

## 门店扩张快速推进, 成本下行盈利提升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年中期报告, 上半年实现收入18.5亿元, 同比+18.8%; 归母净利润2.4亿元, 同比+30.7%。其中Q2单季实现收入9.8亿元, 同比+18.9%, 归母净利润1.23亿元, 同比+24.7%。
- **门店扩张快速推进, 内生+外扩驱动业绩持续稳增长。** 1、**网点扩张空间广:** 报告期内, 公司拥有门店8610家, 较16年底新开686家, 预计年底将达到1000-1200家的预定目标, 未来几年内都将保持10%的新开店速度。公司网点主要集中在社区、商圈, 交通枢纽等高势能区域仍是公司薄弱地带, 渠道有进一步下沉空间。新开门店每年有望带来10%以上的业绩增量。2、**同店增长弹性大:** 1) 公司通过各种促销活动聚拢门店人气, 提升客单数; O2O模式效果显著, 线上下单线下网点配送模式打破传统门店消费时间和地点限制。运行一年线上会员超1800万元, 在线销售突破12亿, 线上引流提升线下销量。2) 公司不断进行产品结构创新和优化, 推广高毛利产品; 高铁机场等高势门店有效提升终端零售价。相比较周黑鸭, 公司单店收入仍有较大提升空间。内生优化+外延扩张, 助力公司未来业绩稳定增长。
- **成本下行提升毛利水平, 开拓市场费用投放力度有所加大。** 近些年鸭副材料价格持续下行, 公司产品毛利率水平持续提升。上半年鸭副价格继续下行10%左右, 公司整体毛利率同比提升4.7pp, 环比提升0.9pp。考虑下半年鸭价可能上行, 公司已储备2.5亿元低价原料对冲涨价风险, 全年毛利率有望保持较高水平。在费用投放方面, 公司在上市后加大市场开拓力度, Q2费用投放明显增加。销售费用率同比提升3.1pp, 主要系广告宣传费用(+183%)、物流费用(+42.4%)大幅增加; 管理费用率同比提升0.8pp, 主要增加职工薪酬(+32%)和咨询服务费用(+82%); 财务费用因店POS手续费增加同比提升209%, 整体三费率提升3.9pp。费用投放增加抵消成本下行红利, 净利润同比仅提升1.1pp至12.8%, 环比略有下滑。
- **净利润增速高于收入增速有望持续, 看好公司未来三年高增长。** 从过往业绩看, 公司收入端增速快于成本端增速, 利润端增速远高于收入端增速。我们认为主要原因是公司对上游优秀的议价能力和对下游提价转移成本的能力。随着公司生产规模和采购数量增加, 公司规模优势和对上游议价能力会愈发明显。同时作为享受类休闲产品, 消费者价格敏感度低, 公司能通过提价较好地转移成本压力, 过去几年公司产品一直在提价, 但销量并未受到影响。相比较周黑鸭, 公司产品单价较低, 提价空间较大。持续提价+规模效应有望进一步提升公司净利率, 利润端将持续高增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2017-2019年收入复合增速为17.8%, 归母净利润增速为24.2%, EPS分别为1.18、1.43、1.78元, 对应动态PE为28、23、19倍。公司当前股价已回落到合理水平, 鉴于未来业绩高增长, 上调至“买入”评级, 给予18年28倍估值, 对应目标价40元。
- **风险提示:** 新店建设或不及预期; 食品安全风险。

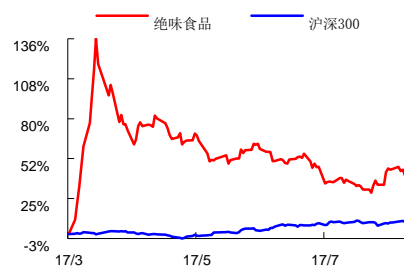
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3274.14	3872.36	4564.12	5351.43
增长率	12.08%	18.27%	17.86%	17.25%
归属母公司净利润(百万元)	380.30	483.81	588.30	728.62
增长率	26.42%	27.22%	21.60%	23.85%
每股收益EPS(元)	0.93	1.18	1.43	1.78
净资产收益率ROE	25.95%	18.86%	19.64%	20.62%
PE	36	28	23	19
PB	9.23	5.27	4.51	3.83

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  
联系人: 李光歌  
电话: 021-58351839  
邮箱: lgg@swsc.com.cn  
联系人: 周金菲  
电话: 0755-23614240  
邮箱: zijfei@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)	0.50
52周内股价区间(元)	23.17-54.62
总市值(亿元)	135.26
总资产(亿元)	28.43
每股净资产(元)	5.64

### 相关研究

1. 绝味食品(603517): 休闲卤制品巨头, 扩产+渠道建设助力行业领跑 (2017-05-07)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3274.14	3872.36	4564.12	5351.43	净利润	380.30	483.81	588.30	728.62
营业成本	2231.75	2535.44	3006.27	3480.93	折旧与摊销	73.48	64.22	97.81	123.46
营业税金及附加	32.32	38.34	45.64	53.51	财务费用	2.70	0.39	0.00	0.00
销售费用	265.50	398.85	447.28	524.44	资产减值损失	10.96	5.00	5.00	5.00
管理费用	200.20	240.09	273.85	321.09	经营营运资本变动	36.39	19.72	-28.25	-4.17
财务费用	2.70	0.39	0.00	0.00	其他	-9.95	6.13	-5.21	-15.08
资产减值损失	10.96	5.00	5.00	5.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>493.89</b>	<b>579.27</b>	<b>657.65</b>	<b>837.83</b>
投资收益	-22.36	-5.00	0.00	5.00	资本支出	-357.43	-400.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	-5.00	0.00	5.00	其他	125.03	-10.00	0.00	10.00
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>-232.40</b>	<b>-410.00</b>	<b>-400.00</b>	<b>-90.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>508.36</b>	<b>644.26</b>	<b>786.07</b>	<b>976.46</b>	短期借款	-23.00	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.54	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>516.89</b>	<b>654.26</b>	<b>796.07</b>	<b>986.46</b>	股权融资	0.00	740.69	0.00	0.00
所得税	136.59	170.45	207.77	257.84	支付股利	-97.20	-124.40	-157.62	-191.92
净利润	380.30	483.81	588.30	728.62	其他	-2.91	-0.39	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-93.21</b>	<b>585.90</b>	<b>-157.62</b>	<b>-191.92</b>
归属母公司股东净利润	380.30	483.81	588.30	728.62	<b>现金流量净额</b>	<b>168.28</b>	<b>755.17</b>	<b>100.04</b>	<b>555.91</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	399.78	1154.95	1254.98	1810.89	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	66.37	89.95	105.65	120.80	销售收入增长率	12.08%	18.27%	17.86%	17.25%
存货	408.28	418.10	515.70	596.25	营业利润增长率	31.42%	26.73%	22.01%	24.22%
其他流动资产	11.51	13.62	16.05	18.82	净利润增长率	26.42%	27.22%	21.60%	23.85%
长期股权投资	130.87	130.87	130.87	130.87	EBITDA 增长率	33.52%	21.27%	24.69%	24.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	721.00	1068.53	1382.48	1370.78	毛利率	31.84%	34.52%	34.13%	34.95%
无形资产和开发支出	132.71	121.80	110.89	99.99	三费率	14.31%	16.51%	15.80%	15.80%
其他非流动资产	91.37	90.52	89.67	88.82	净利率	11.62%	12.49%	12.89%	13.62%
<b>资产总计</b>	<b>1961.90</b>	<b>3088.34</b>	<b>3606.30</b>	<b>4237.21</b>	ROE	25.95%	18.86%	19.64%	20.62%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.38%	15.67%	16.31%	17.20%
应付和预收款项	348.01	394.23	465.79	544.18	ROIC	33.45%	34.31%	32.92%	36.42%
长期借款	29.90	29.90	29.90	29.90	EBITDA/销售收入	17.85%	18.31%	19.37%	20.55%
其他负债	88.68	98.81	114.51	130.35	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>496.59</b>	<b>522.94</b>	<b>610.21</b>	<b>704.43</b>	总资产周转率	1.83	1.53	1.36	1.36
股本	360.00	410.00	410.00	410.00	固定资产周转率	8.93	6.33	4.47	4.16
资本公积	72.50	763.19	763.19	763.19	应收账款周转率	1282.32	1193.45	1351.98	1282.86
留存收益	1032.81	1392.21	1822.90	2359.60	存货周转率	5.86	6.13	6.42	6.25
归属母公司股东权益	1465.31	2565.40	2996.09	3532.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.29%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1465.31</b>	<b>2565.40</b>	<b>2996.09</b>	<b>3532.79</b>	资产负债率	25.31%	16.93%	16.92%	16.62%
负债和股东权益合计	1961.90	3088.34	3606.30	4237.21	带息债务/总负债	12.06%	5.72%	4.90%	4.24%
					流动比率	1.96	3.50	3.34	3.86
					速动比率	1.06	2.63	2.43	2.95
					股利支付率	25.56%	25.71%	26.79%	26.34%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.93	1.18	1.43	1.78
					每股净资产	3.57	6.26	7.31	8.62
					每股经营现金	1.20	1.41	1.60	2.04
					每股股利	0.24	0.30	0.38	0.47
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	584.54	708.87	883.88	1099.92					
PE	35.57	27.96	22.99	18.56					
PB	9.23	5.27	4.51	3.83					
PS	4.13	3.49	2.96	2.53					
EV/EBITDA	19.65	17.42	13.86	10.63					
股息率	0.72%	0.92%	1.17%	1.42%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn