

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

绝味食品 (603517)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师
执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

开店速度不减，砥砺前行

2022年08月31日

事件: 公司发布半年报, 22H1 公司实现营收 33.36 亿元, 同比增长 6.11%; 实现归母净利润 0.99 亿元, 同比下降 80.36%; 实现扣非归母净利润 1.51 亿元, 同比下降 68.57%。其中, 22Q2 公司实现营收 16.48 亿元, 同比增长 0.61%; 实现归母净利润 0.10 亿元, 同比下降 96.24%; 实现扣非归母净利润 0.69 亿元, 同比下降 71.95%。

点评:

- **加盟商补贴及股权激励费用摊销增多, 导致 Q2 业绩承压。**疫情影响下单 Q2 营收仍实现增长实属难得, 业绩整体符合我们此前预期。公司 22H1 毛利率为 28.02%, 同比-6.59pct, 主要系鸭副、包材等原材料价格上涨幅度较大影响。22H1 销售费用率为 9.69%, 同比+5.04pct, 主要系加盟商补贴和充值费用增加(计入广告宣传费, 其同比增加 1.48 亿元)、使用权资产折旧(会计政策调整)同比增加 5628 万元、股权支付增加 1035 万元以及渠道拓展维护摊销(主要为收购超浔黑鸭费用)增加 992 万元。22H1 管理费用率为 8.35%, 同比+2.07pct, 主要系股权激励费用摊销增加 4671 万元。22H1 投资收益亏损 4849 万元, 主要系疫情反复严重导致被投资项目经营受影响。
- **疫情扰动单店承压, 净开店表现亮眼。**分行业来看, 休闲卤制品/加盟商管理/其他 22H1 分别实现营收 28.69/0.43/3.34 亿元, 同比分别-1.03%/+28.87%/+170.37%。休闲卤制品业务主要系疫情影响导致略微下滑, 截止到 22H1, 绝味共有 14921 家门店, 22H1 净开店 1207 家, 主要为加盟商开店, 星火燎原首期开店将于下半年体现在报表上, 22H1 平均单店下滑约 12%-13% (按照当期鲜货收入/期末门店数计算), 受疫情影响单店承压。其他主营业务增速亮眼, 主要系绝配供应链及集采等业务发展较快。分区域看, 华中/华东/华南/西南/华北/西北分别实现营收 10.24/6.07/6.75/4.65/3.90/0.18 亿元, 同比+24.01%/-8.16%/+1.15%/-1.65%/+7.55%/+21.88%, 华东下滑较多主要系上海疫情影响导致门店关闭。
- **盈利预测与投资建议:** 展望后续, 下半年公司注重单店运营, 目前单店我们预计恢复至 9 成左右, 疫情恢复下开店有望加速, 星火燎原与海纳百川在下半年有望贡献门店增量, 全年净开店数量有望创近年新高。下半年原材料压力有望环比降低, 上半年加盟商补贴及股权激励费用多, 下半年我们预计公司业绩有望环比改善。长期来看, 绝味在疫情期间开店速度不减, 在连锁业态中表现优秀, 费用补贴锚定加盟商长期共进退信心, 渠道管控的竞争优势在增强。海纳百川计划紧握行业格局加速演变机会, 星火燎原加速市场下沉。短期疫情影响公司经历阵痛, 长期经销商粘性增强, 策略拿店提升市占率。我们预计 22-24 年 EPS 为 1.23/1.96/2.49 元, 当前处于价值低位, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 疫情反复、渠道下沉不及预期、原材料价格大幅上涨、食品

安全问题。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,276	6,549	7,488	8,799	10,316
增长率 YoY %	2.0%	24.1%	14.4%	17.5%	17.2%
归属母公司净利润 (百万元)	701	981	749	1,192	1,516
增长率 YoY%	-12.5%	39.9%	-23.6%	59.1%	27.2%
毛利率%	33.5%	31.7%	29.9%	30.0%	31.0%
净资产收益率ROE%	14.1%	17.2%	12.7%	18.0%	20.1%
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.61	1.23	1.96	2.49
市盈率 P/E(倍)	67.29	42.40	37.90	23.83	18.74
市净率 P/B(倍)	9.51	7.29	4.81	4.29	3.77

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年08月31日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	2,201	2,267	1,975	2,386	2,863	
货币资金	1,082	1,065	572	741	961	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	37	155	177	208	244	
预付账款	113	91	107	125	145	
存货	857	854	1,002	1,176	1,357	
其他	111	103	118	136	157	
非流动资产	3,721	5,134	5,608	6,130	6,790	
长期股权投资	1,558	2,120	2,320	2,470	2,570	
固定资产	1,345	1,807	2,168	2,480	2,971	
无形资产	213	249	285	338	399	
其他	605	957	834	842	849	
资产总计	5,922	7,401	7,583	8,516	9,653	
流动负债	904	1,450	1,443	1,674	1,917	
短期借款	35	203	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	432	473	556	652	753	
其他	436	774	887	1,022	1,164	
非流动负债	28	234	234	234	234	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	28	234	234	234	234	
负债合计	932	1,685	1,677	1,908	2,151	
少数股东权益	26	14	4	-10	-25	
归属母公司	4,964	5,702	5,902	6,617	7,527	
负债和股东权益	5,922	7,401	7,583	8,516	9,653	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	5,276	6,549	7,488	8,799	10,316	
同比	2.0%	24.1%	14.4%	17.5%	17.2%	
归属母公司净利润	701	981	749	1,192	1,516	
同比	-12.5%	39.9%	-23.6%	59.1%	27.2%	
毛利率(%)	33.5%	31.7%	29.9%	30.0%	31.0%	
ROE%	14.1%	17.2%	12.7%	18.0%	20.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.15	1.61	1.23	1.96	2.49	
P/E	67.29	42.40	37.90	23.83	18.74	
P/B	9.51	7.29	4.81	4.29	3.77	
EV/EBITDA	37.95	30.97	26.42	17.64	13.72	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	5,276	6,549	7,488	8,799	10,316	
营业成本	3,510	4,474	5,252	6,163	7,116	
营业税金及	40	51	56	63	71	
销售费用	322	524	749	660	753	
管理费用	332	418	509	502	567	
研发费用	11	38	26	25	27	
财务费用	-8	9	-4	-2	-5	
减值损失合	-26	0	0	0	0	
投资净收益	-101	224	0	88	103	
其他	12	2	45	65	80	
营业利润	956	1,262	946	1,542	1,969	
营业外收支	15	40	40	45	45	
利润总额	971	1,302	986	1,588	2,015	
所得税	279	334	246	410	514	
净利润	692	967	739	1,178	1,501	
少数股东损	-9	-14	-10	-14	-15	
归属母公司	701	981	749	1,192	1,516	
EBITDA	1,216	1,337	1,064	1,583	2,019	
EPS(当	1.15	1.61	1.23	1.96	2.49	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	916	1,086	866	1,235	1,581	
净利润	692	967	739	1,178	1,501	
折旧摊销	154	292	167	196	238	
财务费用	4	16	5	5	5	
投资损失	101	-224	0	-88	-103	
营运资金变	-68	-9	-5	-11	-14	
其它	32	44	-40	-45	-45	
投资活动现金流	-932	-1,058	-601	-585	-749	
资本支出	-366	-621	-473	-515	-745	
长期投资	-537	-468	-120	-150	-100	
其他	-28	32	-8	80	95	
筹资活动现金流	-503	-43	-758	-482	-611	
吸收投资	3	247	-6	0	0	
借款	-180	168	-203	0	0	
支付利息或	-326	-307	-305	-482	-611	
现金流净增加额	-520	-18	-493	169	220	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。研究聚焦突破行业及个股，重视估值和安全边际的思考。个人公众号：走出来的食品饮料研究。不懂不说话，深度破万卷，慢慢走出来。扎实做点有温度的产业研究，结合对股票的理解努力为投资者创造价值。

娄青丰，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优等）。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。