

公司研究

主业经营韧性延续，投资平台助力业绩高增

——绝味食品（603517.SH）2021年三季度报点评

要点

事件：绝味食品发布2021年三季度报，前三季度营收48.47亿元，同比增加24.74%，归母净利润9.64亿元，同比增加85.39%，扣非归母净利润9.27亿元，同比增加83.46%。Q3单季营收17.03亿元，同比增加15.67%，归母净利润4.62亿元，同比增加88.16%，扣非归母净利润4.47亿元，同比增加90.57%。

21Q3 拓店速度环比放缓，逆境中收入稳健增长。21Q3消费需求疲软、国内疫情反复，估计开店节奏环比Q2有所放缓，公司系统化推进“海纳百川”翻牌项目，实现门店扩张、促进内生增长。Q3同店表现受到一定扰动，其中高势能门店受影响程度相对较高，但整体收入依旧保持稳健增长，鸭脖主业的经营韧性再次验证，营销活动对于品牌势能的拉升继续显现，小红鸭、餐桌卤味等新品投放亦对市场有一定刺激。分产品看，21Q3鲜货类/加盟商管理/其他类收入分别为14.88/0.16/1.51亿元，同比+10%/-13%/+137%，分地区看，21Q3华中/华南/华东/西南/华北/西北地区收入分别为4.72/3.58/3.46/2.41/1.93/0.10亿元，同比+16%/+29%/+6%/+10%/+14%/+29%，华东地区增速相对平稳，估计与局部疫情影响高势能门店有关。

投资项目推动净利润高增，同口径下鸭脖经营利润稳步提升。1) 21Q3销售毛利率31.6%，同比下滑6pct，环比Q2下滑3pct，估计主要因三季度新品上市采取打折促销。原材料面临一定成本压力，但影响相对有限，且公司已储备部分存货、应对后续波动。销售费用率7.05%，同比下滑1.13pct，环比Q2基本持平，管理费用率5.7%，同比/环比分别下滑0.72/1.12pct，费用控制能力有所抬升。2) 21Q3销售净利率26.88%，同比提升10pct，归母净利润同比增长88%，净利润高增主要因全资子公司网聚资本的投资收益贡献，Q3网聚资本转让江苏和府股权增厚税后净利润1.1亿元、投资的千味央厨上市贡献税后净利润约1亿元，若剔除投资相关收益、股权激励费用（21Q3确认2300万左右），同口径下主业净利润同比增长9%左右，继续保持稳健增长，经营利润率同比基本持平。

盈利预测、估值与评级：展望全年，虽然四季度消费复苏、疫情发展仍存不确定性，但公司持续推进品牌营销建设，推动单店收入改善，逆境中卤味龙头优势有望进一步释放，同时Q4将加快拓店速度，以达成全年净增1500家的门店规划。鸭脖主业势能延续，全年业绩目标有望顺利达成。考虑投资收益，上调2021年净利润预测至11.58亿元（较前次预测+13%），维持2022-23年净利润预测13.52/16.41亿元，对应EPS分别为1.89/2.20/2.67元，当前股价对应P/E为35/30/25倍，长期投资价值显现，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，市场潜在规模预判下行，经济大幅下行。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,172	5,276	6,626	7,998	9,610
营业收入增长率	18.41%	2.01%	25.58%	20.71%	20.16%
净利润（百万元）	801	701	1,158	1,352	1,641
净利润增长率	25.06%	-12.46%	65.13%	16.72%	21.38%
EPS（元）	1.32	1.15	1.89	2.20	2.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.54%	14.13%	18.92%	18.09%	18.00%
P/E	50	57	35	30	25
P/B	8.8	8.1	6.6	5.4	4.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-29，注：2021年5月因实施股权激励，公司总股本从6.09亿股增至6.14亿股

买入（维持）

当前价：65.85元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

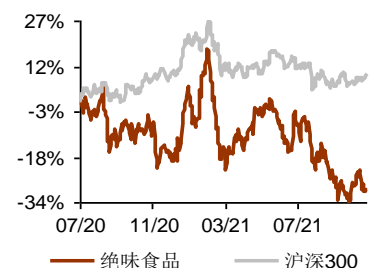
联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.14
总市值(亿元)	404.46
一年最低/最高(元)	58.11/107.26
近3月换手率	45.11%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.10	-5.70	-23.35
绝对	2.97	-3.67	-18.34

资料来源：Wind

相关研报

Q2业绩符合预期，经营韧性再次验证——绝味食品（603517.SH）2021年半年报点评（2021-08-31）

定增扩产彰显信心，品牌营销提升势能——绝味食品（603517.SH）非公开发行A股股票预案点评（2021-08-02）

什么是绝味？——绝味食品（603517.SH）动态跟踪兼论成长型消费品公司分析框架（2021-06-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,172	5,276	6,626	7,998	9,610
营业成本	3,416	3,510	4,414	5,289	6,342
折旧和摊销	100	120	120	136	156
税金及附加	41	40	50	60	72
销售费用	422	322	417	486	613
管理费用	294	332	490	492	514
研发费用	16	11	14	16	21
财务费用	26	-8	-20	-31	-44
投资收益	49	-101	210	45	45
营业利润	1,006	956	1,519	1,758	2,170
利润总额	1,050	971	1,544	1,802	2,188
所得税	259	279	386	451	547
净利润	791	692	1,158	1,352	1,641
少数股东损益	-10	-9	0	0	0
归属母公司净利润	801	701	1,158	1,352	1,641
EPS(元)	1.32	1.15	1.89	2.20	2.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,028	916	1,012	1,381	1,666
净利润	801	701	1,158	1,352	1,641
折旧摊销	100	120	120	136	156
净营运资金增加	78	103	358	302	362
其他	48	-9	-624	-409	-493
投资活动产生现金流	-799	-932	-602	-765	-805
净资本支出	-523	-366	-420	-460	-500
长期投资变化	1,122	1,558	-325	-350	-350
其他资产变化	-1,399	-2,124	143	45	45
融资活动现金流	669	-503	-16	31	44
股本变化	199	0	6	0	0
债务净变化	-30	-145	-35	0	0
无息负债变化	133	179	122	274	318
净现金流	899	-520	393	647	905

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.9%	33.5%	33.4%	33.9%	34.0%
EBITDA 率	21.6%	23.9%	20.5%	22.7%	23.3%
EBIT 率	19.1%	20.9%	18.7%	21.0%	21.7%
税前净利润率	20.3%	18.4%	23.3%	22.5%	22.8%
归母净利润率	15.5%	13.3%	17.5%	16.9%	17.1%
ROA	14.5%	11.7%	16.2%	15.4%	15.3%
ROE (摊薄)	17.5%	14.1%	18.9%	18.1%	18.0%
经营性 ROIC	24.5%	23.0%	22.6%	26.7%	28.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	16%	16%	14%	15%	15%
流动比率	2.81	2.44	2.83	2.97	3.17
速动比率	2.05	1.49	1.72	1.93	2.18
归母权益/有息债务	25.37	140.31	-	-	-
有形资产/有息债务	28.82	159.56	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,463	5,922	7,167	8,792	10,751
货币资金	1,602	1,082	1,476	2,122	3,027
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	10	37	9	12	14
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	51	71	0	0	0
存货	669	857	1,102	1,310	1,558
其他流动资产	40	40	107	176	256
流动资产合计	2,471	2,201	2,805	3,752	5,015
其他权益工具	6	6	6	6	6
长期股权投资	1,122	1,558	1,883	2,233	2,583
固定资产	1,144	1,345	1,464	1,617	1,798
在建工程	232	307	451	580	697
无形资产	197	213	208	204	200
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	199	214	281	281	281
非流动资产合计	2,992	3,721	4,362	5,040	5,737
总负债	897	932	1,019	1,292	1,610
短期借款	180	35	0	0	0
应付账款	311	432	535	630	743
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	138	0	0	0	0
其他流动负债	0	14	149	286	448
流动负债合计	881	904	991	1,265	1,583
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	25	25	25	25
非流动负债合计	17	28	27	27	27
股东权益	4,565	4,990	6,148	7,500	9,141
股本	609	609	614	614	614
公积金	1,761	1,902	1,897	1,897	1,897
未分配利润	2,191	2,457	3,615	4,967	6,608
归属母公司权益	4,567	4,964	6,122	7,474	9,115
少数股东权益	-2	26	26	26	26

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.16%	6.10%	6.29%	6.08%	6.38%
管理费用率	5.69%	6.28%	7.39%	6.15%	5.35%
财务费用率	0.50%	-0.16%	-0.29%	-0.39%	-0.46%
研发费用率	0.31%	0.22%	0.22%	0.20%	0.22%
所得税率	25%	29%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.69	1.50	1.65	2.25	2.71
每股净资产	7.50	8.16	9.97	12.17	14.84
每股销售收入	8.50	8.67	10.79	13.02	15.65

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	50	57	35	30	25
PB	8.8	8.1	6.6	5.4	4.4
EV/EBITDA	35.5	31.5	28.4	20.8	16.5
股息率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE