

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年05月20日
市场数据

目前股价	60.54
总市值（亿元）	379.18
流通市值（亿元）	379.18
总股本（万股）	60,863
流通股本（万股）	60,863
12个月最高/最低	63.38/31.11

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

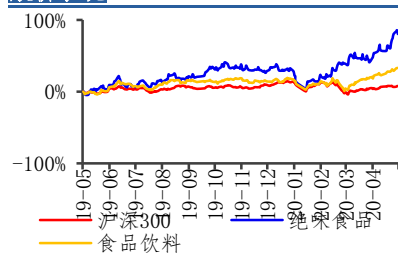
☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q1 受疫情影响而波动，Q2 开店将加速>>

2020-04-29

<<多举措支持门店，降低疫情影响>>

2020-02-25

<<Q3 业绩超预期，全年业绩无忧>>

2019-10-24

抢时机加速门店扩张，抓机遇提升品牌形象

——绝味食品（603517）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4368	5172	5958	7037	8254
YoY (%)	13.4%	18.4%	15.2%	18.1%	17.3%
净利润	641	801	898	1133	1386
YoY (%)	27.7%	25.1%	12.0%	26.2%	22.3%
摊薄 EPS	1.05	1.32	1.48	1.86	2.28
P/E (倍)	57	46	41	33	27

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 行业洗牌加速，绝味逆势占位高势能店，预计全年开店速度加快。** 疫情期间，小品牌及夫妻店供应链、资金链较为脆弱，停业或破产较多，加速行业洗牌，相较于 10 万+家门店的行业规模，绝味食品门店占比仅 10%，开店空间还很大。今年公司在“跑马圈地、饱和开店”的基础上，开始进行渠道精耕，对所有门店渠道进行梳理分类，分为 8 大类渠道和 25 类子渠道，并针对不同渠道进行策略调整，今年开店重点在于逆市扩张高势能门店，夯实一二线城市。前期绝味的门店结构不均衡，高势能门店占比较少，疫情期间核心地段商铺新空出较多，公司鼓励加盟商到核心商圈和交通枢纽多拿店，并对加盟商进行补贴支持，弥补前期门店客流复苏的损失。根据草根调研，4-5 月份公司开店速度快于去年同期，我们认为今年是公司扩张的好机遇，拿店成本普遍较以往低，前期忍受一段亏损期也是值得的，预计公司开店速度将高于去年，为明年收入增长保存实力。
- 发力线上保障单店盈利提升，新店装修多元化以提升品牌形象。** Q2 疫情影响得到控制，各地区大面积复工，根据草根调研，绝的社区门店大部分回归正常营业，但交通枢纽店、核心商圈店、尤其是校园店复工略低于预期。疫情期间公司也做了方向调整，加强线上渠道来驱动单店盈利增长，门店的线上收入占 50%+，以保障同店增速维持在 3-5% 水平。除了加快线上引流，公司也通过门店结构调整、不同渠道因地制宜等多种措施提升盈利水平。另外，公司新开的高势能门店装修也将趋于多元化、年轻化，同时升级产品和运营标准，使得消费者体验得到升级，不断提升品牌形象。
- 进入供应链管理驱动阶段，美食生态平台可圈可点。** 公司业绩已经经历了产品驱动和规模驱动两个阶段，开始步入管理驱动的阶段，在供应链管理方面，将样板工厂标准进行全面推广，自动化程度逐步提高，实现柔性供应链转型升级；在日常管理方面，实施精益管理、开源节流、降本增效，人均劳效显著提升。从公司战略发展来看，可分成三步，第一步是持续提

高在鸭脖领域的市场占有率，第二步是进一步提高在休闲卤制品行业的地位；第三步是构建美食生态，打造一流特色美食平台，现在公司迈向第三步。绝味将供应链能力、培训系统、加盟及门店拓展系统等优势对外开放，通过新项目孵化、投资并购等外延成长方式布局“美食生态圈”，致力成为“特色食品和轻餐饮的加速器”。截至19年底，公司已累计参投20多家优质产业链相关公司，贡献收入超过4000万元，为公司未来成长储备了动能，强化了盈利增长的可持续性。

- **盈利预测与投资建议：**公司作为休闲卤制品龙头，渠道、产能、规模优势明显，门店扩张和供应链管理水平的提高将增厚公司业绩，我们预计公司20-22年营业收入为59.6/70.4/82.5亿元，净利润为9.0/11.3/13.9亿元，EPS为1.48/1.86/2.28元，考虑到公司业绩保持稳定增长，可享受估值溢价，我们给予21年35倍，对应的21年目标价为65元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**副鸭价格上涨压力，开店速度不及预期，同店增速下滑，食品安全问题等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4367.98	5171.96	5958.10	7036.52	8253.83	成长能力					
营业成本	2869.91	3416.10	3890.64	4510.41	5265.95	营业收入增长	13.4%	18.4%	15.2%	18.1%	17.3%
营业费用	359.44	421.88	518.35	591.07	635.55	营业成本增长	16.1%	19.0%	13.9%	15.9%	16.8%
管理费用	260.81	294.13	363.44	422.19	495.23	营业利润增长	27.8%	21.1%	16.5%	26.6%	22.4%
研发费用	10.05	15.93	8.94	10.55	12.38	利润总额增长	27.2%	23.8%	12.9%	26.3%	22.2%
财务费用	-0.11	26.04	-1.92	3.45	3.94	净利润增长	27.7%	25.1%	12.0%	26.2%	22.3%
其他收益	8.49	3.53	6.01	4.77	5.39	获利能力					
投资净收益	-1.27	48.99	44.24	46.36	45.30	毛利率(%)	34.3%	33.9%	34.7%	35.9%	36.2%
营业利润	830.58	1005.94	1171.74	1483.17	1815.98	销售净利率(%)	14.4%	15.3%	14.9%	15.9%	16.6%
营业外收支	17.31	43.97	14.04	14.25	14.25	ROE(%)	20.8%	17.3%	17.3%	18.8%	19.5%
利润总额	847.89	1049.91	1185.78	1497.42	1830.23	ROIC(%)	39.6%	41.8%	42.7%	49.6%	53.6%
所得税	217.29	258.96	296.44	377.35	461.22	营运效率					
少数股东损益	-10.04	-10.26	-8.41	-13.24	-17.17	销售费用/营业收入	8.2%	8.2%	8.7%	8.4%	7.7%
净利润	640.63	801.20	897.74	1133.31	1386.18	管理费用/营业收入	6.0%	5.7%	6.1%	6.0%	6.0%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
流动资产	1523.94	2470.95	2662.08	3068.59	3705.97	财务费用/营业收入	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
货币资金	703.25	1602.49	1610.87	1897.37	2294.36	投资收益/营业利润	-0.2%	4.9%	3.8%	3.1%	2.5%
应收票据及应收账款	4.51	10.03	4.00	14.03	6.23	所得税/利润总额	25.6%	24.7%	25.0%	25.2%	25.2%
其他应收款	55.39	51.13	71.58	73.34	96.66	应收账款周转率	986.43	711.45	848.94	780.19	814.57
存货	609.24	668.53	786.74	900.35	1069.34	存货周转率	5.55	5.35	5.35	5.35	5.35
非流动资产	2297.45	2991.72	3443.32	3956.41	4520.76	流动资产周转率	2.77	2.59	2.32	2.46	2.44
固定资产	1023.10	1143.57	1259.18	1427.86	1618.98	总资产周转率	1.25	1.11	1.03	1.07	1.08
资产总计	3821.39	5462.67	6105.40	7025.00	8226.72	偿债能力					
流动负债	780.44	880.64	956.24	1051.74	1205.01	资产负债率(%)	20.8%	16.4%	15.9%	15.2%	14.9%
短期借款	210.00	180.00	180.00	180.00	180.00	流动比率	1.95	2.81	2.78	2.92	3.08
应付账款	226.99	310.54	343.02	389.89	480.00	速动比率	0.98	1.89	1.76	1.89	1.99
非流动负债	13.68	16.69	17.07	17.80	17.92	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.38	1.11	1.23	EPS	1.05	1.32	1.48	1.86	2.28
负债合计	794.11	897.34	973.31	1069.55	1222.93	每股净资产	4.97	7.50	8.45	9.82	11.57
股东权益	3027.28	4565.33	5132.09	5955.45	7003.79	每股经营现金流	0.74	1.61	1.42	1.97	2.27
股本	410.00	608.63	608.63	608.63	608.63	每股经营现金/EPS	0.71	1.23	0.96	1.06	0.99
留存收益	1843.06	2394.16	2950.52	3633.85	4469.86	估值					
少数股东权益	2.75	-1.87	-10.28	-23.52	-40.69	P/E	57	46	41	33	27
负债和股东权益	3821.39	5462.67	6105.40	7025.00	8226.72	PEG	2.05	1.66	1.92	1.54	1.32
现金流量表						P/B	12.18	8.06	7.16	6.16	5.23
经营活动现金流	484.61	1027.81	861.42	1196.19	1379.12	EV/EBITDA	38.87	31.06	27.90	22.06	18.15
其中营运资本减	-278.27	82.43	-107.26	-24.71	-87.22	EV/SALES	8.32	6.85	5.94	4.99	4.20
投资活动现金流	-871.41	-799.34	-532.87	-610.47	-657.74	EV/IC	11.19	7.44	6.63	5.68	4.79
资本支出	396.34	523.88	74.57	136.06	187.32	ROIC/WACC	3.83	4.04	4.13	4.78	5.15
筹资活动现金流	20.75	668.81	-320.18	-299.22	-324.39	REP	2.92	1.84	1.61	1.19	0.93
现金净增加额	-362.51	899.23	8.38	286.50	396.99						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>