

绝味食品 (603517.SH) / 食品制造

证券研究报告/公司点评

2022年09月26日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 48.36

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

研究助理: 罗頔影

Email: luody@r.qlzq.com.cn

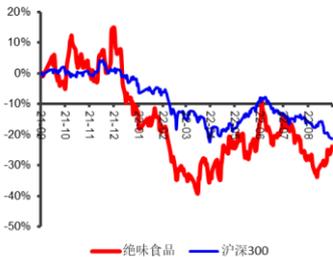
研究助理: 晏诗雨

Email: yansy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	608.63
流通股本(百万股)	608.63
市价(元)	48.36
市值(百万元)	29,433
流通市值(百万元)	29,433

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 绝味食品(603517.SH)_点评报告: 逆势开店提份额, 期待同店与成本边际改善
- 2 绝味食品(603517.SH)_点评报告: 至暗时刻已过, 关注边际复苏
- 3 绝味食品(603517.SH)_点评报告: 坚守根基重视门店扩张, 立足长远看淡疫情扰动

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,276	6,549	6,843	8,051	9,244
增长率 yoy%	2.01%	24.12%	4.49%	17.65%	14.82%
净利润(百万元)	701	981	505	995	1,286
增长率 yoy%	-12.46%	39.86%	-48.54%	97.14%	29.18%
每股收益(元)	1.15	1.61	0.83	1.64	2.11
每股现金流量	1.50	1.78	1.24	1.72	2.77
净资产收益率	14.13%	17.20%	8.07%	12.73%	14.97%
P/E	41.97	30.01	58.31	29.58	22.90
PEG	3.41	3.18	-4.08	2.40	2.43
P/B	5.93	5.16	4.71	3.77	3.43

备注: 股价选取自 2022 年 09 月 26 日收盘价

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年股票期权激励计划(草案)。拟授予股票期权 913.50 万份, 约占公司股本总额的 1.50%。其中财务总监、董秘 2 位高管分别获授 20.00、18.20 万份; 其他 176 位核心人员获授 809.60 万份, 人均 4.60 万份; 预留 65.70 万份。本次股票期权的行权价格为 37.61 元/股, 为公告前 1 个交易日公司股票交易均价的 80%。考核年度为 2023-2025 年, 考核目标以 2021 年的收入为基数, 要求 2023-2025 年收入增速分别不低于 19%、39%、67%。本次激励总成本预计为 8390 万元, 预计 2022-2026 年分别分摊 965、3860、2317、1049、199 万元。
- **股权激励重振信心, 考核目标行稳致远。** 由于 2021 年以来疫情反复导致外部环境存在较大的不确定性, 公司于 2022H1 终止实施 2021 年限制性股票激励计划, 而本次重新推出股票期权激励计划将提升员工积极性。一方面, 本次采用股票期权而非限制性股票, 减轻了员工的资金压力; 另一方面, 8 折对应的解锁价具备较高的吸引力。本次激励员工参与的积极性高, 且覆盖范围较广, 涉及中层乃至基层的优秀骨干员工。本次激励仍以收入考核为主, 聚焦鲜货卤味主业, 体现了公司持续提升市占率的一贯策略。从考核目标看, 2023 年对比 2021 年收入要求增长 19%, 我们预计今年在疫情反复影响较大的背景下实现 5% 左右同比增长, 2023 年随着疫情影响边际改善预计实现 15% 左右同比增长; 在三年目标均刚好达成的前提下, 2024 和 2025 年收入增长要求分别为 17% 和 20%。公司调整开店方向至街铺、社区、下沉市场后取得了较好的效果, 该类小店模型受疫情影响较小, 经营韧性更强, 助推公司市占率加速提升。考核目标逐年加速, 也体现了公司在打好小店基础后对未来经营的信心。
- **同店边际改善, 期待成本下降。** 2021H1、2021H2、2022H1 公司的平均门店收入同比分别+12.4%、-2.3%、-11.5%, 2022H1 由于华东等地疫情反复对同店冲击较大。2022H2 受益于疫情影响边际改善叠加 2021H2 同店低基数, 平均门店收入增速环比有望改善。成本价格上半年大幅上涨, 三季度处于高位, 若后续出现松动有助于利润弹性释放。
- **盈利预测:** 新一轮的股票期权激励计划提振了员工积极性, 也彰显了公司对于中长期经营的信心。公司保持了逆势开店的策略, 同时加强了对餐桌卤味的投资布局, 核心竞争力持续提升, 疫情修复后将观察到份额的快速提升。根据公司的股票期权激励计划, 我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年收入分别为 68.43、80.51、92.44 亿元, 归母净利润分别为 5.05、9.95、12.86 亿元(原值为 5.41、10.76、13.62 亿元), EPS 分别为 0.83、1.64、2.11 元, 对应 PE 为 58 倍、30 倍、23 倍, 考虑定增摊薄对应 PE 为 61 倍、31 倍、24 倍, 维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**食品安全风险；冠状病毒扩散风险；定增项目不确定性风险

图表 1: 绝味食品三大财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,276	6,549	6,843	8,051	9,244	货币资金	1,082	1,065	1,211	2,007	2,369
增长率	2.0%	24.1%	4.5%	17.7%	14.8%	应收款项	108	222	60	309	94
营业成本	-3,510	-4,474	-5,031	-5,480	-6,188	存货	857	854	795	788	759
%销售收入	66.5%	68.3%	73.5%	68.1%	66.9%	其他流动资产	153	127	214	131	259
毛利	1,767	2,074	1,812	2,571	3,056	流动资产	2,201	2,267	2,280	3,235	3,481
%销售收入	33.5%	31.7%	26.5%	31.9%	33.1%	%总资产	37.2%	30.6%	28.9%	34.1%	33.5%
营业税金及附加	-40	-51	-53	-63	-72	长期投资	1,572	2,133	2,578	3,058	3,554
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,345	1,807	1,862	1,927	1,994
营业费用	-322	-524	-650	-725	-786	%总资产	22.7%	24.4%	23.6%	20.3%	19.2%
%销售收入	6.1%	8.0%	9.5%	9.0%	8.5%	无形资产	213	249	271	291	310
管理费用	-332	-418	-479	-523	-573	非流动资产	3,721	5,134	5,618	6,258	6,914
%销售收入	6.3%	6.4%	7.0%	6.5%	6.2%	%总资产	62.8%	69.4%	71.1%	65.9%	66.5%
息税前利润 (EBIT)	1,073	1,082	630	1,260	1,626	资产总计	5,922	7,401	7,898	9,493	10,395
%销售收入	20.3%	16.5%	9.2%	15.7%	17.6%	短期借款	35	203	203	203	203
财务费用	8	-9	-10	-10	-10	应付款项	558	843	898	894	1,068
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动负债	311	404	406	405	406
资产减值损失	-26	0	0	0	0	流动负债	904	1,450	1,507	1,502	1,676
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	-101	224	10	30	50	其他长期负债	28	234	131	183	157
%税前利润	—	16.7%	1.5%	2.3%	2.9%	负债	932	1,685	1,638	1,685	1,833
营业利润	955	1,297	630	1,280	1,666	普通股股东权益	4,964	5,702	6,252	7,815	8,586
营业利润率	18.1%	19.8%	9.2%	15.9%	18.0%	少数股东权益	26	14	7	-7	-25
营业外收支	15	40	40	40	40	负债股东权益合计	5,922	7,401	7,898	9,493	10,395
税前利润	970	1,337	670	1,320	1,706						
利润率	18.4%	20.4%	9.8%	16.4%	18.5%	比率分析					
所得税	-279	-334	-172	-339	-438		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税率	28.7%	25.0%	25.7%	25.7%	25.7%	每股指标					
净利润	692	967	498	981	1,268	每股收益 (元)	1.15	1.61	0.83	1.64	2.11
少数股东损益	-9	-14	-7	-14	-18	每股净资产 (元)	8.16	9.37	10.27	12.84	14.11
归属于母公司的净利润	701	981	505	995	1,286	每股经营现金净流 (元)	1.50	1.78	1.24	1.72	2.77
净利率	13.3%	15.0%	7.4%	12.4%	13.9%	每股股利 (元)	0.50	0.50	0.33	0.65	0.84
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	14.13%	17.20%	8.07%	12.73%	14.97%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	11.69%	13.07%	6.30%	10.34%	12.19%
净利润	692	967	498	981	1,268	投入资本收益率	23.75%	25.90%	11.12%	20.43%	22.72%
加: 折旧和摊销	154	175	146	165	185	增长率					
资产减值准备	26	0	0	0	0	营业总收入增长率	2.01%	24.12%	4.49%	17.65%	14.82%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-4.76%	30.79%	-51.01%	101.70%	29.86%
财务费用	4	16	10	10	10	净利润增长率	-12.46%	39.86%	-48.54%	97.14%	29.18%
投资收益	101	-224	-10	-30	-50	总资产增长率	8.41%	24.97%	6.71%	20.20%	9.50%
少数股东损益	-9	-14	-7	-14	-18	资产管理能力					
营运资金的变动	125	-210	108	-80	275	应收账款周转天数	5.8	9.1	7.4	8.3	7.8
经营活动现金净流	916	1,086	752	1,046	1,688	存货周转天数	52.1	47.0	43.4	35.4	30.1
固定资本投资	-277	-436	-170	-320	-320	应付账款周转天数	38.1	36.4	37.3	36.9	37.1
投资活动现金净流	-932	-1,058	-641	-807	-802	固定资产周转天数	84.9	86.7	96.5	84.7	76.4
股利分配	-304	-304	-202	-398	-514	偿债能力					
其他	-199	262	237	955	-10	净负债/股东权益	-20.63%	-15.93%	-27.27%	-26.50%	-125.00%
筹资活动现金净流	-503	-43	35	557	-524	EBIT利息保障倍数	-121.5	148.0	64.0	129.0	167.6
现金净流量	-519	-15	146	796	362	资产负债率	15.74%	22.76%	20.74%	17.75%	17.64%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。