消费升级与娱乐研究中心

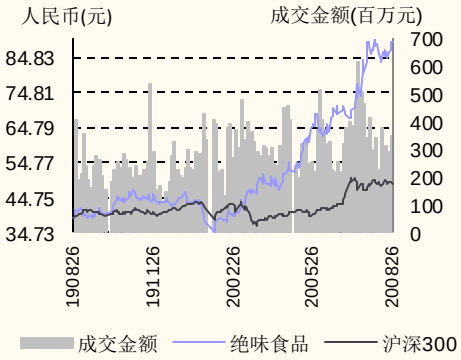
绝味食品 (603517.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：88.91 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.09
已上市流通 A 股(亿股)	6.09
总市值(亿元)	541.13
年内股价最高最低(元)	90.15/83.30
沪深 300 指数	4706
上证指数	3330



相关报告

1.《绝味食品深度报告-门店扩张再加速，供应链优势内外共享》，2020.8.23

2.《主业稳健，加速建设美食生态圈-绝味食品点评报告》，2020.4.22

3.《业绩稳健增长，加速建设美食生态圈-绝味食品三季报点评》，2019.10.26

4.《收入持续高增长，费用投放效率不断优化-绝味食品中报点评》，2019.8.29

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

经营业绩提升在即，高瞻布局信心不改

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,368	5,172	5,854	6,646	7,596
营业收入增长率	13.45%	18.41%	13.18%	13.54%	14.29%
归母净利润(百万元)	641	801	914	1,054	1,268
归母净利润增长率	27.69%	25.06%	14.05%	15.39%	20.29%
摊薄每股收益(元)	1.563	1.316	1.501	1.732	2.084
每股经营性现金流净额	1.18	1.69	1.52	1.83	2.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.18%	17.54%	17.86%	18.34%	19.49%
P/E	21.19	35.29	59.22	51.32	42.66
P/B	4.49	6.19	10.58	9.41	8.31

来源：公司年报、国金证券研究所

事件简述

■ 公司公布 2020 年中报，上半年实现营业收入 24.13 亿元，同比下滑 3.08%；归母净利润为 2.74 亿元，同比下滑 30.78%，符合我们预期。

事件点评

■ **Q2 收入端实现正增长，预计下半年经营改善加速。**公司 Q2 实现营业收入 13.47 亿元，同比增长 0.83%，归母净利润 2.11 亿元，同比下降 1.74%。公司 Q2 社区店的恢复态势较好，高势能商业门店受客流影响略弱，整体来看大部分门店已经恢复正常营业，因此公司 Q2 收入端实现正增长，归母净利润基本持平。Q1 公司归母净利润端相较去年同期有 1.2 亿的缺口，因此上半年归母净利润增速有所下滑。展望下半年，我们认为 Q2 新开高势能门店有望贡献收入增量，线下客流及消费习惯恢复后，单店收入将回到正常增长态势，对鸭脖主业依旧维持较好的预判。

■ **Q2 毛利率显著提升，逆势拿铺政策有望提升下半年盈利水平。**公司上半年毛利率为 34.32%，同比提升 0.09pct，其中 Q2 毛利率为 38%，同比提升 2.97pct。今年上半年原材料价格不断走低，Q1 因疫情导致线下门店收入下滑+物流受阻部分断货，因此毛利率端表现不显著，Q2 门店陆续恢复后成本红利体现在报表上。展望下半年供给端原材料有望上涨，但公司积极计划性囤货有望将全年成本平滑处理。上半年公司销售费用率为 9.74%，同比提升 1.5pct，其中 Q2 销售费用率为 8.54%，同比下降 0.5pct。公司上半年对费用的投放主要在于支持经销商逆势拿铺，在客流未恢复的情况下终端的促销投入效果较弱，通过逆势拿铺新开高势能门店，有望下半年恢复公司整体盈利水平。2020Q2 公司归母净利率为 15.70%，同比下降 0.41pct。

■ **“美食生态圈”长期逻辑不改，疫情下供应链优势凸显。**疫情带来低效门店的出清同样适用于餐饮行业，优质标的进一步集中。餐饮行业更需要优质供应链的支撑，公司构建美食生态平台的进度有望加快。公司的供应链体系是伴随绝味门店的扩张成长起来的，Q2 起连锁餐饮品牌收入增长提速，供应链体系可有效的给被投企业实现赋能。

盈利预测与估值

■ 预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 13%/14%/14%，归母净利润增速为 14%/15%/20%，对应 EPS 为 1.50/1.73/2.08 元，对应当前股价 PE 倍数为 59/51/43 倍，维持“买入”评级。

风险提示

■ 疫情反复风险、区域市场竞争风险、原材料价格变动风险、食品安全风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**3,850**	**4,368**	**5,172**	**5,854**	**6,646**	**7,596**
增长率		13.4%	18.4%	13.2%	13.5%	14.3%
主营业务成本	-2,472	-2,870	-3,416	-3,847	-4,368	-4,923
%销售收入	64.2%	65.7%	66.1%	65.7%	65.7%	64.8%
毛利	1,378	1,498	1,756	2,007	2,278	2,672
%销售收入	35.8%	34.3%	33.9%	34.3%	34.3%	35.2%
营业税金及附加	-41	-40	-41	-47	-53	-61
%销售收入	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-426	-359	-422	-480	-538	-608
%销售收入	11.1%	8.2%	8.2%	8.2%	8.1%	8.0%
管理费用	-265	-261	-294	-334	-372	-418
%销售收入	6.9%	6.0%	5.7%	5.7%	5.6%	5.5%
研发费用	0	-10	-16	-12	-13	-15
%销售收入	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润（EBIT）	646	828	983	1,135	1,301	1,571
%销售收入	16.8%	19.0%	19.0%	19.4%	19.6%	20.7%
财务费用	2	0	-26	6	7	8
%销售收入	-0.1%	0.0%	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-3	-3	-1	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	-1	49	40	50	60
%税前利润	0.4%	n.a	4.7%	3.3%	3.6%	3.6%
营业利润	650	831	1,006	1,174	1,357	1,638
营业利润率	16.9%	19.0%	19.4%	20.0%	20.4%	21.6%
营业外收支	17	17	44	40	40	40
税前利润	667	848	1,050	1,214	1,397	1,678
利润率	17.3%	19.4%	20.3%	20.7%	21.0%	22.1%
所得税	-169	-217	-259	-300	-342	-409
所得税率	25.4%	25.6%	24.7%	24.7%	24.5%	24.4%
净利润	497	631	791	914	1,054	1,268
少数股东损益	-4	-10	-10	0	0	0
归属于母公司的净利润	502	641	801	914	1,054	1,268
净利率	13.0%	14.7%	15.5%	15.6%	15.9%	16.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	497	631	791	914	1,054	1,268
少数股东损益	-4	-10	-10	0	0	0
非现金支出	72	101	130	132	152	176
非经营收益	0	7	-9	-59	-70	-80
营运资金变动	72	-254	115	-61	-24	-18
经营活动现金净流	**641**	**485**	**1,027**	**926**	**1,112**	**1,346**
资本开支	-331	-388	-523	-141	-340	-340
投资	-198	-454	-256	-100	-100	-100
其他	2	-30	-21	40	50	60
投资活动现金净流	**-526**	**-871**	**-799**	**-201**	**-390**	**-380**
股权募资	760	9	6	0	0	0
债权募资	-60	210	942	-196	0	0
其他	-149	-195	-277	-386	-442	-527
筹资活动现金净流	**551**	**24**	**671**	**-582**	**-442**	**-527**
现金净流量	**666**	**-363**	**899**	**144**	**280**	**439**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,066	703	1,602	1,732	1,975	2,360
应收款项	35	60	61	58	66	75
存货	425	609	669	678	770	868
其他流动资产	107	152	139	192	212	232
流动资产	1,633	1,524	2,471	2,661	3,022	3,535
%总资产	51.2%	39.9%	45.2%	45.0%	45.1%	46.4%
长期投资	347	805	1,142	1,242	1,342	1,442
固定资产	894	1,105	1,376	1,574	1,756	1,921
%总资产	28.0%	28.9%	25.2%	26.6%	26.2%	25.2%
无形资产	190	218	273	332	387	438
非流动资产	1,556	2,297	2,992	3,246	3,675	4,080
%总资产	48.8%	60.1%	54.8%	55.0%	54.9%	53.6%
资产总计	**3,189**	**3,821**	**5,463**	**5,906**	**6,697**	**7,614**
短期借款	0	210	180	0	0	0
应付款项	402	345	438	435	494	557
其他流动负债	194	225	263	271	308	356
流动负债	595	780	881	706	802	913
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	19	14	17	86	149	195
负债	614	794	897	793	951	1,107
普通股股东权益	**2,572**	**3,025**	**4,567**	**5,115**	**5,748**	**6,509**
其中：股本	410	410	609	609	609	609
未分配利润	1,311	1,709	2,191	2,739	3,372	4,133
少数股东权益	3	3	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	**3,189**	**3,821**	**5,463**	**5,906**	**6,697**	**7,614**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.224	1.563	1.316	1.501	1.732	2.084
每股净资产	6.273	7.377	7.504	8.405	9.444	10.695
每股经营现金净流	1.564	1.182	1.688	1.522	1.826	2.212
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.601	0.693	0.834
回报率						
净资产收益率	19.51%	21.18%	17.54%	17.86%	18.34%	19.49%
总资产收益率	15.73%	16.76%	14.67%	15.47%	15.74%	16.66%
投入资本收益率	18.71%	19.02%	15.60%	16.71%	17.09%	18.25%
增长率						
主营业务收入增长率	17.59%	13.45%	18.41%	13.18%	13.54%	14.29%
EBIT 增长率	18.61%	28.20%	18.72%	15.44%	14.66%	20.78%
净利润增长率	31.93%	27.69%	25.06%	14.05%	15.39%	20.29%
总资产增长率	62.55%	19.83%	42.95%	8.12%	13.39%	13.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转天数	61.5	65.8	68.3	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	34.3	32.9	28.7	28.0	28.0	28.0
固定资产周转天数	75.9	85.5	80.7	77.4	72.7	66.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.39%	-16.29%	-31.16%	-33.88%	-34.37%	-36.26%
EBIT 利息保障倍数	-307.1	-7,430.4	37.7	-193.8	-195.7	-206.8
资产负债率	19.26%	20.78%	16.43%	13.42%	14.20%	14.54%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH