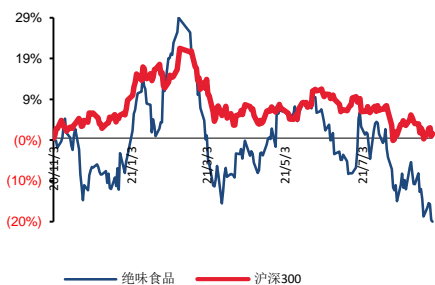


食品饮料 休闲食品

绝味食品：疫情下营收依旧优异，投资收益大放异彩

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	614/614
总市值/流通(百万元)	43,555/43,555
12个月最高/最低(元)	104.39/58.68

相关研究报告:

绝味食品(603517)《绝味食品：单店模型恢复优异，费用规模优势凸显》--2021/09/01

绝味食品(603517)《绝味食品事件点评：定增扩产，可支撑未来5-7年主业扩张》--2021/08/03

绝味食品(603517)《绝味食品：股权激励落地，锁定中期增速，展望长期发展》--2021/01/28

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

事件：

绝味食品发布2021年三季报，前三季度实现营收、归母净利润、归母扣非净利润48.47亿、9.64亿、9.27亿元，分别同比+24.74%、+85.39%、+83.46%。其中Q3实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为17.03亿、4.62亿、4.47亿元，同比+15.67%、+88.16%、+90.57%。

点评：

收入分析：疫情下收入承压但依旧高增，彰显出公司较好的抗风险能力。前三季度公司实现营收48.47亿元，同比+30.27%（Q1：+41.22%；Q2：+21.6%；Q3：15.67%），Q3增速略有放缓，主要跟去年基数有关，我们计算单季度相较于19年同期数据，各个季度恢复程度相似，均为同增22%左右，Q3在疫情下依旧实现15%+的增速，体现了公司收入较好的韧性。**拆分来看：1) 门店及同店：Q3疫情反复大背景下，我们预计开店速度较Q2有所放缓，同店预计较19年同期恢复也较Q2略差。2) 分业务：Q3卤制品业务15.2亿元/yoy+12%；加盟商管理0.16亿元/yoy-13%；其他收入1.2亿元/yoy+99%，我们预计主要与绝配供应链和部分子公司等有关。**

利润分析：促销和成本影响实际毛利率，投资收益提振利润。2021前三季度净利润9.64亿元，同比+85%（Q1：+275%；Q2：+26%；Q3：+88%），Q3利润增速大幅改善主要是来自投资收益的兑现，Q3公司转让和府股权、千味央厨上市确认投资收益分别为1.1亿元和1亿元。剔除投资收益影响后，Q3净利润增长1.71%。

Q3毛利率31.60%，同比-6pct，主要原因是会计准则变更，运费从费用调至成本，剔除该部分影响，我们认为公司实际毛利率有所下行，主要是Q3新品上市后打折促销所致，同时原材料成本上行给成本带来一定压力，公司通过囤货和产品结构调整进行一定对冲，预计对毛利影响不大。**全年来看**，我们认为成本压力仍在，但在公司提前囤货及合理产品结构调整大背景下，公司毛利处于可控范围内。

Q3期间费用率13.08%，同比-1.57pct，其中销售费用率7.05%，同比-1.58pct，剔除会计准则变更的影响，公司销售费用率有所上行，主要是去年基数较低及今年加大品牌投入所致；管理费用率5.7%，同比提升1.16pct，主要是股权激励费用摊销费用增加影响，剔除该部分

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

其他费用率预计下行，体现公司较好的管理能力。剔除股权激励费用（21Q3 确认 2300 万）和投资收益（21Q3 确认 2.1 亿），我们测算公司主业利润增速为 8.7%，低于收入增速，主要是新品促销费用加大。

21 年展望：Q4 开店有望加速，展望全年激励目标。展望全年，1) 开店：Q3 受疫情影响下，公司开店及同店放缓，我们预计公司为完成股权激励目标（收入同比+25%），有望 Q4 加速开店，达到全年 1500 家开店上限，股权激励目标完成概率较大；2) 成本端：鸭副价格经历两年的低价运营，今年以来价格涨幅较大，公司通过囤货、产品结构调整等方式进行调节，我们认为后续成本依旧面临一定压力；3) 利润端：公司入股的卤味相关企业，部分参股企业在 2021 年有望从区域性企业成长为全国性企业，叠加利润基数较低，虽然存在一定股权激励费用，利润增速依旧可观。

长期展望：中期看品牌势能提升，长期看美食生态圈运营。1) 短期来看：公司依托核心竞争力，对成熟市场门店主动优化，成长市场空白区域门店开拓，依靠管理能力输出，主业有望持续稳步增长。2) 中期来看，关注品牌势能提升。公司发展经历了“供应链-渠道-品牌”的三部曲，未来三年将进入第三步品牌势能打造，**公司发展核心驱动力从渠道推力转变为品牌拉力**。目前公司已聘用长沙知名品牌营销总监，后续动作值得期待。3) 长期来看：公司致力于打造“美食生态圈”，一方面通过自主孵化餐饮类新项目，新模式不断试水，为公司主业贡献新的增长点，另一方面通过投资并购等方式，对外输出供应链及管理能力，如入股和府捞面、幸福西饼等，力求成为我国轻餐饮和特色餐饮的加速器。

盈利预测与评级：维持“买入”评级。考虑股权激励费用后，我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.82 元、2.00 元、2.35 元，剔除股权激励费用后，2021-2023 年 EPS 分别为 1.98 元、2.09 元、2.39 元。短期 21 年收入、利润实现目标可能性强，中期公司关注品牌势能提升，驱动力从渠道推力转向品牌拉力，同时股票激励锁定收入增速、参股企业异地扩张&上市投资收益可观，长期公司受益于餐饮黄金十年，短中长期逻辑清晰，考虑目前市场环境，我们按照 2022 年业绩给予 42X 估值（剔除股权激励费用），一年目标价 84 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：渠道拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料等成本快速上升；食品安全问题；

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5276	6591	7908	9532
增长率(%)	2%	25%	20%	21%
不考虑股票激励费用				
净利润(百万元)	701	1215	1286	1470
增长率(%)	-12%	73%	6%	14%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.98	2.09	2.39
考虑股票激励费用				
净利润(百万元)	701	1116	1227	1445
增长率(%)	-12%	59%	10%	18%
摊薄每股收益(元)	1.15	1.82	2.00	2.35

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售

李艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。