

## 绝味食品

603517

审慎增持 (维持)

开店积极补贴高，期待疫情拐点

2022年04月28日

## 市场数据

市场数据日期	2022-4-27
收盘价(元)	43.30
总股本(百万股)	614.71
流通股本(百万股)	608.63
总市值(百万元)	26617.07
流通市值(百万元)	26353.71
净资产(百万元)	5776.48
总资产(百万元)	7402.08
每股净资产(元)	9.38

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《大数据看绝味：开店仍具空间，同店保持乐观》2022-02-16  
《绝味食品 21Q3 点评：短遇疫情点状扰动，长看主业加速及第二曲线培育》2021-10-31  
《绝味食品 21H1 点评：展店稳，同店恢复，全年无虞》2021-08-31

分析师:

苏轶

sucheng21@xyzq.com.cn

S0190521120003

研究助理:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6549	7555	8763	10039
同比增长	24.1%	15.4%	16.0%	14.6%
归母净利润(百万元)	981	1052	1237	1442
同比增长	39.9%	7.3%	17.6%	16.6%
毛利率	31.7%	31.2%	32.1%	32.9%
净利率	15.0%	13.9%	14.1%	14.4%
净资产收益率	18.3%	16.2%	16.1%	18.6%
每股收益(元)	1.60	1.62	1.91	2.22
每股经营现金流(元)	1.8	1.5	2.1	2.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

**事件:**公司公布 2021 年报及 22Q1 季报, 2021 年收入/归母净利/扣非归母净利 65.49/9.81/7.19 亿元, 同增 24.12%/39.86%/5.87%。其中 21Q4 收入/归母净利/扣非归母净利 17.02/0.17/-2.08 亿元, 同比+22.39%/+90.71%/+219.17%。22Q1 收入/归母净利/扣非归母净利 16.88/0.89/0.82 亿元, 同比+12.09%/+62.24%/+64.73%。疫情影响下, 经营承压。

**开店稳扎稳打, 疫情仍存扰动同店恢复。**2021 年在疫情影响同店经营背景下, 公司收入仍维持加速增长, 门店净增 1315 家, 同店为 41.9 万元/家(卤制品销售/总门店数), 同比提升 6.0%, 恢复趋势持续, 但受 2021 年疫情的点状爆发, 同店为 2019 年的 93.2%。同店虽未完全恢复至疫前水平, 但门店结构彰显加盟商团队的高稳定性与经营韧性。21Q4 收入同增 22.39%, 其他收入同增 384.33%拉动收入提升, 22Q1 受 3 月疫情影响, 卤制品收入仅同增 2.18%。

**稳加盟商信心扶持补贴提升, 疫情转折之后将迎拐点。**2021 年扣非归母净利率为 10.99%, 同降 1.9pct, 21Q4 为季度盈利低点。21Q4 扣非归母净利亏损 2.08 亿, 主要系公司对于投资收益是否确认为非经常性损益的口径调整, 归母净利率为 0.99%, 毛销差收窄 14.9%, 拆分归因: 1) 成本压力+其他收入占比提升+货折影响毛利率同降 1.3pct; 2) 销售费用中广宣项同增 383.92%, 判断为提振加盟商信心, 公司进行了一次性扶持补贴。22Q1 扣非归母净利 4.88%, 毛销差同降 11.5%, 提价及结构共同作用下毛利率环比提升 4.0pct 至 30.31%, 除年货节的宣传投入、加盟商的持续扶持导致销售费率同增 7.3pct。销售费率的高企可理解为公司在难时主动转移了加盟的经营杠杆, 与加盟商共克时艰, 待经营恢复, 公司也将在同店的结构贡献(高势能售点)及基数的切换下, 展现出较大业绩弹性。

**盈利预测与投资建议:**公司为休闲卤制品行业龙头, 战略规划清晰。短期“星火燎原”三四线开店仍存空间, 同店经营虽有压力, 但我们对经营的竞争力并不悲观。中长期供应链赋能, 公司将在主业发展及第二曲线成长两个层面并进, 实现收入的稳健增长及毛利的持续改善, 属于兼具成长性 & 盈利性的标的。我们根据最新财报, 调整了盈利预测。预计公司 2022-2024 年实现收入 75.55/87.63/100.39 亿元, 同比+15.4%/+16.0%/+14.6%, 考虑投资收益, 实现归母净利润 10.52/12.37/14.42 亿元, 同比+7.3%/+17.6%/+16.6%, 对应 2022 年 4 月 27 日收盘价, 考虑定增摊薄, PE 为 27/23/19x, 维持“审慎增持”评级, 建议关注同店的修复趋势。

**风险提示:** 疫情影响持续导致同店经营承压; 下沉开店效果不及预期; 原材料成本大幅上涨。

## 报告正文

**事件:** 公司公布 2021 年报及 22Q1 季报, 2021 年收入/归母净利/扣非归母净利 65.49/9.81/7.19 亿元, 同增 24.12%/39.86%/5.87%, 基本 EPS 为 1.60 元。其中 21Q4 收入/归母净利/扣非归母净利 17.02/0.17/-2.08 亿元, 同比+22.39%/-90.71%/-219.17%。22Q1 收入/归母净利/扣非归母净利 16.88/0.89/0.82 亿元, 同比+12.09%/-62.24%/-64.73%, 基本 EPS 为 0.14 元。疫情影响下, 经营承压。

**开店较为积极, 疫情使得同店恢复道路不平坦。** 2021 年在疫情影响同店经营背景下, 公司收入仍维持加速增长, 门店净增 1315 家, 同店为 41.9 万元/家(卤制品销售收入/总门店数), 同比提升 6.0%, 恢复趋势持续, 但受 2021 年疫情的点状爆发, 同店为 2019 年同店的 93.2%。同店虽未完全恢复至疫前水平, 但门店结构彰显加盟商团队的高稳定性与经营韧性, 店龄 5 年及以上的门店贡献收入占比 46%, 存量门店的单店营收随着店龄正向增长, 社区及沿街店收入贡献占比提升至 67%。21Q4 收入同增 22.39%, 其他收入同增 384.33%拉动收入提升, 卤制品销售同增 4.44%, 虽 Q4 开店竞赛下净增门店数量的提升, 但同店预计在疫情影响下同降 5.6%左右, 22Q1 受 3 月疫情影响, 卤制品收入仅同增 2.18%。

**供应链赋能持续, 鸭副价格升但毛利率稳, 经营竞争力内核体现。** 2021 年其他收入项为 5.41 亿元(占比: 8.3%), 同增 212.3%, 增长来自于供应链对于被投企业的赋能, 作为短保日配企业供应链优势显著。成本端, 鸭周期遇屠宰开工率低, 鸭副价格压力升, 但卤制品销售毛利率同增 0.5pct 至 33.77%, 与公司强有力的成本管控力及上游把控力有关, 如 2020 年末在价格低位时做了较大量的鸭副冻品存储。2021 年毛利率 31.68%, 同降 1.8pct, 主要系收入结构变化所致, 毛利率 5.97% 的其他项(供应链业务)占比提升。21Q4 毛利率 26.34%, 同降 1.3%, 除其他项占比提升至 17.4%外, 经销商扶持政策下货折的加大、运费的提升及鸭副冻品价格持续均造成一定毛利压力。

**稳加盟商信心扶持补贴提升, 疫情转折将成业绩拐点。** 为剔除投资收益对利润的干扰, 此处我们使用扣非归母净利分析。2021 年扣非归母净利率为 10.99%, 同降 1.9pct, 21Q4 为季度盈利低点。21Q4 扣非归母净利亏损 2.08 亿, 主要系公司对于投资收益是否确认为非经常性损益的口径调整, 归母净利率为 0.99%, 毛销差收窄 14.9%, 拆分归因: 1) 成本压力+其他收入占比提升+货折影响毛利率同降 1.3pct; 2) 销售费用中广宣项同增 383.92%, 判断为提振加盟商信心, 公司进行了一次性扶持补贴。22Q1 扣非归母净利 4.88%, 毛销差同降 11.5%, 提价及结构共同作用下毛利率环比提升 4.0pct 至 30.31%, 除年货节的宣传投入、加盟商的持续扶持导致销售费率同增 7.3pct。销售费率的高企可理解为公司在难时主动转移了加盟的经营杠杆, 与加盟商共克时艰, 待经营恢复, 公司也将在同店的结构贡献(高势能售点)及基数的切换下, 展现出较大业绩弹性。

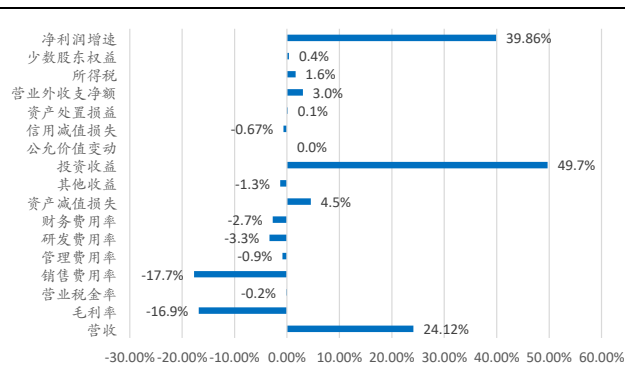
**盈利预测与投资建议:** 公司为休闲卤制品行业龙头, 战略规划清晰。短期“星火

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

燎原”三四线开店仍存空间，同店经营虽有压力，但我们对经营的竞争力并不悲观。中长期供应链赋能，公司将在主业发展及第二曲线成长两个层面并进，实现收入的稳健增长及毛利的持续改善，属于兼具成长性及盈利性的标的。我们根据最新财报，调整了盈利预测。预计公司 2022-2024 年实现收入 75.55/87.63/100.39 亿元，同比+15.4%/+16.0%/+14.6%，考虑投资收益，实现归母净利润 10.52/12.37/14.42 亿元，同比+7.3%/+17.6%/+16.6%，对应 2022 年 4 月 27 日收盘价，考虑定增摊薄，PE 为 27/23/19x，维持“审慎增持”评级，建议关注同店的修复趋势。

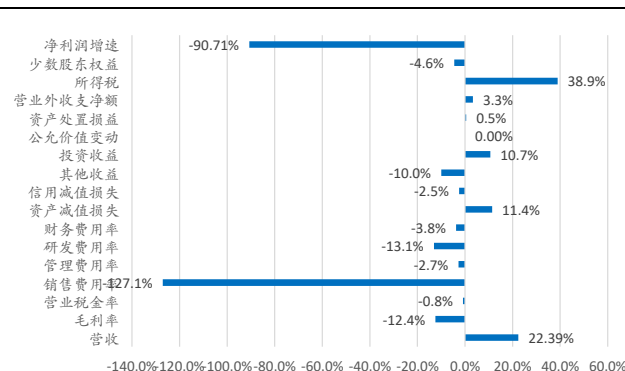
**风险提示：疫情影响持续导致同店经营承压；下沉开店效果不及预期；原材料成本大幅上涨。**

图 1、2021 年净利润增速贡献拆分



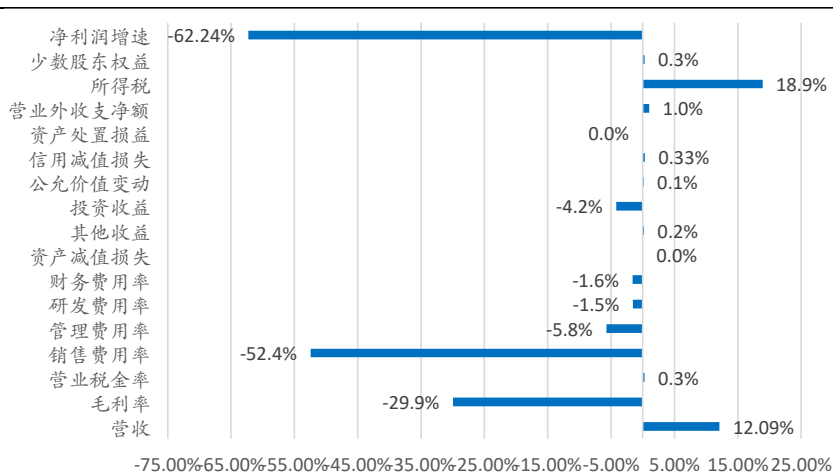
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、21Q4 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、22Q1 净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2552	4002	5525	8000	<b>营业收入</b>	6549	7555	8763	10039
货币资金	1065	2669	4007	6375	营业成本	4474	5199	5946	6737
交易性金融资产	1	5	4	3	税金及附加	51	59	68	78
应收票据及应收账款	155	61	26	41	销售费用	524	555	627	753
预付款项	91	157	141	173	管理费用	332	418	552	627
存货	854	1003	1240	1302	研发费用	38	42	39	35
其他	387	107	107	107	财务费用	9	-14	-19	4
<b>非流动资产</b>	4849	5055	5348	5783	其他收益	12	14	13	14
长期股权投资	2120	2120	2120	2120	投资收益	224	120	58	70
固定资产	1807	2079	2286	2629	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	281	338	405	486	信用减值损失	-10	-7	-8	-7
无形资产	249	262	275	289	资产减值损失	-0	-9	-12	-7
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-0	-1	-1	-1
长期待摊费用	70	81	94	107	<b>营业利润</b>	1262	1353	1602	1874
其他	321	176	168	152	营业外收入	45	43	39	42
<b>资产总计</b>	7401	9057	10873	13783	营业外支出	5	7	8	9
<b>流动负债</b>	1353	1729	2779	6241	<b>利润总额</b>	1302	1388	1633	1907
短期借款	203	460	1259	4511	所得税	334	347	408	477
应付票据及应付账款	473	577	624	737	净利润	967	1041	1225	1431
其他	677	691	895	993	少数股东损益	-14	-11	-12	-12
<b>非流动负债</b>	234	36	42	47	<b>归属母公司净利润</b>	981	1052	1237	1442
长期借款	0	0	0	0	<b>BPS(元)</b>	1.60	1.62	1.91	2.22
其他	234	36	42	47					
<b>负债合计</b>	1588	1765	2821	6288					
股本	615	648	648	648	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	1885	2998	2998	2998	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	3134	3765	4508	3931	<b>成长性</b>				
少数股东权益	14	18	20	19	营业收入增长率	24.1%	15.4%	16.0%	14.6%
<b>股东权益合计</b>	5717	7292	8052	7495	营业利润增长率	32.0%	7.2%	18.4%	17.0%
<b>负债及权益合计</b>	7401	9057	10873	13783	归母净利润增长率	39.9%	7.3%	17.6%	16.6%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	31.7%	31.2%	32.1%	32.9%
					净利率	15.0%	13.9%	14.1%	14.4%
					ROE	18.3%	16.2%	16.1%	18.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.5%	19.5%	25.9%	45.6%
					流动比率	1.89	2.32	1.99	1.28
					速动比率	1.26	1.73	1.54	1.07
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	98.3%	91.8%	87.9%	81.4%
					应收帐款周转率	6832.2%	7000.0%	20000.0%	30000.0%
					存货周转率	523.0%	560.0%	530.0%	530.0%
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	1.60	1.62	1.91	2.22
					每股经营现金	1.77	1.48	2.12	2.50
					每股净资产	9.28	11.22	12.39	11.53
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	27	27	23	19
					PB	4.7	3.9	3.5	3.8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	981	1052	1237	1442
折旧和摊销	292	97	132	125
资产减值准备	-0	-9	-12	-7
资产处置损失	0	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	16	-14	-19	4
投资损失	-224	-120	-58	-70
少数股东损益	-14	-11	-12	-12
营运资金的变动	-46	-44	54	90
<b>经营活动产生现金流量</b>	1086	963	1375	1618
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1058	520	126	2340
<b>融资活动产生现金流量</b>	-43	121	-162	-1591
现金净变动	-18	1604	1338	2367
现金的期初余额	1082	1065	2669	4007
现金的期末余额	1065	2669	4007	6375

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn