绝味食品（603517）

公司研究/点评报告

Q3 延续复苏态势，经营业绩环比改善明显

——绝味食品（603517）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 30 日

一、事件概述

10 月 29 日公司发布 2020 年三季报，报告期内实现营收 38.85 亿元，同比-0.01%；实现归母净利润 5.2 亿元，同比-15.33%，基本 EPS 为 0.85 元。折合 Q3 单季度公司实现营收/归母净利润 14.72/2.46 亿元，同比分别+5.46%/+12.82%。

二、分析与判断

➢ Q3 业绩恢复增长，疫情负面影响大幅改善

收入端，Q3 疫情进一步缓解，下游需求稳定复苏，营收同比小幅度增长。受此带动，前三季度营收的同比基本持平，全年营收恢复个位数增长可期。利润端，Q3 受益于下游动销恢复，核心产品毛利率同比走高；同时销售投入同比降低，带动 Q3 净利润恢复两位数增长。不过 Q1 受疫情影响较大，前三季度利润仍同比下滑。

分产品看，前三季度禽类/畜类/蔬菜/其他产品分别实现营收 28.51/0.27/3.93/3.50 亿元，同比分别-3.57%/+133.48%/-2.01%/+6.44%；合 Q3 分别实现营收 10.65/0.07/1.51/1.29 亿元，同比分别+1.69%/+94.18%/+2.40%/+2.81%。Q3 疫情全面缓解后，所有产品品类收入均同比恢复增长，复苏态势明显，其中禽类、蔬菜、其他产品维持小幅增长，畜类产品增速较高。受此影响，前三季度主要产品收入降幅大幅收窄。

分地区看，前三季度西南/西北/华中/华南/华东/华北地区分别实现营收 5.82/0.52/10.69/6.91/8.71/4.62 亿元，同比分别+6.70%/-22.25%/+6.34%/-3.25%/-9.57%/+3.31%；合 Q3 分别实现营收 2.20/0.08/4.06/2.78/3.26/1.68 亿元，同比分别+17.82%/-68.98%/+14.52%/+2.14%/-5.13%/+6.48%。Q3 西南、华中、华南、华北市场收入恢复增长，其中西南、华中市场为双位数增长；西北、华东市场仍同比下滑。前三季度西南、华中、华北市场收入同比恢复增长；华南、华东市场小幅下滑。

➢ 销售毛利率同比持平，疫情期间对经销商的帮扶政策推高费用率

前三季度公司销售毛利率为 35.57%，同比+0.87ppt(Q3 为 37.60%，同比+2.08ppt)。Q3 下游动销延续 Q2 的复苏态势，各项生产成本得到有效分摊，毛利率同比小幅上行，并带动前三季度毛利率水平持续回升。

前三季度公司整体期间费用率为 15.22%，同比+0.61ppt（Q3 为 14.65%，同比-0.93ppt）。其中销售费用率 9.15%，同比+0.43ppt（Q3 为 8.18%，同比-1.48ppt）原因是 Q3 动销顺畅，终端货折有所下降，且经销商扶持政策逐步退出，降低销售费用投入。管理费用率 6.05%，同比+0.96ppt（Q3 为 6.42%，同比+1.28ppt）原因是管理人员工资、咨询服务费有所增长。研发费用率 0.24%，同比-0.01ppt（Q3 为 0.31%，同比+0.05ppt）；财务费用率-0.23%，同比-0.77ppt(Q3 为-0.26%，同比-0.79ppt)，原因是利息收入同比增长，叠加去年同期确认可转债利息费用导致基数较高。

➢ 营销策略更注重精细化管理，渠道布局持续深化

今年以来，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”，具体措施包括优化现有渠道布局，加强复合式饱和开店，并在此基础上，重新深化商圈布局，打造交通体、商圈体、社区体、沿街体等 7 大渠道。疫情期间公司给予加盟商较大力度的扶持政策，并逆势优化门店布局。同时，公司重新构建渠道模型，开展精准营销，积极拥抱新业态、新渠道、新媒体，全方位提升品牌势能。

推荐　维持评级

当前价格：　82.30

交易数据	2020-10-29
近 12 个月最高/最低	94.2/34.73
总股本（百万股）	608.63
流通股本（百万股）	608.63
流通股比例（%）	100%
总市值（亿元）	500.90
流通市值（亿元）	500.90

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
电话：010-85127513
邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003
电话：0755-22662056
邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 绝味食品（603517）2020 半年报点评：20H1 业绩受疫情影响较大，Q2 实现稳步复苏
2. 绝味食品（603517）2020 一季报点评：20Q1 收入小幅下滑，费用投放拖累利润表现

三、盈利预测与投资建议

根据前三季度经营情况，我们下调盈利预测。预计 20-22 年公司实现营业收入 52.74/60.70/68.65 亿元，同比+2.0%/+15.1%/+13.1%；实现归母净利润 7.35/9.55/11.56 亿元，同比-8.3%/+29.9%/+21.1%，对应 EPS 为 1.21/1.57/1.90 元，目前股价对应 PE 为 68/53/43 倍。公司估值高于休闲食品行业整体 50 倍左右估值，疫情冲击公司短期业绩，但考虑到公司市场地位稳固，长期成长性良好，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

业务扩张速度不及预期，消费者消费意愿下降，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,172	5,274	6,070	6,865
增长率（%）	18.4%	2.0%	15.1%	13.1%
归属母公司股东净利润（百万元）	801	735	955	1,156
增长率（%）	25.1%	-8.3%	29.9%	21.1%
每股收益（元）	1.38	1.21	1.57	1.90
PE（现价）	59.6	68.2	52.5	43.3
PB	11.0	10.2	9.3	8.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,172	5,274	6,070	6,865
营业成本	3,416	3,489	3,985	4,493
营业税金及附加	41	45	50	58
销售费用	422	525	510	501
管理费用	294	309	331	357
研发费用	16	14	18	19
EBIT	983	892	1,177	1,437
财务费用	26	18	20	16
资产减值损失	(1)	1	1	1
投资收益	49	49	49	49
营业利润	1,006	927	1,208	1,473
营业外收支	44	0	0	0
利润总额	1,050	957	1,245	1,507
所得税	259	236	307	372
净利润	791	721	938	1,135
归属于母公司净利润	801	735	955	1,156
EBITDA	1,112	1,001	1,302	1,574

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1602	1752	1856	2452
应收账款及票据	10	8	10	11
预付款项	98	121	126	149
存货	669	613	866	796
其他流动资产	40	40	40	40
流动资产合计	2471	2589	2966	3516
长期股权投资	1122	1171	1220	1269
固定资产	1144	1315	1461	1619
无形资产	197	212	230	245
非流动资产合计	2992	3198	3415	3604
资产合计	5463	5787	6382	7120
短期借款	180	180	180	180
应付账款及票据	311	297	350	389
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	881	887	992	1090
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
非流动负债合计	17	17	17	17
负债合计	897	903	1009	1107
股本	609	609	609	609
少数股东权益	(2)	(16)	(33)	(54)
股东权益合计	4565	4884	5373	6013
负债和股东权益合计	5463	5787	6382	7120

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	18.4%	2.0%	15.1%	13.1%
EBIT 增长率	18.7%	-9.2%	31.9%	22.1%
净利润增长率	25.1%	-8.3%	29.9%	21.1%
盈利能力				
毛利率	33.9%	33.9%	34.4%	34.6%
净利润率	15.5%	13.9%	15.7%	16.8%
总资产收益率 ROA	14.7%	12.7%	15.0%	16.2%
净资产收益率 ROE	17.5%	15.0%	17.7%	19.1%
偿债能力				
流动比率	2.8	2.9	3.0	3.2
速动比率	2.0	2.2	2.1	2.5
现金比率	1.8	2.0	1.9	2.2
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	0.5	0.4	0.5	0.5
存货周转天数	67.3	66.1	66.7	66.4
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0
每股指标（元）				
每股收益	1.4	1.2	1.6	1.9
每股净资产	7.5	8.1	8.9	10.0
每股经营现金流	1.7	1.3	1.4	2.2
每股股利	0.5	0.7	0.7	0.8
估值分析				
PE	59.6	68.2	52.5	43.3
PB	11.0	10.2	9.3	8.3
EV/EBITDA	43.1	47.8	36.7	30.0
股息收益率	0.6%	0.8%	0.9%	1.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	791	721	938	1,135
折旧和摊销	130	109	126	137
营运资金变动	115	37	(169)	143
经营活动现金流	1,027	806	829	1,348
资本开支	523	230	256	243
投资	(256)	0	0	0
投资活动现金流	(799)	(230)	(256)	(243)
股权募资	6	0	0	0
债务募资	942	0	0	0
筹资活动现金流	669	(426)	(469)	(510)
现金净流量	897	150	104	595

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。