

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

绝味食品 (603517.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

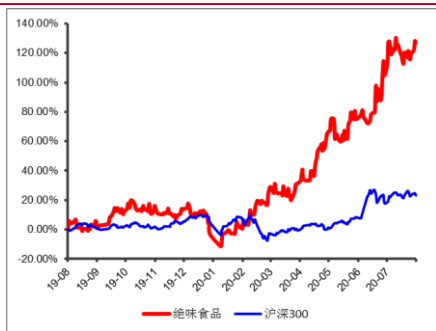
Q2 收入环比转正，后续有望逐渐改善

买入

2020 年 8 月 27 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 26 日

收盘价(元)：88.91

年内最高/最低(元)：91.20/34.09

流通 A 股/总股本(亿)：6.09/6.09

流通 A 股市值(亿)：541

总市值(亿)：541

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.38

每股净资产(元)：7.5

净资产收益率：21.11%

分析师：和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

E-mail: hefangfang@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

8 月 26 日晚间披露半年报，上半年公司实现营收 24.13 亿元，同比下降 3.08%；净利 2.74 亿元，同比下降 30.78%。

事件点评

- **Q2 收入环比转正，开店速度加快。**2020H1 实现营收 24.13 亿元，同比下降 3.08%，归母净利润为 2.74 亿元，同比下降 30.78%，主要是疫情影响营业收入减少。其中单 Q2 实现营收 13.47%，同比增加 0.83%，归母净利润为 2.11 亿元，同比减少 1.74%，增速环比改善明显。1) 分产品看，畜类产品增速最快，禽类/畜类/蔬菜/其他鲜货分别实现营收 17.86/0.19/2.42/2.21 亿元，同比-6%/+153%/-5%/+9%；2) 分区域看，公司华南、华东市场下滑较多，西南/西北/华中/华南/华东/华北/新加坡、港澳市场分别实现营收 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%。3) 分渠道来看，公司 2020Q1/Q2 分别实现加盟商管理收入 0.1/0.27 亿元，分别-29%/+60%，主要是二季度开店速度加快。
- **疫情期间对经销商的帮扶政策影响盈利能力。**公司 2020H1 销售净利率为 11.27%，同比减少 4.5 个百分点。具体来看：2020H1 毛利率为 34.32%，同比增加 0.09 个百分点；2020H1 年销售期间费用率 15.56%，同比增加 1.5pct，其中，销售费用率 9.74%，同比增加 1.54pct，主要是疫情期间加大了对加盟商扶持；管理费用率 6.04%，同比增加 0.72pct，主要是管理人员工资、咨询服务费有所增长；财务费用率 -0.22%，同比下降 0.76pct，主要是本期利息收入增长、去年同期确认可转债利息费用。
- **后续有望逐渐改善，长期价值仍可期。**此次疫情虽然短期对公司业绩造成一定的波动，但公司给予加盟商较大力度的扶持政策，加大开店速度，截至 6 月底公司开店数量 12058 家，2020H1 净开店 1104 家。同时公司营销策略从“跑马圈地，饱和开店”升级为“深度覆盖，渠道精耕”，后续随着下半年消费恢复，单店收入的提高，公司经营有望加速恢复。此外，在保证主营业务发展的前提下，公司整合国内优秀的餐饮和食品连锁企业，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来利润成长储蓄强大的动能，借此加快建立美食生态圈。



投资建议

- 公司作为卤制品行业龙头，供应链管理及品牌渠道优势明显，短期来看，二季度业绩改善明显，随着下半年消费恢复，单店收入的提高，公司经营有望加速恢复。中长期来看，公司整合国内优秀的餐饮和食品连锁企业，分享食品餐饮消费升级红利。预计 2020-2022 年公司归母净利润为 9.09 亿、10.91 亿、12.70 亿，EPS 分别为 1.49 元、1.79 元、2.09 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 59 倍、49 倍、42 倍，维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险，原材料价格波动的风险，加盟模式的管理风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,471	5,618	6,304	7,263	营业收入	5,172	5,867	6,639	7,437
现金	1,602	1,173	1,756	2,645	营业成本	3,416	3,815	4,303	4,775
应收账款	61	115	100	115	营业税金及附加	41	47	53	59
其他应收款	51	60	73	77	销售费用	422	463	412	461
预付账款	98	126	150	163	管理费用	294	327	370	414
存货	669	4,156	4,244	4,278	财务费用	26	41	92	81
其他流动资产	(11)	(12)	(18)	(15)	资产减值损失	(1)	3	(0)	0
非流动资产	2,992	2,645	2,759	2,765	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1,122	746	884	917	投资净收益	49	3	3	3
固定资产	1,144	1,071	999	926	营业利润	1,006	1,174	1,412	1,650
无形资产	197	184	172	160	营业外收入	53	30	30	30
其他非流动资产	529	644	704	761	营业外支出	9	8	8	8
资产总计	5,463	8,263	9,063	10,028	利润总额	1,050	1,196	1,434	1,672
流动负债	881	3,059	3,118	3,215	所得税	259	299	359	418
短期借款	180	2,275	2,273	2,269	净利润	791	897	1,076	1,254
应付账款	311	365	381	438	少数股东损益	(10)	(11)	(15)	(16)
其他流动负债	390	419	463	508	归属母公司净利润	801	909	1,091	1,270
非流动负债	17	17	16	16	EBITDA	1,149	1,301	1,589	1,814
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.32	1.49	1.79	2.09
其他非流动负债	17	17	16	16					
负债合计	897	3,076	3,133	3,231	主要财务比率				
少数股东权益	(2)	(13)	(28)	(45)	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	609	609	609	609	成长能力				
资本公积	1,558	1,558	1,558	1,558	营业收入	18.41%	13.44%	13.15%	12.03%
留存收益	2,394	3,034	3,791	4,674	营业利润	21.11%	16.75%	20.25%	16.80%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	25.06%	13.41%	20.03%	16.47%
益	4,567	5,200	5,958	6,841	获利能力				
负债和股东权益	5,463	8,263	9,063	10,028	毛利率(%)	33.95%	34.98%	35.18%	35.80%
					净利率(%)	15.49%	15.49%	16.43%	17.08%
					ROE(%)	17.32%	17.30%	18.14%	18.45%
					ROIC(%)	35.70%	32.57%	16.07%	17.82%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.43%	37.23%	34.57%	32.22%
					净负债比率(%)	-22.31%	-8.79%	-16.10%	-26.26%
					流动比率	2.81	1.84	2.02	2.26
					速动比率	2.05	0.48	0.66	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	1.11	0.85	0.77	0.78
					应收账款周转率	711.45	180.06	160.93	226.41
					应付账款周转率	19.24	17.36	17.78	18.15
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,028	(2,518)	1,144	1,392
净利润	791	909	1,091	1,270
折旧摊销	130	86	85	84
财务费用	37	41	92	81
投资损失	(49)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	70	(3,541)	(105)	(24)
其他经营现金流	50	(8)	(15)	(16)
投资活动现金流	(799)	379	(136)	(30)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(337)	376	(138)	(33)
其他投资现金流	(462)	3	3	3



筹资活动现金流	669	1,785	(426)	(472)	每股收益(最新摊薄)	1.32	1.49	1.79	2.09
短期借款	(30)	2,095	(2)	(5)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.69	(4.14)	1.88	2.29
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.50	8.54	9.79	11.24
普通股增加	199	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	788	0	0	0	P/E	67.5	59.6	49.6	42.6
其他筹资现金流	(288)	(310)	(425)	(467)	P/B	11.8	10.4	9.1	7.9
现金净增加额	897	(354)	582	889	EV/EBITDA	23.11	43.08	34.95	30.17

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

