

2017年08月25日

# 绝味食品 (603517.SH)

## 公司快报

### 门店数量持续增加，2017年业绩有望稳定增长

#### 投资要点

**事件：**8月24日公司公布2017半年报，实现营业收入185,135.05万元，同比增长18.79%；实现归母净利润23,774.96万元，同比增长30.65%；基本每股收益为0.62元，同比增长21.57%。

◆ **销售收入稳步增长，毛利率上升：**2017年上半年，公司积极开拓国内外市场，营运能力升级，通过实施QSC项目、CSC项目、门店改造等方式，提升门店体验品质，多面出击实现了销售收入的稳步增长。2017Q2单季度营收97,520.62万元，同比上升18.89%；归母净利润12,304.49万元，同比增长24.74%。毛利率和净利率方面，由于营业收入增幅大于营业成本增幅，毛利率和净利率均有所上升，2017年上半年毛利率为35.63%，同比增加4.73%；净利率为12.79%，同比增加1.11个百分点。期间费用方面，因广告费、物流费、销售人员工资等有所增加，销售费用增至21,547.17万元，同比增长61.01%；因招待费、管理人员工资增加导致管理费用增至11,684.09万元，同比增长34.83%；由于门店POS手续费增加，财务费用达139.73万元，同比增加302.95%。

◆ **门店数量持续增加，市场覆盖率继续领先：**公司坚持“以直营连锁为引导、加盟连锁为主体”的市场发展战略，持续增加门店数量，拓宽公司品牌辐射范围。2014-2016年，公司拥有门店数分别为6,187、7,172和7,924家，其中直营门店数分别为158、128和115家。截止2017年6月30日，公司门店数增至8,610家，门店覆盖率和门店数量继续保持市场领先地位。公司保持每年新增1,000家门店的速度，全国总门店目标数达20,000家。公司在拓展线下门店的同时，积极构建和强化线上电商入口，截止2017年6月30日，线上累计注册会员已超2,000万。此外，公司完成了海外市场零的突破，开拓了新加坡市场。门店数的快速增加，加上线上销售和海外市场的双重突破，公司2017年业绩有望保持持续增长。

◆ **产能逐步释放，市场地位进一步提高：**截止2016年9月底，公司产能利用率为85.09%，产销率达100.12%。为解决供货能力不足问题，公司募资94,891.00万元投向多个休闲卤制食品生产基地。截止2017年6月30日，公司投入资金44,889.61万元，已完成湖南阿瑞项目；上海阿康项目也即将完成，工程进度为97.48%；其余在建生产项目5个，预计将于2020年全部投产。募投达产后年新增产能约48,500吨，年新增营收322,413.49万元。募投的顺利进展，能有效增强公司产品的市场竞争力，并随公司生产规模进一步扩大，产品结构得到优化，市场地位将进一步提高。

◆ **投资建议：**我们预测公司2017至2019年每股收益分别为1.18、1.43和1.66元，净资产收益率分别为19.2%、20.0%和20.1%，维持“买入-B”建议，6个月目标价为36.25元，相当于2018年25倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**食品安全风险；加盟模式管理风险；原材料价格波动风险。

食品饮料|肉制品 III

投资评级 **买入-B(维持)**  
 6个月目标价 36.25元  
 股价(2017-08-24) 32.34元

#### 交易数据

总市值(百万元) 13,259.40  
 流通市值(百万元) 1,617.00  
 总股本(百万股) 410.00  
 流通股本(百万股) 50.00  
 12个月价格区间 19.31/59.00元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.77	-13.86	-6.02
绝对收益	1.41	-7.09	

#### 分析师

谭志勇  
 SAC执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20377198

#### 分析师

叶中正  
 SAC执业证书编号：S0910516080001  
 yezhongzheng@huajinsec.cn  
 0755-83224377

#### 报告联系人

杨维维  
 yangweiwei@huajinsec.cn  
 0755-23996306

#### 相关报告

绝味食品：卤制食品行业品牌企业，销售网络遍布全国 2017-08-09

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,921.3	3,274.1	3,896.2	4,592.5	5,320.6
同比增长(%)	11.1%	12.1%	19.0%	17.9%	15.9%
营业利润(百万元)	386.8	508.4	636.0	776.3	906.0
同比增长(%)	32.0%	31.4%	25.1%	22.1%	16.7%
净利润(百万元)	300.8	380.3	485.7	585.9	680.3
同比增长(%)	27.3%	26.4%	27.7%	20.6%	16.1%
每股收益(元)	0.73	0.93	1.18	1.43	1.66
PE	44.1	34.9	27.3	22.6	19.5
PB	11.2	9.0	5.2	4.5	3.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2,921.3	3,274.1	3,896.2	4,592.5	5,320.6	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	2,086.0	2,231.7	2,591.0	3,067.8	3,551.5	营业收入增长率	11.1%	12.1%	19.0%	17.9%	15.9%
营业税费	23.6	32.3	42.9	45.0	54.4	营业利润增长率	32.0%	31.4%	25.1%	22.1%	16.7%
销售费用	251.6	265.5	348.7	397.3	456.0	净利润增长率	27.3%	26.4%	27.7%	20.6%	16.1%
管理费用	156.0	200.2	264.9	291.6	337.9	EBITDA 增长率	30.7%	33.2%	22.9%	22.0%	20.5%
财务费用	-0.6	2.7	2.3	2.0	1.5	EBIT 增长率	31.4%	32.3%	24.9%	21.9%	16.6%
资产减值损失	5.2	11.0	6.5	7.6	8.3	NOPLAT 增长率	31.9%	30.8%	25.7%	21.9%	16.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	59.1%	13.1%	8.1%	5.8%	11.8%
投资和汇兑收益	-12.6	-22.4	-4.0	-5.0	-5.0	净资产增长率	23.1%	23.9%	72.9%	15.6%	15.8%
<b>营业利润</b>	386.8	508.4	636.0	776.3	906.0	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	17.4	8.5	20.0	15.5	14.8	毛利率	28.6%	31.8%	33.5%	33.2%	33.3%
<b>利润总额</b>	404.3	516.9	656.0	791.7	920.8	营业利润率	13.2%	15.5%	16.3%	16.9%	17.0%
减:所得税	103.4	136.6	170.3	205.8	240.6	净利润率	10.3%	11.6%	12.5%	12.8%	12.8%
<b>净利润</b>	300.8	380.3	485.7	585.9	680.3	EBITDA/营业收入	14.4%	17.1%	17.7%	18.3%	19.1%
						EBIT/营业收入	13.2%	15.6%	16.4%	16.9%	17.1%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	26.7%	25.3%	17.9%	17.2%	17.2%
货币资金	231.5	399.8	1,267.2	1,690.1	2,020.2	负债权益比	36.5%	33.9%	21.8%	20.8%	20.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.64	1.96	3.34	3.84	3.94
应收帐款	45.1	22.4	53.4	38.9	67.8	速动比率	0.80	1.06	2.62	3.05	3.19
应收票据	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-666.66	189.10	283.29	384.37	602.22
预付帐款	49.4	44.0	59.6	59.7	83.3	<b>营运能力</b>					
存货	350.8	408.3	383.4	468.8	517.8	固定资产周转天数	36	40	46	49	59
其他流动资产	10.4	11.5	24.0	20.0	20.0	流动营业资本周转天数	1	8	2	-1	0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	82	86	124	159	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	4	4	4	4	4
长期股权投资	157.8	130.9	130.9	130.9	130.9	存货周转天数	34	42	37	33	33
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	183	197	233	260	258
固定资产	301.7	431.2	575.1	664.6	1,092.2	投资资本周转天数	92	107	99	90	85
在建工程	234.0	289.8	304.6	283.2	-	<b>费用率</b>					
无形资产	143.2	132.7	138.1	126.7	115.2	销售费用率	8.6%	8.1%	9.0%	8.7%	8.6%
其他非流动资产	89.4	91.4	149.3	57.6	50.0	管理费用率	5.3%	6.1%	6.8%	6.4%	6.4%
<b>资产总额</b>	1,613.3	1,961.9	3,085.6	3,540.3	4,097.3	财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	53.0	30.0	-	-	-	三费/营业收入	13.9%	14.3%	15.8%	15.0%	14.9%
应付帐款	208.2	245.6	313.8	353.9	425.2	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	25.4%	26.0%	19.2%	20.0%	20.1%
其他流动负债	157.7	176.8	221.6	238.6	261.9	ROA	18.6%	19.4%	15.7%	16.6%	16.6%
长期借款	-	29.9	-	-	-	ROIC	50.0%	41.1%	45.7%	51.5%	56.7%
其他非流动负债	12.3	14.2	16.1	17.5	18.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	431.1	496.6	551.5	610.0	705.1	DPS(元)	0.24	0.29	0.38	0.46	0.53
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	32.3%	31.2%	32.4%	32.4%	32.1%
股本	360.0	360.0	410.0	410.0	410.0	股息收益率	0.7%	0.9%	1.2%	1.4%	1.6%
留存收益	822.2	1,105.3	2,124.1	2,520.3	2,982.3						
<b>股东权益</b>	1,182.2	1,465.3	2,534.1	2,930.3	3,392.3						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	300.8	380.3	485.7	585.9	680.3	EPS(元)	0.73	0.93	1.18	1.43	1.66
加:折旧和摊销	51.5	73.5	52.0	63.8	107.4	BVPS(元)	2.88	3.57	6.18	7.15	8.27
资产减值准备	5.2	11.0	-	-	-	PE(X)	44.1	34.9	27.3	22.6	19.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	9.0	5.2	4.5	3.9
财务费用	1.0	2.5	2.3	2.0	1.5	P/FCF	-430.0	49.6	38.7	25.5	24.5
投资损失	12.6	22.4	4.0	5.0	5.0	P/S	4.5	4.0	3.4	2.9	2.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	27.0	20.0	17.2	13.7	11.0
营运资金的变动	-168.4	3.2	21.0	83.1	0.8	CAGR(%)	24.9%	21.4%	27.1%	24.9%	21.4%
<b>经营活动产生现金流量</b>	215.3	493.9	564.9	739.9	795.0	PEG	1.8	1.6	1.0	0.9	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-286.0	-232.4	-220.1	-125.4	-245.4	ROIC/WACC	4.8	3.9	4.4	4.9	5.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	-71.5	-93.2	522.6	-191.6	-219.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

谭志勇、叶中正声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn