

绝味食品(603517.SH)

展店节奏及单店恢复符合预期，稳健增长可期

推荐（维持）

现价：65.85元

主要数据

| | |
|-------------|---------------------------|
| 行业 | 食品饮料 |
| 公司网址 | www.juewei.cn |
| 大股东/持股 | 上海聚成企业发展合伙企业(有限合伙)/33.86% |
| 实际控制人 | 戴文军 |
| 总股本(百万股) | 614 |
| 流通A股(百万股) | 609 |
| 流通B/H股(百万股) | |
| 总市值(亿元) | 404 |
| 流通A股市值(亿元) | 401 |
| 每股净资产(元) | 9.24 |
| 资产负债率(%) | 19.7 |

行情走势图



证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

研究助理

陈昕晖 一般证券从业资格编号
S1060121090034
CHENXINHUI167@pingan.com.cn



事项：

公司发布 21 年三季报：21Q1-Q3 实现营业收入 48.47 亿元，同比+24.74%，较 19 年同期+24.76%，归母净利润 9.64 亿元，同比+85.39%，较 19 年同期+57.00%，扣非后归母净利润 9.27 亿元，同比+83.46%，较 19 年同期+56.59%；21Q3 实现营业收入 17.03 亿元，同比+15.67%，较 19 年同期+21.99%；实现归母净利润 4.62 亿元，同比+88.16%，较 19 年同期+111.93%，扣非后归母净利润 4.47 亿元，同比+90.57%，较 19 年同期+120.20%。

平安观点：

- **鲜货产品快速增长，华南地区表现亮眼。**分产品看，21Q1-Q3 占比 91.66% 的鲜货类产品收入同比+19.28%，其中禽类、畜类、蔬菜、其他产品收入分别同比+16.59%、+108.89%、19.68%、33.97%；分区域看，21Q1-Q3 华南地区表现突出，收入同比+48.18%，西南、华中、华东、华北、新加坡/港澳地区保持较快增速，收入分别同比+22.87%、+21.40%、+15.68%、+20.28%、+28.83%，西北市场仍处于恢复期，收入同比-53.09%。
- **Q3 促销力度加大，成本承压拖累盈利水平，后续有望逐步缓解。**公司 21Q3 毛利率为 31.60%，同比-6.00pcts，毛利率下滑幅度较大主要由于 1) Q3 促销力度较大，给予渠道较高返利；2) Q3 副鸭成本承压；期间费用率来看，Q3 销售费用率 7.05%，同比-1.13pcts，管理费用率 5.70%，同比-0.72pcts。我们认为当前公司成本压力非持续性因素，未来对盈利的拖累整体可控。
- **开店势头向好，渠道竞争优势明显。**Q3 公司继续贯彻“深度覆盖、渠道精耕”战略，截止至 21 年 9 月底公司门店数预计较年初净增超过 1000 家，展望 21 全年净开店数较 20 年底有望超过 1500 家，全年目标无虞，同时 Q3 单店营收呈现持续恢复势头。当前公司已在全国范围内建立了以 21 个生产基地(含 2 家在建)为中心的供应链网络，辐射至各区域市场，实现“当日订单，当日生产，当日配送，24 小时内售卖”。我们预计，未来三年公司将维持每年 10%左右的门店增长，构筑公司渠道护城河，门

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,172 | 5,276 | 6,600 | 7,967 | 9,635 |
| YOY(%) | 18.4 | 2.0 | 25.1 | 20.7 | 20.9 |
| 净利润(百万元) | 801 | 701 | 975 | 1,262 | 1,587 |
| YOY(%) | 25.1 | -12.5 | 39.0 | 29.4 | 25.8 |
| 毛利率(%) | 33.9 | 33.5 | 33.6 | 34.0 | 34.4 |
| 净利率(%) | 15.5 | 13.3 | 14.8 | 15.8 | 16.5 |
| ROE(%) | 17.5 | 14.1 | 17.6 | 20.1 | 22.0 |
| EPS(摊薄/元) | 1.30 | 1.14 | 1.59 | 2.05 | 2.58 |
| P/E(倍) | 50.5 | 57.7 | 41.5 | 32.1 | 25.5 |
| P/B(倍) | 8.9 | 8.1 | 7.3 | 6.4 | 5.6 |

店数量扩张叠加单店营收增长将共同贡献公司营收的进一步增长。

- **展店节奏和店效恢复符合预期，维持“推荐”评级。**21Q3 公司围绕“深耕鸭脖主业、构建美食生态”的战略发展，主业表现稳健，展店节奏及单店效率恢复符合预期，未来产能释放下公司业绩有望维持稳步增长。考虑到公司 Q3 经营符合预期，我们维持此前盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.59、2.05、2.58 元，当前股价对应 PE 分别为 41.5X、32.1X、25.5X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济疲软的风险：经济增速下滑，消费升级不达预期，导致消费端增速放缓；2、重大食品安全事件的风险：消费者对食品安全问题尤为敏感，若发生重大食品安全事故，短期内消费者对品牌信心降至冰点且信心重塑需要很长一段时间；3、原料价格上涨风险：产品主要原料鸭副的价格波动性较大，价格大幅上涨或导致业绩不及预期。

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | |
|------------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 2,201 | 2,365 | 2,628 | 3,005 |
| 现金 | 1,082 | 1,081 | 1,084 | 1,132 |
| 应收票据及应收账款 | 37 | 29 | 22 | 26 |
| 其他应收款 | 71 | 79 | 96 | 116 |
| 预付账款 | 113 | 148 | 178 | 216 |
| 存货 | 857 | 977 | 1,186 | 1,440 |
| 其他流动资产 | 40 | 52 | 62 | 75 |
| 非流动资产 | 3,721 | 4,186 | 4,847 | 5,624 |
| 长期投资 | 1,558 | 1,958 | 2,588 | 3,338 |
| 固定资产 | 1,345 | 1,515 | 1,656 | 1,761 |
| 无形资产 | 213 | 177 | 142 | 106 |
| 其他非流动资产 | 605 | 535 | 461 | 418 |
| 资产总计 | 5,922 | 6,551 | 7,475 | 8,628 |
| 流动负债 | 904 | 967 | 1,162 | 1,399 |
| 短期借款 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 432 | 429 | 514 | 618 |
| 其他流动负债 | 436 | 539 | 648 | 781 |
| 非流动负债 | 28 | 30 | 31 | 32 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 28 | 30 | 31 | 32 |
| 负债合计 | 932 | 997 | 1,193 | 1,431 |
| 少数股东权益 | 26 | 13 | -4 | -26 |
| 股本 | 609 | 614 | 614 | 614 |
| 资本公积 | 1,587 | 1,581 | 1,581 | 1,581 |
| 留存收益 | 2,769 | 3,345 | 4,091 | 5,029 |
| 归属母公司股东权益 | 4,964 | 5,540 | 6,286 | 7,224 |
| 负债和股东权益 | 5,922 | 6,551 | 7,475 | 8,628 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | |
|----------------|--------|-------|--------|--------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 916 | 1,319 | 1,582 | 1,915 |
| 净利润 | 692 | 962 | 1,244 | 1,565 |
| 折旧摊销 | 154 | 350 | 428 | 484 |
| 财务费用 | -8 | -3 | -4 | -4 |
| 投资损失 | 101 | 89 | -42 | -62 |
| 营运资金变动 | -57 | -66 | -65 | -92 |
| 其他经营现金流 | 34 | -13 | 20 | 25 |
| 投资活动现金流 | -932 | -889 | -1,067 | -1,222 |
| 资本支出 | 361 | 398 | 449 | 499 |
| 长期投资 | -537 | -500 | -600 | -700 |
| 其他投资现金流 | -756 | -787 | -916 | -1,021 |
| 筹资活动现金流 | -503 | -431 | -512 | -645 |
| 短期借款 | -145 | -35 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -358 | -396 | -512 | -645 |
| 现金净增加额 | -520 | -1 | 3 | 48 |

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业收入 | 5,276 | 6,600 | 7,967 | 9,635 |
| 营业成本 | 3,510 | 4,385 | 5,261 | 6,324 |
| 税金及附加 | 40 | 54 | 66 | 79 |
| 营业费用 | 322 | 429 | 558 | 655 |
| 管理费用 | 332 | 376 | 478 | 559 |
| 研发费用 | 11 | 17 | 20 | 24 |
| 财务费用 | -8 | -3 | -4 | -4 |
| 资产减值损失 | -26 | -1 | -2 | -2 |
| 信用减值损失 | -4 | -2 | -2 | -3 |
| 其他收益 | 17 | 10 | 10 | 10 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -101 | -89 | 42 | 62 |
| 资产处置收益 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 营业利润 | 956 | 1,257 | 1,634 | 2,064 |
| 营业外收入 | 30 | 36 | 37 | 35 |
| 营业外支出 | 15 | 11 | 12 | 12 |
| 利润总额 | 971 | 1,282 | 1,659 | 2,087 |
| 所得税 | 279 | 321 | 415 | 522 |
| 净利润 | 692 | 962 | 1,244 | 1,565 |
| 少数股东损益 | -9 | -13 | -17 | -22 |
| 归属母公司净利润 | 701 | 975 | 1,262 | 1,587 |
| EBITDA | 1,117 | 1,629 | 2,084 | 2,567 |
| EPS (元) | 1.14 | 1.59 | 2.05 | 2.58 |

| 会计年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 2.0 | 25.1 | 20.7 | 20.9 |
| 营业利润(%) | -5.0 | 31.5 | 30.0 | 26.3 |
| 归属于母公司净利润(%) | -12.5 | 39.0 | 29.4 | 25.8 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 33.5 | 33.6 | 34.0 | 34.4 |
| 净利率(%) | 13.3 | 14.8 | 15.8 | 16.5 |
| ROE(%) | 14.1 | 17.6 | 20.1 | 22.0 |
| ROIC(%) | 18.5 | 21.1 | 23.9 | 25.8 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 15.7 | 15.2 | 16.0 | 16.6 |
| 净负债比率(%) | -21.0 | -19.5 | -17.2 | -15.7 |
| 流动比率 | 2.4 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |
| 速动比率 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 1.1 |
| 应收账款周转率 | 142.3 | 230.8 | 365.0 | 365.0 |
| 应付账款周转率 | 8.1 | 10.2 | 10.2 | 10.2 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.14 | 1.59 | 2.05 | 2.58 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.49 | 2.15 | 2.58 | 3.12 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.08 | 9.02 | 10.23 | 11.76 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 57.7 | 41.5 | 32.1 | 25.5 |
| P/B | 8.1 | 7.3 | 6.4 | 5.6 |
| EV/EBITDA | 41.8 | 24.6 | 19.3 | 15.7 |

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033