



买入 (维持)

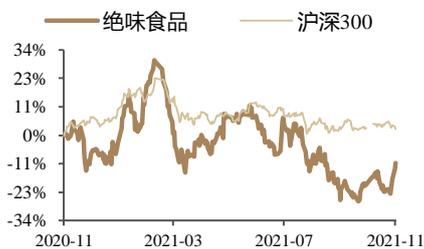
所属行业: 食品加工
当前价格(元): 70.91

证券分析师

花小伟
资格编号: S0120521020001
邮箱: huaxw@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.35	15.91	6.97
相对涨幅(%)	14.90	16.52	6.38

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《绝味食品 (603517.SH): 万店领跑壁垒深, 边界拓展向未来》, 2021.4.19

绝味食品 (603517.SH): 投资生态已见成效, 开店提效扩大优势

投资要点

- **事件:** 公司披露 2021 年第三季度报告, 2021Q3 实现营业总收入 17.03 亿元, 同比增长 15.67%; 实现归母净利润 4.62 亿, 同比增长 88.16%; 实现扣非归母净利润 4.47 亿元, 同比增长 90.57%。
- **毛利率略有下降, 费投已归正常节奏。** 21Q3 营业收入为 17.03 亿元, 同比 +15.67pct, 营收能力有所提升, 实现归母净利润 4.62 亿元, 同比 +88.16pct。21Q3 公司毛利率 31.60%, 同比 -6.00pct, 主要由于成本端鸭副价格的上涨、新品促销与会计准则调整的影响。费用端, 销售费用同比增加 54.18%, 主要系因去年同期疫情减免政策, 可比基数较低, 职工薪酬、折旧与摊销同比可比基数较低; 管理费用同比增加 2.75%, 主要系管理人员工资、股权激励费用摊销增加。2021Q3 公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.05%/5.70%/0.28%/0.04%, 同比 2020 年 Q3 分别 +1.76/-0.72/-0.03/+0.30pct, 去年疫情原因费用支出处于压缩状态, 我们将各项费率与 2019Q3 进行定比分别 -2.61/+0.57/+0.02/-0.48pct, 费用投放已归正常节奏。
- **投资收益大幅提升, 美食生态圈布局初见成效。** 公司 21Q3 投资收益为 2.722 亿元, 转让江苏和府股权对公司净利润的影响为 1.10 亿元, 千味央厨上市确认投资收益对净利润的影响为 1.00 亿元。公司秉承“深耕鸭脖主业, 构建美食生态”的战略方针, 重点布局卤味赛道、特色味型调味品、轻餐饮及行业基础设施等战略协同性较好的赛道, 取得良好成果, 未来美食生态圈也将为主业赋能, 创造增量收入。
- **单店仍在恢复, 开店驱动力不减, 品牌势能持续提升。** 在疫情恢复期间公司依旧维持着强大的开店驱动, 全年净开店数量有望落在 1000-1500 家的上区间; 尽管疫情反复造成一定压力, 公司单店恢复势头良好, 2021Q3 鲜货产品和包装产品收入分别为 14.88/0.29 亿元, 分别同比增长 10.06%/1012.28%, 同时, 公司在打造品牌势能方面不断升级, 营销策略从“跑马圈地, 饱和开店”升级为“深度覆盖, 渠道精耕”; 公司相继形成了包括“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“藤椒风味”等在内的产品矩阵, 并相继开发锁鲜装产品以及麻辣毛豆, 鸭肠等新品; 公司加强门店设计, 目前已经升级至第四代门店, 持续布局社区店以及高势能店, 品牌年轻化趋势明显, 为门店发展提供新的动力。
- **定增项目推进, 扩大产能布局优势。** 产能端, 公司通过定增募集资金 23.8 亿元, 将用于广东阿华、江苏阿惠、广西阿秀、盘山阿妙、湖南阿瑞及四川阿宁 6 家生产基地, 合计将释放 16 万吨卤制肉制品及副产品加工产能, 截至 2021 上半年, 除湖南阿瑞之外, 其他产能释放皆满足预期, 有效缓解公司产能瓶颈问题, 强化供应能力, 提高市场份额, 规模效应提升后帮助降低生产成本。
- **投资建议:** 短中期来看, 成本压力基本可控, 单店持续恢复, 拓店按步进展, 公司今年积极推新并提升品牌势能, 看好主业正向增长。由于投资收益 Q3 落地, 我们上调归母净利预测, 预计公司 2021-2023 年营业总收入分别为 65.96/79.80/95.17 亿元, 分别同比增长 25.0%/21.0%/19.3%; 2021-2023 年归母净利润分别为 11.72/12.78/15.75 亿元, 分别同比增长 67.2%/9.0%/23.3%; 公司 EPS 为 1.91/2.08/2.56 元, 对应 PE 分别为 37/34/28 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情出现反复, 门店扩展不及预期, 原材料价格波动, 食品安全问题

股票数据

总股本(百万股):	614.22
流通 A 股(百万股):	608.63
52 周内股价区间(元):	58.68-103.79
总市值(百万元):	43,554.67
总资产(百万元):	7,082.05
每股净资产(元):	9.24

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,596	7,980	9,517
(+/-)YOY(%)	18.4%	2.0%	25.0%	21.0%	19.3%
净利润(百万元)	801	701	1,172	1,278	1,575
(+/-)YOY(%)	25.1%	-12.5%	67.2%	9.0%	23.3%
全面摊薄 EPS(元)	1.30	1.14	1.91	2.08	2.56
毛利率(%)	33.9%	33.5%	33.0%	33.6%	33.7%
净资产收益率(%)	17.5%	14.1%	20.5%	19.7%	20.5%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.14	1.91	2.08	2.56
每股净资产	8.08	9.32	10.57	12.50
每股经营现金流	1.49	1.54	2.01	2.45
每股股利	0.00	0.76	0.83	1.03
价值评估(倍)				
P/E	62.10	37.15	34.09	27.65
P/B	8.77	7.61	6.71	5.67
P/S	8.18	6.60	5.46	4.58
EV/EBITDA	34.63	32.05	24.72	20.00
股息率%	0.0%	1.1%	1.2%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	33.5%	33.0%	33.6%	33.7%
净利润率	13.3%	17.8%	16.0%	16.6%
净资产收益率	14.1%	20.5%	19.7%	20.5%
资产回报率	11.8%	16.9%	16.1%	17.2%
投资回报率	15.1%	14.8%	16.8%	18.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.0%	25.0%	21.0%	19.3%
EBIT 增长率	8.0%	11.9%	30.7%	22.7%
净利润增长率	-12.5%	67.2%	9.0%	23.3%
偿债能力指标				
资产负债率	15.7%	17.2%	18.3%	16.3%
流动比率	2.4	2.4	2.4	2.9
速动比率	1.4	1.6	1.6	1.9
现金比率	1.2	1.5	1.5	1.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.6	0.8	0.7	0.7
存货周转天数	89.2	71.0	70.0	70.0
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	3.9	4.5	5.1	5.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	701	1,172	1,278	1,575
少数股东损益	-9	-15	-16	-20
非现金支出	184	127	141	158
非经营收益	107	-341	-94	-121
营运资金变动	-68	3	-72	-86
经营活动现金流	916	947	1,236	1,506
资产	-366	-215	-281	-84
投资	-537	-210	-190	-190
其他	-28	290	22	25
投资活动现金流	-932	-134	-449	-249
债权募资	0	259	128	-125
股权募资	3	6	0	0
其他	-506	-459	-516	-633
融资活动现金流	-503	-195	-388	-758
现金净流量	-520	619	400	498

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,276	6,596	7,980	9,517
营业成本	3,510	4,417	5,298	6,314
毛利率%	33.5%	33.0%	33.6%	33.7%
营业税金及附加	40	50	60	72
营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	322	455	543	647
营业费用率%	6.1%	6.9%	6.8%	6.8%
管理费用	332	459	486	526
管理费用率%	6.3%	7.0%	6.1%	5.5%
研发费用	11	26	40	52
研发费用率%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
EBIT	1,062	1,188	1,553	1,905
财务费用	-8	-7	-17	-28
财务费用率%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-26	-0	-0	-0
投资收益	-101	317	64	76
营业利润	956	1,515	1,638	2,015
营业外收支	15	28	44	59
利润总额	971	1,543	1,682	2,074
EBITDA	1,216	1,315	1,694	2,062
所得税	279	386	421	518
有效所得税率%	28.7%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-9	-15	-16	-20
归属母公司所有者净利润	701	1,172	1,278	1,575

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,082	1,701	2,101	2,599
应收账款及应收票据	37	14	15	18
存货	857	859	1,016	1,211
其它流动资产	224	236	278	320
流动资产合计	2,201	2,811	3,411	4,148
长期股权投资	1,558	1,768	1,958	2,148
固定资产	1,345	1,473	1,579	1,914
在建工程	307	318	378	242
无形资产	213	229	246	265
非流动资产合计	3,721	4,112	4,528	4,987
资产总计	5,922	6,923	7,938	9,136
短期借款	35	294	422	297
应付票据及应付账款	432	399	435	484
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	436	463	555	660
流动负债合计	904	1,157	1,413	1,442
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	28	31	36	43
非流动负债合计	28	31	36	43
负债总计	932	1,188	1,449	1,485
实收资本	609	614	614	614
普通股股东权益	4,964	5,723	6,494	7,675
少数股东权益	26	11	-5	-25
负债和所有者权益合计	5,922	6,923	7,938	9,136

信息披露

分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。