

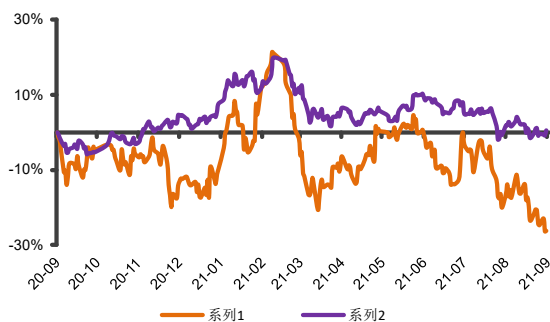
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,276	6,617	8,051	9,623
(+/-)	2.0%	25.4%	21.7%	19.5%
营业利润	956	1,344	1,675	2,050
(+/-)	-5.0%	40.6%	24.6%	22.4%
归属母公司净利润	701	1,009	1,254	1,531
(+/-)	-12.5%	43.9%	24.2%	22.1%
EPS (元)	1.15	1.64	2.04	2.49
市盈率	51.3	36.0	28.9	23.7

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	6.14/6.09
流通市值 (亿元)	360
每股净资产 (元)	8.45
资产负债率 (%)	15.70

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 万蓉

执业证书编号: S1050511020001

电话: 021-54967577

邮箱: wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: http://www.cfsc.com.cn

● 公司于 8 月 31 日发布 2021 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 31.44 亿元, 同比增长 30.27%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.02 亿元, 同比增长 82.91%; 实现扣非后净利润 4.80 亿元, 同比增长 77.28%; 每股收益 0.82 元。其中 Q2 单季实现营业收入 16.38 亿元, 同比增长 21.60%; 归母净利润 2.66 亿元, 同比增长 25.81%; 每股收益 0.43 元。

● 业绩恢复高增, 门店拓展稳健。2021H1 公司继续围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”的经营战略, 面对后疫情时代下消费市场未完全复苏的市场环境, 各业务板块迎难而上, 收入、净利润均保持了双位数的增长。分产品来看, 鲜货类产品收入 28.30 亿元, 同比+24.78%, 其中禽类制品收入 21.73 亿元, 同比+21.69%, 占比 71.12%; 畜类制品收入 3,706.16 万元, 同比大幅+90.91%, 占比 1.21%; 蔬菜制品收入 3.06 亿元, 同比+26.24%, 占比 10.01%; 其他产品收入 3.14 亿元, 同比+42.37%, 占比 10.27%。包装产品收入 6,888.18 万元, 同比大幅+1,606.68%, 占比提升 2.08pct 至 2.25%。分区域来看, 西南、西北、华中、华南、华东和华北分别实现营收 4.73、0.15、8.26、6.67、6.61 和 3.63 亿元, 同比+30.74%、-67.15%、+24.47%、+61.32%、+21.38%和+23.70%, 多区域全面恢复, 西北地区仍处于恢复期。分渠道来看, 公司采用了“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的销售模式, 卤制食品销售收入 28.99 亿元, 同比+27.59%, 占比 94.87%; 加盟商管理收入 3,324.69 万元, 同比-9.38%, 占比 1.09%。截止报告期末, 公司在大陆共开设了 13,136 家门店, 净增长 737 家。

● 期间费用率控制良好, 盈利能力显著恢复。2021H1 综合毛利率上升 0.29pct 至 34.61%; 期间费用率 13.33%, 同比-2.22pct, 其中销售费用率 6.83%, 同比-2.91pct, 主要是运输费用重分到营业成本列报; 管理费用率 6.28%,

同比+0.45pct，主要是管理人员工资和股权激励摊销费用增加；财务费用率 0.01%，同比+0.23pct，主要是未确认融资费用增加；研发费用率基本保持稳定。综合以上因素，2021H1 公司净利率 15.62%，同比+4.35pct，盈利能力显著恢复。

● **公司未来看点。**（1）8 月 3 日，公司拟向不超过 35 特定投资者非公开募资 23.8 亿元，用于建设广东、江苏、广西、盘山、湖南和四川 6 个生产基地，预计将逐步释放 16 万吨卤制肉制品及副产品加工产能，有效缓解公司产能瓶颈问题，增强市场竞争力；（2）2020 年中国卤味市场 CR5 市占率合计仅为 19.23%，公司作为行业龙头，占比 8.6%。随着消费者品牌消费意识的崛起，叠加公司在生产规模、供应链网络、品牌形象等方面的核心竞争力，有望进一步提高市场份额。

● **盈利预测：**我们预测公司 2021-2023 年实现收入分别为 66.17、80.51 和 96.23 亿元，EPS 分别为 1.64、2.04 和 2.49 元，当前股价对应 PE 分别为 36.0、28.9 和 23.7 倍，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

● **风险提示：**新冠疫情导致经济下行，消费需求下滑的风险；原材料波动的风险；食品安全问题等。



图表 1: 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	5,276	6,617	8,051	9,623
货币资金	1,082	1,215	1,291	1,588	营业成本	3,510	4,386	5,327	6,343
应收款	108	91	120	147	营业税金及附加	40	50	61	73
存货	857	904	1,143	1,365	销售费用	322	404	483	568
其他流动资产	153	161	169	177	管理费用	332	430	507	597
流动资产合计	2,201	2,371	2,723	3,278	财务费用	-8	-14	-15	-18
非流动资产:					研发费用	11	13	16	19
金融类资产	6	7	7	8	费用合计	657	833	991	1,166
固定资产+在建工程	1,653	1,912	2,166	2,413	资产减值损失	-30	-21	-15	-10
无形资产+商誉	213	234	257	283	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	1,850	2,035	2,238	2,462	投资收益	-101	0	0	0
非流动资产合计	3,721	4,188	4,669	5,166	营业利润	956	1,344	1,675	2,050
资产总计	5,922	6,559	7,392	8,444	加: 营业外收入	30	32	36	39
流动负债:					减: 营业外支出	15	16	18	19
短期借款	35	37	39	41	利润总额	971	1,361	1,693	2,070
应付账款、票据	432	450	527	659	所得税费用	279	361	449	549
其他流动负债	436	480	528	580	净利润	692	1,000	1,244	1,522
流动负债合计	904	967	1,094	1,281	少数股东损益	-9	-9	-9	-9
非流动负债:					归母净利润	701	1,009	1,254	1,531
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	28	29	31	33	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
非流动负债合计	28	29	31	33	成长性				
负债合计	932	997	1,125	1,313	营业收入增长率	2.0%	25.4%	21.7%	19.5%
所有者权益					营业利润增长率	-5.0%	40.6%	24.6%	22.4%
股本	609	614	614	614	归母净利润增长率	-12.5%	43.9%	24.2%	22.1%
资本公积金	1,587	1,587	1,587	1,587	总资产增长率	8.4%	10.7%	12.7%	14.2%
未分配利润	2,457	2,923	3,504	4,215	盈利能力				
少数股东权益	26	26	26	26	毛利率	33.5%	33.7%	33.8%	34.1%
所有者权益合计	4,990	5,562	6,267	7,131	营业利润率	18.1%	20.3%	20.8%	21.3%
负债和所有者权益	5,922	6,559	7,392	8,444	三项费用/营收	12.4%	12.6%	12.3%	12.1%
					EBIT/销售收入	18.5%	20.6%	21.0%	21.5%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	13.1%	15.1%	15.5%	15.8%
净利润	692	1,000	1,244	1,522	ROE	13.9%	18.0%	19.9%	21.3%
折旧与摊销	154	132	157	184	营运能力				
财务费用	4	-14	-15	-18	总资产周转率	89.1%	100.9%	108.9%	114.0%
存货的减少	-172	-46	-239	-222	资产结构				
营运资本变化	114	35	48	106	资产负债率	15.7%	15.2%	15.2%	15.6%
其他非现金部分	118	-169	-185	-204	现金流质量				
经营活动现金净流量	916	937	1,010	1,369	经营净现金流/净利润	1.32	0.94	0.81	0.90
投资活动现金净流量	-932	-392	-412	-432	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-503	-413	-522	-639	每股收益	1.15	1.64	2.04	2.49
现金流量净额	-520	132	76	298	每股净资产	8.20	9.06	10.20	11.61

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

万蓉：华鑫证券分析师，商业管理硕士，2007年7月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>