

绝味食品 (603517.SH) 食品饮料

评级：买入 维持评级

公司点评

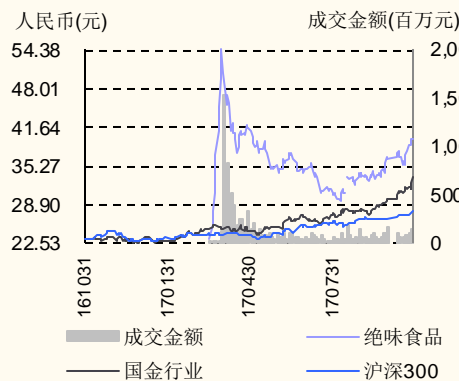
市场价格(人民币)：39.87元

利润增速超预期，开店目标提前完成

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	50.00
总市值(百万元)	16,346.70
年内股价最高最低(元)	54.62/23.17
沪深 300 指数	4021.97
上证指数	3416.81



相关报告

1. 《休闲卤制品龙头扩产能，加码自营店渠道-绝味食品新股研究报告》，2017.3.13

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.836	1.056	1.201	1.377	1.632
每股净资产(元)	3.28	4.07	6.58	7.95	9.58
每股经营性现金流(元)	0.60	1.37	1.39	1.61	1.95
市盈率(倍)	N/A	N/A	33.20	28.96	24.43
行业优化市盈率(倍)	27.73	30.99	48.14	48.14	48.14
净利润增长率(%)	27.28%	26.42%	29.47%	14.66%	18.51%
净资产收益率(%)	25.45%	25.95%	18.26%	17.32%	17.03%
总股本(百万股)	360.00	360.00	410.00	410.00	410.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 绝味食品前三季度共录得营业收入 28.9 亿元，同比+19.07%，收入端基本符合预期，录得归母净利 3.7 亿元，同比+38.42%，利润端超预期。Q3 单季录得营业收入 10.38 亿元，同比+19.6%，录得归母净利 1.4 亿元，同比+54%。Q3 单季公司经营性利润同比+23.3%，叠加对外投资转正的影响，营业利润同比+37.7%。而总的单季利润同比+54%，主要来源于税率的影响(17Q3 23.2% vs 16Q3 29%)。

经营分析

- **新开门店目标提前完成，扩张步伐按部就班：**公司年初制定的每年 800-1200 家新增门店的目标已经达上限完成。截至前三季，绝味估算约有 9000 家门店，相较年初增加约 1100-1200 家门店，新开门店计划今年已经提前完成。我们认为无需将开店目标数量过分任务化，目前绝味跑马圈地的市场位于二三线城市，按照公司最新的测算，门店容量约为 15,000 家，相较现在的规模尚有 50%的开店空间。目前公司按照 (1) 是否有自有门面；(2) 是否在物流运输线上；以及 (3) 门店周围的人流量来选择加盟商，扩张步伐按部就班，不急不躁。我们认为就目前休闲卤制品行业 CR5 不足 20%的大背景下，扩张过慢，便失去了市场先机；扩张过快，不易积累经验，出错的可能性更大。公司若能按照每年 10-15%新开门店增速，到达测算的 15,000 家的天花板还需 5 年左右的时间。
- **收入的增速更多来源于铺店，而单店收入依然维持小幅提升：**若按截至 9 月份底，绝味共有 9000 家门店计算，店数相较去年同期的 7,758 家门店，增加+16.0%，我们简单的按照当期门店总数作为计算单店收入基础的话，单店收入同比依然+2.6% (这个算法其实不够科学，有些新开门店若在季度底的话，开店时间不够长，自然会拉低单店收入)。按 Q3 单季环比增速看，相较上半年的 8,610 家门店，Q3 店数增加+4.5%，而单店收入同比依然+1.8%。
- **毛利率环比略微下滑，毛鸭价格上升影响有限：**Q3 单季绝味毛利率达 35.1%，同比+3.6ppt/环比-1.4ppt，Q3 单季的毛利依然高于 Q1 的毛利，下降幅度低于预期。我们认为从 5 月份起的毛鸭价格同比上涨对绝味的毛利影响有限，毛利的下滑部分亦来源于买赠的影响，主要是基于 (1) 毛鸭价格和鸭副价格的走势并不完全相关，毛鸭价格受环保的影响今年涨幅较大，而

申晟

分析师 SAC 执业编号：S1130517080003
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

鸭附的采购价格每个品种的价格走势不一，更多的受下游需求影响；(2) 绝味依然有提价的空间，缓和鸭成本的影响：绝味目前有 9,000 多家加盟店，可根据不同地区消费者的价格敏感度，调节提价幅度。(3) 冻品的保质期约为一年，而绝味一般会保持 2 个月的安全库存期，从报表存货来看绝味并未大量囤积原材料，绝味的囤货区间一般在年底；成本的上升大概率会在 17Q4-18Q1 影响绝味更多些。我们预计绝味的此次成本上涨在 10-15% 之间，价格上涨 8%-12% 便可对冲成本上涨的风险。

- **Q3 单季销售费用环比下滑，更多的是季节因素影响：**Q3 销售费用率环比-2.4ppt/同比+3.6ppt，我们认为销售费用率同比的上升主要还是广告费用的影响，我们认为在渠道扩张过程中，广告投放费用的增加不可避免，费用上升亦包括部分线上平台引流费用以及线下外卖平台的佣金费用。我们认为随着公司渠道的进一步下沉，费用率继续下滑的可能性不大。

盈利调整

- 我们略微上调今年的盈利预测，2017-2019 年收入分别为 39.3 亿元/46.3 亿元/53.9 亿元，同比+19.9%/17.9%/16.4%，归母净利分别为 4.92 亿元/5.65 亿元/6.69 亿元，同比+29.5%/14.7%/18.5%，对应 EPS 分别为 1.201 元/1.377 元/1.632 元，目前公司股价对应 PE 分别为 33X/29X/24X，维持“买入”评级。

风险提示

- 成本波动大于预期、市场竞争加剧

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,630	2,921	3,274	3,926	4,630	5,388	货币资金	374	232	400	1,248	1,508	1,957
增长率		11.1%	12.1%	19.9%	17.9%	16.4%	应收款项	14	45	22	37	43	50
主营业务成本	-1,924	-2,086	-2,232	-2,543	-3,015	-3,484	存货	199	351	408	453	537	620
% 销售收入	73.2%	71.4%	68.2%	64.8%	65.1%	64.7%	其他流动资产	59	60	56	73	87	102
毛利	706	835	1,042	1,383	1,615	1,904	流动资产	646	687	886	1,810	2,175	2,730
% 销售收入	26.8%	28.6%	31.8%	35.2%	34.9%	35.3%	% 总资产	47.4%	42.6%	45.2%	56.2%	56.1%	58.8%
营业税金及附加	-23	-24	-32	-39	-46	-54	长期投资	147	158	131	131	131	131
% 销售收入	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	375	536	721	1,057	1,310	1,483
营业费用	-242	-252	-265	-452	-535	-625	% 总资产	27.5%	33.2%	36.8%	32.8%	33.8%	31.9%
% 销售收入	9.2%	8.6%	8.1%	11.5%	11.6%	11.6%	无形资产	185	194	175	176	216	251
管理费用	-132	-156	-200	-247	-296	-350	非流动资产	716	926	1,076	1,414	1,705	1,914
% 销售收入	5.0%	5.3%	6.1%	6.3%	6.4%	6.5%	% 总资产	52.6%	57.4%	54.8%	43.8%	43.9%	41.2%
息税前利润 (EBIT)	309	404	544	645	737	875	资产总计	1,362	1,613	1,962	3,224	3,880	4,644
% 销售收入	11.8%	13.8%	16.6%	16.4%	15.9%	16.2%	短期借款	45	53	30	0	0	0
财务费用	-1	1	-3	3	7	9	应付款项	297	299	338	404	478	554
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	其他流动负债	56	66	85	94	112	130
资产减值损失	-3	-5	-11	0	0	0	流动负债	397	419	452	498	590	683
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	30	30	30	31
投资收益	-12	-13	-22	0	0	0	其他长期负债	4	12	14	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	402	431	497	528	619	714
营业利润	293	387	508	648	744	884	普通股股东权益	961	1,182	1,465	2,696	3,260	3,929
营业利润率	11.1%	13.2%	15.5%	16.5%	16.1%	16.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	26	17	9	9	9	9	负债股东权益合计	1,362	1,613	1,962	3,224	3,880	4,644
税前利润	319	404	517	656	753	892	比率分析						
利润率	12.1%	13.8%	15.8%	16.7%	16.3%	16.6%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-82	-103	-137	-164	-188	-223	每股指标						
所得税率	25.9%	25.6%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.656	0.836	1.056	1.201	1.377	1.632
净利润	236	301	380	492	565	669	每股净资产	2.668	3.284	4.070	6.575	7.952	9.584
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.184	0.598	1.372	1.387	1.612	1.951
归属于母公司的净利润	236	301	380	492	565	669	每股股利	0.000	0.000	0.330	0.000	0.000	0.000
净利率	9.0%	10.3%	11.6%	12.5%	12.2%	12.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.60%	25.45%	25.95%	18.26%	17.32%	17.03%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	17.35%	18.65%	19.38%	15.27%	14.55%	14.41%
净利润	236	301	380	492	565	669	投入资本收益率	22.80%	24.34%	26.26%	17.76%	16.81%	16.57%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	45	57	84	80	118	151	主营业务收入增长率	15.84%	11.09%	12.08%	19.92%	17.93%	16.36%
非经营收益	13	11	25	-7	-9	-9	EBIT增长率	15.75%	30.62%	34.74%	18.55%	14.25%	18.65%
营运资金变动	132	-153	4	4	-14	-12	净利润增长率	22.57%	27.28%	26.42%	29.47%	14.66%	18.51%
经营活动现金净流	426	215	494	569	661	800	总资产增长率	19.29%	18.43%	21.60%	64.32%	20.35%	19.69%
资本开支	-127	-236	-260	-409	-401	-351	资产管理能力						
投资	0	-23	-3	0	0	0	应收账款周转天数	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4
其他	0	-27	31	0	0	0	存货周转天数	41.6	48.1	62.1	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	-127	-286	-232	-409	-401	-351	应付账款周转天数	28.3	28.1	26.8	28.0	28.0	28.0
股权筹资	0	0	0	738	0	0	固定资产周转天数	39.8	37.7	48.1	66.7	72.5	70.7
债权筹资	-25	8	7	-44	0	1	偿债能力						
其他	-64	-80	-100	-5	0	0	净负债/股东权益	-34.22%	-15.10%	-23.20%	-45.20%	-45.33%	-49.02%
筹资活动现金净流	-89	-72	-93	689	0	1	EBIT利息保障倍数	367.6	-697.3	201.4	-246.3	-107.0	-101.0
现金净流量	210	-142	168	849	259	449	资产负债率	29.49%	26.72%	25.31%	16.38%	15.97%	15.38%

来源: 公司公告, 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	0	1	1	6	7
增持	0	1	2	7	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.67	1.54	1.50

来源：朝阳永续

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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方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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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