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 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

鸭脖主业稳健，投资喜讯频传

2021 年 10 月 30 日

事件：2021 年前三季度实现营业收入 48.47 亿元，同比+24.74%；归母净利润 9.64 亿元，同比+85.39%；扣非归母净利润 9.27 亿元，同比+83.46%。21Q3 实现营业收入 17.03 亿元，同比+15.67%；归母净利润 4.62 亿元，同比+88.16%；扣非归母净利润 4.47 亿元，同比+90.57%。

点评：

- **营收增长亮眼，加强新品推广和促销，毛利率有所下滑。**在消费疲软及渠道变革等多重影响下，单 Q3 营收实现中双位数增长实属难得，表明公司较好的经营韧性。确认转让和府捞面股权收益（对公司净利润的影响为 1.1 亿元）及千味央厨上市确认投资收益（对净利润的影响为 1 亿元），贡献净利润增速。扣除该部分影响，单 Q3 归母净利润增速约 2.67%，利润增速慢于营收端增速主要系毛利率下降及销售费用投放增加影响。其中单 Q3 毛利率为 31.6%，销售费用率为 7.1%，毛销差同比下降 4.87pct，主要系促销活动和新品推广增加，品牌宣传力度加大等因素影响，管理费用率同比下降 0.72pct 至 5.7%。Q3 销售收现 18.75 亿元，与营收增长匹配，经营净现金流同比下降 23.74%至 1.51 亿元，预计与原材料采购增加有关。

- **主业稳步增长，供应链持续高增长。**分区域来看，单 Q3 华中/华东/华南/西南/华北/西北分别实现营收 4.72/3.46/3.58/2.41/1.93/0.10 亿元，同比+16.38%/ +6.17%/ +28.64%/ +9.89%/ +14.33%/+ 28.91%，华中和华南区域增速较快。分品类来看，单 Q3 鲜货类/包装产品分别实现营收 14.88/0.29 亿元，同比+ 10.07%/+ 1013.97%，主业稳步增长，受消费疲软及疫情影响预计 Q3 净开门店有所受影响，单店收入预计稳步恢复当中。包装产品由于并表武汉零点快速增长。单 Q3 实现其他主营业务收入（主要系供应链贡献）1.22 亿元，环比约翻倍增长，有望进一步提升公司供应链效率，强化公司对外赋能的竞争力。

- **投资收益大幅增长，贡献业绩增速。**Q3 公司实现投资收益 2.72 亿元，主要系确认和府捞面股权出售及千味央厨上市投资收益贡献。疫情常态化下，被投项目有望逐步恢复，加码投资收益。

- **盈利预测与投资评级：**短期来看，单店持续恢复，门店扩张仍在加速，稳步增长可期。展望长期，主业端，公司现有门店仍大部分集中在一二线及省会城市，渠道深耕仍大有可为，在强供应链及强渠道管理能力的保障下，门店拓展至 20000+家可期，盈利能力亦有望提升，休闲卤味拓宽至大卤味板块打造公司第二增长曲线可期。我们预计公司 21-23 年 EPS 为 2.06、2.11、2.56 元/股，当前位置对应 2022 年约 31XPE，坚定看好。

- **风险因素：**疫情反复、区域市场竞争加剧、原材料价格大幅上涨、食品安全问题。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	5,172	5,276	6,683	8,014	9,538
增长率 YoY %	18.4%	2.0%	26.7%	19.9%	19.0%
归属母公司净利润(百万元)	801	701	1,266	1,297	1,575
增长率 YoY%	25.1%	-12.5%	80.5%	2.4%	21.5%
毛利率%	33.9%	33.5%	33.2%	33.2%	33.7%
净资产收益率ROE%	17.5%	14.1%	22.1%	19.9%	21.1%
EPS(摊薄)(元)	1.30	1.14	2.06	2.11	2.56
市盈率 P/E(倍)	35.61	67.91	31.95	31.19	25.68
市净率 P/B(倍)	6.25	9.59	7.06	6.22	5.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2021 年 10 月 29 日收盘价

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,471	2,201	2,902	3,442	4,111
货币资金	1,602	1,082	1,485	1,748	2,111
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	10	37	47	56	67
预付账款	98	113	144	173	205
存货	669	857	1,091	1,307	1,545
其他	91	111	135	157	182
非流动资产	2,992	3,721	3,967	4,408	4,915
长期股权投	1,122	1,558	1,422	1,522	1,522
固定资产	1,144	1,345	1,828	2,127	2,585
无形资产	197	213	275	331	393
其他	529	605	442	428	414
资产总计	5,463	5,922	6,869	7,850	9,025
流动负债	881	904	1,101	1,316	1,554
短期借款	180	35	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	311	432	550	659	779
其他	390	436	550	657	775
非流动负债	17	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	28	28	28	28
负债合计	897	932	1,129	1,344	1,582
少数股东权益	-2	26	11	-2	-9
归属母公司	4,567	4,964	5,729	6,507	7,452
负债和股东权益	5,463	5,922	6,869	7,850	9,025

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,172	5,276	6,683	8,014	9,538
同比	18.4%	2.0%	26.7%	19.9%	19.0%
归属母公司净利润	801	701	1,266	1,297	1,575
同比	25.1%	-12.5%	80.5%	2.4%	21.5%
毛利率(%)	33.9%	33.5%	33.2%	33.2%	33.7%
ROE%	17.5%	14.1%	22.1%	19.9%	21.1%
EPS (摊薄)(元)	1.30	1.14	2.06	2.11	2.56
P/E	35.61	67.91	31.95	31.19	25.68
P/B	6.25	9.59	7.06	6.22	5.43
EV/EBITDA	24.13	37.95	27.22	22.74	18.26

利润表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,172	5,276	6,683	8,014	9,538
营业成本	3,416	3,510	4,465	5,351	6,325
营业税金及	41	40	48	58	66
销售费用	422	322	468	577	687
管理费用	294	332	408	489	563
研发费用	16	11	17	22	25
财务费用	26	-8	22	-18	-22
减值损失合	-1	-26	0	0	0
投资净收益	49	-101	300	100	100
其他	1	12	50	65	80
营业利润	1,006	956	1,606	1,701	2,074
营业外收支	44	15	30	30	30
利润总额	1,050	971	1,635	1,730	2,104
所得税	259	279	384	446	536
净利润	791	692	1,251	1,284	1,567
少数股东损	-10	-9	-15	-13	-8
归属母公司	801	701	1,266	1,297	1,575
EBITDA	1,112	1,216	1,431	1,702	2,099
EPS (当	1.30	1.14	2.06	2.11	2.56

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,028	916	1,046	1,277	1,597
净利润	791	692	1,251	1,284	1,567
折旧摊销	130	154	154	184	227
财务费用	37	4	37	0	0
投资损失	-49	101	-300	-100	-100
营运资金变	115	-68	-66	-61	-67
其它	5	32	-30	-30	-30
投资活动现	-799	-932	-71	-495	-604
资本支出	-523	-366	-520	-508	-717
长期投资	-256	-537	136	-100	0
其他	-21	-28	313	113	113
筹资活动现	669	-503	-573	-519	-630
吸收投资	6	3	6	0	0
借款	942	-180	-35	0	0
支付利息或	-268	-326	-543	-519	-630
现金流净增加额	899	-520	403	263	363

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，6 年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015 年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

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
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@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
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	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	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@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。