

# 绝味食品 (603517)

证券研究报告

2021年11月04日

## 21Q3 归母净利润同增 88.16%，美食生态圈持续完善带动业绩增长

### 一、事件

公司发布 2021 年第三季度报告,前三季度公司实现营业收入 48.47 亿,同增 24.74%;实现归母净利润 9.64 亿元,同增 85.39%。第三季度,公司实现营收 17.03 亿元,同增 15.67%,归母净利润为 4.62 亿元,同增 88.16%。

### 二、点评

1.收入端: 2021 年前三季度实现营业收入 48.47 亿元,同增 24.74%。其中 21Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 15.06 亿元/16.38 亿元/17.03 亿元,分别同增 41.22%、21.60%、15.67%。

2.毛利率: 公司 2021 年 Q1-Q3 销售毛利率为 33.55%,同减 1.14pct。

3.费用端: 2021 年 Q1-Q3 期间费用率为 13.24%,同增 1.18pct,单三季度期间费用率为 13.08%。2021Q3 销售费用率为 7.05%;管理费用率为 5.70%,同减 0.72pct;财务费用率为 0.04%,同增 0.30pct;研发费用率为 0.28%,同减 0.03pct。

4.利润端: 分季度来看,公司 2021Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 2.36、2.66、4.62 亿元,分别同增 274.69%、25.81%、88.16%。2021Q1/Q2/Q3 归母净利率分别为 15.66%、16.24%、27.14%,分别同增 9.76pct、0.54pct、10.46pct,公司归母净利率呈现增长态势。

5.现金流: ①单三季度经营活动现金流净额 1.51 亿元,同减 23.74%;②单三季度投资活动现金净额-2.04 亿元,同增 28.30%;③单三季度筹资活动现金净额-0.59 亿元,同增 81.69%。

6.公司经营: 1) 拥有以卤制鸭副产品等卤味为核心的丰富产品组合,门店拓展劲头强劲; 2) 构建了“紧靠销售网点、快捷生产供应、最大程度保鲜”的全方位供应链体系; 3) 在餐桌卤味赛道打造的品牌投资矩阵已经初步成型,公司产业投资能力突出。

### 三、盈利预测及估值

21 年以来公司经营大幅改善,在“深耕鸭脖主业,构建美食生态”的战略方针下,公司有望持续快速开店提高市占率,同时在美食生态布局中投资收益也有望继续兑现,盈利有望进一步提升。故对盈利预测做出调整,预计 2021-2022 年归母净利润在 12 亿/15 亿(前值为 10.5 亿/13 亿),对应 PE36X/29X,维持“买入”评级。

**风险提示:** 食品安全风险、公司经营风险、渠道拓展不及预期

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,171.96	5,276.08	6,605.67	7,950.10	9,543.18
增长率(%)	18.41	2.01	25.20	20.35	20.04
EBITDA(百万元)	1,148.74	1,118.27	1,983.54	2,100.57	2,197.86
净利润(百万元)	801.20	701.36	1,194.25	1,503.23	1,579.58
增长率(%)	25.06	(12.46)	70.28	25.87	5.08
EPS(元/股)	1.30	1.14	1.94	2.45	2.57
市盈率(P/E)	54.36	62.10	36.47	28.97	27.57
市净率(P/B)	9.54	8.77	7.31	6.37	5.62
市销率(P/S)	8.42	8.26	6.59	5.48	4.56
EV/EBITDA	23.11	41.02	20.71	19.32	17.89

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	食品饮料/食品加工
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	70.91 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	614.22
流通 A 股股本(百万股)	608.63
A 股总市值(百万元)	43,554.67
流通 A 股市值(百万元)	43,158.00
每股净资产(元)	9.24
资产负债率(%)	19.67
一年内最高/最低(元)	107.88/58.11

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520010001  
liuc@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《绝味食品-半年报点评:21H1 归母净利润同增 82.91%,门店扩张+同店增长有望助力公司提升市占率》 2021-09-01
- 2 《绝味食品-公司点评:发布定增扩充产能,助力鸭脖主业持续扩张及美食生态圈构建》 2021-08-03
- 3 《绝味食品-季报点评:21Q1 归母净利润同增 275%超预期,业绩持续改善,行业市占率有望持续提升》 2021-04-28

## 1. 事件

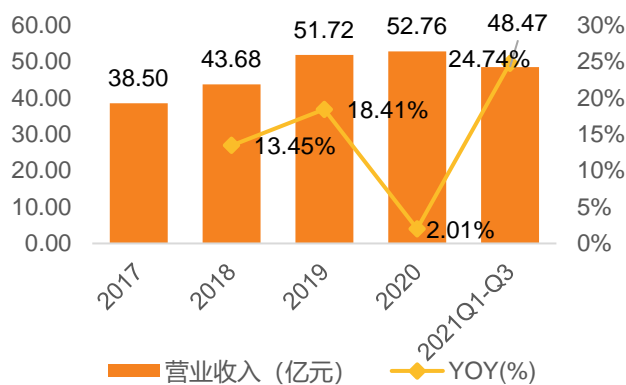
公司发布 2021 年第三季度报告，前三季度公司实现营业收入 48.47 亿，同增 24.74%；实现归母净利润 9.64 亿元，同增 85.39%。第三季度，公司实现营收 17.03 亿元，同增 15.67%，归母净利润为 4.62 亿元，同增 88.16%。

## 2. 点评

### 2.1. 收入端

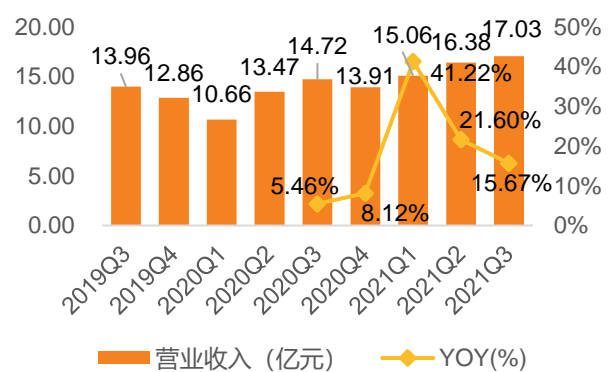
公司 2021 年前三季度实现营业收入 48.47 亿元，同增 24.74%。其中 21Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 15.06 亿元/16.38 亿元/17.03 亿元，分别同增 41.22%、21.60%、15.67%。

图 1：各年度及 2021Q1-Q3 营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：各季度营业收入及同比增速

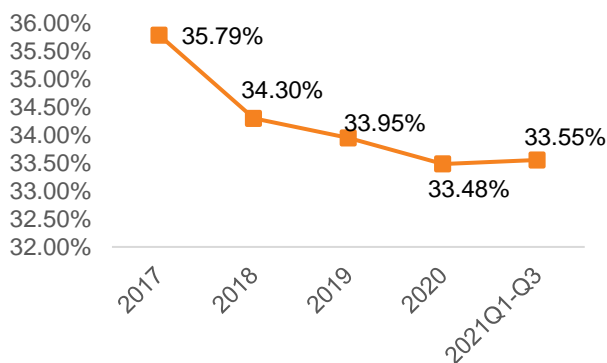


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.2. 毛利率

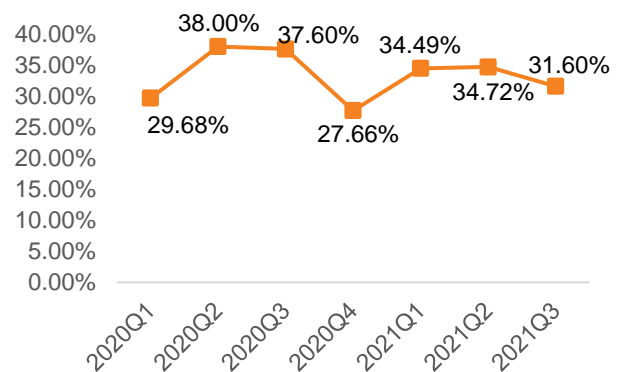
公司 2021 年 Q1-Q3 销售毛利率为 33.55%，同减 1.14pct。分季度来看，2021Q1/Q2/Q3 销售毛利率分别为 34.49%、34.72%、31.60%，同比变动+4.81pct、-3.28pct、-6.00pct。

图 3：各年度及 2021Q1-Q3 毛利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：分季度毛利率情况

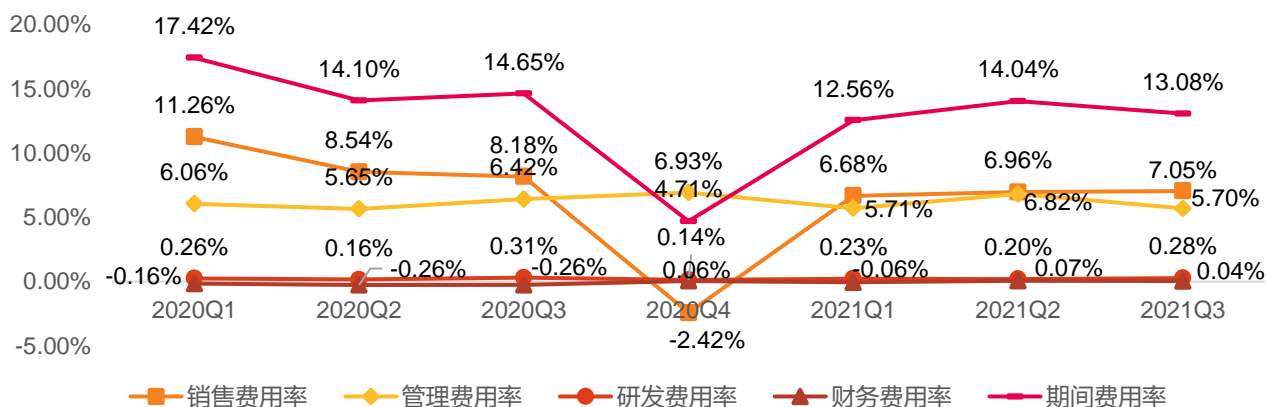


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 费用端

公司 2021 年 Q1-Q3 期间费用率为 13.24%，同增 1.18pct，单三季度期间费用率为 13.08%。其中，①2021Q3 销售费用率为 7.05%；②管理费用率为 5.70%，同减 0.72pct；③财务费用率为 0.04%，同增 0.30pct；④研发费用率为 0.28%，同减 0.03pct。

图 5：各季度期间费用率情况

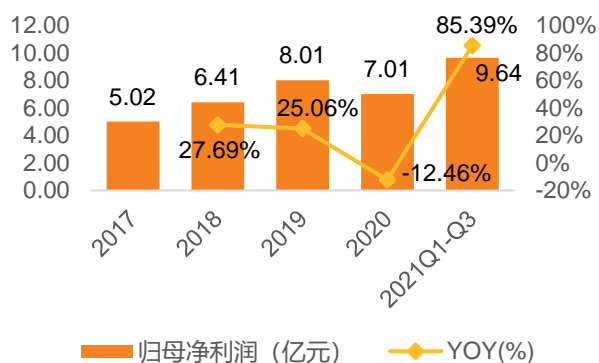


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.4. 利润端

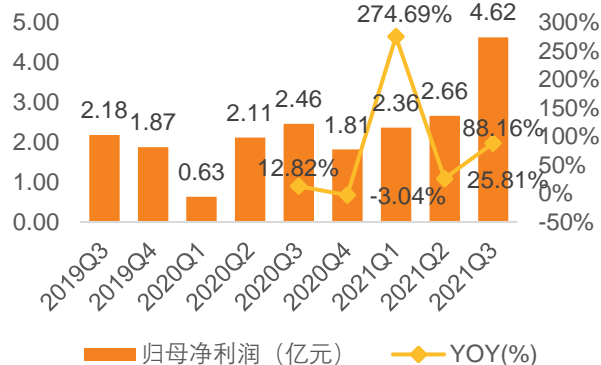
公司 2021Q1-Q3 公司归母净利润为 9.64 亿元，同增 85.39%，归母净利率为 19.89%，同增 6.51pct。分季度来看，公司 2021Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 2.36、2.66、4.62 亿元，分别同增 274.69%、25.81%、88.16%。归母净利率方面，公司 2021Q1/Q2/Q3 归母净利率分别为 15.66%、16.24%、27.14%，分别同增 9.76pct、0.54pct、10.46pct，公司归母净利率呈现增长态势。权益类投资收益增加主要系：1) 转让江苏和府股权对公司净利润的影响为 1.10 亿元；2) 千味央厨上市确认投资收益对净利润的影响为 1.00 亿元。扣除 2.1 亿后单三季度归母净利润为 2.52 亿元，同增 2.67%，扣除 2.1 亿元后单三季度归母净利率为 14.81%，同减 1.87pct。

图 6：各年度及 2021Q1-Q3 归母净利润及同比增速



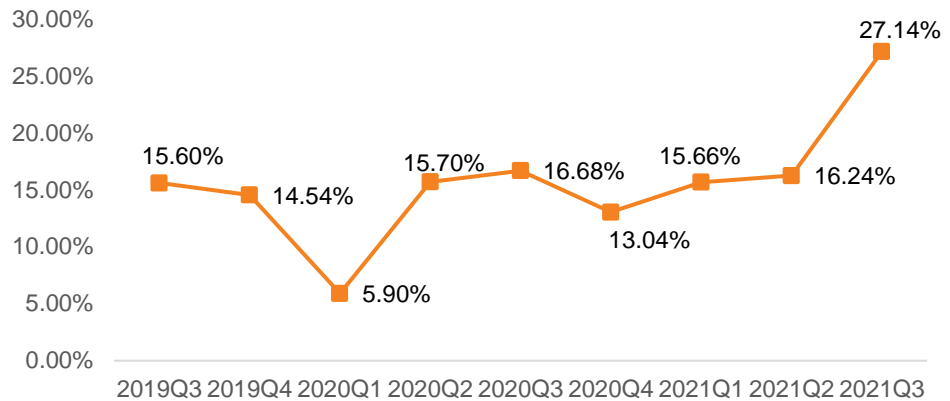
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：各季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：分季度归母净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.5. 现金流

①经营活动现金流净额：公司 2021Q1-Q3 经营活动现金流净额 10.00 亿元，同增 33.21%，主要系营业收入增加所致，单三季度经营活动现金流净额 1.51 亿元，同减 23.74%；②投资活动现金流净额：2021Q1-Q3 投资活动现金净额-10.28 亿元，同减 103.50%，单三季度投资活动现金净额-2.04 亿元，同增 28.30%；③筹资活动现金流净额：2021Q1-Q3 筹资活动现金流净额-1.49 亿元，同增 70.61%，单三季度筹资活动现金净额-0.59 亿元，同增 81.69%。

## 2.6. 公司经营

1) 拥有以卤制鸭副产品等卤味为核心的丰富产品组合，门店拓展劲头强劲；2) 构建了“紧靠销售网点、快捷生产供应、最大程度保鲜”的全方位供应链体系；3) 在餐桌卤味赛道打造的品牌投资矩阵已经初步成型，公司产业投资能力突出，随着和府捞面、廖记棒棒鸡等规模逐步扩大，公司美食生态圈逐步形成。

## 3. 投资建议

21 年以来公司经营大幅改善，在“深耕鸭脖主业，构建美食生态”的战略方针下，公司有望持续快速开店提高市占率，同时在美食生态布局中投资收益也有望继续兑现，盈利有望进一步提升。故对盈利预测做出调整，预计 2021-2022 年归母净利润在 12 亿/15 亿（前值为 10.5 亿/13 亿），对应 PE36X/29X，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,602.49	1,082.42	2,361.11	2,841.65	4,102.31
应收票据及应收账款	10.03	37.08	17.97	35.23	40.97
预付账款	98.50	113.47	136.36	152.80	213.46
存货	668.53	857.42	688.26	1,173.21	1,147.53
其他	91.41	110.81	165.64	107.86	218.23
<b>流动资产合计</b>	<b>2,470.95</b>	<b>2,201.21</b>	<b>3,369.32</b>	<b>4,310.74</b>	<b>5,722.51</b>
长期股权投资	1,122.06	1,558.01	1,558.01	1,558.01	1,558.01
固定资产	1,143.57	1,345.20	1,427.66	1,477.32	1,494.30
在建工程	232.37	307.48	220.49	180.29	138.18
无形资产	197.34	212.73	199.47	186.22	172.96
其他	296.38	297.69	244.29	222.95	223.81
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,991.72</b>	<b>3,721.11</b>	<b>3,649.93</b>	<b>3,624.80</b>	<b>3,587.26</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,462.67</b>	<b>5,922.32</b>	<b>7,019.25</b>	<b>7,935.54</b>	<b>9,309.76</b>
短期借款	180.00	35.38	80.00	85.00	88.00
应付票据及应付账款	310.54	432.39	293.66	563.81	579.31
其他	390.10	436.12	626.18	410.89	853.62
<b>流动负债合计</b>	<b>880.64</b>	<b>903.89</b>	<b>999.84</b>	<b>1,059.69</b>	<b>1,520.93</b>
长期借款	0.00	0.00	30.00	25.00	40.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	16.69	28.08	19.48	21.42	23.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>16.69</b>	<b>28.08</b>	<b>49.48</b>	<b>46.42</b>	<b>63.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>897.34</b>	<b>931.97</b>	<b>1,049.33</b>	<b>1,106.11</b>	<b>1,583.92</b>
少数股东权益	(1.87)	26.32	9.94	(9.71)	(30.50)
股本	608.63	608.63	614.22	614.22	614.22
资本公积	1,558.09	1,586.64	1,866.97	1,866.97	1,866.97
留存收益	3,952.25	4,359.59	5,345.76	6,224.92	7,142.12
其他	(1,551.77)	(1,590.84)	(1,866.97)	(1,866.97)	(1,866.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,565.33</b>	<b>4,990.34</b>	<b>5,969.92</b>	<b>6,829.43</b>	<b>7,725.84</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,462.67</b>	<b>5,922.32</b>	<b>7,019.25</b>	<b>7,935.54</b>	<b>9,309.76</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	790.94	692.46	1,194.25	1,503.23	1,579.58
折旧摊销	129.76	154.39	77.78	83.79	88.40
财务费用	36.51	4.07	(4.00)	(3.00)	(3.00)
投资损失	(48.99)	100.52	(268.00)	33.04	0.00
营运资金变动	95.77	125.12	206.70	(382.76)	307.85
其它	23.82	(160.88)	(16.39)	(19.65)	(20.79)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,027.81</b>	<b>915.70</b>	<b>1,190.34</b>	<b>1,214.66</b>	<b>1,952.04</b>
资本支出	741.59	836.56	68.60	78.06	48.42
长期投资	337.03	435.95	0.00	0.00	0.00
其他	(1,877.96)	(2,204.24)	139.40	(191.11)	(98.42)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(799.34)</b>	<b>(931.73)</b>	<b>208.00</b>	<b>(113.04)</b>	<b>(50.00)</b>
债权融资	180.00	35.38	110.00	110.00	128.00
股权融资	970.88	31.60	299.48	8.35	8.35
其他	(482.07)	(570.05)	(529.14)	(739.43)	(777.73)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>668.81</b>	<b>(503.07)</b>	<b>(119.66)</b>	<b>(621.08)</b>	<b>(641.38)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>897.29</b>	<b>(519.10)</b>	<b>1,278.68</b>	<b>480.54</b>	<b>1,260.66</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5,171.96</b>	<b>5,276.08</b>	<b>6,605.67</b>	<b>7,950.10</b>	<b>9,543.18</b>
营业成本	3,416.10	3,509.50	3,966.04	4,659.21	5,924.98
营业税金及附加	41.19	39.95	54.38	62.99	78.25
营业费用	421.88	321.90	521.85	643.96	773.00
管理费用	294.13	331.59	416.16	524.71	648.94
研发费用	15.93	11.41	17.32	20.84	23.56
财务费用	26.04	(8.22)	(4.00)	(3.00)	(3.00)
资产减值损失	(0.61)	(25.79)	(7.83)	(11.41)	(15.01)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.99	(100.52)	268.00	(33.04)	0.00
其他	(97.63)	240.29	(256.17)	66.09	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,005.94</b>	<b>955.98</b>	<b>1,629.93</b>	<b>2,019.77</b>	<b>2,112.46</b>
营业外收入	52.80	29.54	34.69	39.01	34.41
营业外支出	8.83	14.52	23.00	27.00	11.55
<b>利润总额</b>	<b>1,049.91</b>	<b>970.99</b>	<b>1,641.62</b>	<b>2,031.78</b>	<b>2,135.33</b>
所得税	258.96	278.53	463.76	548.20	576.54
<b>净利润</b>	<b>790.94</b>	<b>692.46</b>	<b>1,177.86</b>	<b>1,483.58</b>	<b>1,558.79</b>
少数股东损益	(10.26)	(8.90)	(16.39)	(19.65)	(20.79)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>801.20</b>	<b>701.36</b>	<b>1,194.25</b>	<b>1,503.23</b>	<b>1,579.58</b>
每股收益(元)	1.30	1.14	1.94	2.45	2.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	18.41%	2.01%	25.20%	20.35%	20.04%
营业利润	21.11%	-4.97%	70.50%	23.92%	4.59%
归属于母公司净利润	25.06%	-12.46%	70.28%	25.87%	5.08%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.95%	33.48%	39.96%	41.39%	37.91%
净利率	15.49%	13.29%	18.08%	18.91%	16.55%
ROE	17.54%	14.13%	20.04%	21.98%	20.36%
ROIC	33.98%	23.75%	32.00%	42.38%	39.74%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.43%	15.74%	14.95%	13.94%	17.01%
净负债率	-31.16%	-20.98%	-37.71%	-40.00%	-51.44%
流动比率	2.81	2.44	3.37	4.07	3.76
速动比率	2.05	1.49	2.68	2.96	3.01
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	711.45	223.97	240.00	298.89	250.48
存货周转率	8.10	6.92	8.55	8.54	8.22
总资产周转率	1.11	0.93	1.02	1.06	1.11
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.30	1.14	1.94	2.45	2.57
每股经营现金流	1.67	1.49	1.94	1.98	3.18
每股净资产	7.44	8.08	9.70	11.13	12.63
<b>估值比率</b>					
市盈率	54.36	62.10	36.47	28.97	27.57
市净率	9.54	8.77	7.31	6.37	5.62
EV/EBITDA	23.11	41.02	20.71	19.32	17.89
EV/EBIT	25.33	45.95	21.55	20.13	18.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com