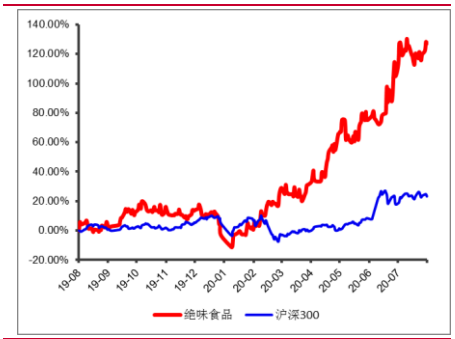
食品饮料 绝味食品（603517.SH） 维持评级

报告原因：三季报点评 **Q3 利润环比转正，后续有望逐渐改善** **买入**

2020 年 10 月 31 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 30 日

收盘价(元)：81.10

年内最高/最低（元）：95.80/34.09

流通 A 股/总股本（亿）：6.09/6.09

流通 A 股市值（亿）：494

总市值（亿）：494

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.38

每股净资产(元)：7.5

净资产收益率：21.11%

分析师：和芳芳

执业登记编码： S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

公司晚间发布三季报，前三季度，公司实现营收 38.85 亿元，同比微降 0.01%；净利 5.2 亿元，同比下降 15.33%。

事件点评

- **Q3 利润环比转正，华中恢复正增长。**2020 前三季度实现营收 38.85 亿元，同比微降 0.01%，归母净利润为 5.2 亿元，同比下降 15.33%，其中单 Q3 实现营收 14.72 亿元，同比+5.46%，归母净利润为 2.46 亿元，同比+12.82%，增速环比改善明显。1）分产品看，畜类产品增速最快，禽类/畜类/蔬菜/其他鲜货分别实现营收 28.51/0.27/3.93/3.50 亿元，同比-3.57%/+133.48%/-2.01%/+6.44%；2）分区域看，公司华中恢复正增长，华南、华东仍是负增速，西南/西北/华中/华南/华东/华北/新加坡、港澳市场分别实现营收 5.82/0.52/10.69/6.92/8.71/4.62/0.68 亿元，分别同比+6.70%/-22.25%/+6.34%/-3.25%/-9.57%/ +3.31%/+17.80%。3）分渠道来看，公司 2020Q1/Q2/Q3 分别实现加盟商管理收入 0.1/0.27/0.18 亿元。
- **成本红利释放，Q3 毛利大幅改善。**公司 2020 前三季度销售净利率为 13.29%，同比减少 2.34 个百分点，其中单 Q3 净利率为 16.61，同比增加 1.23pct。具体来看：2020 前三季度毛利率为 35.57%，同比增加 0.87 个百分点，其中单 Q3 毛利率为 37.60%，同比增加 2.08pct，主要是部分原材料成本下降以及供应链规模优势凸显；2020 前三季度年销售期间费用率 15.22%，同比增加 0.61pct，其中，销售费用率 9.15%，同比增加 0.43pct，主要是疫情期间加大了对加盟商扶持；管理费用率 6.3%，同比增加 0.95pct，主要是管理人员工资、咨询服务费有所增长；财务费用率-0.23%，同比下降 0.77pct，主要是本期利息收入增长、去年同期确认可转债利息费用。
- **后续逐渐改善，业绩弹性有望释放。**此次疫情虽然短期对公司业绩造成一定的波动，但公司给予加盟商较大力度的扶持政策，加大开店速度，截至 6 月底公司开店数量 12058 家，2020H1 净开店 1104 家。同时公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，公司度过门店爬升期后，单店收入有望提高。此外，在保证主营业务发展的前提下，公司整合国内优秀的餐饮和食品连锁企业，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来利润成长储蓄强大的动能，借

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

此加快建立美食生态圈，应对未来开店数量面临的天花板。

投资建议

- 公司作为卤制品行业龙头，供应链管理及品牌渠道优势明显，短期来看，三季度业绩改善明显，随着人流量的全面恢复，单店收入的提高，公司经营有望加速恢复。中长期来看，公司整合国内优秀的餐饮和食品连锁企业，分享食品餐饮消费升级红利。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 8.43 亿、10.31 亿、12.48 亿，EPS 分别为 1.38 元、1.69 元、2.05 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 58 倍、48 倍、40 倍，维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险，原材料价格波动的风险，加盟模式的管理风险

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,471	5,420	6,066	7,015
现金	1,602	1,132	1,547	2,328
应收账款	61	111	100	117
其他应收款	51	58	72	78
预付账款	98	125	149	162
存货	669	4,008	4,218	4,347
其他流动资产	(11)	(13)	(20)	(17)
非流动资产	2,992	2,627	2,755	2,771
长期投资	1,122	746	884	917
固定资产	1,144	1,071	999	926
无形资产	197	184	172	160
其他非流动资产	529	625	700	766
资产总计	5,463	8,047	8,821	9,786
流动负债	881	2,888	2,962	3,074
短期借款	180	2,123	2,122	2,119
应付账款	311	352	379	445
其他流动负债	390	413	461	510
非流动负债	17	17	15	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	15	16
负债合计	897	2,905	2,977	3,090
少数股东权益	(2)	(12)	(26)	(43)
股本	609	609	609	609
资本公积	1,558	1,558	1,558	1,558
留存收益	2,394	2,987	3,704	4,572
归属母公司股东权益	4,567	5,154	5,870	6,738
负债和股东权益	5,463	8,047	8,821	9,786

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,028	(2,430)	952	1,272
净利润	791	843	1,031	1,248
折旧摊销	130	86	85	84
财务费用	37	37	86	77
投资损失	(49)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	70	(3,385)	(233)	(119)
其他经营现金流	50	(8)	(14)	(16)
投资活动现金流	(799)	379	(136)	(30)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(337)	376	(138)	(33)
其他投资现金流	(462)	3	3	3

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,172	5,658	6,628	7,558
营业成本	3,416	3,679	4,277	4,853
营业税金及附加	41	45	53	60
销售费用	422	470	517	567
管理费用	294	339	365	383
财务费用	26	37	86	77
资产减值损失	(1)	3	(0)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	49	3	3	3
营业利润	1,006	1,088	1,334	1,621
营业外收入	53	30	30	30
营业外支出	9	8	8	8
利润总额	1,050	1,110	1,356	1,643
所得税	259	277	339	411
净利润	791	832	1,017	1,232
少数股东损益	(10)	(10)	(14)	(16)
归属母公司净利润	801	843	1,031	1,248
EBITDA	1,149	1,210	1,505	1,782
EPS（元）	1.32	1.38	1.69	2.05

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	18.41%	9.40%	17.15%	14.03%
营业利润	21.11%	8.13%	22.64%	21.49%
归属于母公司净利润	25.06%	5.19%	22.34%	21.06%
获利能力				
毛利率(%)	33.95%	34.98%	35.48%	35.80%
净利率(%)	15.49%	14.90%	15.56%	16.51%
ROE(%)	17.32%	16.19%	17.40%	18.40%
ROIC(%)	35.70%	30.20%	15.58%	17.55%
偿债能力				
资产负债率(%)	16.43%	36.10%	33.75%	31.58%
净负债比率(%)	-22.31%	-8.06%	-13.09%	-21.99%
流动比率	2.81	1.88	2.05	2.28
速动比率	2.05	0.49	0.62	0.87
营运能力				
总资产周转率	1.11	0.84	0.79	0.81
应收账款周转率	711.45	179.04	164.68	228.08
应付账款周转率	19.24	17.07	18.13	18.34
每股指标（元）				

筹资活动现金流	669	1,656	(402)	(460)	每股收益(最新摊薄)	1.32	1.38	1.69	2.05
短期借款	(30)	1,943	(1)	(3)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	(3.99)	1.56	2.09
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.50	8.47	9.65	11.07
普通股增加	199	0	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	788	0	0	0	P/E	61.6	58.6	47.9	39.5
其他筹资现金流	(288)	(287)	(401)	(457)	P/B	10.8	9.6	8.4	7.3
现金净增加额	897	(395)	415	781	EV/EBITDA	23.11	42.26	33.78	28.15

分析师承诺：

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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336