

## 开店节奏稳健, 持续成长可期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布业绩快报, 2018年实现营业收入43.7亿元(+13.5%), 归母净利润6.4亿元(+27.9%); 其中Q4单季度实现营业收入11亿元(+14.8%), 归母净利润1.54亿元(+24.3%)。
- **Q4收入环比加速, 料全年开店数完成预定目标。** 1、公司18年Q1/Q2/Q3/Q4收入增速分别是10.1%/14.9%/13.8%/14.8%, 下半年较上半年明显加速。Q4收入加速, 主要系Q4开店数较17Q4增加, 预计Q4净增加190家门店, 而17Q4公司放缓开店节奏, 单季度门店净增加预计140家。预计18年底公司门店数为9900家左右, 全年净增加847家(考虑到关闭低效能门店, 实际开店数量更高), 完成年初制定的800-1200家的开店目标。新开门店预计能贡献收入增速9%-10%。2、从单店收入来看, 四代门店升级完成+17年小幅提价(2%左右), 预计同店增长贡献增速4%左右。公司收入端依旧保持稳健增长态势。
- **Q4鸭副原料价格有所回落, 19年成本压力可控。** 1、公司18年Q1/Q2/Q3/Q4归母净利润增速分别是31.2%/33.7%/23.1%/24.3%, 由于年中鸭副原料成本有所上涨, 下半年公司盈利水平略有下降, 利润增速放缓。了解到鸭副原料Q4价格有所回落, 公司通过战略性采购基本锁定19年H1成本价格, 成本较18年持平或略有下降, 压力基本可控。2、18年销售费用减少, 三费率稳中有降, 全年净利率达14.7%, 同比提升1.77pp, 盈利能力进一步提升。
- **主业继续稳健增长, 品类创新有望贡献增量。** 1、公司19年继续保持800-1200家的开店计划。公司可转债获批, 募投产能项目优化布局, 提升供应链效率, 支撑公司保持高速开店节奏, 实现渠道下沉和渗透, 目前离2.2万家开店天花板较远, 渠道布局仍有较大空间。同时海外市场亦是重要增量来源, 目前香港和新加坡等市场已有几十家门店, 未来将向韩国、日本、加拿大等市场逐步推进。预计开店仍有望带来近10%的收入增速。2、椒椒有味(串串)是公司基于供应链管理优势的一大品类创新, 与现有门店形成较好的协同效应, 目前已有将近20家门店(主要在湖南和武汉), 销售状况良好。待模式成熟后公司将在全国市场进行复制, 预计19年开店数将在100家以上, 长期来看串串有望成为公司未来重要的业绩增长点。
- **盈利预测与评级。** 暂不考虑串串业务带来的收入增量, 预计2018-2020年收入复合增速为13%, 归母净利润复合增速为22%, EPS分别为1.56、1.89、2.24元, 对应PE分别为23X、19X、16X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 食品安全风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3850.17	4368.29	4959.13	5593.92
增长率	17.59%	13.46%	13.53%	12.80%
归属母公司净利润(百万元)	501.72	641.17	773.41	919.49
增长率	31.93%	27.79%	20.63%	18.89%
每股收益EPS(元)	1.22	1.56	1.89	2.24
净资产收益率ROE	19.31%	20.99%	21.39%	21.48%
PE	30	23	19	16
PB	5.76	4.86	4.10	3.47

数据来源: Wind, 西南证券

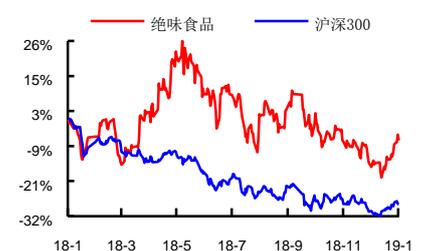
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌  
执业证号: S1250517080001  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通A股(亿股)	1.64
52周内股价区间(元)	31.18-48.85
总市值(亿元)	148.38
总资产(亿元)	38.53
每股净资产(元)	7.00

### 相关研究

1. 绝味食品(603517): 门店继续稳定扩张, 成本上涨毛利率略下行 (2018-10-30)
2. 绝味食品(603517): Q2增长加速, 世界杯效应提振业绩 (2018-08-20)
3. 绝味食品(603517): 春节因素影响开店节奏, 全年业绩无忧 (2018-04-27)
4. 绝味食品(603517): 规模优势凸显, 看好持续高增长 (2018-04-16)
5. 绝味食品(603517): 业绩符合预期, 看好持续稳定高增长 (2018-02-06)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3850.17	4368.29	4959.13	5593.92	净利润	497.28	641.17	773.41	919.49
营业成本	2472.31	2778.23	3134.01	3505.32	折旧与摊销	69.20	89.55	116.76	139.74
营业税金及附加	41.41	43.25	49.59	55.94	财务费用	-2.10	0.44	0.00	0.00
销售费用	426.13	423.29	446.32	475.48	资产减值损失	2.65	3.00	3.00	3.00
管理费用	264.62	274.33	302.51	335.64	经营营运资本变动	83.82	-59.12	8.57	6.10
财务费用	-2.10	0.44	0.00	0.00	其他	-9.54	-10.88	-11.14	-11.95
资产减值损失	2.65	3.00	3.00	3.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>641.30</b>	<b>664.15</b>	<b>890.60</b>	<b>1056.38</b>
投资收益	2.76	8.00	8.00	9.00	资本支出	-172.78	-400.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-353.35	8.00	8.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-526.13</b>	<b>-392.00</b>	<b>-392.00</b>	<b>-91.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>649.92</b>	<b>853.77</b>	<b>1031.70</b>	<b>1227.55</b>	短期借款	-30.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	16.64	10.00	10.00	10.00	长期借款	-29.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>666.56</b>	<b>863.77</b>	<b>1041.70</b>	<b>1237.55</b>	股权融资	744.21	0.00	0.00	0.00
所得税	169.28	222.60	268.29	318.06	支付股利	-135.30	-165.57	-211.59	-255.23
净利润	497.28	641.17	773.41	919.49	其他	4.18	3.78	0.00	0.00
少数股东损益	-4.44	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>553.19</b>	<b>-161.79</b>	<b>-211.59</b>	<b>-255.23</b>
归属母公司股东净利润	501.72	641.17	773.41	919.49	<b>现金流量净额</b>	<b>665.98</b>	<b>110.36</b>	<b>287.02</b>	<b>710.16</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1065.76	1176.13	1463.14	2173.30	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	108.04	113.98	129.66	145.40	销售收入增长率	17.59%	13.46%	13.53%	12.80%
存货	424.90	486.16	549.38	612.21	营业利润增长率	27.85%	31.37%	20.84%	18.98%
其他流动资产	34.50	39.14	44.43	50.12	净利润增长率	30.76%	28.93%	20.63%	18.89%
长期股权投资	330.78	330.78	330.78	330.78	EBITDA 增长率	22.66%	31.62%	21.69%	19.05%
投资性房地产	15.41	15.41	15.41	15.41	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	893.69	1217.10	1513.30	1486.51	毛利率	35.79%	36.40%	36.80%	37.34%
无形资产和开发支出	140.19	128.23	116.27	104.32	三费率	17.89%	15.98%	15.10%	14.50%
其他非流动资产	175.73	174.73	173.73	172.73	净利率	12.92%	14.68%	15.60%	16.44%
<b>资产总计</b>	<b>3189.01</b>	<b>3681.66</b>	<b>4336.12</b>	<b>5090.78</b>	ROE	19.31%	20.99%	21.39%	21.48%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.59%	17.42%	17.84%	18.06%
应付和预收款项	483.59	482.59	559.12	632.72	ROIC	37.87%	40.88%	39.93%	43.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.62%	21.60%	23.16%	24.44%
其他负债	130.65	144.49	160.59	177.39	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>614.25</b>	<b>627.09</b>	<b>719.72</b>	<b>810.12</b>	总资产周转率	1.49	1.27	1.24	1.19
股本	410.00	410.00	410.00	410.00	固定资产周转率	6.25	4.80	4.11	3.94
资本公积	766.71	766.71	766.71	766.71	应收账款周转率	977.06	995.07	1022.05	999.57
留存收益	1399.23	1874.83	2436.66	3100.92	存货周转率	5.93	6.09	6.05	6.03
归属母公司股东权益	2571.73	3051.54	3613.36	4277.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.77%	—	—	—
少数股东权益	3.04	3.04	3.04	3.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2574.76</b>	<b>3054.57</b>	<b>3616.40</b>	<b>4280.67</b>	资产负债率	19.26%	17.03%	16.60%	15.91%
负债和股东权益合计	3189.01	3681.66	4336.12	5090.78	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.74	2.98	3.12	3.77
					速动比率	2.03	2.19	2.34	2.99
					股利支付率	26.97%	25.82%	27.36%	27.76%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.22	1.56	1.89	2.24
					每股净资产	6.28	7.45	8.82	10.44
					每股经营现金	1.56	1.62	2.17	2.58
					每股股利	0.33	0.40	0.52	0.62
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	717.01	943.75	1148.46	1367.29					
PE	29.57	23.14	19.19	16.14					
PB	5.76	4.86	4.10	3.47					
PS	3.85	3.40	2.99	2.65					
EV/EBITDA	18.97	14.29	11.50	9.14					
股息率	0.91%	1.12%	1.43%	1.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn