

疫情拖累短期增速，四季度经营状况改善可期

——绝味食品 2021 年三季度报点评

事件：公司发布 21 年三季度报：2021 年前三季度实现营收 48.47 亿元/+24.74%；归母净利润 9.64 亿元/+85.39%；扣非归母净利润 9.27 亿元/+83.46%。21Q3 实现营收 17.03 亿元/+15.67%；归母净利润 4.62 亿元/+88.16%；扣非归母净利润 4.47 亿元/+90.57%。

核心观点

- **疫情影响开店进度，营收增速放缓。**2021 年前三季度实现营收 48.47 亿/+24.74%；分业务看，前三季度卤制品销售业务实现营收 44.17 亿元/+21.8%，单 Q3 实现营收 15.18 亿元/+12.0%，增速放缓主要受洪灾、疫情及上年同期高基数影响；前三季度加盟管理业务实现营收 0.49 亿元/-10.7%，单 Q3 实现营收 0.16 亿元/-13.3%，增速放缓的主因为三季度开店数量同比大幅减少。
- **开店速度受外部环境拖累，预计四季度开店提速，增速回升可期。**公司第三季度开店进度放缓，受洪灾及疫情影响净开门店数不到 200 家，但公司四季度将打破惯例，加快开店步伐，三线及以下城市将成为主要目标，预计全年净开店可达 1000-1200 家；月店均鲜货产品销售额约为 3.74 万元，较上半年小幅增长 4.2%，与去年同期持平；虽然从历史数据看三季度为全年店均营收高点，但我们预计四季度经营环境好转，店均营收将高于去年同期，四季度营收增速料将回暖。
- **原料价格上涨，毛利率承压，费用水平控制得当。**2021 年前三季度毛利率为 33.55%/-2.01pct，单 Q3 毛利率为 31.60%/-6.00pct，毛利率下降主要受鸭副原料及辅料价格上涨影响；前三季度销售费用率为 6.91%/-2.24pct，单 Q3 销售费用率为 7.05%/-1.13pct，销售费用率进一步得到控制是由于公司改变了销售策略，发放更多的优惠券吸引消费者进行复购，提升了费用的使用效率；前三季度管理费用率为 6.08%/+0.03pct，单 Q3 管理费用率为 5.70/-0.72pct。
- **投资收益提升净利润规模，第二增长曲线探索持续进行。**2021 年前三季度实现归母净利润 9.64 亿元/+85.39%，Q3 实现归母净利润 4.62 亿元/+88.16%，归母净利润大幅增长是因为公司 Q3 转让和府捞面股权影响净利润 1.10 亿元，干味央厨上市后确认投资收益影响 1.00 亿元；公司三季度末长期股权投资较中报时增加 2.33 亿元，增长 13.17%；本期公司通过旗下网聚资本投资卤江南，第二增长曲线探索持续进行。

财务预测与投资建议

- 受公司确认投资收益及单店经营数据变化影响，我们调整预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.92/1.91/2.44 元（调整前为 1.65/2.12/2.80 元），给予公司 21 年 45 倍 PE，对应目标价 86.40 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险；拓店进度不及预期风险；竞争加剧风险；食品安全风险

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,172	5,276	6,581	7,702	9,362
同比增长(%)	18.4%	2.0%	24.7%	17.0%	21.6%
营业利润(百万元)	1,006	956	1,529	1,517	1,949
同比增长(%)	21.1%	-5.0%	60.0%	-0.8%	28.5%
归属母公司净利润(百万元)	801	701	1,182	1,173	1,502
同比增长(%)	25.1%	-12.5%	68.6%	-0.8%	28.0%
每股收益(元)	1.30	1.14	1.92	1.91	2.44
毛利率(%)	33.9%	33.5%	32.9%	32.7%	33.9%
净利率(%)	15.5%	13.3%	18.0%	15.2%	16.0%
净资产收益率(%)	21.1%	14.7%	21.9%	19.0%	21.4%
市盈率	52.9	60.4	35.8	36.1	28.2
市净率	9.3	8.5	7.2	6.5	5.7

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

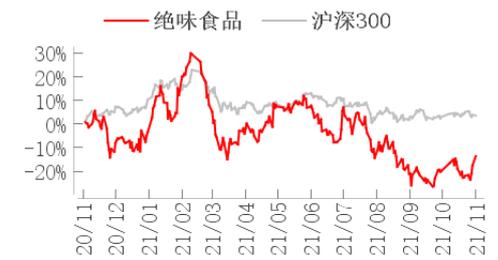


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月01日)	69元
目标价格	86.40元
52周最高价/最低价	107.26/58.11元
总股本/流通A股(万股)	61,422/60,863
A股市值(百万元)	42,382
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年11月02日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	11.83	7.89	-3.48	-13.55
相对表现	15.22	5.54	0.64	-16.39
沪深300	-3.39	2.35	-4.12	2.84



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

联系人 张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn

相关报告

- 营收增长彰显公司韧性，定增扩产保障长远发展：——绝味食品 2021 半年报点评 2021-09-01
- 行业龙头模式领先，卓越供应链铸就核心壁垒：——绝味食品 20 年年报&21 季报预告点评 2021-07-30
- 20 年回暖有力，21 年业绩高确定性强：——绝味食品 20 年年报&21 季报预告点评 2021-04-19

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,602	1,082	1,551	1,736	2,110	营业收入	5,172	5,276	6,581	7,702	9,362
应收票据及应收账款	10	37	22	26	31	营业成本	3,416	3,510	4,414	5,183	6,190
预付账款	98	113	147	172	209	营业税金及附加	41	40	54	63	77
存货	669	857	960	1,127	1,346	营业费用	422	322	460	547	666
其他	91	111	118	131	151	管理费用及研发费用	310	343	408	470	552
流动资产合计	2,471	2,201	2,798	3,192	3,847	财务费用	26	(8)	(8)	0	6
长期股权投资	1,122	1,558	2,025	2,430	2,917	资产、信用减值损失	1	30	0	0	0
固定资产	1,144	1,345	1,469	1,850	2,073	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	232	307	459	335	154	投资净收益	49	(101)	268	70	70
无形资产	197	213	199	186	173	其他	1	16	8	8	8
其他	296	298	48	20	14	营业利润	1,006	956	1,529	1,517	1,949
非流动资产合计	2,992	3,721	4,201	4,822	5,330	营业外收入	53	30	35	35	35
资产总计	5,463	5,922	6,998	8,013	9,178	营业外支出	9	15	9	9	9
短期借款	180	35	142	387	405	利润总额	1,050	971	1,555	1,542	1,975
应付票据及应付账款	311	432	431	507	605	所得税	259	279	389	386	494
其他	390	436	569	621	698	净利润	791	692	1,166	1,157	1,481
流动负债合计	881	904	1,142	1,514	1,708	少数股东损益	(10)	(9)	(16)	(16)	(21)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	801	701	1,182	1,173	1,502
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.30	1.14	1.92	1.91	2.44
其他	17	28	0	0	0						
非流动负债合计	17	28	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	897	932	1,142	1,514	1,708		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(2)	26	10	(6)	(27)	成长能力					
股本	609	609	614	614	614	营业收入	18.4%	2.0%	24.7%	17.0%	21.6%
资本公积	1,558	1,587	1,581	1,581	1,581	营业利润	21.1%	-5.0%	60.0%	-0.8%	28.5%
留存收益	2,394	2,773	3,651	4,310	5,301	归属于母公司净利润	25.1%	-12.5%	68.6%	-0.8%	28.0%
其他	6	(4)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,565	4,990	5,856	6,499	7,470	毛利率	33.9%	33.5%	32.9%	32.7%	33.9%
负债和股东权益总计	5,463	5,922	6,998	8,013	9,178	净利率	15.5%	13.3%	18.0%	15.2%	16.0%
						ROE	21.1%	14.7%	21.9%	19.0%	21.4%
						ROIC	19.5%	13.8%	20.7%	17.7%	19.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	16.4%	15.7%	16.3%	18.9%	18.6%
净利润	791	692	1,166	1,157	1,481	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	120	148	133	155	158	流动比率	2.81	2.44	2.45	2.11	2.25
财务费用	26	(8)	(8)	0	6	速动比率	2.05	1.49	1.61	1.36	1.46
投资损失	(49)	101	(268)	(70)	(70)	营运能力					
营运资金变动	89	(82)	2	(82)	(106)	应收账款周转率	711.4	224.0	223.0	323.5	329.2
其它	51	65	198	0	0	存货周转率	5.3	4.6	4.9	5.0	5.0
经营活动现金流	1,028	916	1,223	1,159	1,469	总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
资本支出	(405)	(380)	(366)	(371)	(181)	每股指标(元)					
长期投资	(332)	(435)	(468)	(405)	(486)	每股收益	1.30	1.14	1.92	1.91	2.44
其他	(62)	(117)	268	70	70	每股经营现金流	1.69	1.50	1.99	1.89	2.39
投资活动现金流	(799)	(932)	(566)	(706)	(597)	每股净资产	7.44	8.08	9.52	10.59	12.21
债权融资	(7)	0	2	0	0	估值比率					
股权融资	987	29	0	0	0	市盈率	52.9	60.4	35.8	36.1	28.2
其他	(312)	(532)	(190)	(269)	(498)	市净率	9.3	8.5	7.2	6.5	5.7
筹资活动现金流	669	(503)	(188)	(269)	(498)	EV/EBITDA	35.7	37.5	24.9	24.6	19.5
汇率变动影响	2	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	39.8	43.4	27.0	27.1	21.0
现金净增加额	899	(520)	469	184	374						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有绝味食品(603517)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。
- 暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn