绝味食品（603517）2020 年中报点评

环比边际改善，逆势扩张明显

强推（维持）

目标价：90 元

当前价：88.91 元

- **事项：**公司发布 20 年中报，20H1 实现收入 24.13 亿元，同降 3.08%，归母净利润 2.74 亿元，同降 30.78%，经营活动现金流净额 5.52 亿元，同降 19.32%。单 Q2 看，收入 13.47 亿元，同增 0.83%，归母净利润 2.11 亿元，同降 1.74%，经营活动现金流净额 3.13 亿元，同降 37.47%。
- **门店数量净增超预期推动收入环比大幅改善。**20H1 实现收入 24.13 亿元，同降 3.08%，分地区看，西南/西北/华中/华南/华东/华北/新加坡、港澳市场分别实现收入 3.62/0.45/6.63/4.14/5.45/2.93/0.39 亿元，分别同比+0.91%/+4.81%/+1.89%/-6.56%/-12.03%/+1.58%/+18.82%，华南、华东市场下滑较多，港澳及海外市场增长良好。单 Q2 收入同比微增 0.83%，增速环比改善明显，主要系 Q2 净开店超 800 家，同比大幅增加导致（去年同期约 300 家），我们预计下半年开店节奏放缓。受疫情及开店加速影响，公司 H1 单店收入下滑近 15%，故在上半年门店净增 1104 家下，整体收入略有下滑。
- **盈利能力环比改善明显，对加盟商扶持力度恢复常态。**20H1 公司毛利率为 34.32%，同比基本持平，单 Q2 毛利率 38.00%，同增 2.97pcts，推测系上半年原材料成本下降及经营管理效率提升导致。H1 销售费用率 9.74%，同增 1.55pcts，主要是疫情期间公司对加盟商加大扶持以维系加盟体系导致，Q2 销售费用率同降 0.46pct，预计对加盟商扶持力度已恢复常态。H1 管理费用率为 5.83%，同增 0.76pct，H1 净利率为 11.37%，同降 4.55pcts，单 Q2 净利率为 15.70%，同降 0.41pct，环比大幅改善。
- **核心竞争优势并未改变，逆势扩张保障长期发展。**如此前我们外发深度报告《香飘千年，卤味长青》所述，公司的核心竞争优势在后端的门店管理、供应链管理、及人才管理能力，此次疫情虽对公司短期业绩造成波动，但并未改变公司核心竞争优势。相反，疫情带来中小门店加速出清，公司竞争优势凸显，凭借后端三大能力逆势加速拿店，抢占优质点位，保障了长期发展。展望未来，我们预计在疫情稳定后公司单店收入逐季恢复，只要加盟体系维持稳定，门店数量稳步增长，核心竞争力并未变化，那么待消费恢复之时业绩亦大概率恢复常态。
- **短期业绩波动不改长期成长潜力。**虽然此次疫情导致 H1 业绩大幅下滑，但并未改变公司增长逻辑及核心优势：1）门店稳步扩张逻辑不改，疫情或带来更多优质开店点位；2）门店管理、供应链管理及人才管理优势仍然突出，在逆势扩张中优势或被放大。此外，公司凭借后端三大能力积极布局美食生态圈，中长期具备增长看点。考虑 H1 业绩受疫情影响较大，我们下调 2020-2022 年 EPS 预测为 1.32/1.66/2.03 元（原预测为 1.53/1.84/2.23 元），对应 PE 为 67/53/44 倍，我们上调 21-22 年目标价至 90 元，对应 44 倍 PE，维持“强推”评级。
- **风险提示：**全国化布局不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险等。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	5,172	5,429	6,437	7,455
同比增速(%)	18.4%	5.0%	18.6%	15.8%
归母净利润(百万)	801	802	1,012	1,238
同比增速(%)	25.1%	0.1%	26.3%	22.3%
每股盈利(元)	1.32	1.32	1.66	2.03
市盈率(倍)	68	67	53	44
市净率(倍)	12	11	10	8

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 8 月 26 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予
邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

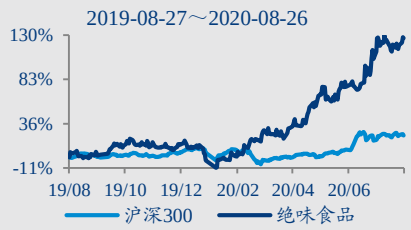
证券分析师：程航
电话：021-20572565
邮箱：chenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519100004

证券分析师：董广阳
电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

公司基本数据

总股本(万股)	60,863
已上市流通股(万股)	60,863
总市值(亿元)	541.13
流通市值(亿元)	541.13
资产负债率(%)	14.6
每股净资产(元)	7.6
12 个月内最高/最低价	91.2/34.09

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《绝味食品（603517）2019 年报点评：门店扩张节奏良好，疫情下有望逆势扩张》 2020-04-22

《绝味食品（603517）2020 年一季报预告点评：以利润换信心，以短期换长期》 2020-04-26

《绝味食品（603517）跟踪分析报告：逆势开店节奏延续，Q2 或迎来开店高峰》 2020-05-27

未经许可，禁止转载

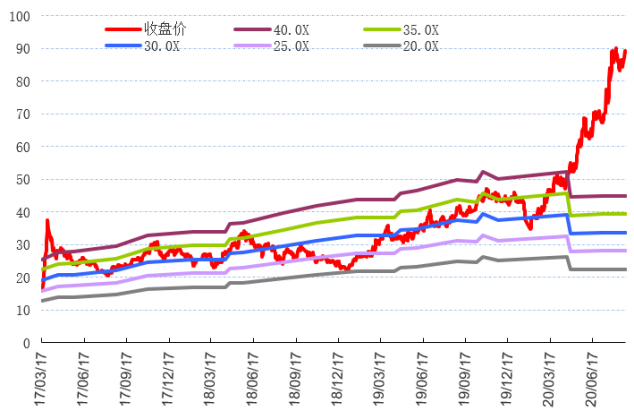
图表 1 公司分季度情况

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2018A	2019A	2020Q1	2020Q2
营业总收入	**1,154**	**1,336**	**1,396**	**1,286**	**4,368**	**5,172**	**1,066**	**1,347**
营业总成本	**931**	**1,077**	**1,129**	**1,080**	**3,543**	**4,216**	**945**	**1,044**
其中：营业成本	*770*	*868*	*900*	*878*	*2,870*	*3,416*	*750*	*835*
营业税金及附加	*11*	*10*	*10*	*10*	*40*	*41*	*9*	*9*
销售费用	*84*	*120*	*135*	*83*	*359*	*422*	*120*	*115*
管理费用	*64*	*68*	*75*	*102*	*271*	*310*	*67*	*78*
财务费用	*2*	*11*	*7*	*5*	*-0*	*26*	*-2*	*-4*
资产减值损失	*0*	*-*	*-*	*-1*	*3*	*-1*	*-0*	*-9*
其他收益	*1*	*1*	*5*	*-3*	*8*	*4*	*2*	*0*
营业利润	**232**	**275**	**276**	**223**	**831**	**1,006**	**112**	**280**
加：营业外收入	*5*	*8*	*15*	*25*	*22*	*53*	*1*	*10*
减：营业外支出	*2*	*2*	*0*	*4*	*4*	*9*	*11*	*0*
利润总额	**235**	**281**	**290**	**243**	**848**	**1,050**	**103**	**290**
减：所得税	*55*	*69*	*76*	*60*	*217*	*259*	*40*	*81*
净利润	**180**	**213**	**215**	**184**	**631**	**791**	**62**	**210**
减少数股东损益	*-1*	*-3*	*-3*	*-3*	*-10*	*-10*	*-1*	*-2*
归母净利润	**181**	**215**	**218**	**187**	**641**	**801**	**63**	**211**
EPS	0.44	0.37	0.37	0.31	1.56	1.32	0.10	0.35
主要比率								
毛利率	33.3%	35.0%	35.5%	31.7%	34.3%	33.9%	29.7%	38.0%
营业税金率	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%
销售费用率	7.3%	9.0%	9.7%	6.4%	8.2%	8.2%	11.3%	8.5%
管理费用率	5.48%	4.73%	5.13%	7.47%	5.97%	5.69%	6.06%	5.65%
营业利润率	20.1%	20.6%	19.8%	17.3%	19.0%	19.4%	10.5%	20.8%
实际税率	23.4%	24.4%	26.1%	24.5%	25.6%	24.7%	39.2%	27.8%
净利率	15.7%	16.1%	15.6%	14.5%	14.7%	15.5%	5.9%	15.7%
收入季度占比	22.3%							
YoY								
收入增长率	**19.6%**	**19.2%**	**18.2%**	**16.7%**	**239.6%**	**18.4%**	**-7.6%**	**0.8%**
营业利润增长率	**20.4%**	**27.0%**	**26.4%**	**9.8%**	**272.9%**	**21.1%**	**-51.8%**	**1.8%**
归母净利润增长率	**20.4%**	**30.8%**	**26.5%**	**13.7%**	**242.5%**	**25.1%**	**-65.3%**	**-1.7%**

注：2019年管理费用包含研发费用

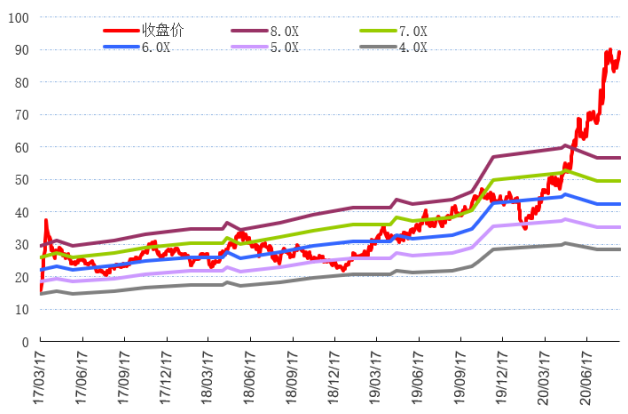
资料来源：wind，华创证券

图表 2 PE-Band



资料来源：wind，华创证券

图表 3 PB-Band



资料来源：wind，华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,602	1,472	1,817	2,270
应收票据	0	0	0	0
应收账款	10	11	12	14
预付账款	98	103	121	140
存货	669	749	839	970
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	92	96	114	133
流动资产合计	2,471	2,431	2,903	3,527
其他长期投资	14	16	17	18
长期股权投资	1,122	1,222	1,422	1,722
固定资产	1,144	1,500	1,570	1,681
在建工程	232	242	262	212
无形资产	197	200	204	212
其他非流动资产	283	254	280	294
非流动资产合计	2,992	3,434	3,755	4,139
资产合计	**5,463**	**5,865**	**6,658**	**7,666**
短期借款	180	150	160	170
应付票据	0	0	0	0
应付账款	311	325	382	441
预收款项	138	145	172	199
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	127	115	118	120
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	125	138	156	169
流动负债合计	881	873	988	1,099
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	17	15	18	17
非流动负债合计	17	15	18	17
负债合计	**898**	**888**	**1,006**	**1,116**
归属母公司所有者权益	4,567	4,991	5,681	6,597
少数股东权益	-2	-14	-29	-47
所有者权益合计	**4,565**	**4,977**	**5,652**	**6,550**
负债和股东权益	**5,463**	**5,865**	**6,658**	**7,666**

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**1,028**	**837**	**1,100**	**1,276**
现金收益	947	925	1,166	1,399
存货影响	-59	-81	-89	-131
经营性应收影响	13	-4	-19	-20
经营性应付影响	117	9	87	89
其他影响	11	-12	-44	-61
投资活动现金流	**-799**	**-572**	**-481**	**-554**
资本支出	-437	-498	-255	-238
股权投资	-337	-100	-200	-300
其他长期资产变化	-25	26	-26	-16
融资活动现金流	**669**	**-395**	**-274**	**-269**
借款增加	-30	-30	10	10
股利及利息支付	-268	-329	-445	-544
股东融资	6	6	6	6
其他影响	961	-42	155	259

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**5,172**	**5,429**	**6,437**	**7,455**
营业成本	3,416	3,572	4,197	4,853
税金及附加	41	43	51	60
销售费用	422	472	528	581
管理费用	294	309	354	373
研发费用	16	17	20	23
财务费用	26	7	8	10
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	49	20	23	40
其他收益	4	0	0	0
营业利润	**1,006**	**1,029**	**1,301**	**1,594**
营业外收入	53	29	35	40
营业外支出	9	5	6	7
利润总额	**1,050**	**1,053**	**1,330**	**1,627**
所得税	259	263	333	407
净利润	**791**	**790**	**997**	**1,220**
少数股东损益	-10	-12	-15	-18
归属母公司净利润	**801**	**802**	**1,012**	**1,238**
NOPLAT	811	795	1,003	1,228
EPS(摊薄)（元）	1.32	1.32	1.66	2.03

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	18.4%	5.0%	18.6%	15.8%
EBIT 增长率	26.9%	-1.5%	26.2%	22.4%
归母净利润增长率	25.1%	0.1%	26.3%	22.3%
获利能力				
毛利率	33.9%	34.2%	34.8%	34.9%
净利率	15.3%	14.5%	15.5%	16.4%
ROE	17.5%	16.1%	17.9%	18.9%
ROIC	28.1%	25.9%	29.2%	31.5%
偿债能力				
资产负债率	16.4%	15.1%	15.1%	14.6%
债务权益比	4.3%	3.3%	3.2%	2.9%
流动比率	280.5%	278.5%	293.8%	320.9%
速动比率	204.5%	192.7%	208.9%	232.7%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	28	32	30	31
存货周转天数	67	71	68	67
每股指标(元)				
每股收益	1.32	1.32	1.66	2.03
每股经营现金流	1.69	1.38	1.81	2.10
每股净资产	7.50	8.20	9.33	10.84
估值比率				
P/E	68	67	53	44
P/B	12	11	10	8
EV/EBITDA	37	37	30	25

资料来源：公司公告，华创证券预测

食品饮料组团队介绍

组长、首席分析师：欧阳予

荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，金融学专业，4 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券研发中心，2017 年新财富第一、2018 年水晶球第一、2019 年新财富第三团队核心成员，2020 年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2 年消费行业研究经验，曾就职于中金公司，2019 年加入华创证券研究所。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018 年加入华创证券研究所。

研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019 年加入华创证券研究所。

研究所所长、大消费组组长：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11 年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017 连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，2019 年获新财富、金麒麟、上证报等最佳分析师第一，金牛奖最具价值分析师等奖项。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500