

食品饮料

绝味食品（603517）

首次评级

报告原因：年报点评

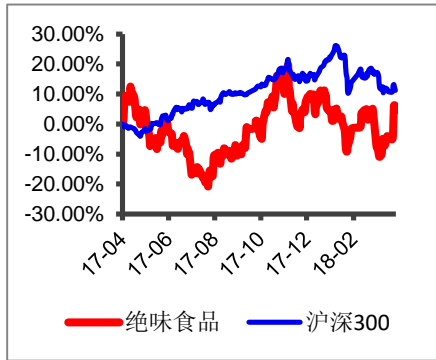
门店稳步扩张，公司持续高增长

买入

2017年4月16日

公司研究/事件点评

公司近一年市场表现



事件描述

- 公司发布 2017 年报告：公司 2017 年实现收入 38.50 亿元，同比增长 17.59%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比增长 31.93%。

事件点评

- **门店稳步扩张，店面升级带动单店收入增加。**17 年公司卤制食品收入 37.1 亿元，同比增加 17.52%，其中门店增加 1129 家至 9053 家，同比增长 14.24%。分产品看，禽类鲜货收入 30.7 亿元，同比增加 16.9%，蔬菜类鲜货收入 3.8 亿元，同比增加 29.2%。分区域来看，区域均衡发展，公司西南、西北、华中、华南、华东、华北市场分别实现增长 20%、-71%、30%、27%、12%、15%，西北下滑明显主要是原西北地区陕西阿军的产能于 2016 年 10 月份转移到华中地区，17 年新开拓新加坡、香港等海外市场，实现 1351 万元收入。
- **规模效应继续凸显，净利润率有望继续提升。**2017 年公司净利率 12.92%，同比提升 1.3%。（1）公司毛利率 35.8%，同比提升 3.9%，主要来源于成本下降以及规模效应带来的红利。（2）公司期间费用率为 17.9%，同比上升 3.6%，其中，公司销售费用率为 11.07%，较 16 年上升 2.96%，主因在于广告宣传费支出 1.86 亿元；受开店带来的员工薪酬上升影响，管理费用率上升 0.8%。公司现在处于扩张时期，销售费用较多，但是，伴随店铺数量扩大，规模效应将会体现更加明显。另外，对于产品的提价历史，14-15 年进行过全国性的提价（原材料成本较高），但是对需求影响不大，17 年区域性（一两个省份）进行提价，今年公司将加速对现有存量店进行四代店升级，原材料价格的波动，以及包装成本的增加，未来不排除有提价可能。预计公司净利润率将继续增加。
- **加快外延式增长，加速建设美食生态圈。**2018 年公司将继续依据自身对行业的了解及借鉴合作方的专业投资并购经验，整合并购优质项目，参投食品连锁及餐饮企业，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来利润成长储蓄强大的动能，为公司的资本运作和持续快速发展提供强有力的支持，加快美食生态圈的建设步伐。

投资建议

- 公司计划未来每年按照 800-1200 家新店速度扩张，公司对存量门店进行四代店升级，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，预计四代店单店收入可提升 5%-10%左右，我们认为未来几年公

市场数据：2018 年 4 月 13 日

收盘价(元)：38.98

年内最高/最低(元)：42.15/32.17

流通 A 股/总股本(亿)：1.64/4.10

流通 A 股市值(亿)：64.11

总市值(亿)：161

基础数据：2017 年 12 月 31 日

基本每股收益：1.26

每股净资产(元)：6.27

净资产收益率：24.86%

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

E-mail: caolingyan@sxzq.com

研究助理：和芳芳

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A 座

司收入可维持在 15-20%左右增速。预计 2018-2020 年公司归母净利润为 6.27 亿、7.75 亿、9.08 亿，EPS 分别为 1.53 元、1.89 元、2.22 元，PE 分别为 26 倍、21 倍、18 倍。首次“买入”评级。

**存在风险**

- 食品安全风险，原材料价格波动的风险，加盟模式的管理风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1,633	4,225	4,960	5,814	<b>营业收入</b>	3,850	4,568	5,345	6,100
现金	1,066	914	1,506	2,192	营业成本	2,472	2,848	3,282	3,733
应收账款	35	87	62	81	营业税金及附加	41	46	56	63
其他应收款	31	44	42	52	销售费用	426	475	523	597
预付账款	73	80	93	116	管理费用	265	314	367	419
存货	425	3,103	3,237	3,345	财务费用	(2)	36	84	75
其他流动资产	4	(2)	20	29	资产减值损失	3	6	(4)	1
<b>非流动资产</b>	1,556	1,489	1,511	1,562	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	331	206	223	253	投资净收益	3	3	3	3
固定资产	801	750	699	649	<b>营业利润</b>	650	845	1,039	1,215
无形资产	140	131	122	114	营业外收入	20	2	2	2
其他非流动资产	284	401	466	546	营业外支出	3	14	12	12
<b>资产总计</b>	3,189	5,714	6,471	7,376	<b>利润总额</b>	667	833	1,029	1,205
<b>流动负债</b>	595	2,590	2,679	2,769	所得税	169	208	257	301
短期借款	0	2,050	2,048	2,043	<b>净利润</b>	497	625	772	903
应付账款	290	255	312	376	少数股东损益	(4)	(2)	(3)	(5)
其他流动负债	305	285	319	350	<b>归属母公司净利润</b>	502	627	775	908
<b>非流动负债</b>	19	29	36	43	<b>EBITDA</b>	699	942	1,183	1,348
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.22	1.53	1.89	2.22
其他非流动负债	19	29	36	43					
<b>负债合计</b>	614	2,619	2,715	2,813					
少数股东权益	3	1	(2)	(7)	<b>主要财务比率</b>				
股本	410	410	410	410	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
资本公积	767	766	766	766	<b>成长能力</b>				
留存收益	1,399	1,918	2,582	3,394	营业收入	17.59%	18.64%	17.01%	14.13%
归属母公司股东权益					营业利润	27.85%	30.09%	22.89%	16.89%
益	2,572	3,093	3,758	4,570	归属于母公司净利润	31.93%	24.96%	23.58%	17.21%
<b>负债和股东权益</b>	3,189	5,714	6,471	7,376	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	35.79%	37.65%	38.60%	38.80%
					净利率(%)	13.03%	13.73%	14.50%	14.89%
					ROE(%)	19.31%	20.20%	20.55%	19.80%
					ROIC(%)	47.84%	49.48%	17.02%	18.95%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	19.26%	45.84%	41.96%	38.13%
					净负债比率(%)	-24.43%	-9.67%	-24.97%	-33.43%
					流动比率	2.74	1.63	1.85	2.10
					速动比率	2.03	0.43	0.64	0.89
					<b>营运能力</b>				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	641	(2,131)	805	891
净利润	497	627	775	908
折旧摊销	69	60	59	59
财务费用	1	36	84	75
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(19)	(2,856)	(104)	(144)
其他经营现金流	95	4	(7)	(4)

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

<b>投资活动现金流</b>	(526)	128	(13)	(28)	总资产周转率	1.49	1.03	0.88	0.88
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	977.06	193.25	168.07	244.26
长期投资	(200)	124	(16)	(31)	应付账款周转率	16.56	16.75	18.84	17.73
其他投资现金流	(326)	4	3	3	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	553	1,904	(197)	(175)	每股收益(最新摊薄)	1.22	1.53	1.89	2.22
短期借款	(30)	2,050	(2)	(5)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	(5.20)	1.96	2.17
长期借款	(30)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.27	7.55	9.16	11.15
普通股增加	50	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	694	(1)	0	0	P/E	31.8	25.5	20.6	17.6
其他筹资现金流	(131)	(145)	(195)	(170)	P/B	6.2	5.2	4.3	3.5

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明