

全年目标未改变，持续看好公司发展

——绝味食品（603517）事件点评

2018年04月24日

强烈推荐/维持

绝味食品 | 事件点评

事件：

截至4月24日上午收盘，绝味食品上涨幅度超过5%。

我们在4月10日我们发布了绝味食品的深度报告《绝味中国，鸭脖全国化的扩张之路》，此后在4月17日发布了绝味食品的年度财报点评《业绩符合预期，盈利稳步增长》，我们明确提出从全年的角度来看公司的收入端增长“确定、稳定”，我们重申看好绝味食品的观点。

主要观点：

1. 绝味中国，清晰战略构筑门店壁垒，持续看好公司发展

公司是国内最大的休闲卤制连锁企业，截至2017年末，公司形成了覆盖全国29个省、自治区和直辖市的直营和加盟连锁销售网络，在全国共开设了9053家门店。对于公司饱和门店数量的判断，我们根据开店数量和当地覆盖人口数量的比值可以做一个粗略的估算，如果以饱和程度最高的天津为标准，去除西藏、新疆等暂时未覆盖的地区，公司开店数量的天花板应该是在2.8万家左右，公司根据店址选择与规划的角度预计开店数量应该在2.2万家以上，其中每年新增门店800-1200家，可支撑十年以上开发，折算至全国为不到0.5家店/县/年，从这个角度考虑，公司开店数量还有不止一倍的空间。

公司的门店持续升级，店形象升级主要分为两部分：1) 全面提速四代店建设。四代店在门店形象、终端设备等方面进行了全面升级，升级后单店收入普遍得到提升，部分门店单店收入同比增长高达30%，年内四代店升级范围将超过五成；2) 高势能门店形象升级。机场、高铁等门店客流量大、客流群体覆盖面广，高端、崭新的门店形象起到极大的形象展示作用。18年将全面完成店面改造，统一整体店面形象，提升品牌力，能够最大程度地发掘潜在消费群体

对于公司的收入推算，公司每年新开店1000家左右的目标维持稳定，从近三年来看，公司每年新开店的贡献收入10%增长的边际效应不会降低；我们预计同店增长5%以上，且从历年来看完成情况较好；预计公司的产品结构升级增长2-3%，公司收入端增长确定性较强，且增长稳定。

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

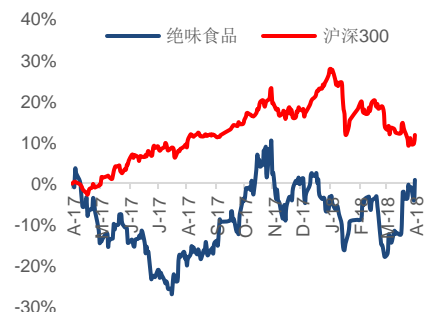
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52周股价区间(元)	38.74-40.79
总市值(亿元)	158.83
流通市值(亿元)	63.42
总股本/流通A股(万股)	41000/16370
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.07

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《绝味食品（603517）2017年度财报点评：业绩符合预期，盈利稳步增长》2018-04-17
- 2、《绝味食品（603517）：绝味中国，鸭脖全国化的扩张之路》2018-04-10

2. 勿需担心季度间的波动, 全年目标未改变

对于公司 2017 财年的经营情况, 从产品端来看, 在收入增速方面, 2017 年公司卤制食品较同期增长 17.52%, 其中鲜货的收入增速为 17.86%, 包装产品收入下滑 29.14%, 公司进一步的突出鲜货类产品的扩张; 在产销量增速方面, 随着公司部分募投项目的完工和投产, 公司 2017 年鲜货类销量较同期增长 14.87%, 从鲜货的收入和销量增速情况来看, 公司的鲜货产品结构升级明显。

从销售区域来看, 公司 2017 年在华中和华东地区均突破了 10 亿级大关, 其中公司大本营华中地区增长 29.62%, 居各地区增长的首位, 虽然由于陕西地区公司转入华中地区, 但是公司在其大本营地区收入增速仍然可观; 公司在华南、华北、西南地区的收入规模在约 5-6 亿元的区间, 且保持较高的增长。另外, 公司将持续海外开拓, 新增新加坡和香港地区的市场, 增强公司品牌力和知名度。

2017 年公司卤制食品毛利率为 34.81%, 较同期增加 3.9pct., 其中鲜货类产品毛利率为 34.79%, 较同期增加 3.94pct., 在鲜货类产品中, 禽类制品、畜类制品和蔬菜产品的毛利率分别较同期增加 3.94pct.、4.49pct.、5.77pct., 公司的主要产品的毛利率均有所提升, 我们前文也提到过, 公司的鲜货产品结构不断的升级, 带动公司毛利率的持续提升, 另外, 公司主要原材料鸭副产品具有可使用冻品的天生优势, 也可以平滑鸭产品价格增长的波动, 公司毛利率的持续提升带动业绩的增长。

对于一季度的展望, 由于 2018 年春节延后的因素, 我们预计公司一季度新开店数量低于同期水平, 预计将影响公司一季报的收入增速, 但是从全年来看, 公司开店计划未改变。对于一季度的净利润增长情况, 我们预计随着公司产品结构和成本端的不断优化, 以及费用的良好控制, 公司一季度净利润有望持续提升。

结论:

公司是国内卤制休闲食品类企业中规模最大、门店数量最多、全国化程度最高的企业, 是休闲卤制食品的龙头。公司通过“聚焦鸭脖品类、扩大门店优势, 提升门店效能”的经营策略具备竞争优势, 奠定了公司快速发展的强有力基础, 我们预计公司 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.54 元、1.94 元、2.37 元, 对应 PE 分别为 25 倍、20 倍、16 倍, 我们给予公司 2018 年 35 倍 PE, 目标价 50 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

食品安全风险;

业绩不及预期风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	886	1633	3206	3999	4936	营业收入	3274	3850	4591	5449	6438
货币资金	400	1066	2372	3020	3791	营业成本	2232	2472	2923	3435	4017
应收账款	4	4	6	7	9	营业税金及附加	32	41	46	54	64
其他应收款	19	31	37	44	52	营业费用	265	426	505	599	708
预付款项	44	73	87	105	125	管理费用	200	265	298	327	386
存货	408	425	480	565	660	财务费用	3	-2	-17	-27	-34
其他流动资产	12	34	34	34	34	资产减值损失	10.96	2.65	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1076	1556	1310	1190	1070	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	131	331	331	331	331	投资净收益	-22.36	2.76	0.00	0.00	0.00
固定资产	431.19	800.89	787.45	681.21	574.96	营业利润	508	650	836	1060	1296
无形资产	133	140	126	112	98	营业外收入	19.13	19.70	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	48	124	0	0	0	营业外支出	10.59	3.06	10.00	10.00	10.00
资产总计	1962	3189	4517	5189	6006	利润总额	517	667	846	1070	1306
流动负债合计	452	595	573	648	734	所得税	137	169	216	273	333
短期借款	30	0	0	0	0	净利润	380	497	630	797	973
应付账款	175	290	240	282	330	少数股东损益	0	-4	0	0	0
预收款项	92	94	122	154	193	归属母公司净利润	380	502	630	797	973
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	682	832	939	1153	1382
非流动负债合计	44	19	0	0	0	EPS (元)	1.06	1.26	1.54	1.94	2.37
长期借款	30	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	497	614	573	648	734	成长能力					
少数股东权益	0	3	3	3	3	营业收入增长	12.08%	17.59%	19.23%	18.70%	18.14%
实收资本 (或股	360	410	410	410	410	营业利润增长	31.42%	27.85%	28.58%	26.84%	22.29%
资本公积	73	767	1645	1645	1645	归属于母公司净利润	26.42%	31.93%	25.57%	26.53%	22.09%
未分配利润	970	1311	1676	2138	2703	获利能力					
归属母公司股东	1465	2572	3926	4524	5254	毛利率 (%)	31.84%	35.79%	36.33%	36.96%	37.61%
负债和所有者权	1962	3189	4502	5175	5991	净利率 (%)	11.62%	12.92%	13.72%	14.63%	15.12%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	25.95%	19.51%	16.05%	17.62%	18.52%
经营活动现金流	494	641	444	820	980	偿债能力					
净利润	380	497	630	797	973	资产负债率 (%)	25%	19%	13%	13%	
折旧摊销	171.19	184.30	0.00	120.26	120.26	流动比率				6.17	6.72
财务费用	3	-2	-17	-27	-34	速动比率				5.30	5.82
应付账款的变化	0	0	-2	-1	-1	营运能力					
预收账款的变化	0	0	28	33	39	总资产周转率	1.83	1.49	1.19	1.13	1.15
投资活动现金流	-232	-526	125	0	0	应收账款周转率	1282	977	863	792	791
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.99	16.56	17.31	20.85	21.02
长期股权投资减	0	0	1	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	-22	3	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	1.06	1.26	1.54	1.94	2.37
筹资活动现金流	-93	553	737	-172	-209	每股净现金流 (最新	0.47	1.63	3.19	1.58	1.88
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.07	6.27	9.58	11.03	12.81
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	50	0	0	0	P/E	36.55	30.75	25.21	19.93	16.32
资本公积增加	0	694	878	0	0	P/B	9.52	6.18	4.05	3.51	3.02
现金净增加额	168	668	1307	648	771	EV/EBITDA	19.94	17.81	14.39	11.15	8.75

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

焦凯

经济学硕士，2010年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。