

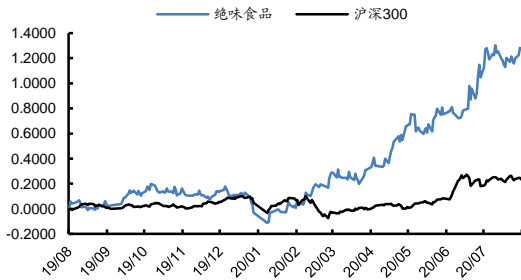
研究所

证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

疫情后期业务逐渐恢复，投资生态圈打开天花板 ——绝味食品（603517）中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
绝味食品	10.9	36.8	127.7
沪深 300	3.9	22.4	23.3

市场数据 2020-08-26

当前价格（元）	88.91
52 周价格区间（元）	34.36 - 91.20
总市值（百万）	54113.36
流通市值（百万）	54113.36
总股本（万股）	60863.07
流通股（万股）	60863.07
日均成交额（百万）	251.23
近一月换手（%）	12.24

相关报告

《绝味食品（603517）年报点评：门店持续稳健开发，业绩增长确定性高》——2020-04-22

《绝味食品（603517）中报点评：原料价格有望持续下跌，后继业绩增长有保障》——2019-08-28

《绝味食品（603517）调研简报：传统门店保持稳步扩张，新品类“串串”积极布局》——2019-05-31

《绝味食品（603517）事件点评：可转债发行，扩产能保障全国化》——2019-03-07

合规声明

事件：

绝味食品发布 2020 年中报：2020 年上半年，公司实现营业收入 24.13 亿元，同比增长-3.08%，公司实现净利润 2.74 亿元，同比下滑 30.78%。其中二季度，实现收入 13.47 亿元，同比增长 0.83%，实现净利润 2.11 亿元，同比下滑 1.74%。

投资要点：

■ 疫情影响人口流动，进而影响公司业绩

上半年受疫情影响，导致经济下行、消费不振、人员流动性锐减，对公司业务冲击较大。尤其是位于交通圈、商圈等高势能门店，因为人员流动少，营业额大幅下滑，甚至部分门店关闭。由此，导致公司收入和利润都锐减。此外，为让加盟商度过疫情难关，同时公司给予加盟商较大力度的扶持，也影响了公司上半年业绩。后继随着国内疫情得到有效控制，疫情带来的负面影响正在逐步消退，伴随经济和消费复苏，预计公司业务会逐渐恢复正常。

从开店数量来看，截至 6 月底，公司在全国开设了 12058 家门店。未来数年，我们预计公司仍能保持每年 800-1200 家新增门店的开发，单店同比 3%-5% 左右的增长，公司业绩实现可持续较高增长有一定的保障。

■ 致力打造美食生态圈，提高公司成长天花板

我们预计公司休闲卤制品连锁门店总数开发在 2 万家左右，会达到一个相对饱和的水平。因此，基于公司长期性增长的考虑，公司在依托现有的“冷链生鲜，日配到店”的供应链，以及开发和管控渠道的能力，通过自身力量和资本市场运作来转变新的发展模式。根据公司中报公告，目前生态圈投资一共 24 家企业，总投资额 11.72 亿元。未来假如有部分生态圈投资企业能实现较好的盈利和持续性增长，将打开公司业绩增长天花板。

■ 鸡鸭副产品原料价格逆猪周期，后期预计受生猪后周期影响有所抬升

公司产品原材料占其主营业务成本 80% 以上，其中鸭脖、鸭掌、鸭锁

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

骨、鸭肠、鸭翅等鸭副为主约占原材料采购总额的 50%左右，因此上述主要原材料的价格波动将影响公司的毛利率和盈利能力。而鸡鸭副产品的价格“逆猪周期”，因为猪肉供给减少，猪价上涨，消费者寻找鸡鸭肉等禽肉消费替代，导致鸡鸭养殖量增加，鸡鸭等副产品供给增加，而鸡鸭副产品主要用作休闲卤制品，休闲卤制品其需求相对稳定，在供给增加的情况下，鸡鸭副产品价格下行。相反，当猪价下跌的时候，鸡鸭肉的替代减少，也导致鸡鸭的养殖量减少，进一步导致鸡鸭副产品供给减少，推动鸡鸭副产品价格上涨。

从猪周期的角度看，我国能繁母猪自 2019 年 10 月份开始增加，按照能繁母猪产仔到育肥猪出栏约 10 个月时间测算，预计 2020 年 9 月份后育肥猪陆续增加，届时生猪供应增加，生猪价格慢慢回落，由此影响到鸭副产品价格也预计有所回升。当然，公司面对原材料价格上涨，终端产品也会进行适度提价，进行一定程度的对冲。

- **盈利预测和投资评级：维持“买入”评级** 我们认为公司门店稳健开发，同时生态圈投资有望带来新的增长点。预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 1.45/1.89/2.23 元，对应 2020/2021/2022 年 PE 为 61.49/47.14/39.92 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，企业和居民购买力下降；疫情影响消费者外出流动降低购买机会；公司产能释放不达预期；门店开发不达预期；原料成本稳定不达预期；生态圈投资企业不达预期；食品安全。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	5172	5431	6843	7820
增长率(%)	18%	5%	26%	14%
归母净利润（百万元）	801	880	1148	1356
增长率(%)	25%	10%	30%	18%
摊薄每股收益（元）	1.32	1.45	1.89	2.23
ROE(%)	17.55%	16.33%	17.75%	17.52%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：绝味食品盈利预测表

证券代码:	603517.SH				股价:	88.91	投资评级:	买入	日期:	2020-08-26
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E	
盈利能力					每股指标					
ROE	18%	16%	18%	18%	EPS	1.32	1.45	1.89	2.23	
毛利率	34%	34%	34%	35%	BVPS	7.50	8.88	10.67	12.79	
期间费率	15%	0%	0%	0%	估值					
销售净利率	15%	16%	17%	17%	P/E	67.54	61.49	47.14	39.92	
成长能力					P/B	11.85	10.01	8.33	6.95	
收入增长率	18%	5%	26%	14%	P/S	10.46	9.96	7.91	6.92	
利润增长率	25%	10%	30%	18%						
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
总资产周转率	0.95	0.87	0.84	0.80	营业收入	5172	5431	6843	7820	
应收账款周转率	84.56	78.31	81.32	79.78	营业成本	3416	3578	4492	5117	
存货周转率	5.11	5.11	5.11	5.11	营业税金及附加	41	4	5	6	
偿债能力					销售费用	422	434	534	594	
资产负债率	16%	14%	21%	21%	管理费用	294	272	327	355	
流动比	2.81	3.83	2.99	3.40	财务费用	26	(12)	(25)	(38)	
速动比	2.05	2.99	2.47	2.89	其他费用/(-收入)	50	(4)	(4)	(4)	
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	1006	1150	1505	1781	
现金及现金等价物	1602	2278	3910	5451	营业外净收支	44	18	18	18	
应收款项	61	69	84	98	利润总额	1050	1168	1523	1799	
存货净额	669	701	880	1003	所得税费用	259	299	390	460	
其他流动资产	139	146	184	210	净利润	791	869	1133	1338	
流动资产合计	2471	3194	5058	6762	少数股东损益	(10)	(11)	(15)	(17)	
固定资产	1144	1029	1276	1149	归属于母公司净利润	801	880	1148	1356	
在建工程	232	407	232	232	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	
无形资产及其他	197	192	187	183	经营活动现金流	1028	883	1850	1591	
长期股权投资	1122	1122	1122	1122	净利润	791	869	1133	1338	
资产总计	5463	6241	8172	9744	少数股东权益	(10)	(11)	(15)	(17)	
短期借款	180	180	180	180	折旧摊销	100	119	108	132	
应付款项	311	343	1109	1404	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	138	60	149	155	营运资金变动	147	(1)	(1087)	(463)	
其他流动负债	252	252	252	252	投资活动现金流	(799)	(61)	(72)	128	
流动负债合计	881	835	1690	1990	资本支出	(271)	(61)	(72)	128	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(337)	0	0	0	
其他长期负债	17	17	17	17	其他	(191)	0	0	0	
长期负债合计	17	17	17	17	筹资活动现金流	447	(44)	(57)	(68)	
负债合计	897	851	1706	2007	债务融资	(30)	0	0	0	
股本	609	609	609	609	权益融资	6	0	0	0	
股东权益	4565	5390	6466	7736	其它	471	(44)	(57)	(68)	
负债和股东权益总计	5463	6241	8172	9744	现金净增加额	675	778	1720	1651	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。