

# 绝味食品 (603517.SH)

## 股权激励落地，收入增长目标超预期

**事件：**公司发布2021年限制性股票激励计划，拟向124名激励对象授予限制性股票数量608.63万股，股票来源为定向发行普通股，首次授予价格41.46元。本次激励计划解除限售考核年度为2021-23年，业绩考核指标为营收增长率，以2020年营收为基数，2021/22/23年营业收入增长率分别不低于25%/50%/80%。

**组织架构优化调整完成，股权激励如期落地。**公司近2年进行组织架构调整优化，推行“板块化、功能化、业务化”，将采购、生产运营管理、物流计划和市场拓展等各部门拆分独立运营。同时公司不断引进业内专业人才，提高整体管理水平、供应链效率。截至2020年底公司组织架构调整基本完成，股票激励计划如期落地，包含各业务板块管理层及核心骨干124人，有利于激发管理团队积极性，提高经营效率。

**业绩考核指标为营收增长率，目标增速超市场预期。**按照公司业绩考核目标，以2020年营收为基础，20-23年收入增长CAGR为22%，高于公司2015-19年收入复合增速15.4%。公司选择以营收增长率为考核指标，主要考虑营收增长指标是衡量企业经营状况和占有能力的重要标志。我们预计收入增长加快主要来源于：1)公司加快门店拓展，2020年上半年开店1104家，预计2021-22年开店速度中枢将提升；2)疫情期间部分区域型小品牌门店经营受损、成本压力明显，公司加快翻牌或整合收编；3)受益于疫情逐步恢复、品类创新及门店结构改善等措施，单店收入逐步恢复增长。

**龙头发力逆势加快整合，行业集中度持续提升。**公司2020年疫情期间逆势拿铺，多政策支持加盟商渡过难关，体现出龙头企业在供应链、加盟商体系稳定性方面核心竞争力。此外疫情期间区域型小品牌受损严重，经营者心态发生变化，有利于公司趁机下沉市场收编整合区域型小品牌。此次股权激励考核指标以营收增长率为重，体现出公司未来3年重要战略导向以扩大市场份额为主，把握疫情带来逆势扩张机遇。我们认为公司核心竞争力在疫情期间得以强化，组织结构优化调整基本完成，叠加此次股权激励提升员工积极性，中长期市场份额将持续提升。

**盈利预测：**考虑公司未来3年加快拓店，我们上调对公司开店进展预期，预计2020/21/22年收入分别为53.3/67.1/80.2亿元，分别同比+3%/26%/19.5%；预计2020/21/22年归母净利润为7.9/10.3/13.0亿元，分别同比-1.7%/+30.6%/+26.1%，对于21/22年PE为49.7/39.4倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**门店拓展不及预期；疫情反复影响单店收入；原材料价格波动。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,368	5,172	5,328	6,712	8,020
增长率 yoy (%)	13.4	18.4	3.0	26.0	19.5
归母净利润(百万元)	641	801	788	1,029	1,297
增长率 yoy (%)	27.7	25.1	-1.7	30.6	26.1
EPS 最新摊薄(元/股)	1.05	1.32	1.29	1.69	2.13
净资产收益率(%)	20.8	17.3	14.6	16.6	17.8
P/E(倍)	79.8	63.8	64.9	49.7	39.4
P/B(倍)	16.91	11.20	9.55	8.29	7.06

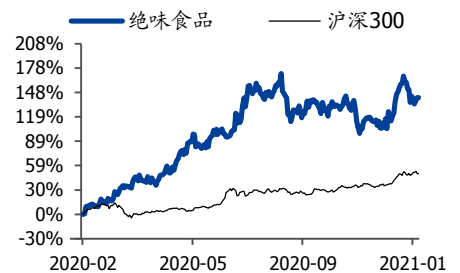
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	
最新收盘价	84.04
总市值(百万元)	51,149.32
总股本(百万股)	608.63
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.04

### 股价走势



### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

分析师 沈阳

执业证书编号：S0680520030004

邮箱：shenyang@gszq.com

### 相关研究

- 1.《绝味食品(603517.SH)G-ESG评级报告》2021-01-06
- 2.《绝味食品(603517.SH)：Q3收入增速环比改善，练内功效果显著》2020-10-29
- 3.《绝味食品(603517.SH)：Q2逆势加速扩张，龙头竞争优势再巩固》2020-08-27



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1524	2471	2943	3523	3819
现金	703	1602	2280	2502	3048
应收票据及应收账款	5	10	8	15	12
其他应收款	55	51	67	89	102
预付账款	116	98	79	113	88
存货	609	669	469	765	529
其他流动资产	36	40	40	40	40
<b>非流动资产</b>	2297	2992	3170	3754	4330
长期投资	785	1122	1362	1682	2012
固定资产	1023	1144	1151	1439	1685
无形资产	161	197	195	193	195
其他非流动资产	328	529	462	440	439
<b>资产总计</b>	3821	5463	6113	7277	8150
<b>流动负债</b>	780	881	752	1111	919
短期借款	210	180	180	180	180
应付票据及应付账款	227	311	177	399	210
其他流动负债	343	390	395	533	529
<b>非流动负债</b>	14	17	16	18	18
长期借款	0	0	-0	1	1
其他非流动负债	14	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	794	897	768	1129	937
少数股东权益	3	-2	-10	-20	-33
股本	410	609	609	609	609
资本公积	770	1558	1558	1558	1558
留存收益	1843	2394	2862	3473	4244
归属母公司股东权益	3025	4567	5355	6168	7245
<b>负债和股东权益</b>	3821	5463	6113	7277	8150

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	485	1028	1012	1109	1410
净利润	631	791	780	1018	1284
折旧摊销	98	130	122	140	141
财务费用	-0	26	-15	-21	-32
投资损失	1	-49	52	-28	-38
营运资金变动	-256	114	76	2	58
其他经营现金流	11	16	-2	-2	-2
<b>投资活动现金流</b>	-871	-799	-350	-694	-676
资本支出	396	524	-62	264	246
长期投资	-454	-256	-240	0	-330
其他投资现金流	-929	-532	-651	-430	-760
<b>筹资活动现金流</b>	21	669	15	-194	-187
短期借款	210	-30	0	0	0
长期借款	0	0	-0	2	0
普通股增加	0	199	0	0	0
资本公积增加	3	788	0	0	0
其他筹资现金流	-192	-288	15	-195	-188
<b>现金净增加额</b>	-363	899	677	222	546

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4368	5172	5328	6712	8020
营业成本	2870	3416	3413	4318	5174
营业税金及附加	40	41	43	52	60
营业费用	359	422	442	537	626
管理费用	261	294	336	511	532
研发费用	10	16	16	13	16
财务费用	-0	26	-15	-21	-32
资产减值损失	3	-1	0	0	0
其他收益	8	4	23	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	49	-52	28	38
资产处置收益	-2	-2	2	2	2
<b>营业利润</b>	831	1006	1067	1351	1706
营业外收入	22	53	15	15	15
营业外支出	4	9	14	8	8
<b>利润总额</b>	848	1050	1068	1358	1713
所得税	217	259	288	339	428
<b>净利润</b>	631	791	780	1018	1284
少数股东损益	-10	-10	-8	-10	-13
<b>归属母公司净利润</b>	641	801	788	1029	1297
EBITDA	937	1142	1143	1437	1781
EPS (元)	1.05	1.32	1.29	1.69	2.13

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.4	18.4	3.0	26.0	19.5
营业利润(%)	27.8	21.1	6.1	26.5	26.3
归属于母公司净利润(%)	27.7	25.1	-1.7	30.6	26.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.3	33.9	35.9	35.7	35.5
净利率(%)	14.7	15.5	14.8	15.3	16.2
ROE(%)	20.8	17.3	14.6	16.6	17.8
ROIC(%)	19.2	16.0	13.4	15.3	16.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.8	16.4	12.6	15.5	11.5
净负债比率(%)	-15.8	-30.8	-39.0	-37.5	-39.5
流动比率	2.0	2.8	3.9	3.2	4.2
速动比率	1.0	1.9	3.1	2.3	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	986.4	711.4	600.0	600.0	600.0
应付账款周转率	11.1	12.7	14.0	15.0	17.0
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.32	1.29	1.69	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.69	1.66	1.82	2.32
每股净资产(最新摊薄)	4.97	7.50	8.80	10.13	11.90
<b>估值比率</b>					
P/E	79.8	63.8	64.9	49.7	39.4
P/B	16.9	11.2	9.6	8.3	7.1
EV/EBITDA	54.1	43.5	42.9	34.0	27.1

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com