

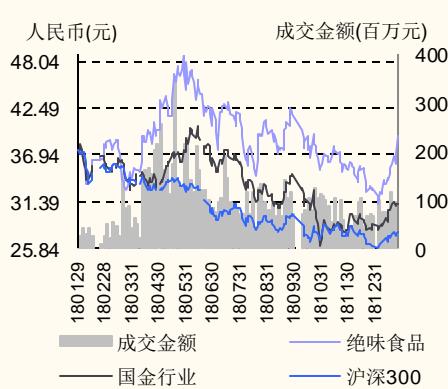
消费升级与娱乐研究中心

绝味食品(603517.SH) 买入(维持评级)**公司点评**

市场价格(人民币): 39.18元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	163.70
总市值(百万元)	16,063.80
年内股价最高最低(元)	48.85/31.18
沪深300指数	3184.47
上证指数	2601.72

**相关报告**

- 1.《费用压缩保净利高增长-绝味食品公司点评》, 2018.4.27
- 2.《新开门店数达计划上限, 单店收入亦同比提升 - 绝味食品公司点评》, 2018.4.16
- 3.《业绩符合预期, 18 年继续稳健增长-绝味食品公司点评》, 2018.2.7

业绩符合预期, 公司竞争力有望进一步加强**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	1.056	1.224	1.563	1.896	2.243
每股净资产(元)	4.07	6.27	7.36	8.77	10.53
每股经营性现金流(元)	1.31	1.53	1.87	2.19	2.59
市盈率(倍)	0.00	32.21	21.19	17.46	14.76
净利润增长率(%)	26.42%	31.93%	27.69%	21.33%	18.29%
净资产收益率(%)	25.95%	19.51%	21.24%	21.62%	21.29%
总股本(百万股)	360.00	410.00	410.00	410.00	410.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2018 年快报, 实现收入 43.68 亿元, 同比+13.46%, 实现归母净利 6.41 亿元, 同比+27.87%。其中 Q4 单季录得收入 11.02 亿元, 同比+14.75%, 净利 1.54 亿元, 同比+24.34%。录得扣非净利润 6.25 亿元, 同比增长 28.28%。公司拟每股派红利 0.48 元(含税)。

评论

- 预计全年门店数同比+10%, 单店收入同比+4%。公司 2018 年单季收入增速分别为 10.11%/14.87%/13.76%/14.75%, Q4 收入增速加快主因 18Q4 开店加快, 同时单店收入提升。18 年全年我们预计门店数量近 9900 家, 同比提升 10%左右, 较前三季度门店数量 9710 家新增近 200 家, 快于 17Q4 的新增门店数量 133 家, 同时得益于 17 年底提价(+2%左右)和第四代门店基本完成升级, 我们预计 18 年全年单店收入增速在 4.4%左右, 共同推动收入同比增长。19 年公司仍然保持每年新增 800-1200 家店计划, 叠加公司串串门店“椒椒有味”等 19 年扩张计划, 预计 19 年收入仍然会持续提速。
- 全年净利率提升 1.7ppt, 预计 19H1 成本端可控。2018 年全年净利率实现 14.7%, 同比提升约 1.7ppt, 由于 18 年鸭附成本上升使得毛利率端持续承压, 尽管 17 年底提价有所对冲, 但毛利率仍然处于下降通道。而从前三季度来看, 销售费用率已在下降通道(同比-3.1ppt), 因此大概率销售费用率的下降是净利率提升的主因。展望 19 年, 由于 18Q4 开始鸭附成本已经逐步下降, 公司已经逐步备货应对, 且冻品原材料成本反映到产成品成本端预计在 1 季度以上, 因此我们认为将会一定程度缓解 19H1 成本端压力。
- 可转债获批, 预期未来公司竞争力进一步加强。近期公司面值总额 10 亿元的可转债申请获批, 此债券募资主要将用于各生产基地建设(天津、江苏、武汉和海南), 和山东仓储中心建设项目, 打造公司供应链能力。同时募投项目的建立也对公司持续开拓形成推动力, 公司已制定措施积极开拓门店, 布局线上线下渠道建设, 从中长期角度来看有利于公司持续打造竞争力。

盈利预测

- 我们预计 2018-2020 年公司收入分别为 43.68 亿/48.94 亿/54.41 亿元, 同比+13.5%/12.0%/11.2%, 净利润分别为 6.41 亿/7.77 亿/9.19 亿元, 同比+27.7%/21.3%/18.3%, 每股收益分别为 1.56 元/1.90 元/2.24 元, 对应 18/19/20 年 PE 分别为 21X/17X/15X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 门店增长低于预期/原材料价格如鸭附价格回升/食品安全问题/行业竞争加剧

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,921	3,274	3,850	4,368	4,894	5,441							
增长率		12.1%	17.6%	13.5%	12.0%	11.2%	货币资金	232	400	1,066	1,200	2,080	2,339
主营业务成本	-2,086	-2,232	-2,472	-2,839	-3,152	-3,467	应收账款	45	22	35	53	59	66
%销售收入	71.4%	68.2%	64.2%	65.0%	64.4%	63.7%	存货	351	408	425	389	414	456
毛利	835	1,042	1,378	1,530	1,742	1,974	其他流动资产	60	56	107	118	129	139
%销售收入	28.6%	31.8%	35.8%	35.0%	35.6%	36.3%	流动资产	687	886	1,633	1,760	2,682	2,999
营业税金及附加	-24	-32	-41	-44	-44	-44	%总资产	42.6%	45.2%	51.2%	44.9%	50.5%	49.4%
%销售收入	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	长期投资	158	131	347	740	740	740
营业费用	-252	-265	-426	-384	-392	-424	固定资产	536	721	894	1,066	1,522	1,951
%销售收入	8.6%	8.1%	11.1%	8.8%	8.0%	7.8%	%总资产	33.2%	36.8%	28.0%	27.2%	28.7%	32.2%
管理费用	-156	-200	-265	-284	-294	-299	无形资产	194	175	190	192	193	194
%销售收入	5.3%	6.1%	6.9%	6.5%	6.0%	5.5%	非流动资产	926	1,076	1,556	2,159	2,626	3,066
息税前利润 (EBIT)	404	544	646	818	1,013	1,207	%总资产	57.4%	54.8%	48.8%	55.1%	49.5%	50.6%
%销售收入	13.8%	16.6%	16.8%	18.7%	20.7%	22.2%	资产总计	1,613	1,962	3,189	3,918	5,308	6,065
财务费用	1	-3	2	16	4	1	短期借款	53	30	0	239	0	0
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.4%	-0.1%	0.0%	应付款项	299	338	491	526	579	537
资产减值损失	-5	-11	-3	-5	-5	-5	其他流动负债	66	85	105	122	122	202
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	419	452	595	888	701	738
投资收益	-13	-22	3	3	3	3	长期贷款	0	30	0	0	0	0
%销售收入	n.a	n.a	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	其他长期负债	12	14	19	18	1,019	1,020
%税前利润							负债	431	497	614	906	1,720	1,759
营业利润	387	508	650	831	1,015	1,206	普通股股东权益	1,182	1,465	2,572	3,016	3,596	4,319
营业利润率	13.2%	15.5%	16.9%	19.0%	20.7%	22.2%	少数股东权益	0	0	3	-3	-8	-12
营业外收支	17	9	17	15	15	15	负债股东权益合计	1,613	1,962	3,189	3,918	5,308	6,065
税前利润	404	517	667	846	1,030	1,221							
利润率	13.8%	15.8%	17.3%	19.4%	21.0%	22.4%							
所得税	-103	-137	-169	-212	-257	-305							
所得税率	25.6%	26.4%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	301	380	497	635	772	915							
少数股东损益	0	0	-4	-6	-5	-4							
归属于母公司的净利润	301	380	502	641	777	919							
净利率	10.3%	11.6%	13.0%	14.7%	15.9%	16.9%							
YOY				27.7%	21.3%	18.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金净流	199	471	626	768	899	1,063	每股指标						
资本开支	-236	-260	-331	-273	-556	-566	每股收益	0.836	1.056	1.224	1.563	1.896	2.243
投资	-23	-3	-198	-393	0	0	每股净资产	3.284	4.070	6.273	7.355	8.771	10.533
其他	-27	31	2	3	3	3	每股经营现金净流	0.553	1.308	1.526	1.872	2.192	2.593
投资活动现金净流	-286	-232	-526	-662	-553	-563	每股股利	4.374	0.330	0.480	0.480	0.480	0.480
股权募资	0	0	760	0	0	0	回报率						
债权募资	8	7	-60	239	762	1	净资产收益率	25.45%	25.95%	19.51%	21.24%	21.62%	21.29%
其他	-80	-100	-149	-210	-227	-242	总资产收益率	18.65%	19.38%	15.73%	16.35%	14.64%	15.16%
筹资活动现金净流	-72	-93	551	29	535	-241	投入资本收益率	24.34%	26.26%	18.71%	18.86%	16.56%	17.06%
现金净流量	-158	145	650	134	880	259	增长率						
							主营业务收入增长率	11.09%	12.08%	17.59%	13.46%	12.04%	11.17%
							EBIT增长率	30.62%	34.74%	18.61%	26.63%	23.91%	19.12%
							净利润增长率	27.28%	26.42%	31.93%	27.69%	21.33%	18.29%
							总资产增长率	18.43%	21.60%	62.55%	22.87%	35.47%	14.26%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
							存货周转天数	48.1	62.1	61.5	50.0	48.0	48.0
							应付账款周转天数	28.1	26.8	34.3	35.0	34.5	34.0
							固定资产周转天数	37.7	48.1	75.9	78.0	99.9	114.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-15.10%	-23.20%	-41.39%	-31.89%	-30.09%	-31.09%
							EBIT利息保障倍数	-697.3	201.4	-307.1	-52.4	-282.5	-1,647.7
							资产负债率	26.72%	25.31%	19.26%	23.12%	32.40%	28.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	9	14	16	27	47
增持	6	7	9	17	28
中性	1	3	3	6	7
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.54	1.54	1.58	1.51

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-30	买入	39.87	N/A
2	2018-02-07	买入	34.60	N/A
3	2018-04-16	买入	38.98	N/A
4	2018-04-27	买入	39.50	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH