绝味食品（603517）

渠道精耕细作，增速环比改善

买入（维持）

2020 年 10 月 30 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,172	5,401	6,534	7,470
同比（%）	18.4%	4.4%	21.0%	14.3%
归母净利润（百万元）	801	782	1,076	1,320
同比（%）	25.1%	-2.4%	37.6%	22.7%
每股收益（元/股）	1.32	1.28	1.77	2.17
P/E（倍）	62.52	64.05	46.53	37.94

事件：

公司发布 2020 年三季报，20Q1-Q3 实现营收 38.85 亿元 （-0.01%），归母净利 5.2 亿元（-15.33%），扣非净利 5.05 亿元（-14.7%）。20Q3 实现营收 14.72 亿元 （+5.46%），归母净利 2.46 亿元（+12.82%），扣非净利 2.35 亿元（+15.42%）。

投资要点

- **收入增速环比改善，开店节奏大幅加快。**20Q1-Q3 公司实现营收 38.85 亿元 （-0.01%），其中 20Q3 实现营收 14.72 亿元 （+5.46%）。1）**分产品看**，20Q3 禽类/畜类/蔬菜/其他鲜货分别实现收入 10.65/0.07/1.51/1.29 亿元，同比增长-4/+133/-2/+6%，畜类产品低基数高成长。**2）分业务看**，Q1-3 分别实现加盟商管理收入 0.1/0.27/0.18 亿元，分别同增-29/+60/+31%，主要是 2 月份受疫情影响较大，Q1 开店节奏阶段性放缓，叠加公司给予新店开业补贴，Q2 公司加大开店力度，Q3 公司逐步恢复自然开店，而更加注重对新开门店经营的指导，导致对应收入增速有所放缓。此外绝配系统日趋成熟，带动其他业务同增 167%至 0.76 亿元。**3）分地区看**，20Q3 华东/华中/华南/西南/华北/西北/港澳及海外市场实现收入 3.26/4.06/2.78/2.20/1.68/0.08/0.29 亿元，分别同增-10/+6/-3/+7/+3/-22/+18%，华中地区增长环比提速。
- **毛利率大幅改善，资产减值导致利润波动。**20Q1-Q3 毛利率 35.57%(+0.87pct)，其中 Q1-3 毛利率分别为 29.7/38.0/37.6%，分别同增-3.6/+3.0/+2.1pct，Q3 保持高位，预计主要是 1）高势能店开店爬坡后经营效益较高，2）部分原材料、能源成本有所下降，供应链规模优势体现；3）产品结构优化。20Q3 管理费用率（含研发费用）6.73%(+1.33pct)，预计或为内部激励提升。20Q3 销售费用率 8.18%(-1.48pct)，主要是 Q3 开始加盟补贴力度有所下降，逐步由积极拓店转向自然开店状态。综上 20Q1-Q3 实现归母净利 5.2 亿元（-15.33%），净利率 13.29%(-2.33pct)；其中 Q3 归母净利 2.46 亿元（+12.82%），净利率 16.61%(+1.24pct)。
- **盈利预测与投资评级：**公司营销策略已从“跑马圈地，饱和开店”逐步升级为“深度覆盖，渠道精耕”，20H1 公司加快高势能店拿店节奏，加速提高市场份额。此轮开店中公司加大商圈、核心交通枢纽等高势能店布局，度过门店爬升期后公司店均收入/效益有望拉高。长期来看，公司旗下多元投资美食产业，挖掘新机遇，储备第二增长曲线，保证长期增长潜力。预计 20-22 年公司净利增速-2/+38/+23%，对应 EPS 分别为 1.3/1.8/2.2 元，PE 为 64/47/38X，给予“买入”评级。
- **风险提示：**成本波动风险，疫情风险，市场竞争加剧，加盟管理风险。

证券分析师 杨默曦
执业证号：S0600518110001
021-60199793
yangmx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	82.30
一年最低/最高价	34.09/95.80
市净率(倍)	10.52
流通 A 股市值(百万元)	50090.31

基础数据

每股净资产(元)	7.82
资产负债率(%)	14.60
总股本(百万股)	608.63
流通 A 股(百万股)	608.63

相关研究

1、《绝味食品（603517）：疫后加速开店整合，高势能店储备业绩弹性》2020-08-27
2、《绝味食品（603517）：让利下游共度时艰，饱和开店加速整合》2020-04-29
3、《绝味食品（603517）：锐意进取稳增长，期待战略新启航》2020-04-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

绝味食品三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**2,471**	**2,569**	**2,798**	**3,013**
现金	1,602	1,751	1,664	1,999
应收账款	10	5	13	8
存货	669	481	860	616
其他流动资产	190	331	261	390
非流动资产	**2,992**	**3,336**	**4,018**	**4,654**
长期股权投资	1,122	1,476	1,926	2,412
固定资产	1,144	1,175	1,374	1,525
在建工程	232	203	213	206
无形资产	197	215	216	220
其他非流动资产	296	267	290	291
资产总计	**5,463**	**5,905**	**6,817**	**7,667**
流动负债	**881**	**874**	**1,020**	**888**
短期借款	180	240	150	120
应付账款	311	250	425	341
其他流动负债	390	383	445	427
非流动负债	**17**	**17**	**17**	**17**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	17	17
负债合计	**897**	**890**	**1,037**	**905**
少数股东权益	-2	-12	-27	-44
归属母公司股东权益	4,567	5,027	5,806	6,806
负债和股东权益	**5,463**	**5,905**	**6,817**	**7,667**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,028	919	1,046	1,342
投资活动现金流	-799	-513	-773	-688
筹资活动现金流	669	-257	-360	-319
现金净增加额	899	149	-87	335
折旧和摊销	130	128	146	142
资本开支	524	-5	182	151
营运资本变动	114	-16	-80	19

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,172**	**5,401**	**6,534**	**7,470**
减:营业成本	3,416	3,564	4,293	4,871
营业税金及附加	41	38	46	52
营业费用	422	475	542	568
管理费用	294	308	359	411
财务费用	26	-5	-26	-32
资产减值损失	-1	-11	0	0
加:投资净收益	49	-40	55	90
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**1,006**	**991**	**1,375**	**1,691**
加:营业外净收支	44	11	22	24
利润总额	**1,050**	**1,002**	**1,397**	**1,714**
减:所得税费用	259	231	335	411
少数股东损益	-10	-10	-14	-17
归属母公司净利润	**801**	**782**	**1,076**	**1,320**
EBIT	1,013	965	1,358	1,667
EBITDA	1,142	1,093	1,504	1,809

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.32	1.28	1.77	2.17
每股净资产(元)	7.50	8.26	9.54	11.18
发行在外股份(百万股)	609	609	609	609
ROIC(%)	16.0%	14.1%	17.3%	18.3%
ROE(%)	17.3%	15.4%	18.4%	19.3%
毛利率(%)	33.9%	34.0%	34.3%	34.8%
销售净利率(%)	15.5%	14.5%	16.5%	17.7%
资产负债率(%)	16.4%	15.1%	15.2%	11.8%
收入增长率(%)	18.4%	4.4%	21.0%	14.3%
净利润增长率(%)	25.1%	-2.4%	37.6%	22.7%
P/E	62.52	64.05	46.53	37.94
P/B	10.97	9.96	8.63	7.36
EV/EBITDA	42.61	44.45	32.30	26.63

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn