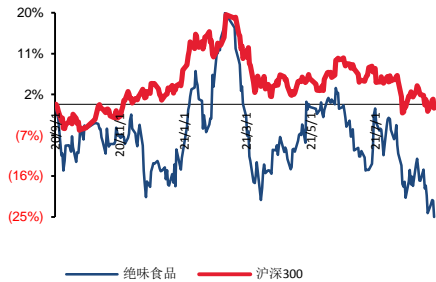


日常消费 食品、饮料与烟草

## 绝味食品：单店模型恢复优异，费用规模优势凸显

### ■ 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)	39,544/39,184
12 个月最高/最低(元)	104.39/64.38

### 相关研究报告：

绝味食品(603517)《绝味食品事件点评：定增扩产，可支撑未来 5-7 年主业扩张》--2021/08/03

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

### 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

### 事件：

绝味食品发布 2021 年中报，上半年实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 31.44 亿元、4.91 亿元、4.8 亿元，同比+30.27%、+82.91%、+77.28%。Q2 实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 16.38、2.66、2.46 亿元，同比+21.6%、+25.81%、+23.02%。收入、利润增速均符合预期。

### 点评：

**收入分析：收入高增延续，单店基本恢复至 19 年水平。**上半年公司实现营收 31.44 亿元，同比+30.27%（Q1：+41.22%；Q2：+21.6%），Q2 延续 Q1 高增趋势，一方面与去年基数较低有关，另一方面与公司开店政策、营销策略、品牌势能提升有关。上半年卤制品销售 28.99 亿元，同比+27.59%；加盟商管理实现收入 0.33 亿元，同比-9.38%；其他收入增长 143%，主要是绝配供应链和部分子公司表现较好。

**拆分来看：1) 门店数量：**截至 6 月底公司在大陆（不含港澳台及海外）共拥有门店 13136 家，同比+8.94%，净增门店 737 家，Q1 净增 150+ 家，Q2 净增 550+ 家，去年上半年净增门店 1104 家，今年净增虽较去年有一定差距，但依旧处于行业较高水平。**2) 单店收入：**上半年折算单店收入为 22 万元/家，同比+17%，基本恢复到 19 年同期水平，主要得益于公司的“年货节”、“啃定赢”等主题营销活动，以及异常单店盘点等活动。**3) 全年来看：**我们预计全年净开门店预计在 1200-1500 家左右，同店恢复 19 年同期水平，全年收入有望实现 25% 增速目标。

**利润分析：实际毛利率大幅提升，提质增效规模效应日益显现。**2021H1 毛利率 34.61%，同比+0.29pct，与去年基本持平。由于会计准则变更，运费从费用调至成本（20H 运费比率 3.32%），剔除该部分影响，公司实际毛利率大幅提升，主要原因是：1) 上半年鸭价一直高位运行，从去年同期的 3 元/斤上涨到 4 元/斤，公司提前预判，提前进行了原材料囤货；2) 产品结构进行一定调整。**全年来看，**我们认为成本压力仍在，但在公司提前囤货及合理产品结构调整大背景下，公司毛利处于可控范围内。

**2021H1 期间费用率 13.33%，同比-2.23pct，**主要是会计准则变更影响，剔除运费影响，销售费用率同比+0.4pct；管理费用率同比+0.45%，

绝味食品：单店模型恢复优异，费用规模优势凸显

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

主要是股权激励费用摊销费用增加影响，其他费用率均有部分降低，规模优势凸显。上半年净利率 15.97%，同比+4.6pct，主要是实际毛利率上行、营业外收入、投资收益均有好转所致。

**21 年展望：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（收入同比+25%）；**2) 成本端：**鸭副价格经历两年的低价运营，今年以来价格涨幅较大，上半年公司通过囤货、产品结构调整等方式进行调节，我们认为下半年成本依旧面临一定压力；**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，叠加利润基数较低，利润增速依旧可观，但考虑到股权激励费用，利润表观增速可能与收入持平或略高。

**长期展望：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和经验，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。**考虑股权激励费用后，我们预计预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.51 元、1.86 元、2.24 元，剔除股权激励费用后，2021-2023 年 EPS 分别为 1.67 元、1.95 元、2.28 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，考虑目前市场环境，我们按照 2022 年业绩给予 42X 估值（剔除股权激励费用），一年目标价 83 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%
<b>不考虑股票激励费用</b>				
净利润(百万元)	701	928	1140	1374
增长率(%)	-12%	32%	23%	21%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.51	1.86	2.24
<b>考虑股票激励费用</b>				
净利润(百万元)	701	1027	1199	1398
增长率(%)	-12%	46%	17%	17%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.67	1.95	2.28

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。