

增长逻辑持续演绎，绝味中国渐行渐近

2018年10月31日

强烈推荐/维持

绝味食品

财报点评

——绝味食品（603517）三季度财报点评

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

事件：

公司前三季度实现营业收入 32.66 亿元，同比增长 13.03%；归母净利润为 4.87 亿元，同比增长 29.03%。公司 18Q3 实现营业收入为 11.81 亿元，同比增长 13.76%；归母净利润为 1.72 亿元，同比增长 23.05%，业绩符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	876.14	975.21	1038.01	960.81	964.74	1120.27	1180.88
增长率（%）	18.68%	18.89%	19.58%	13.36%	10.11%	14.87%	13.76%
毛利率（%）	34.67%	36.49%	35.07%	36.87%	34.42%	36.39%	33.92%
期间费用率（%）	16.29%	19.59%	17.05%	18.52%	13.23%	15.70%	14.08%
营业利润率（%）	17.05%	15.64%	17.07%	17.77%	19.98%	19.35%	18.48%
净利润（百万元）	114.70	122.01	138.49	122.08	149.51	161.63	169.93
增长率（%）	37.64%	23.69%	52.53%	13.52%	30.34%	32.47%	22.70%
每股盈利（季度，元）	0.28	0.30	0.34	0.30	0.37	0.40	0.42
资产负债率（%）	19.28%	18.58%	23.73%	19.26%	15.75%	20.22%	25.17%
净资产收益率（%）	4.94%	5.27%	5.64%	4.74%	5.50%	5.98%	5.89%
总资产收益率（%）	3.98%	4.29%	4.31%	3.83%	4.63%	4.77%	4.41%

观点：

- **营收持续稳定增长，开店计划有条不紊。**公司前三季度实现营业收入32.66亿元，同比增长13.03%；归母净利润为4.87亿元，同比增长29.03%。公司18Q3实现营业收入为11.81亿元，同比增长13.76%；归母净利润为1.72亿元，同比增长23.05%。公司营收增势可观，稳健发展。公司加盟门店、自营门店单店收入呈现逐年上涨态势，之前我们预计2018年公司门店数目有望突破1万家，截至第三季度，公司旗下门店数量已逼近9800，根据目前可见的开店速度，预计公司年底可以顺利完成全年新开门店10%-12%的计划。
- **成本压力三季度略有显现，四季度不排除提价可能。**18Q3公司毛利率33.92%，同比下降3.28pct。毛利率的下降主要来源于成本价格的上升，上半年毛鸭价格普遍上升，鸭附价格也一反上半年的平稳表现，

第三季度出现上升且第四季度仍会维持在高位。成本的上升以及公司去年第四季度提价红利的消失，使得公司完全有动力、有空间进行提价，四季度不排除有提价的可能。

- **多数费用率明显下降，研发费用罕见增加，盈利能力有所保障。**18Q3公司费用率延续下降，销售费用率达8.54%，同比下降2.60pct；管理费用率达5.92%，同比下降0.45pct；财务费用率达-0.02%。值得注意的是，公司新出现了0.26%的研发费用率的计入，突破以往科研费用的历史。该费用应与年中公司于长沙理工大学刚刚成立的休闲卤制食品创新研究院有关，虽然该费用的产生降低了毛利率的增长，但其研发成果将会给绝味食品带来的技术进步以及盈利预期远超于此，且值得期待。
- **连锁营销战略静待长期收益，店面升级品牌力提升。**2018年公司积极扩张门店数量，强化门店布局，加大现有市场门店拓展，提升对区域和渠道的覆盖程。公司通过活动创新，提升商圈渗透力度和质量，推动门店业绩增长，加快美食生态圈的建设步伐。绝味门店的扩张目前来看发展顺利，且达成预期非常可观，值此绝味连锁经营的繁荣时期，门店数量以及门店收入的双向增加给绝味的全国发展带来了信心与动力。公司店面持续升级，高端、崭新的门店形象起到极大的展示作用。18年将全面完成店面改造，统一整体店面形象，提升品牌力，能够最大程度的发掘潜在的消费群体。绝味食品目前海外已经入驻新加坡和香港，未来有望入驻东南亚和北美市场，未来门店的天花板有望再次超预期。

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，维持前期盈利预测，预计公司2018年—2020年的EPS分别为1.54元、1.94元、2.37元，给与增长确定性和模式稀缺性溢价，35x估值水平，目标价54元，对应57%上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：食品安全风险；成本上涨风险

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	6436
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	801	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	588	662	749	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	250	292	340	少数股东损益	0	-4	0	0	0
预收款项	92	94	127	158	198	归属母公司净利润	380	502	630	797	973
一年内到期的非流动负债	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增长	55.82%	31.93%	22.57%	26.53%	22.09%
未分配利润	970	1311	1676	2138	2703	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1465	2572	3926	4524	5254	毛利率 (%)	31.84%	35.82%	36.33%	36.96%	37.61%
负债和所有者权益	1962	3189	4517	5189	6006	净利率 (%)	11.62%	12.92%	13.72%	14.63%	15.12%
现金流量表						单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产净利润 (%)	19.38%	15.73%	13.95%	15.36%	
经营活动现金流	494	641	444	820	980	ROE (%)	25.95%	19.51%	16.05%	17.62%	18.52%
净利润	380	497	630	797	973	偿债能力					
折旧摊销	171.19	184.30	0.00	120.26	120.26	资产负债率 (%)	25%	19%	13%	13%	12%
财务费用	3	-2	-17	-27	-34	流动比率	1.96	2.74	4.63	6.17	6.72
应收账款减少	0	0	-2	-1	-1	速动比率	1.06	2.03	3.73	5.30	5.82
预收账款增加	0	0	28	33	39	营运能力					
投资活动现金流	-232	-526	125	-3	5	总资产周转率	1.83	1.49	1.19	1.13	1.15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	1282	977	863	792	791
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	应付账款周转率	19.99	16.56	17.31	20.85	21.02
投资收益	-22	3	0	0	0	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-93	553	737	-172	-209	每股收益 (最新摊薄)	1.06	1.26	1.54	1.94	2.3
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	0.47	1.63	3.19	1.58	1.88
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.07	6.27	9.58	11.03	12.81
普通股增加	0	50	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	694	878	0	0	P/E	39.62	33.33	25.35	20.04	16.41
现金净增加额	168	668	1307	648	771	P/B	10.32	6.70	4.07	3.53	3.04
						EV/EBITDA	21.66	19.41	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。

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。