



2017-06-16

公司点评报告

增持/首次

绝味食品(603517)

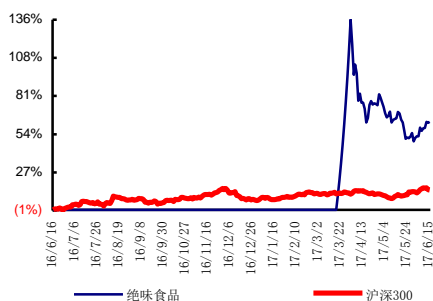
目标价: 44.4

昨收盘: 37.37

食品饮料 食品加工

绝味食品：休闲卤制品龙头，受益于行业高景气度，未来增长快

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	410/50
总市值/流通(百万元)	15,322/1,868
12 个月最高/最低(元)	54.62/23.17

相关研究报告：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1440513090001

核心观点：

公司是休闲卤制品细分品类的行业龙头，目前销售规模全行业排名第一；公司短中期的发展战略思路清晰，而长期发展的潜在成长空间巨大。当前，凭借标准化门店的快速拓展和渠道下沉，公司未来几年收入和净利润有望持续快速增长。而品类的优化以及新品类的拓展、高势能门店的占比逐步提升、线上渠道的发展、以及海外市场拓展的规划等，都将为公司的长期可持续发展注入新的动力。我们认为在行业发展提速和品牌集中度提升的双重背景下，公司的市占率（当前为8.9%）有望进一步提升，盈利能力也将逐步改善，龙头位置将不断巩固。

投资要点：

行业景气度高，龙头优先受益

2010-2015 年期间，休闲卤制品的行业增速 CAGR≈17.6%。冷链物流这几年在快速发展，人均消费能力也在不断提升，未来该品类的增速有望进一步加快。其中，品牌企业的发展更快，品牌集中度有所提升。但是目前前十大品牌的市占率仍不足 20%，未来有较大的提升空间。门店网点的重叠度加大，品牌间的相互竞争略有加剧，但各家品牌均有所增长，龙头受益尤为明显，优势企业共同促进了行业的快速增长。

绝味食品作为休闲卤制品的龙头企业，渠道覆盖率最高，冷链配送最发达，销售规模最大，预计未来几年还将充分受益于行业增长红利，收入规模和增速有望保持在行业平均水平之上。

渠道优势明显，议价能力突出

公司建立了“直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的、覆盖 29 个省/直辖市的直营和加盟连锁销售网络。截至 17Q1 末，绝味食品在全国拥有 3000 多加盟商，线下门店达到 8000 来家，门店数量和销售网络的覆盖率居于市场领先地位，未来还将进一步提升并增加市场份额。同时，随着工厂布局进一步完善、冷链配送更加优化、门店信息化不断加强，公司在渠道精细化管理方面不断改善，渠道优势更突显，有利于销售网络的复制和下沉。

产业链上公司向上游延伸，自有养殖场、屠宰场，并参股上游新三板公司。供应链上公司采购鸭辅等原材料采用规模化集中供应的形

式，充分利用采购量大的优势，部分单品具备采购账期；而向加盟商供货，公司主要采用先款后货的形式，应收少，现金流较好。凭借产业链和供应链上的优势，公司具有较强的议价能力，利于成本控制和利润提升。当前鸭辅等原材料有涨价的预期，但前期公司产品的涨价频次相比同行业少，待到成本真正上升时匹配提价，将更容易被市场接受，利润率不会有太大波动。

注重品类优化，加强品牌营销

公司确保产品的核心味道不变，通过辣度和咸度的微调，满足不同区域消费者的需求。公司也注重新品类的拓展，去年打造了“招牌风味”的多个爆款，丰富了产品线，提高了销售收入。目前公司的 SKU 超过 200 个，其中前 20 大单品贡献了利润的八成以上。公司主要根据市场的反应以及利润的贡献情况，对产品结构进行优化。目前已经有小龙虾、虾尾、小鱿鱼等新品类的储备。公司也考虑通过收购区域小品牌，以此引入互补单品。又或者借助生产布局和渠道上的优势，去发展特色食品和轻餐饮连锁。

公司品牌营销的方式主要针对年轻人，容易被核心消费群体接受。目前公司正逐步加强品牌建设，并针对鲜货产品和包装产品两大产品群，分别打造了“招牌风味”、“黑鸭风味”、“酱鸭风味”、“五香风味”、“盐焗风味”系列，以及“简装系列”、“精装系列”、“礼品系列”等组合，突出品牌特性。另外，公司计划未来 3 年新建 180 家直营店，更好地进行品牌宣传。

战略思路清晰，成长属性延续

针对现有业务，公司短中期的战略目标是“多开店、开好店、提升单店营收”。公司计划未来每年新开门店 800-1200 家，测算门店容量的上限在两万家以上。在稳定现有加盟渠道的基础上，公司计划抢占部分核心资源，发展高势能门店，提升单店营收和整体盈利能力。短中期来看，增加门店数量和提升单店营收是提升公司收入和利润的主要方式，渠道下沉和高势能门店占比的提升是未来几年发展的重点看点。公司募投的项目为此做了很好的布局和支撑。发展线上渠道进行引流也是公司短中期的重要举措之一。中长期来看，拓展海外市场以及利用供应链和生产布局上的优势进行产业并购，或拓展轻餐饮等，都能够增强公司的成长属性。

自然增长状态下，单店营收过去几年的同比增速约为 3-5%。今年一季度的增速略超预期，上半年有望维持。不考虑价格因素，平均单店营收目前还有较大提升空间，主因是客流量、消费群体基数、消费频次和客单价都在增长。

风险提示：

加盟模式的管理风险；品类拓展可能不达预期；鸭辅等原材料价格波动；食品安全问题等。

盈利预测与评级：

目前行业的整体规模仍保持两位数以上增长，其中品牌企业的发展更快。绝味食品受益于加盟模式的快速复制，高势能门店占比的提升，以及单店营收的自然增长，未来几年在渠道拓展和下沉的过程中，收入增速有望领先于行业整体。根据公司新建门店的规划，我们假设新门店未来三年对收入增速的贡献分别为 13.13%，11.21%，9.90%；同时假设高势能门店对收入的贡献率逐年提升至 3 成；单店营收自然增长取过往平均增速进行递减，分别为 4%、3.8%、3.6%。预测 2017-2019 年公司的营业收入分别为 39.09 亿元、45.68 亿元、52.60 亿元，同比增速为 19%、17%、15%，CAGR 约等于 17%。

根据公司 2017 年一季报的盈利状况，以及公司未来三年直营店的开店规划和高势能门店发展的趋势，我们假设公司的毛利率水平逐年提升。根据开店节奏我们预测 2017-2019 年公司主业的毛利率分别为 33.57%、36.19%、38.01%。

结合过去五年净利润的增长情况，考虑公司当前的成长属性，我们认为未来三年公司净利润的复合增速有望维持在 25% 左右的水平。考虑新门店投入和管理费用创收，以及基数问题，我们预测公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 4.86 亿元、6.08 亿元、7.31 亿元，同比增速为 28%、25%、20%，CAGR 约等于 24.3%；**对应 EPS 分别为 1.18、1.48、1.78。**

目前休闲卤制品的行业景气度高，关注度也高，公司未来几年净利润的增速高且稳定。考虑到公司作为次新股的较高溢价，我们采用 2018 年的业绩作为估值标准，对其进行合理定价，明年 30 倍的 PE 对应目标价 **44.40 元**，对应市值 **182 亿元**，首次覆盖，“**增持**”评级。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,274	3,909	4,568	5,260
同比增长	12%	19%	17%	15%
净利润(百万元)	380	486	608	731
同比增长	26%	28%	25%	20%
摊薄每股收益(元)	0.93	1.18	1.48	1.78
PE	40.09	31.38	25.09	20.87
资料来源：Wind，太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。