2020-10-30
公司点评报告
买入/维持

绝味食品(603517)

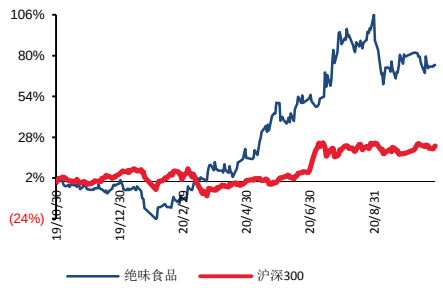
目标价：90

昨收盘：79.61

日常消费 食品、饮料与烟草

绝味食品三季报点评：环比持续改善，展望更好发展

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	609/609
总市值/流通(百万元)	48,453/48,453
12 个月最高/最低(元)	94.20/35.00

相关研究报告：

绝味食品（603517）《绝味食品一季报点评：疫情影响出尽，逆势拿店利好未来》--2020/04/29

绝味食品（603517）《绝味食品 Q1 预告：疫情影响短期业绩，逆势扩张利好未来》--2020/04/25

绝味食品（603517）《绝味食品年报点评：开店稳健同店高增，美食生态圈初具雏形》--2020/04/21

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

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL：caixy@tpyzq.com

点评事件：绝味食品发布 2020 年三季报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 38.85 亿元、5.2 亿元、5.05 亿元，同比-0.01%、-15.33%、-14.70%。单三季度营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 14.72、2.46、2.35 亿元，同比+5.46%、+12.82%、+15.42%。收入、利润增速符合我们先前预期。

公司现金流报表健康，资产负债表中应收账款同比增长 43%，主要是绝配供应链引起；存货同比增长 42%，说明公司在鸭价低位进行了适当囤货。

收入分析：卤制品销售转正，门店增量贡献较大

公司前三季度实现营收 38.85 亿元，同比-0.01%（Q1：-7.59%；Q2：+0.83%；Q3：+5.46%），Q3 延续 Q2 企稳的态势，疫情对门店影响逐步减轻。其中 Q3 卤制品销售 13.55 亿元，同比+2.12%；加盟商管理增长 59%，主要得益于过去一年新增门店增加；其他收入增长 136%，主要是绝配供应链和部分子公司表现较好。

卤制品销售拆分来看：**1）门店数量：**上半年公司为应对疫情，推出开店优惠政策，虽然优惠政策在六月中旬结束，但是 Q3 仍然享受部分 Q2 动能，我们预计 Q3 新增门店贡献部分收入增速。**2）单店收入：**Q3 平均单店收入水平依旧有小幅下滑，其中社区门店已基本恢复增长，高势能门店仍部分受疫情影响，商场门店恢复良好、机场高铁门店少部分尚在恢复中。**3）全年来看：**我们预计全年新开门店将超过之前上限 1200 家，全年收入目标大概率为正。

利润分析：鸭价下行毛利率上行，降本增效费用率下行

2020 前三季度毛利率 35.57%（Q1：29.68%；Q2：38%；Q3：37.6%），前三同比+0.87pct，Q3 同比+2.08pct。**毛利率提升，一方面**跟去年基数有关，去年成本处于较高位置，今年鸭架下行明显；**另一方面**与公司降本增效有一定关系；**全年来看**，我们认为受益于成本下降，下半年公司毛利率有望持续提升，全年毛利率上行。

执业资格证书编码：S1190517050002
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

前三季度期间费用率 15.22%，同比+0.61pt，Q1 门店扶持费用支出较高，公司通过降本增效，期间费用率逐步追平。**Q3** 期间费用率 14.65%，同比-0.93pct，其中销售费用率 8.18%，同比-1.48pct，主要是广告支出较去年下降；管理费用率 6.42%，同比+1.28pct，主要是员工薪酬有所提升，以及门店数量增多，巡店人员增加带来部分管理费用支出；Q3 净利率 16.68%，同比+1.09pct，主要是毛利率提升带动。

全年来看，我们认为公司通过降本增效等方式，期间费用率有望维持在合理水平，我们预期全年毛利率较去年提升，期间费用持平，投资收益受影响较大，净利率有望与去年基本持平。

全年展望：逆势扩张低价获取优质门店，利好公司长远发展

展望 2020 年，我们认为 **1）收入端：存量门店**来说，虽受疫情影响，但 Q2、Q3 门店逐步恢复运营，Q4 有望延续之前的恢复态势，存量门店收入企稳。**新开门店**来说，公司鼓励经销商逆势拿店，并给予一定补贴，以低价获取优势区位店铺资源，这将带来公司更高快更高质量的发展。全年来看，我们认为 1200 家门店目标实现无忧。**2）利润端：**2019 年鸭价处于高位，2020 年成本压力可控。Q1 费用投放较大，公司通过降本增效，前三季度效果显著，扣非净利率有望与去年持平，但考虑到投资收益受疫情影响较重，全年净利率可能略低于去年。

未来展望：短期定位管理能力输出，长期展望“美食生态圈”

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。**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

公司经营虽受疫情影响，但环比改善明显，Q3 营收已实现转正，全年收入正增长无忧。今年公司鼓励经销商逆势拿店，并给予一定补贴，以低价获取优势区位店铺资源，这将带来公司更高快更高质量的发展。**公司短期定位管理能力输出，长期展望“美食生态圈”，发展路径清晰**，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.26 元、1.81 元、2.30 元。按照 2021 年业绩给予 50X 估值，一年目标价 90 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**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5172	5291	6458	7440
增长率（%）	18%	2%	22%	15%
净利润(百万元)	801	764	1102	1398
增长率（%）	25%	-5%	44%	27%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.26	1.81	2.30

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
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@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	zhafl@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





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

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

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。