

公司点评

绝味食品 (603517)

食品饮料 | 食品加工

经营韧性凸显，主业根基稳固

2021年09月16日

评级 推荐

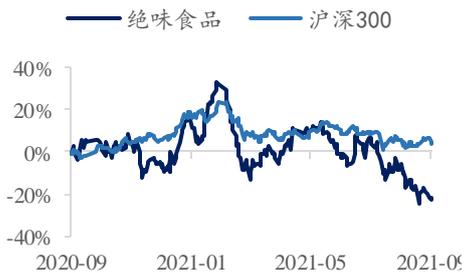
评级变动 首次

合理区间 65-77元

交易数据

当前价格(元)	61.43
52周价格区间(元)	58.40-107.88
总市值(百万)	37731.82
流通市值(百万)	37388.18
总股本(万股)	61422.47
流通股(万股)	60863.07

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
绝味食品	-2.46	-16.54	-20.32
沪深300	1.28	-4.98	-6.60

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

杨苑

yangyuan@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5172	5276	6716	8140	9838
归母净利(百万元)	801	701	962	1183	1431
每股收益(元)	1.30	1.14	1.57	1.93	2.33
每股净资产(元)	7.44	8.08	9.46	10.69	12.19
P/E	47.09	53.80	39.23	31.91	26.37
P/B	8.26	7.60	6.49	5.74	5.04

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

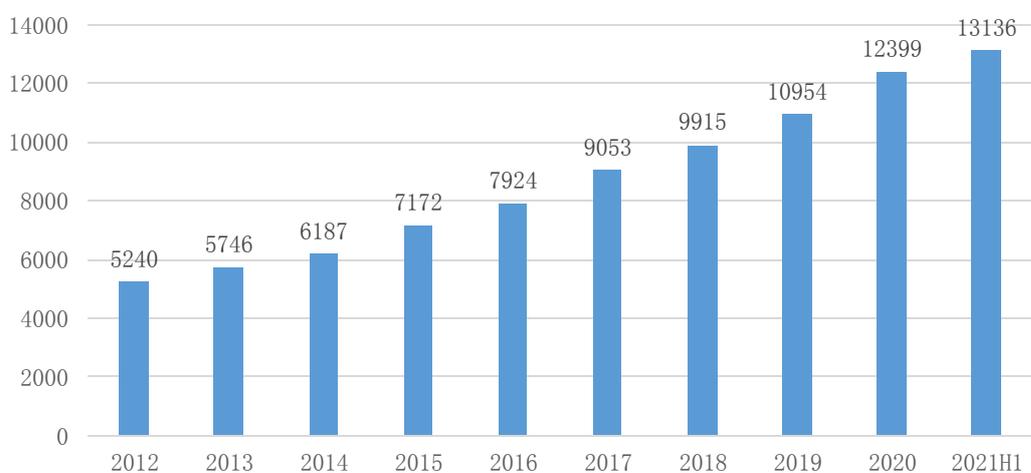
- **全国休闲卤味龙头，门店数量领先，供应链网络完善。**公司采取“直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的渠道模式，业务范围覆盖全国31个省级行政区及香港、澳门特别行政区，截至2021H1，公司在中国大陆地区门店总数已达13136家。公司在全国范围内建立了以21个生产基地(含2家在建)，形成以生产基地为中心，以300-500公里为配送半径的供应链网络，可实现“当日订单，当日生产，当日配送，24小时内开始售卖”，有效保障食品安全与产品新鲜程度。
- **走出疫情阴霾，上半年业绩明显恢复。**收入方面，2021H1公司实现营业总收入31.44亿元，同比增长30.27%，较疫情前2019H1同比增长26.3%，主因门店数量增加与单店营收持续恢复。上半年门店数量净增长737家，其中Q1净增150家左右，Q2适度加快开店节奏，目前公司门店总数达到13136家。单店营收整体较疫情前仍有小个位数缺口，主要受交通枢纽门店的拖累，目前交通枢纽店单店营收恢复至疫情前约九成，社区门店较疫情前有4-5%的正增长。**利润方面**，销售端改善明显与成本端控制较好带动毛利率同比提升约3%(可比口径)。对联营企业和合营企业的投资收益大幅减亏促进利润释放，2021H1公司实现归母净利润5.20亿元，同比大幅增长82.91%。
- **加速开店+品牌势能提升+效率驱动，鸭脖主业根基稳固。**现阶段休闲卤味主业仍有较大发展空间，公司经营战略重点仍在于主业精耕：1. 公司自去年以来适当加快开店节奏，未来将保持每年净增1000-1500家门店的速度，力争加速提升市场占有率，持续巩固主业竞争优势。2. 公司在适当加快开店节奏的同时也重视单店营收的提升，深入推进品牌势能提升战略，未来将继续通过加强门店销售管理、丰富营销手段、升级门店提升品牌形象等方式持续拉动单店营收增长。3. 公司持续推动供应链管理精细化，将进一步降低成本、提升效率。
- **业务外延拓展，打造第二、第三增长曲线。**公司供应链能力突出、产业资源积累深厚，未来将继续围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”战略，分阶段、有步骤的拓展业务边界。美食生态布局步入收获期叠加公司更大程度的供应链能力外赋将进一步增厚公司业绩。

- **盈利预测与投资建议：**展望全年，疫情冲击逐步消退，在加强门店运营管理与营销创新的带动下，预计下半年单店营收持续改善，同时公司保持每年净增 1000-1500 家店的开店节奏，叠加投资收益继续减亏，全年股权激励目标完成的确定性高。公司在休闲卤味领域具备产品、渠道、供应链等方面的突出优势，叠加品牌势能持续向上，未来鸭脖主业仍有较大增长空间。中长期来看，公司及早期开始探索美食生态与供应链能力外赋，随着品牌孵化能力、供应链服务能力持续提升，公司远期成长空间将被进一步打开。我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 67.2/81.4/98.4 亿元，同比+27.3%/+21.2%/+20.9%；归母净利润分别为 9.6/11.8/14.3 亿元，同比+37.2%/+22.9%/+21.0%；EPS 分别为 1.57/1.93/2.33 元/股。考虑到公司核心竞争优势突出、品牌势能持续向上、未来成长空间仍大，给予 22 年 34-40 倍 PE，对应股价合理区间为 65-77 元，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；消费力下行风险；行业竞争加剧风险；对外投资收益波动风险；原材料价格大幅上行风险。

1 全国休闲卤味龙头，门店数量领先，供应链网络完善

绝味食品股份有限公司设立于 2008 年 12 月，专注于休闲卤制食品的研发、生产和销售，致力于为消费者提供美味、新鲜、安全、优质的休闲美食，公司于 2017 年 3 月成功上市。公司主要产品为休闲卤制食品，涵盖了禽类制品、畜类制品、蔬菜制品、水产品等品种，拥有“招牌”、“黑鸭”、“酱鸭”、“五香”等多种产品口味选择。公司采取“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的渠道模式，业务范围覆盖全国 31 个省级行政区及香港、澳门特别行政区，截至 2021H1，公司在中国大陆地区门店总数已达 13136 家，是目前国内规模最大、拥有门店数量最多的休闲卤制食品连锁企业。

图 1：绝味食品门店数量



资料来源：公司公告，财信证券

全国化工厂布局搭配柔性供应链体系，形成“冷链生鲜，日配到店”的供应链网络。公司通过科学的厂房布局，已在全国范围内建立了以 21 个生产基地（含 2 家在建），可较好辐射全国网点；并已形成以生产基地为中心，以 300-500 公里为配送半径的供应链网络，搭配高效率的冷链运输系统，可实现“当日订单，当日生产，当日配送，24 小时内开始售卖”，有效保障了食品安全与产品新鲜程度。2018 年公司成立了“上海绝配柔性供应链服务有限公司”，建立专门的数字化体系，通过整合第三方冷链伙伴，应用互联网、大数据等技术手段，为公司门店及部分伙伴企业提供冷链生鲜日配服务，供应链能力得到显著提升。

图 2：绝味食品的全国生产网络



资料来源：公司公告，财信证券

2 走出疫情阴霾，上半年业绩明显恢复

疫后经营恢复良好，2021H1 收入同增 30.27%。上半年公司实现营业总收入 31.44 亿元，同比增长 30.27%，较疫情前 2019H1 同比增长 26.3%。分业务来看，主营业务中鲜货类产品/包装产品/加盟商管理/其他分别实现营业收入 28.30/0.69/0.33/1.27 亿元，同比 +24.78%/1606.68%/-9.38%/+142.64%，包装类产品与其他主营业务收入大幅增长主要系精武鸭脖并表贡献与绝配供应链服务较快增长，鲜货类产品增长主因门店数量增加与单店营收持续恢复。

门店数量稳步增长，单店营收持续改善。门店方面，上半年公司门店数量净增长 737 家，其中 Q1 净增 150 家左右，Q2 适度加快开店节奏，目前公司门店总数达到 13136 家。随着门店经营能力持续改善，上半年闭店率低于往年平均水平。**单店营收方面**，全国门店整体较疫情前仍有小个位数缺口，主要受交通枢纽门店的拖累，目前交通枢纽店单店营收恢复至疫情前约九成，社区门店较疫情前有 4-5%的正增长。

全面实施品牌势能提升战略，促进单店营收持续恢复。今年以来公司大力推动品牌年轻化战略，通过品宣内容与方式潮流化年轻化，积极对接抖音、小红书等年轻消费者聚集的流量平台，开展“年货节”、“啃·定赢”等主题营销活动途径，吸引更广阔的消费群体；同时通过优化门店运营、提升店员服务意识和服务能力等动作，优化消费者触达体验，以增强消费粘性并提升复购率。

成本控制能力优秀，对外投资大幅减亏，利润增速表现亮眼。2021H1 公司毛利率同比提升 0.29%，还原运输费用会计政策调整影响，毛利率同比提升约 3%，主要得益于销售端改善明显与成本端控制较好。费用率方面，可比口径下上半年销售费用率提升约 0.4%，其中 Q2 同比提升约 1.3%，主要与营销活动力度加大、会计政策调整导致折旧与摊销项大幅增长有关。上半年对联营企业和合营企业的投资收益大幅减亏，和府捞面等被投资项目开始贡献正收益。2021H1 公司实现归母净利润 5.20 亿元，同比大幅增长 82.91%，其

中 Q2 归母净利润 2.66 亿元，同比增长 25.81%，快于 Q2 营收增速 21.6%，利润弹性凸显。

3 加速开店+品牌势能提升+效率驱动，鸭脖主业根基稳固

适当加快开店节奏，加速提升市场占有率。过去几年公司门店数量净增长平均速度约为 800-1200 家/年，去年疫情期间公司快速反应，支持加盟商逆势开店，2020 年全年净开店 1445 家，今年继续保持较快的开店节奏，上半年门店数量净增加 737 家。未来将保持每年净增 1000-1500 家门店的速度，加速提升市场占有率，进一步巩固鸭脖主业优势。关于扩店区域与门店类型的选择，公司将持续跟踪消费环境与市场格局的变化，根据实际情况灵活制定最适合的战略。此外，公司也将把握海外潜力市场的发展机遇，保持适当的海外门店扩张节奏。

深入推进品牌势能提升战略，持续提升单店营收。公司在适当加快开店节奏的同时也重视单店营收的提升，未来绝味将继续通过加强门店销售管理、不定期举行主题营销活动、丰富营销手段、升级门店提升品牌形象、优化门店结构等方式持续拉动单店营收增长。

供应链管理精细化，降低成本、提升效率。成本端，公司是同行业中最大的单体鸭副采购商，具备较强的规模优势以及对上游供应商的话语权，同时具备通过囤货平抑原材料价格波动的能力。生产端，公司持续提升工厂智能化、自动化水平，以提升生产效率。物流配送端，公司将进一步完善绝配供应链的数字化管理体系，充分应用大数据、智能算法等技术优化运输路径，增强服务能力。此外，随着在建工厂产能以及定增募投新产能的陆续释放，公司也将更大受益于规模效益。

4 业务外延拓展，打造第二、第三增长曲线

拓展业务边界，打造第二、第三增长曲线。公司围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”战略，分阶段、有步骤的拓展业务边界，基于在冷链配送网络、连锁渠道管控、组织人才建设等方面的核心能力，通过“产业投资+增值服务”的方式打造美食品牌矩阵与供应链服务矩阵。公司通过全资控股的深圳网聚投资有限责任公司，与外部专业投资机构合作，重点围绕泛卤味、复合调味品、轻餐饮、产业链基础设施等赛道进行投资，力求在采购、仓储、产能、配送、销售体系、智力资源等六个维度与被投资公司实现协同与共赢。品牌矩阵方面，当前已有盛香亭、卤江南、廖记以及定位线上的精武鸭脖；对外服务方面，采购与配送能力外赋合作伙伴已贡献业绩。公司供应链能力突出、产业资源积累深厚，未来美食生态布局步入收获期叠加公司更大程度的供应链能力外赋将进一步增厚公司业绩。现阶段休闲卤味主业仍有较大发展空间，公司经营战略重点仍在于主业精耕，将把握适度的业务拓展的力度与速度。

5 盈利预测与投资建议

展望全年，疫情冲击逐步消退，在加强门店运营管理与营销创新的带动下，预计下

半年单店营收持续改善，同时公司保持每年净增 1000-1500 家店的开店节奏，叠加投资收益继续减亏，全年股权激励目标完成的确定性高。公司在休闲卤味领域具备产品、渠道、供应链等方面的突出优势，叠加品牌势能持续向上，未来鸭脖主业仍有较大增长空间。中长期来看，公司及早期开始探索美食生态与供应链能力外赋，随着品牌孵化能力、供应链服务能力持续提升，公司远期成长空间将被进一步打开。

我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 67.2/81.4/98.4 亿元，同比 +27.3%/+21.2%/+20.9%；归母净利润分别为 9.6/11.8/14.3 亿元，同比 +37.2%/+22.9%/+21.0%；EPS 分别为 1.57/1.93/2.33 元/股。考虑到公司核心竞争优势突出、品牌势能持续向上、未来成长空间仍大，给予 22 年 34-40 倍 PE，对应股价合理区间为 65-77 元，给予“推荐”评级。

6 风险提示

食品安全风险；消费力下行风险；行业竞争加剧风险；对外投资收益波动风险；原材料价格大幅上行风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5172	5276	6716	8140	9838	费用率					
减:营业成本	3416	3510	4466	5425	6607	毛利率	0.34	0.33	0.34	0.33	0.33
营业税金及附加	41	40	51	62	74	三费/销售收入	0.14	0.13	0.14	0.13	0.12
销售费用	422	322	463	545	630	EBIT/销售收入	0.21	0.18	0.20	0.20	0.20
管理费用	294	332	430	488	571	销售净利率	0.15	0.13	0.14	0.15	0.15
财务费用	26	-8	1	-4	-7	投资回报率					
研发费用	16	11	14	17	21	ROE	0.18	0.14	0.17	0.18	0.19
资产减值损失	-1	-30	-3	-2	-2	ROA	0.20	0.16	0.19	0.20	0.21
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	ROIC	0.26	0.18	0.21	0.24	0.26
其他收益	50	-84	16	19	28	增长率					
营业利润	1006	956	1305	1624	1969	销售收入增长率	0.18	0.02	0.27	0.21	0.21
加:营业外收支净额	44	15	15	15	15	EBIT 增长率	0.27	-0.11	0.37	0.24	0.21
利润总额	1050	971	1320	1639	1984	EBITDA 增长率	0.27	-0.07	0.34	0.23	0.18
减:所得税	259	279	363	451	545	净利润增长率	0.25	-0.12	0.38	0.24	0.21
净利润	791	692	957	1188	1438	总资产增长率	0.43	0.08	0.18	0.15	0.15
减:少数股东损益	-10	-9	-5	6	7	股东权益增长率	0.51	0.09	0.17	0.13	0.14
归母净利润	801	701	962	1183	1431	营运资本增长率	0.00	0.14	0.26	0.21	0.20
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	1602	1082	1533	2030	2687	资产负债率	0.16	0.16	0.16	0.17	0.17
应收和预付款项	160	222	281	341	409	投资资本/总资产	0.67	0.75	0.71	0.67	0.63
存货	669	857	1089	1318	1581	带息债务/总负债	0.20	0.04	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	40	40	40	40	40	流动比率	2.81	2.44	2.68	2.81	2.97
长期股权投资	1122	1558	1558	1558	1558	速动比率	2.00	1.44	1.65	1.79	1.95
投资性房地产	14	14	12	10	9	股利支付率	0.31	0.46	0.36	0.36	0.36
固定资产	1376	1653	2018	2301	2553	收益留存率	0.69	0.54	0.64	0.64	0.64
无形资产	197	213	203	193	183	营运能力					
其他非流动资产	282	284	245	214	214	总资产周转率	0.95	0.89	0.96	1.02	1.07
资产总计	5463	5922	6979	8004	9234	固定资产周转率	4.52	3.92	4.42	4.40	4.68
短期借款	180	35	0	0	0	应收账款周转率	515.52	142.28	142.62	142.86	143.88
应付和预收款项	701	854	1085	1313	1575	存货周转率	5.11	4.09	4.10	4.12	4.18
长期借款	0	0	0	0	0	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他负债	17	42	14	14	14	EPS	1.30	1.14	1.57	1.93	2.33
负债合计	897	932	1099	1327	1590	BPS	7.44	8.08	9.46	10.69	12.19
股本	609	609	614	614	614	PE	47.09	53.80	39.23	31.91	26.37
资本公积	1558	1587	1813	1813	1813	PEG	3	2	N/A	N/A	N/A
留存收益	2400	2769	3385	4142	5058	PB	8.26	7.60	6.49	5.74	5.04
母公司股东权益	4567	4964	5811	6569	7485	PS	7.30	7.15	5.62	4.64	3.84
少数股东权益	-2	26	22	27	35	PCF	36.71	41.21	35.57	28.55	24.21
权益合计	4565	4990	5833	6596	7519	EBIT	1076	963	1321	1635	1977
负债和权益合计	5463	5922	6932	7923	9109	EV/EBIT	33.91	38.32	27.93	22.35	18.24
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	30.26	33.03	24.63	19.80	16.50
经营性现金净流量	1028	916	1061	1322	1558	EV/NOPLAT	46.99	55.66	38.97	31.11	25.36
投资性现金净流量	-799	-932	-489	-439	-439	EV/IC	9.97	8.25	7.42	6.79	6.20
筹资性现金净流量	669	-503	-121	-385	-462	ROIC-WACC	0.26	0.18	0.21	0.24	0.26

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438