

业绩符合预期, 看好持续稳定高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年业绩快报, 全年实现营业收入38.6亿元, 同比+18.0%, 归母净利润5.0亿元, 同比+32.4%。其中Q4单季度实现营业收入9.7亿元, 同比+14.8%, 实现归母净利润1.7亿元, 同比+19.7%。
- **开店节奏放缓影响Q4业绩增速, 单店收入提升仍有较大空间。** 1、公司前三季度实现开店996家, 门店总数近9000家, 已接近完成全年新增800-1200家的目标规划。考虑到单店坪效, 公司Q4放缓开店节奏, 导致Q4增速环比/同比均有所回落。公司目前新开店主要集中在一线和省会城市, 随着生产基地布局优化, 未来渠道进一步向三四线城市和乡镇延伸, 同时公司已进军新加坡、泰国等海外市场, 未来仍有较大市场空间。按照公司每年1000家的开店计划能够稳定贡献10%的业绩增量。2、单店提升空间大: 1) 公司对存量门店进行四代店升级, 统一整体店面形象, 提升品牌力, 18年将全面完成店面改造, 店面升级对销量增长产生积极作用; 2) 17年鸭副原料价格波动不大, 公司并未对产品进行价格调整, 目前绝味和周黑鸭单价相差较大, 18年公司在提价上仍可做文章; 3) 在品类创新上, 公司也在开发新品提升客单价, 在部分市场试推广的汽水新品与鸭脖形成良好的互补作用, 市场反馈较好。综合来看, 绝味单店收入提升空间依旧较大, 每年有望保持5%以上的增速。持续开店+单店收入提升保障业绩稳步增长。
- **明年成本端压力不明显, 借体育大年有望提升销量。** 1、17年在鸭副产品没有出现大幅度波动的情况下, 公司利用库存有效平滑成本。考虑到公司储备较大量低价鸭副库存和对上游供应商较强议价能力, 预计18年鸭价波动对成本端压力有限, 毛利率有望保持稳步上升态势。2、2018年是世界杯年, 公司将借世界杯热点宣传提升鸭脖销量。按照以往经验, 大赛期间广告效应对销售拉动十分明显, 部分门店赛事期间销售收入增长10%, 带来的增量效果显著。在销售费用上, 公司将会持续通过广告宣传吸引消费和提升品牌形象, 预计销售费用率将维持在较高水平。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2017-2019年收入复合增速为17.7%, 归母净利润复合增速为27.7%, EPS分别为1.23、1.54、1.93元, 对应动态PE为28、22、18倍, 维持“买入”评级。
- **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	3866.33	4554.78	5339.84
增长率	12.08%	18.09%	17.81%	17.24%
归属母公司净利润(百万元)	380.30	503.58	632.27	792.27
增长率	26.42%	32.42%	25.55%	25.31%
每股收益EPS(元)	0.93	1.23	1.54	1.93
净资产收益率ROE	25.95%	19.48%	20.71%	21.77%
PE	37	28	22	18
PB	9.68	5.49	4.65	3.90

数据来源: Wind, 西南证券

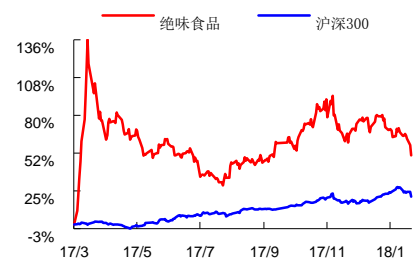
西南证券研究发展中心

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: 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)	141.86
总资产(亿元)	32.17
每股净资产(元)	5.98

相关研究

1. 绝味食品(603517): 收入增长稳健, 利润弹性更大 (2017-10-29)
2. 绝味食品(603517): 门店扩张快速推进, 成本下行盈利提升 (2017-08-25)
3. 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	3866.33	4554.78	5339.84	净利润	380.30	503.58	632.27	792.27
营业成本	2231.75	2503.61	2903.47	3364.75	折旧与摊销	73.48	64.22	97.81	123.46
营业税金及附加	32.32	38.28	45.55	53.40	财务费用	2.70	0.39	0.00	0.00
销售费用	265.50	414.47	478.25	533.98	资产减值损失	10.96	3.00	3.00	3.00
管理费用	200.20	243.58	286.95	331.07	经营营运资本变动	36.39	21.47	-23.35	-3.41
财务费用	2.70	0.39	0.00	0.00	其他	-9.95	-9.87	-11.21	-12.08
资产减值损失	10.96	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	493.89	582.79	698.52	903.23
投资收益	-22.36	8.00	8.00	9.00	资本支出	-357.43	-400.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	125.03	8.00	8.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-232.40	-392.00	-392.00	-91.00
营业利润	508.36	671.00	845.56	1062.63	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
利润总额	516.89	681.00	855.56	1072.63	股权融资	0.00	740.69	0.00	0.00
所得税	136.59	177.42	223.29	280.36	支付股利	-97.20	-124.40	-164.06	-206.26
净利润	380.30	503.58	632.27	792.27	其他	-2.91	-0.39	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-93.21	585.90	-164.06	-206.26
归属母公司股东净利润	380.30	503.58	632.27	792.27	现金流量净额	168.28	776.69	142.46	605.97
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	1176.48	1318.93	1924.90	成长能力				
应收和预付款项	66.37	89.23	103.44	118.29	销售收入增长率	12.08%	18.09%	17.81%	17.24%
存货	408.28	412.84	498.04	576.32	营业利润增长率	31.42%	31.99%	26.01%	25.67%
其他流动资产	11.51	13.60	16.02	18.78	净利润增长率	26.42%	32.42%	25.55%	25.31%
长期股权投资	130.87	130.87	130.87	130.87	EBITDA 增长率	33.52%	25.84%	28.24%	25.73%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	721.00	1068.53	1382.48	1370.78	毛利率	31.84%	35.25%	36.25%	36.99%
无形资产和开发支出	132.71	121.80	110.89	99.99	三费率	14.31%	17.03%	16.80%	16.20%
其他非流动资产	91.37	90.52	89.67	88.82	净利率	11.62%	13.02%	13.88%	14.84%
资产总计	1961.90	3103.86	3650.34	4328.74	ROE	25.95%	19.48%	20.71%	21.77%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.38%	16.22%	17.32%	18.30%
应付和预收款项	348.01	391.04	455.97	532.98	ROIC	33.45%	35.76%	35.51%	39.79%
长期借款	29.90	29.90	29.90	29.90	EBITDA/销售收入	17.85%	19.03%	20.71%	22.21%
其他负债	88.68	97.75	111.09	126.47	营运能力				
负债合计	496.59	518.68	596.96	689.35	总资产周转率	1.83	1.53	1.35	1.34
股本	360.00	410.00	410.00	410.00	固定资产周转率	8.93	6.32	4.47	4.15
资本公积	72.50	763.19	763.19	763.19	应收账款周转率	1282.32	1192.44	1351.69	1282.79
留存收益	1032.81	1411.99	1880.19	2466.20	存货周转率	5.86	6.09	6.36	6.25
归属母公司股东权益	1465.31	2585.18	3053.38	3639.39	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	资本结构				
股东权益合计	1465.31	2585.18	3053.38	3639.39	资产负债率	25.31%	16.71%	16.35%	15.93%
负债和股东权益合计	1961.90	3103.86	3650.34	4328.74	带息债务/总负债	12.06%	5.76%	5.01%	4.34%
					流动比率	1.96	3.57	3.50	4.09
					速动比率	1.06	2.70	2.60	3.20
					股利支付率	25.56%	24.70%	25.95%	26.03%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	584.54	735.61	943.37	1186.09	每股收益	0.93	1.23	1.54	1.93
PE	37.30	28.17	22.44	17.91	每股净资产	3.57	6.31	7.45	8.88
PB	9.68	5.49	4.65	3.90	每股经营现金	1.20	1.42	1.70	2.20
PS	4.33	3.67	3.11	2.66	每股股利	0.24	0.30	0.40	0.50
EV/EBITDA	20.64	17.66	13.62	10.32					
股息率	0.69%	0.88%	1.16%	1.45%					

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	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
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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