

公司研究

供应链优势持续强化，多举措逆势提升份额

——绝味食品（603517.SH）动态跟踪

要点

事件：2021年11月19日，我们调研了绝味天津柔性工厂，更新观点如下：

行业开店数扩容至13万家，其中华东区域占比最大，新三线增速最快。根据章鱼数据，（1）从总量来看，截至2021年10月，全国休闲卤味门店数从2020年底的12.8万提升至13.1万家，较2019年的10万家提升30%。同口径下比较，1H21绝味1.3万家门店，占比为10%，疫情不改门店扩容趋势，绝味开店空间再超市场预期；（2）华东/西南区域门店占比43%/13%，两大区域对于休闲卤味品牌方的重要性凸显。（3）三线城市门店数量占比21.52%，年度增幅达到3.1%，下线市场有望成为品牌进行新一轮扩张的阵地。

供应链优势进一步强化，竞争壁垒持续提升。（1）长期看，未来3-5年公司将形成六大核心工厂（区域管理、集采、研发、检测、人才储备）+DC辅助工厂（制造+配送），并逐步实现湖南（产研）、溧阳（智能制造）、广东（国际园区）、遂宁（卤味代工）、天津（柔性生产）、河南（供给效率）的试点模式，进一步优化制造架构。此外，绝味计划在2-3年内实现包括卤制自动化在内的自动化、信息化转型，届时天津工厂产能有望提升一倍以上，并大幅提升自动化效率（当前订单匹配仍需3-5h）。（2）**短期看，**天津柔性工厂已进入磨合期，设计产能为100吨/班，实现分拣、传送等环节自动智能化，大幅优化人员投入、工时效率、产能释放。目前产能饱和度87%，富余产能向零点、三只松鼠等代工，磨合期后产能有望进一步释放。

多因素拖累高势能门店表现，公司多管齐下保障目标达成。年中开始的疫情反复、水灾、限电等因素对高势能地区（如机场、车站等）影响较大，公司一系列举措逆势提升市场份额。（1）加大渠道下沉力度叠加“业主开店+海纳百川”拓展疫情影响较小的下陷市场，对冲高势能门店人流损失；（2）提升品牌势能，通过小红书、公众号、视频号等营销渠道增加与年轻消费者的互动；（3）供应链赋能美食生态，廖记棒棒鸡已开始对接云南工厂，门店模型进一步完善，有望适时加大展店力度。

盈利预测、估值与评级：考虑到门店数量增长、品牌势能提升带来单店提升、代工业务逐渐落地，有望保障公司营收目标顺利达成。维持2021-23年净利润预测11.58/13.52/16.41亿元，对应EPS分别为1.89/2.20/2.67元，当前股价对应P/E为35/30/25倍，公司估值进入合理区间，长期投资价值显现，重申“买入”评级。

风险提示：食品安全问题，疫情反复致人流量流失

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	5,172	5,276	6,626	7,998	9,610
营业收入增长率	18.41%	2.01%	25.58%	20.71%	20.16%
净利润（百万元）	801	701	1,158	1,352	1,641
净利润增长率	25.06%	-12.46%	65.13%	16.72%	21.38%
EPS（元）	1.32	1.15	1.89	2.20	2.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.54%	14.13%	18.92%	18.09%	18.00%
P/E	51	58	35	30	25
P/B	8.9	8.2	6.7	5.5	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-21

买入（维持）

当前价：66.72元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.14
总市值(亿元):	409.81
一年最低/最高(元):	58.11/107.26
近3月换手率:	57.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.12	-2.15	-13.48
绝对	7.16	-0.57	-14.84

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	5,172	5,276	6,626	7,998	9,610
营业成本	3,416	3,510	4,414	5,289	6,342
折旧和摊销	100	120	120	136	156
税金及附加	41	40	50	60	72
销售费用	422	322	417	486	613
管理费用	294	332	490	492	514
研发费用	16	11	14	16	21
财务费用	26	-8	-20	-31	-44
投资收益	49	-101	210	45	45
营业利润	1,006	956	1,519	1,758	2,170
利润总额	1,050	971	1,544	1,802	2,188
所得税	259	279	386	451	547
净利润	791	692	1,158	1,352	1,641
少数股东损益	-10	-9	0	0	0
归属母公司净利润	801	701	1,158	1,352	1,641
EPS(元)	1.32	1.15	1.89	2.20	2.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,028	916	1,012	1,381	1,666
净利润	801	701	1,158	1,352	1,641
折旧摊销	100	120	120	136	156
净营运资金增加	78	103	358	302	362
其他	48	-9	-624	-409	-493
投资活动产生现金流	-799	-932	-602	-765	-805
净资本支出	-523	-366	-420	-460	-500
长期投资变化	1,122	1,558	-325	-350	-350
其他资产变化	-1,399	-2,124	143	45	45
融资活动现金流	669	-503	-16	31	44
股本变化	199	0	6	0	0
债务净变化	-30	-145	-35	0	0
无息负债变化	133	179	122	274	318
净现金流	899	-520	393	647	905

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.9%	33.5%	33.4%	33.9%	34.0%
EBITDA 率	21.6%	23.9%	20.5%	22.7%	23.3%
EBIT 率	19.1%	20.9%	18.7%	21.0%	21.7%
税前净利润率	20.3%	18.4%	23.3%	22.5%	22.8%
归母净利润率	15.5%	13.3%	17.5%	16.9%	17.1%
ROA	14.5%	11.7%	16.2%	15.4%	15.3%
ROE (摊薄)	17.5%	14.1%	18.9%	18.1%	18.0%
经营性 ROIC	24.5%	23.0%	22.6%	26.7%	28.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	16%	16%	14%	15%	15%
流动比率	2.81	2.44	2.83	2.97	3.17
速动比率	2.05	1.49	1.72	1.93	2.18
归母权益/有息债务	25.37	140.31	-	-	-
有形资产/有息债务	28.82	159.56	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,463	5,922	7,167	8,792	10,751
货币资金	1,602	1,082	1,476	2,122	3,027
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	10	37	9	12	14
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	51	71	0	0	0
存货	669	857	1,102	1,310	1,558
其他流动资产	40	40	107	176	256
流动资产合计	2,471	2,201	2,805	3,752	5,015
其他权益工具	6	6	6	6	6
长期股权投资	1,122	1,558	1,883	2,233	2,583
固定资产	1,144	1,345	1,464	1,617	1,798
在建工程	232	307	451	580	697
无形资产	197	213	208	204	200
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	199	214	281	281	281
非流动资产合计	2,992	3,721	4,362	5,040	5,737
总负债	897	932	1,019	1,292	1,610
短期借款	180	35	0	0	0
应付账款	311	432	535	630	743
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	138	0	0	0	0
其他流动负债	0	14	149	286	448
流动负债合计	881	904	991	1,265	1,583
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	25	25	25	25
非流动负债合计	17	28	27	27	27
股东权益	4,565	4,990	6,148	7,500	9,141
股本	609	609	614	614	614
公积金	1,761	1,902	1,897	1,897	1,897
未分配利润	2,191	2,457	3,615	4,967	6,608
归属母公司权益	4,567	4,964	6,122	7,474	9,115
少数股东权益	-2	26	26	26	26

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	8.16%	6.10%	6.29%	6.08%	6.38%
管理费用率	5.69%	6.28%	7.39%	6.15%	5.35%
财务费用率	0.50%	-0.16%	-0.29%	-0.39%	-0.46%
研发费用率	0.31%	0.22%	0.22%	0.20%	0.22%
所得税率	25%	29%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.53	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.69	1.50	1.65	2.25	2.71
每股净资产	7.50	8.16	9.97	12.17	14.84
每股销售收入	8.50	8.67	10.79	13.02	15.65

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	51	58	35	30	25
PB	8.9	8.2	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA	35.9	31.9	28.8	21.0	16.7
股息率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE