

利空出尽，全年预期未改

——绝味食品（603517）财报点评

2018年04月26日

强烈推荐/维持

绝味食品

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn	010-66554144

事件：

绝味食品 2018 年一季度实现营业收入 9.65 亿元，同比增长 10.11%；实现归属上市公司净利润 1.51 亿元，同比增长 31.26%；实现每股收益 0.37 元，公司 2018 年一季度业绩符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	868.03	847.57	876.14	975.21	1038.01	960.81	964.74
增长率（%）	-	-	18.68%	18.89%	19.58%	13.36%	10.11%
毛利率（%）	31.54%	33.89%	34.67%	36.49%	35.07%	36.87%	34.4%
期间费用率（%）	13.81%	15.19%	16.29%	19.59%	17.45%	18.09%	13.26%
营业利润率（%）	14.83%	16.73%	17.06%	15.64%	17.07%	17.77%	20%
净利润（百万元）	90.80	107.53	114.70	122.01	138.49	122.08	149.51
增长率（%）	-	-	37.64%	23.69%	52.53%	13.52%	30.34%
每股盈利（季度，元）	0.25	0.30	0.28	0.30	0.34	0.30	0.37
资产负债率（%）	32.97%	25.31%	19.28%	18.58%	23.73%	19.26%	15.75
净资产收益率（%）	6.69%	7.34%	4.94%	5.27%	5.64%	4.74%	5.69%
总资产收益率（%）	4.48%	5.48%	3.98%	4.29%	4.31%	3.83%	4.66%

观点：

- **一季度受春节延后因素影响收入，全年目标不改。**由于受春节延后因素的影响，公司一季度收入增长较同期有所放缓。从公司收入端的拆分来看，在同店增长方面，我们预计公司的同店增速保持稳定；在新开店方面，主要是春节前后开店数量低于同期水平，但是公司全年开店目标未改变，我们仍坚持看好公司今年的收入增速，单季度的收入增速放缓不改全年收入增速的持续稳定增长。
- **毛利率略有降低，预计主力产品成本变化幅度不大。**公司一季度毛利率为34.4%，较同期下滑0.3pct.，环比下滑2.43pct.，对于公司毛利率的下滑我们认为主要是个别产品的成本有所上升，但是主力产品鸭脖的成本变化幅度不大，并且我们认为单季度的毛利率变化不具有代表性，我们仍看好公司成本端的稳定和产品结构的不断升级带来的毛利率的提升。

另外，我们再次重申对公司成本的观点：公司的主要原材料鸭副具有可冷冻的天生优势，而毛鸭的生长周期一般在2个月以内，公司有能力和有时间去平抑原材料成本的上涨，并且公司是全球最大的鸭脖采购商，其他鸭副略受餐饮等方面竞争的影响，公司在采购鸭脖方面的话语权很强，也决定公司的原材料成本不会大幅的波动。

对于产品结构升级方面，公司的战略一直是不断推出高毛利、爆品的产品，撤掉低毛利、动销偏差的产品，公司的产品升级动力较强，且和加盟商的利益一致，我们认为公司未来将长期延续次产品结构调整的战略，我们长期看好公司毛利率的稳中有升。

- **销售费用率有所降低。**公司一季度的销售费用率和管理费用率分别为7.36%、6.01%，分别较同期减少2.23pct、0.61pct.，其中销售费用率较同期出现较大幅度的降低，从去年四季度以来公司在广告宣传方面持稳健的战略，但是在品牌宣传方面仍持积极的态度，我们预计在重要的时点公司也将积极推广品牌的知名度，比如世界杯等重要的体育赛事阶段。
- **复星减持属于利空出尽。**公司在公布一季报的同时公布了复星拟在6个月内减持不超过6%的股权，这是继九鼎和汇贤创业之后另一个重要的战略投资股东的减持，我们认为复星的减持对于公司长远来看属于偏利好的因素：首先，复星和就九鼎等战略性股东的减持有望增加公司的流通股本的占比，增强公司股票流动性；其次，对公司非经营性的不稳定因素一次性出清，将有利于公司股权结构长期的、更健康的发展。

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，我们维持强烈推荐评级。

风险提示：

业绩不及预期；食品安全等。

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
一年内到期的非流	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(或股本)	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					
归属母公司股东权	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(%)					
单位: 百万元						19.38%					
2016A						2017A					
2017A						2018E					
2018E						2019E					
2019E						2020E					
2020E						ROE(%)					
2016A						25.95%					
2017A						19.51%					
2018E						16.05%					
2019E						17.62%					
2020E						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
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.99	16.56	17.31	20.85	21.02
长期股权投资减少	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	36.75	30.92	25.35	20.04	16.41
资本公积增加	0	694	878	0	0	P/B	9.57	6.21	4.07	3.53	3.04
现金净增加额	168	668	1307	648	771	EV/EBITDA	20.06	17.92	14.49	11.23	8.81

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法律责任。

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。