

市场价格(人民币): 58.68元

经营韧性强, 回调后性价比凸显

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.14
已上市流通A股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	360.43
年内股价最高最低(元)	103.79/58.68
沪深300指数	4822
上证指数	3628

公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,798	8,196	9,736
营业收入增长率	18.41%	2.01%	28.84%	20.57%	18.79%
归母净利润(百万元)	801	701	1,037	1,351	1,624
归母净利润增长率	25.06%	-12.46%	47.90%	30.22%	20.22%
摊薄每股收益(元)	1.316	1.152	1.689	2.199	2.644
每股经营性现金流净额	1.68	1.41	1.68	2.24	2.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.54%	14.13%	18.40%	20.40%	20.69%
P/E	35.29	67.29	34.75	26.68	22.20
P/B	6.19	9.51	6.39	5.44	4.59

来源: 公司年报、国金证券研究所

经营分析

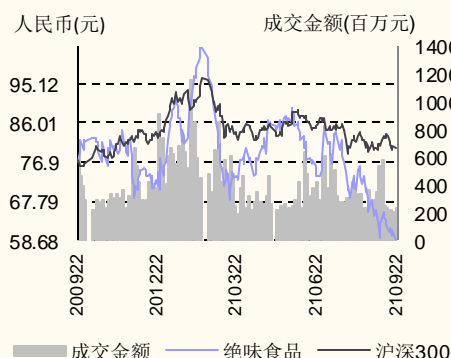
- 当下市场主要担心疫情反复、竞争加剧影响门店恢复、单店坪效和开店空间。但我们认为在外部环境较差的年份公司通过精准的经营方针、优秀的执行力不断提升品牌地位, 蓄力更好的发展。公司年初的经营策略充分反映出管理层的忧患意识: 将2021年定位为管理目标年, 提出“两外”(推进品牌年轻化、提升门店效率)和“两内”(深化加盟商一体化、构建以消费者为导向的 ECR 组织体系)。具体动作方面, 通过提振开店速度+加大促销力度+品牌营销(更换门店装修、推出摇摇杯新品、在新媒体植入推广等)来获取更多市场份额, 门店扩张和单店营收均取得不错效果, 上半年净增门店737家, 单店营收同比+12.45%, 恢复至2019年同期的96%。
- 展望全年: 预计全年净增门店1500家问题不大; 单店方面, 社区门店基本已恢复, 部门地区社区门店实现明显正增长。盈利方面, 虽然今年促销力度较大, 但部分为加盟商承担, 公司费用投放力度有限; 对外投资方面, 今年Q2公司投资收益已经扭亏为盈; 预计全年净利率可恢复至19年水平。
- 卤味赛道多矩阵布局初步成型, 部分外投餐饮公司成绩突出。在卤味赛道, 公司投资了精武鸭脖(电商)、廖记棒棒鸡(佐餐)、盛香亭(热卤)、阿满百香鸡(佐餐)等知名品牌, 已经实现采购、仓配协同和产能输出, 充分发挥供应链的协同效应。公司依托网聚资本及其旗下股权投资平台, 已经投资了近数十家公司, 其中以连锁餐饮企业为主, 不少公司已取得不俗的成绩, 比如门店数量超过340家的和府捞面、刚上市的千味央厨等。公司预计真正将美食生态圈打造为第二增长曲线是在2025年之后, 从目前的情形来看美食生态圈发展向好, 具备较大潜力。

投资建议

- 短期回调后已具备估值性价比, 我们预计21-23年归母净利润分别为10.37/13.51/16.24亿元, 增速分别为48%/30%/20%, 对应PE分别为35/27/22X。若还原股权激励费用, 21-23年归母净利润分别为11.07/13.97/16.47亿元, 增速分别为58%/26%/18%, 对应PE分别为33/26/22X。22年对应估值均不到30X, 性价比凸显, 维持“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格波动; 拓店不达预期; 食品安全问题; 行业竞争加剧。



相关报告

- 1.《业绩符合预期, 全年激励目标确定性高-绝味中报点评》, 2021.8.31
- 2.《定增扩产, 进一步夯实供应基础-绝味定增点评0803》, 2021.8.3
- 3.《战略转型深挖鸭脖空间, 外延布局渐露头角-绝味深度报告》, 2021.7.12
- 4.《绝味食品2021Q1业绩点评-门店经营快速恢复显著, 利润弹性...》, 2021.4.27
- 5.《20年完美收官, 21Q1预告超预期-绝味20年报点评》, 2021.4.16

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

李茵琦 联系人
liyinqi@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	4,368	5,172	5,276	6,798	8,196	9,736	货币资金	703	1,602	1,082	1,416	2,043	2,630
增长率		18.4%	2.0%	28.8%	20.6%	18.8%	应收账款	60	61	108	101	121	144
主营业务成本	-2,870	-3,416	-3,510	-4,521	-5,447	-6,469	存货	609	669	857	929	1,119	1,329
%销售收入	65.7%	66.1%	66.5%	66.5%	66.5%	66.4%	其他流动资产	152	139	153	169	188	211
毛利	1,498	1,756	1,767	2,277	2,749	3,267	流动资产	1,524	2,471	2,201	2,614	3,472	4,315
%销售收入	34.3%	33.9%	33.5%	33.5%	33.5%	33.6%	%总资产	39.9%	45.2%	37.2%	38.2%	42.4%	44.8%
营业税金及附加	-40	-41	-40	-54	-66	-78	长期投资	805	1,142	1,578	1,878	2,178	2,478
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	%总资产	18.1%	22.1%	30.3%	21.6%	24.9%	27.9%
销售费用	-359	-422	-322	-442	-500	-584	固定资产	1,105	1,376	1,653	1,941	2,121	2,394
%销售收入	8.2%	8.2%	6.1%	6.5%	6.1%	6.0%	%总资产	28.9%	25.2%	27.9%	28.4%	25.9%	24.9%
管理费用	-261	-294	-332	-415	-475	-555	无形资产	218	273	275	295	314	331
%销售收入	6.0%	5.7%	6.3%	6.1%	5.8%	5.7%	非流动资产	2,297	2,992	3,721	4,231	4,724	5,308
研发费用	-10	-16	-11	-20	-16	-19	%总资产	60.1%	54.8%	62.8%	61.8%	57.6%	55.2%
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	资产总计	3,821	5,463	5,922	6,845	8,197	9,623
息税前利润 (EBIT)	828	983	1,062	1,346	1,691	2,030	短期借款	210	180	35	258	494	543
%销售收入	19.0%	19.0%	20.1%	19.8%	20.6%	20.9%	应付款项	345	438	558	558	671	796
财务费用	0	-26	8	9	1	6	其他流动负债	225	263	310	251	310	370
%销售收入	0.0%	0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	-0.1%	%总资产	5.9%	4.8%	5.2%	3.7%	3.8%	3.9%
资产减值损失	-3	1	30	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	14	17	28	129	100	80
投资收益	-1	49	-101	0	80	100	负债	794	897	932	1,196	1,576	1,788
%税前利润	n.a	4.7%	n.a	0.0%	4.5%	4.6%	普通股股东权益	3,025	4,567	4,964	5,638	6,620	7,844
营业利润	831	1,006	956	1,355	1,772	2,136	其中：股本	410	609	609	614	614	614
营业利润率	19.0%	19.4%	18.1%	19.9%	21.6%	21.9%	未分配利润	1,709	2,191	2,457	3,126	4,108	5,332
营业外收支	17	44	15	15	15	15	少数股东权益	3	-2	26	11	1	-9
税前利润	848	1,050	971	1,370	1,787	2,151	负债股东权益合计	3,821	5,463	5,922	6,845	8,197	9,623
利润率	19.4%	20.3%	18.4%	20.1%	21.8%	22.1%	比率分析						
所得税	-217	-259	-279	-342	-447	-538		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	25.6%	24.7%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	631	791	692	1,027	1,340	1,613	每股收益	1.563	1.316	1.152	1.689	2.199	2.643
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10	每股净资产	7.377	7.504	8.156	9.180	10.778	12.771
归属于母公司的净利润	641	801	701	1,037	1,350	1,623	每股经营现金净流	1.182	1.685	1.407	1.661	2.221	2.641
净利率	14.7%	15.5%	13.3%	15.3%	16.5%	16.7%	每股股利	0.480	0.610	0.530	0.600	0.600	0.650
现金流量表 (人民币百万元)							回报率						
净利润	631	791	692	1,027	1,340	1,613	净资产收益率	21.18%	17.54%	14.13%	18.40%	20.40%	20.69%
少数股东损益	-10	-10	-9	-10	-10	-10	总资产收益率	16.76%	14.67%	11.84%	15.14%	16.46%	16.86%
非现金支出	101	129	125	134	147	156	投入资本收益率	19.02%	15.60%	15.06%	17.07%	17.81%	18.16%
非经营收益	7	-9	107	-3	-64	-76	增长率						
营运资金变动	-254	115	-68	-139	-59	-70	主营业务收入增长率	13.45%	18.41%	2.01%	28.84%	20.57%	18.79%
经营活动现金净流	485	1,025	856	1,020	1,364	1,622	EBIT增长率	28.20%	18.72%	8.04%	26.77%	25.66%	20.04%
资本开支	-388	-523	-366	-211	-325	-425	净利润增长率	27.69%	25.06%	-12.46%	47.88%	30.20%	20.21%
投资	-454	-256	-537	-300	-300	-300	总资产增长率	19.83%	42.95%	8.41%	15.58%	19.74%	17.40%
其他	-30	-21	-28	0	80	100	资产管理能力						
投资活动现金净流	-871	-799	-932	-511	-545	-625	应收账款周转天数	0.4	0.5	1.6	1.4	1.4	1.4
股权募资	9	6	3	0	0	0	存货周转天数	65.8	68.3	79.4	75.0	75.0	75.0
债权募资	210	942	-180	222	236	48	应付账款周转天数	32.9	28.7	38.6	32.0	32.0	32.0
其他	-195	-277	-327	-382	-399	-438	固定资产周转天数	85.5	80.7	93.1	71.6	58.5	48.2
筹资活动现金净流	24	671	-504	-159	-163	-390	偿债能力						
现金净流量	-363	897	-579	350	656	608	净负债/股东权益	-16.29%	-31.16%	-20.98%	-20.47%	-23.37%	-26.63%
							EBIT利息保障倍数	-7,430.4	37.7	-129.2	-156.4	-1,979.2	-350.9
							资产负债率	20.78%	16.43%	15.74%	17.46%	19.21%	18.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402