

持续快速开店，竞争力显著提升

事件

公司公布 2020 年三季报。

1-9 月公司实现收入 38.85 亿元，同比-0.0% 追平上年，实现归母净利润 5.20 亿元，同比-15.3%，扣非后 5.05 亿元，同比-14.7%。其中单 Q3 实现收入 14.72 亿元，同比+5.5%，实现归母净利润 2.46 亿元，同比+12.8%，扣非后 2.35 亿元，同比+15.4%。

简评

持续快速开店，全店开店或超预期；同店收入仍未恢复，预计 Q4 将转正。

1-9 月公司实现收入 38.9 亿元，同比追平上年（Q1-3 分别 -7.6/+0.8/+5.5%），环比改善显著。

分业务看，卤制品业务环比改善与整体类似、加盟商管理费和其
他主营收入迅猛增长。

1) 卤制品销售收入累计同比-2.3% (Q1-3 分别-7.3/+0.6/+5.1%)。收入快速改善，主要来源于门店数快速增加，同店收入仍在恢复中。估计 Q3 公司净新开店 400 余家，前 3 季度累计开店估计 1500 家左右再创新高，门店数增长幅度前 3 季度估 15%、单 Q3 估 4~5%。门店收入持续高速增长，估计疫情后公司在卤制品市场市占率将显著提升。

推测单 Q3 单店收入仍然下滑 10% 以上，较 H1 同比-15% 有所改善；Q3 内，月度环比改善趋势明确，同比增速在 9 月已转正，且国庆中秋双节销售较旺预计 10 月表现也较好，我们预计 Q4 同店增速将继续改善有望恢复至常态 3~5% 水平。

2) 加盟商管理收入 5500 万元，累计同比+30.8% (Q1-3 分别 -28.9/+60.2/+59.1%)。Q2 后加盟商管理费保持 60% 高增，与快速开店相匹配。

3) 其他主营收入 1.12 亿元，累计同比+116.9% (Q1-3 分别 +372/+54/+136%)。

毛利率持续快速提升。

1-9 月毛利率 35.6%，同比+0.9pct (Q1-3 分别-3.6/+3.0/+2.1pct)。今年以来原材料价格下跌，使公司毛利率在 Q2/3 大幅提升。

绝味食品 (603517)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号: S1440518060003

SFC 中央编号: BOT242

吕睿竞

lvruijing@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440519020001

发布日期: 2020 年 10 月 31 日

当前股价: 82.3 元

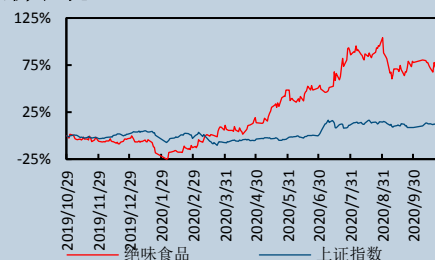
目标价格 6 个月: 103 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.87/1.16	-7.43/-8.82	84.08/74.26
12 月最高/最低价 (元)		95.8/34.36
总股本 (万股)		60,863.07
流通 A 股 (万股)		60,863.07
总市值 (亿元)		500.9
流通市值 (亿元)		500.9
近 3 月日均成交量 (万股)		375.67
主要股东		
上海聚成企业发展合伙企业(有 限合伙)		35.5%

股价表现



相关研究报告

【中信建投食品加工】绝味食品

前 3 季度销售费用率 9.2%，同比+0.4cpt，其中 H1/Q3 分别+1.5/-1.5pct，主因系上半年公司给予加盟商费用支持和补贴造成 H1 费率上行，Q3 费率下行估计和疫情阻碍部分场景费用投放有关。

投资收益同比大幅下行，剔除投资收益后净利润 Q3 增 20%，表现优异。

前 3 季度投资收益-4800 余万元，亏损额较上半年（-3500 万元）继续扩大，主要系塞飞亚、和府捞面等企业持续亏损（塞飞亚受制于禽肉价格低迷、和府捞面受制于疫情后消费场景恢复较慢）。如果将投资收益的影响剔除，则单 Q3 公司实现归母净利润 2.56 亿元，同比增长 19.5%。

未来展望：疫情后竞争力更强

疫情下公司逆势快速开店，估计卤制品市场份额快速提升、优质店铺数量及占比亦快速提升，公司的相对竞争优势在疫情后显著加强。随着疫情影响消除、消费场景恢复，公司盈利增速有望再上台阶，相较疫情前，公司可能更快达成战略目标。

盈利预测与投资建议

略调低盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现收入 54.0\66.8\77.5 亿元，同比增长 4.5%、23.6%、16.0%；实现归母净利润 7.6、10.5、12.6 亿元，同比-5.4%、+38.6%、+19.5%；对应 EPS 分别为 1.25、1.73、2.06 元。当前股价（10.29 82.30 元）对应的动态 PE 分别为 66.0、47.6、39.9x。目标价维持 103.0 元，对应 2021 年动态 PE59x。

风险提示：单店收入增长持续低迷、商业环境恢复缓慢。

重要财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,171.96	5,403.15	6,678.29	7,746.82
增长率(%)	18.40%	4.47%	23.60%	16%
净利润(百万元)	801.2	757.86	1,050.39	1,255.21
增长率(%)	25.10%	-5.41%	38.60%	19.50%
EPS(元/股，摊薄)	1.32	1.25	1.73	2.06
P/E(倍)	62.35	66.03	47.64	39.87

分析师介绍

安雅泽：英国莱斯特大学经济学硕士，从事食品饮料行业研究多年，2017 年新财富入围团队核心成员，2018 年 5 月加入中信建投证券研究发展部。擅长从产业角度深入研究行业，专家资源丰富，研究务实深入。

吕睿竞：北京大学经济学硕士，2018 年 9 月加入中信建投证券，曾就职于安信证券、埃森哲咨询，擅长啤酒研究，对产业理解深刻，拥有较多行业资源，对数据跟踪紧密。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。 (ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称 “中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 杨洁
邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路 528 号上海
证券大厦北塔 22 楼 2201 室
电话: (8621) 6882-1612
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 B 座 22 层
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 陈培楷
邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投 (国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk