

公司点评

绝味食品 (603517)

食品饮料 | 食品加工

环比改善明显, 扩店步伐加快

2020年09月18日

评级 推荐

评级变动 调高

合理区间 79.68-83元

交易数据

当前价格 (元)	80.58
52周价格区间 (元)	34.36-95.80
总市值 (百万)	49043.46
流通市值 (百万)	49043.46
总股本 (万股)	60863.07
流通股 (万股)	60863.07

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
绝味食品	-6.99	19.12	105.5
食品加工	-3.26	23.7	53.92

张昕奕

分析师

执业证书编号: S0530520080001
zhangxy@cfzq.com

0731-84403358

相关报告

- 《绝味食品: 绝味食品 (603517.SH) 调研点评: 疫情加速市场集中, 逆势开店彰显信心》 2020-05-22
- 《绝味食品: 绝味食品 (603517.SH) 2019年三季度报点评: 开店与单店增速保持, 业绩增长超预期》 2019-10-28
- 《绝味食品: 绝味食品 (603517.SH) 2019年半年报点评: 开店仍是营收主力, 费用下行增厚业绩》 2019-08-29

预测指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入 (百万元)	4367.98	5171.96	5947.76	6839.92	7555.38
净利润 (百万元)	640.63	801.20	881.63	1008.26	1148.58
每股收益 (元)	1.05	1.32	1.45	1.66	1.89
每股净资产 (元)	4.97	7.50	8.38	9.39	10.53
P/E	57.52	45.99	41.79	36.54	32.08
P/B	12.18	8.07	7.22	6.45	5.75

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

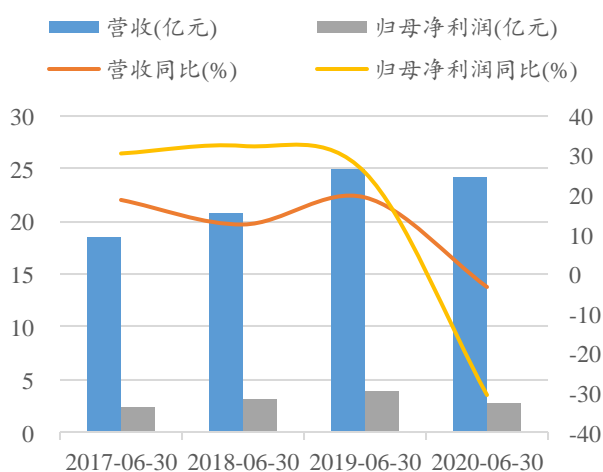
- **2020年半年报业绩情况:** 受疫情影响公司上半年业绩同比下滑, 但二季度以来营收、净利润降幅环比缩窄, 疫情的负面影响有所减轻。截止2020年上半年, 公司已在全国共开设12058家门店, 今年上半年净增加1104家, 疫情压力下公司逆势拿下高势能门店, 预期全年新开店数量有望好于预期(800-1200家), 门店结构持续优化。但由于疫情压力, 短期内公司的业务盈利性受到一定的压制。
- **卤制产品市场广阔, 精耕细作再拓空间。** 目前卤制品行业规模快速扩张, 但市场集中度不高。公司已形成覆盖全国31个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络, 在全国具备一定的知名度与影响力。目前公司的门店数量已突破万家且仍在稳步扩张中, 公司也将粗放式的“跑马圈地, 饱和开店”开拓策略转变为“深度覆盖, 渠道精耕”, 根据渠道特性建立单个经营模型精准施策, 因地制宜地进行渠道的深度下沉, 我们预期公司将长期受益于行业集中度提升。
- **抵抗压力逆势拿店, 经营管理更多赋能。** 今年疫情发生以来, 公司一方面给予加盟商扶持优惠政策, 另一方面逆势加快开店步伐。由于加速开店和疫情的负面影响, 公司2020年上半年的单店收入有一定程度的下滑, 但长期来看门店结构的改善在疫情过去后有望释放更多的业绩动能。在生产端, 公司计划优化工厂布局, 降低固定投入, 控制成本管理细化, 进一步释放生产规模效应; 同时今年绝味云建设投入使用, 信息化系统的引入将有效改善公司业务的管理效率。
- **投资建议与盈利预测。** 公司在行业内品牌力与渠道力领先, 短期内业绩改善态势明显, 长期来看行业景气度高, 公司作为龙头企业开拓步伐稳健。我们预计公司2020-2022年营收分别为59.47/68.40/75.56亿元, 净利润为8.82/10.08/11.49亿元, EPS为1.45/1.66/1.89元。公司长期成长确定性较强, 给予公司2021年40-43倍PE, 股价合理区间为58-62.35元, 上调对公司的评级至“推荐”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险; 门店扩张不及预期风险; 动物疫情风险; 食品安全风险。

1 业绩降幅环比缩窄，门店快增好转可期

业绩情况：公司 2020 年上半年实现营收 24.13 亿元，同比下降 3.08%；实现归母净利润 2.74 亿元，同比下降 30.78%；实现扣非后的归母净利润 2.71 亿元，同比下降 30.46%。单二季度来看，2020 年第二季度实现营收 13.47 亿元，同比增长 0.83%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比下滑 1.35%；实现扣非后的归母净利润 2 亿元，同比下降 4.58%。受疫情影响公司上半年业绩同比下滑，但二季度以来营收、净利润降幅环比缩窄，疫情的负面影响有所减轻。截止 2020 年上半年公司已在全国共开设 12058 家门店，今年上半年净增加 1104 家，疫情压力下公司逆势拿下高势能门店，预期全年新开店数量有望好于预期（800-1200 家），门店结构持续优化。

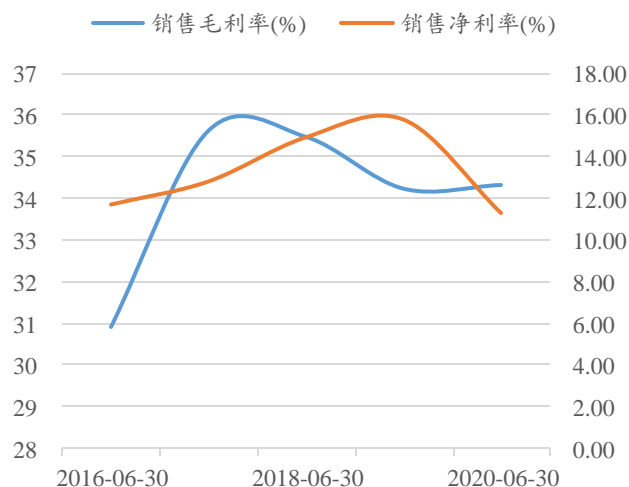
盈利情况：由于上半年加速开店加盟费增加，以及原材料价格下降，公司销售毛利率同比提升 0.09 个百分点至 34.32%，主要源于原材料价格的下降；销售/管理费用率同比提升 1.54/0.75 个百分点至 9.74%/5.83%，疫情期间公司加大了对加盟商的扶持力度，此外管理员工资、咨询服务费也有所增加，因此费用率有所上行；除费用外，因受疫情影响，今年上半年由于联营企业经营状况不佳，投资收益同比去年上半年大幅下滑 249.26%，最终销售净利率同比下滑 4.5 个百分点至 11.27%。由于疫情压力，短期内业务盈利性受到一定的压制。

图 1：2017-2020 年绝味食品中报业绩情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

图 2：2016-2020 年绝味食品中报盈利情况



资料来源：WIND 数据库，财信证券

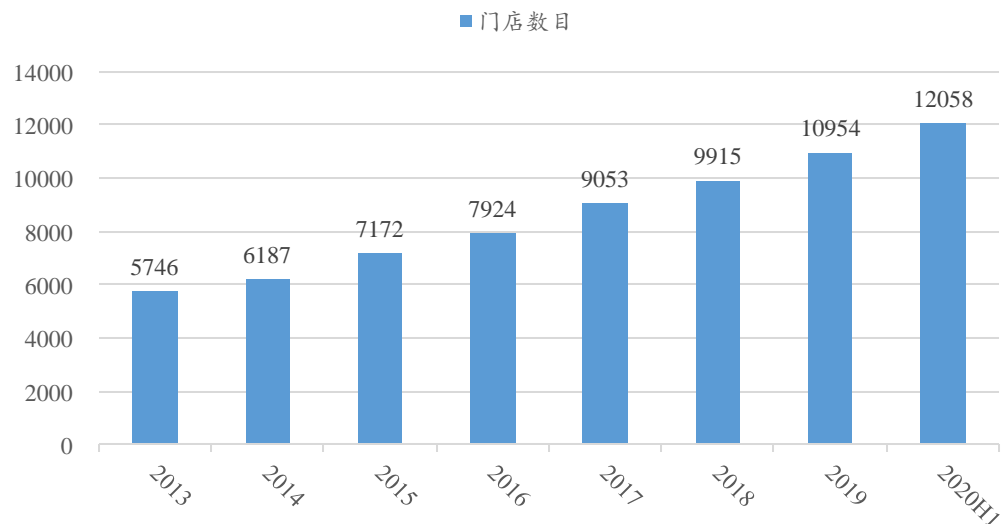
产品与地区情况：公司的业务仍以生产销售卤制品为主。分产品看，2020 年上半年公司禽类、畜类、蔬菜、其他产品分别实现营收 17.86 (-6.46%) 亿元、2.42 亿元 (-4.56%)、0.19 亿元 (+152.74%)、2.21 亿元 (+8.68%)；加盟商管理费用 0.37 亿元 (+20.1%)。分地区看，2020 年上半年在西南、西北、华中、华南、华东、华北地区分别实现营收 3.62 亿元 (+0.91%)、0.45 亿元 (+4.81%)、6.63 亿元 (+1.89%)、4.14 亿元 (-6.56%)、5.45 亿元 (-12.03%)、2.93 亿元 (+1.58%)。新加坡、港澳地区实现营收 3788.14 万元 (+18.82%)。华东、华南两大区经营恢复进程较慢，但新加坡等海外市场增速亮眼。

2 渠道精耕再次赋能，逆势开店信心十足

卤制产品市场广阔，精耕细作再拓空间。2019年中国卤制品行业市场零售规模达1100亿元，同比增长20%，行业规模快速扩张，但经营模式多以小作坊、夫妻店等形式为主，头部企业的市占率不高。而公司历经多年耕耘，以加盟模式为主进行市场扩张，已形成了覆盖全国31个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络，市场覆盖率与门店数量位居行业前列，在全国具备一定的知名度与影响力。目前公司的门店数量已突破万家且仍在稳步扩张中，公司也将粗放式的“跑马圈地，饱和开店”开拓策略转变为“深度覆盖，渠道精耕”，划分交通体、商圈体、社区体、沿街体等7大渠道，根据渠道特性建立单个经营模型精准施测，因地制宜地进行渠道的深度下沉，实现市占率的稳步提升。

抵抗压力逆势拿店，经营管理更多赋能。今年疫情发生以来，卤制品门店经营受到较大的冲击，公司一方面给予加盟商扶持优惠政策，意在与加盟商共渡难关；另一方面逆势加快开店步伐。由于加速开店和疫情的负面影响，公司2020年上半年的单店收入有一定程度的下滑，但长期来看，公司布局的高势能门店不仅相对普通门店经营效率更高，还能起到较好的品牌宣传效果，门店结构的改善在疫情过去后有望释放更多的业绩动能；同时逆势拿店的运作也充分彰显公司对自身品牌与加盟体系的信心。在生产端，公司计划优化工厂布局，降低固定投入，控制成本管理细化，进一步释放生产规模效应；同时今年绝味云建设投入使用，信息化系统的引入将有效改善公司业务的管理效率。

图3：绝味食品近几年的门店数目增长



资料来源：WIND 数据库，财信证券

3 投资建议与盈利预测

公司作为行业品牌力与渠道力领先的龙头，除了拥有合作稳定的加盟商体系、密集快捷的供应配送网络之外，还配有以销定产模式下的SAP-ERP系统，以保证每个配送周期加盟商订货计划的合理性，并实现对门店终端实际经营状况的了解与调控，整体供应链完备高效。未来卤制品市场空间广阔，门店盈利性以及公司良好的加盟商管理模式，也能保证渠道对于新开店积极性，长期来看公司每年新增800-1200家门店，保证业绩

稳定增长的确定性较强。

我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 59.47/68.40/75.56 亿元，净利润为 8.82/10.08/11.49 亿元，EPS 为 1.45/1.66/1.89 元。公司长期成长确定性较强，给予公司 2021 年 48-50 倍 PE，股价合理区间为 79.68-83 元，上调对公司的评级至“推荐”评级。

4 风险提示

原材料价格波动风险；门店扩张不及预期风险；动物疫情风险；食品安全风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438