



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2022-05-12

公司点评报告

买入/维持

绝味食品(603517)

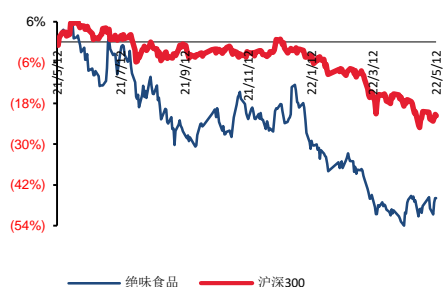
目标价: 57.5

昨收盘: 45.9

食品饮料 休闲食品

绝味食品：加盟商利益优先，短期波动不扰长期趋势

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	615/609
总市值/流通(百万元)	28,215/27,936
12个月最高/最低(元)	89.38/39.11

相关研究报告：

绝味食品(603517)《绝味食品：疫情下营收依旧优异，投资收益大放异彩》--2021/11/03

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

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

事件：绝味食品发布2021年年报，实现营收65.49亿元(+24.12%)；归母净利润9.81亿元(+39.86%)；扣非净利润7.19亿元(+5.87%)，归母与扣非差异较大主要是公司21年确认了和府捞面、千味央厨的部分投资收益。其中2021Q4营收为17.02亿元(+22.39%)；归母净利润0.17亿元(-90.71%)；扣非归母净利润0.08亿元(-95.32%)。

公司发布22年一季报，公司实现营收、归母净利润、归母扣非分别为16.88亿元、0.89亿元、0.82亿元，分别同比+12.09%、-62.24%、-64.73%。

公司审议通过议案，终止实施21年股权激励计划，主要考虑到外部环境变化，预计未来较难实现第二个、第三个解售期业绩考核目标，同时21年末实现激励考核目标(收入增速25%)。

点评：

收入分析：开店强劲收入高增，绝配集采双倍增长，华中华南表现优异。公司实现营收65.49亿元，同比+24.12%(Q1:+41.22%;Q2:+21.6%;Q3:+15.67%;Q4:+22.39%)。**拆分来看：1)分业务：**休闲卤制品销售57.43亿元(+17.27%)，其他主营业务(主要是绝配物流和供应链)收入5.4亿元(+212%)，加盟商管理0.67亿元(同比-1.5%)；**2)门店及同店拆分：**2021年末共有门店13714家，净增门店1315家，同比+10.61%，2021年平均单店收入41.88万元，同比+6.03%。**3)分区域：**西南地区9.26亿元(+19.98%)；西北地区0.34亿元(-42.27%)；华中地区18.85亿元(+34.03%)；华南地区13.55亿元(+33.93%)；华东地区13.06亿元(+12.02%)；华北地区7.31亿元(+15.70%)；新加坡、港澳市场1.14亿元(+23.76%)。**4)量价本拆分：**鲜货类产品收入56亿元(+15.47%)，其中销量14.25万吨(+12.26%)，对应吨价3.9万元/吨(+2.85%)，吨成本2.59万元/吨(+1.42%)。

利润分析：收入结构变动影响毛利率，费用投放、门店支持节奏影响利润增速。2021年公司实现归母净利润9.8亿元，同比+39.86%(Q1:+275%;Q2:+26%;Q3:+88%;Q4:-91%)，归母扣非净利润7.19亿元，同比+5.87%(Q1:+231%;Q2:+23%;Q3:-1.3%;Q4:-95%)，不同季度利润表现增速不同，一方面与基数有关，另一方面与门店支

执业资格证书编码：S1190517050002

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

持、费用投放节奏有关，Q4 净利润大幅下滑，主要是疫情下公司加大对门店的支持力度，进行了现金、装修、贷款等的全面补贴。

2021 年毛利率 31.68% (-1.80pct)，我们认为主要与收入结构变动有关，其中卤制品销售稳健增长，毛利率 33.77% 提升 0.54pct，其他主营业务收入双倍高增，但毛利率 5.97% 下降 4.77pct；期间费用率 15.09% (+2.64pct)，其中销售费用率为 8.00% (+1.90pct) 主要是公司加大品牌投入，广宣费提升了 1.89pct。毛利率下降、销售费用率增加共同导致了 21 年毛销差实现 23.68%，同比-3.71pct。净利率 14.98% (+1.69pct)，归母扣非净利率 10.99% (-1.89pct)，归母与扣非净利率的差异主要是投资收益影响。

其中 2021Q4 毛利率 26.34% (-1.32pct)，净利率 0.99% (-12.05pct)，期间费用率 20.33% (+15.63pct)，其中销售费用率为 11.12% (+13.54pct)，销售费用率变化异常主要与会计准则变更有关，公司在 20Q4 中一次性将运费调至成本，那么我们看毛销差，21Q4 毛销差为 15.22% (-14.86pct)，主要是公司 21Q4 在疫情下加大了门店支持力度，费用率相应增加。

22Q1 分析：成本上行毛利承压，支持延续净利承压。2022Q1 营收 16.88 亿元 (+12.09%)；归母净利润 0.89 亿元 (-62.24%)，扣非净利润 0.82 亿元 (-64.73%)，毛利率 30.31% (-4.18pct)，主要与成本较大有关，销售费用率为 14.00% (+7.33pct)，主要是 22Q1 延续四季度政策，继续加大对门店支持力度，成本及费用共同导致了净利率下降 10.39pct 至 5.28%。

1) **分产品：**鲜货类产品营收 13.98 亿元 (+2.75%)，其中禽类制品营收 10.98 亿元 (+4.20%)，畜类制品营收 0.09 亿元 (-62.85%)，蔬菜产品营收 1.53 亿元 (+4.73%)，其他产品营收 1.38 亿元 (+1.45%)，包装产品营收 0.29 亿元 (-19.85%)，加盟商管理营收 0.20 亿元 (+43.40%)，其他营收 1.93 亿元 (+251.49%)。

2) **分区域：**西南地区 2.41 亿元 (+1.55%)；西北地区 0.09 亿元 (+62.58%)；华中地区 5.44 亿元 (+36.98%)；华南地区 3.19 亿元 (+0.54%)；华东地区 3.13 亿元 (+0.73%)；华北地区 1.88 亿元 (+8.40%)；新加坡、港澳市场 0.27 亿元 (+9.64%)。

22 年展望：疫情点状化下，公司以加盟商利益为先，成本波动及门店支持力度加大下，公司利润不确定性增强。1) **收入端：**卤味销售旺季在 Q2、Q3，公司门店开店节奏一般在旺季之前实现大规模开店，Q1 公司净增门店数量较高，我们认为全年有望达到 1500 家的开店上

限，同时疫情反复下同店收入预计将受一定影响，此外绝配及集采业务高增趋势有望延续，预计能贡献部分收入增速；**2) 本费利：**成本端来看，毛鸭价格 21 年以来高位运行，疫情反复给上游养殖带来一定不确定性，中性估计 22 年成本压力持平，费用端来看，公司 22 年加大门店支持力度、减少广宣费用投放，预计全年扣非利润增速有望高于收入增速，但考虑到 21 年公司大规模确认投资收益等因素，我们预计净利润增速远低于收入增速。

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。我们预计 2022-2024 年收入分别为 76 亿、98 亿、126 亿元，分别同比增长 17%、28%、29%，净利润分别为 10 亿、13 亿、16 亿元，分别同比增长 3%、26%、24%，对应 EPS 为 1.64 元、2.07 元、2.56 元/股，归母扣非净利润分别为 9.6 亿、12 亿、15 亿元，分别同比增长 22%、27%、26%。22 年疫情点状化下，公司以加盟商利益为先，收入增速预计稳健，成本波动及门店支持力度加大下，公司利润不确定性增强。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 35X 估值，一年目标价 57.5 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

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6549	7637	9782	12647
增长率(%)	24%	17%	28%	29%
净利润(百万元)	981	1010	1274	1575

增长率 (%)	40%	3%	26%	24%
扣非净利润(百万元)	719	957	1212	1525
增长率 (%)	6%	22%	27%	26%
摊薄每股收益(元)	1.60	1.64	2.07	2.56
P/E	27	26	21	17

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	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	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@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	zhafll@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

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

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。