

渠道红利仍在，绝味稳步增长确定性高

2019年01月28日

强烈推荐/维持

绝味食品

财报点评

——绝味食品（603517）业绩快报点评

刘畅

分析师

执业证书编号：S1480517120001

liuchang_yjs@dxzq.net.cn 010-66554017

事件：

绝味食品公布 2018 年业绩快报，2018 年公司实现营业总收入 43.68 亿元，同比增长 13.46%；实现营业利润 8.26 亿元，同比增长 27.04%；实现利润总额 8.46 亿元，同比增长 26.92%；归属于上市公司股东的净利润 6.42 亿元，同比增长 27.87%；归属于上市公司股东扣非净利润 6.25 亿元，同比增长 28.28%。

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：

- 公司全年业绩符合预期，渠道红利有望持续释放。公司预计全年实现营收 43.68 亿元，同增 13.46%；归母净利 6.25 亿元，同增 28.28%，全年业绩增长符合预期。公司 Q4 实现营收 11.03 亿元，同增 14.78%；实现归母净利 1.54 亿元，同增 24.19%。我们认为，公司 2018 年增长的核心在于门店的扩张。根据调研数据显示，公司 2018 年新开门店同增 8%左右，单店提价幅度在 2%-3%左右，我们预计 2018 年公司门店总量有望突破 1 万家，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。我们认为公司 2 万家门店的目标是绝味未来发展的“基础设施”，公司的渠道红利并未完全释放，预计公司 2019 年新开店增速将维持在 8%-10%左右，公司业绩有望持续受益。

- **推新品扩品类, 2019提价逻辑依旧持续。**2018年, 公司通过推出新品进行品类扩张, 为公司贡献了全新的高毛利单品, 我们的调研数据显示目前新品销售情况良好, 新品对公司业绩的贡献有望持续增加。另一方面, 鉴于公司所在的卤制品行业存在每两年进行一次提价的规律, 我们认为19年公司仍存在提价的可能。我们预计公司在2019年可能还会继续推出新口味, 继续为公司贡献高毛利产品, 助力公司产品销量与单价双提升。
- **毛利率处于低位, 净利率或将承压。**由于2018年Q3原材料价格处于高位, 致使公司毛利率从Q2的36.39%下滑至33.92%, 而Q4原材料价格已经有所回落, 我们预计2019年原材料价格稳中有降, 公司目前毛利率下滑的趋势并不会持续。随着原材料价格的回落, 公司的毛利率将稳步回升至正常水平。此外, 我们预计公司未来将持续进行费用投放, 以支持新的加盟商开店, 达到2019年新增店铺的8%-10%增速, 致使公司的净利率或将承担压力。
- **构建美食生态, 打造美食平台新战略。**公司通过允许加盟商开拓其他品类门店(如: 和府捞面), 并凭借自身的冷链生鲜日配到店能力、开发&管控连锁渠道能力, 不断推动构建美食生态, 打造美食平台。在保证加盟商收益的同时, 提高自身收益。2018年和府捞面新增门店50-60家、幸福西饼预计讲给公司贡献7000-8000万元仓配服务收入, 服务价格市场化。同时2018年公司新增布局千味央厨, 在公司不擅长的面点领域进行合作, 与公司主业产品形成互补, 进一步完善了公司美食平台新战略。

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年实现收入43.68/50.3/58.4亿元, 同比增长13.46%/15.13%/16.20%; 实现净利润6.42/7.65/9.15亿元, 同比增长27.87%/19.12%/19.66%; EPS分别为1.57元、1.87元、2.24元, 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	1603	2057	2838	营业收入	3274	3850	4368	5029	5844
货币资金	400	1066	905	1264	1926	营业成本	2232	2472	2908	3214	3629
应收账款	4	4	5	6	6	营业税金及附加	32	41	48	63	72
其他应收款	19	31	35	40	47	营业费用	265	426	392	496	571
预付款项	44	73	96	122	151	管理费用	200	265	225	311	434
存货	408	425	518	567	633	财务费用		-2	-2	-2	-2
其他流动资产	12	34	45	58	74	资产减值损失	10.96	2.65	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	1076	1556	2045	2198	2147	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	40	40	40	投资净收益	-22.36	2.76	5.00	5.00	5.00
固定资产	431	801	1625	1788	1765	营业利润	508	650	800	950	1143
无形资产	133	140	133	126	119	营业外收入	19.13	19.70	20.00	26.00	25.00
其他非流动资产	48	124	158	158	158	营业外支出	10.59	3.06	1.00	1.00	1.00
资产总计	1962	3189	3568	4174	4905	利润总额	517	667	819	975	1167
流动负债合计	452	595	574	607	653	所得税	137	169	177	211	252
短期借款	30	0	0	0	0	净利润	380	497	642	765	915
应付账款	175	290	319	352	398	少数股东损益	0	-4	-3	-3	-3
预收款项	92	94	94	94	94	归属母公司净利润	380	502	645	768	918
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	586	701	930	1096	1292
非流动负债合计	44	19	0	0	0	EPS (元)	1.06	1.26	1.57	1.87	2.24
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	574	608	653	成长能力					
少数股东权益	0	3	0	-3	-6	营业收入增长	12.08%	17.59%	13.46%	15.13%	16.20%
实收资本(或股本)	360	410	410	410	410	营业利润增长	31.42%	27.85%	23.06%	18.82%	20.28%
资本公积	73	767	767	767	767	归属于母公司净利润	28.54%	31.93%	28.54%	19.03%	19.58%
未分配利润	970	1311	1685	2130	2662	获利能力					
归属母公司股东权益	1465	2572	3060	3635	4324	毛利率(%)	31.84%	35.79%	33.43%	36.10%	37.91%
负债和所有者权益	1962	3189	3568	4174	4905	净利率(%)	11.62%	12.92%	14.69%	15.20%	15.65%
现金流量表						总资产净利润(%)					
						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	25.95%	19.38%	15.73%	18.07%	18.39%	
经营活动现金流	494	641	618	848	987	偿债能力					
净利润	380	497	642	765	915	资产负债率(%)	25%	19%	16%	15%	13%
折旧摊销	75.00	53.61	132.14	147.34	150.34	流动比率				3.39	4.35
财务费用	3	-2	-2	-2	-2	速动比率				2.45	3.38
应付帐款的变化	0	0	0	-1	-1	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.83	1.49	1.29	1.30	1.29
投资活动现金流	-232	-526	-620	-298	-98	应收账款周转率	1282	977	956	977	981
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	19.99	16.56	14.35	14.99	15.59
长期股权投资减少	0	0	292	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-22	3	5	5	5	每股收益(最新摊薄)	1.06	1.26	1.57	1.87	2.24
筹资活动现金流	-93	553	-159	-190	-228	每股净现金流(最新)	0.47	1.63	-0.39	0.88	1.61
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.07	6.27	7.46	8.87	10.55
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	36.96	31.10	24.91	20.93	17.50
资本公积增加	0	694	0	0	0	P/B	9.63	6.25	5.25	4.42	3.72
现金净增加额	168	668	-161	360	662	EV/EBITDA	23.49	21.38	16.31	13.51	10.95

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。

研究助理简介

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。