

主业增长稳健, 扩品类可期待

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2018年实现营业收入43.7亿元(+13.45%), 归母净利润6.4亿元(+27.7%); 其中Q4单季度实现营业收入11亿元(+14.7%), 归母净利润1.53亿元(+23.6%); 同时公司拟每10股转增4股派现6.1元(含税)。
- **开店如期完成全年目标, 单店营收持续提升。** 1、公司18年底门店数9915家(不含港澳台), 较17年底净增加862家, 同比+9.5%, 下半年开店节奏有所加快, 较好地完成了既定开店计划。2、单店营收继续保持着3%左右的增长, 主要来自于几方面: 1) 公司重点布局商圈、交通枢纽等高势能区域, 优化门店布局; 2) 四代店升级+小幅提价+线上O2O业务的发展对单店收入提升亦有明显贡献。3、分区域看, 公司西南、西北、华中、华南、华东、华北市场分别+9.5%、+79%、+12%、+17%、+12%, 西北增速较快因为新开发新疆市场。随着全国产能布局逐步完成, 全国各地呈现均衡发展态势。海外市场(新加坡及香港)实现收入5663万元(+319%), 增长势头迅猛。4、庞大的门店网络构成公司核心竞争力, 未来公司将进一步跑马圈地, 推进现有市场渠道进一步下沉以及空白市场开发, 实现每年800-1200家的开店计划, 预计稳定贡献10%收入增量。
- **成本上行影响毛利率, 控费用净利率进一步提升。** 1、公司主营业务毛利率34.3%, 同比下降1.4pp, 主要是鸭副原材料价格上涨影响, 了解到鸭副原材料18Q4价格有所回落, 公司通过战略性采购基本锁定19年H1成本价格, 成本较18年持平或略有下降, 压力基本可控。2、销售费用率8.23%, 同比下降2.84pp, 主要是公司在18年减少广告宣传费用; 管理费用(含研发)率6.2%, 同比下降0.67pp, 管理上的规模效应体现; 财务费用率基本持平。整体三费率14.4%, 同比下降3.5pp。费用的有效控制进一步提升盈利能力, 全年净利率达14.4%, 同比提升1.53pp。
- **可转债落地推进主业继续稳健增长, 品类创新有望贡献增量。** 1、公司可转债获批, 募投产能项目优化布局, 提升供应链效率, 支撑公司保持高速开店节奏, 实现渠道下沉和渗透, 目前离2.2万家开店天花板较远, 渠道布局仍有较大空间。预计每年新增800-1200家店, 开店仍有望带来近10%的收入增速。2、椒椒有味(串串)是公司基于供应链管理优势的一大品类创新, 与现有门店形成较好的协同效应, 目前已有将近20家门店(主要在湖南和武汉), 销售状况良好。待模式成熟后公司将在全国市场进行复制, 预计19年开店数将在100家以上, 长期来看串串有望成为公司未来重要的业绩增长点。
- **盈利预测与评级。** 暂时先不考虑串串业务带来的收入增量, 预计2019-2021年收入复合增速为13.7%, 归母净利润复合增速为18.6%, EPS分别为1.87、2.21、2.61元, 对应PE分别为24X、20X、17X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动; 食品安全风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4367.98	4982.20	5659.20	6412.37
增长率	13.45%	14.06%	13.59%	13.31%
归属母公司净利润(百万元)	640.63	768.72	905.72	1068.75
增长率	27.69%	19.99%	17.82%	18.00%
每股收益EPS(元)	1.56	1.87	2.21	2.61
净资产收益率ROE	20.83%	21.46%	21.39%	21.36%
PE	29	24	20	17
PB	6.13	5.18	4.38	3.71

数据来源: Wind, 西南证券

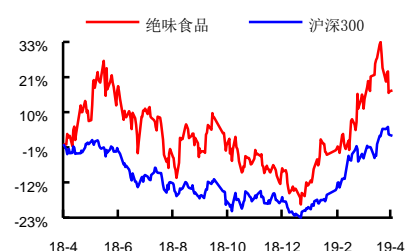
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.10
流通A股(亿股)	1.64
52周内股价区间(元)	31.18-51.2
总市值(亿元)	185.44
总资产(亿元)	38.21
每股净资产(元)	7.38

相关研究

1. 绝味食品(603517): 开店节奏稳健, 持续成长可期 (2019-01-24)
2. 绝味食品(603517): 门店继续稳定扩张, 成本上涨毛利率略下行 (2018-10-30)
3. 绝味食品(603517): Q2增长加速, 世界杯效应提振业绩 (2018-08-20)
4. 绝味食品(603517): 春节因素影响开店节奏, 全年业绩无忧 (2018-04-27)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4367.98	4982.20	5659.20	6412.37	净利润	630.59	768.72	905.72	1068.75
营业成本	2869.91	3226.46	3638.14	4091.95	折旧与摊销	97.97	19.78	43.99	65.72
营业税金及附加	40.01	49.32	56.59	64.12	财务费用	-0.11	0.50	0.00	0.00
销售费用	359.44	403.56	449.91	493.75	资产减值损失	2.92	3.00	3.00	3.00
管理费用	260.81	288.97	316.92	346.27	经营营运资本变动	-284.45	-122.36	-80.90	-81.54
财务费用	-0.11	0.50	0.00	0.00	其他	37.70	-10.85	-11.00	-12.02
资产减值损失	2.92	3.00	3.00	3.00	经营活动现金流净额	484.61	658.80	860.81	1043.90
投资收益	-1.27	8.00	8.00	9.00	资本支出	877.10	-400.00	-400.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1748.51	8.00	8.00	9.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-871.41	-392.00	-392.00	-91.00
营业利润	830.58	1018.39	1202.64	1422.28	短期借款	210.00	-210.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.31	16.00	15.00	15.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	847.89	1034.39	1217.64	1437.28	股权融资	2.88	0.00	0.00	0.00
所得税	217.29	265.67	311.92	368.53	支付股利	0.00	-211.41	-253.68	-298.89
净利润	630.59	768.72	905.72	1068.75	其他	-192.13	-2.38	0.00	0.00
少数股东损益	-10.04	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	20.75	-423.79	-253.68	-298.89
归属母公司股东净利润	640.63	768.72	905.72	1068.75	现金流量净额	-362.51	-156.99	215.13	654.02
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	703.25	546.26	761.39	1415.41	成长能力				
应收和预付款项	120.52	142.06	162.09	178.47	销售收入增长率	13.45%	14.06%	13.59%	13.31%
存货	609.24	625.72	714.48	811.12	营业利润增长率	27.80%	22.61%	18.09%	18.26%
其他流动资产	90.93	40.53	46.04	52.17	净利润增长率	26.81%	21.90%	17.82%	18.00%
长期股权投资	785.04	785.04	785.04	785.04	EBITDA 增长率	29.49%	11.87%	20.02%	19.36%
投资性房地产	14.87	14.87	14.87	14.87	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	391.56	758.90	804.52	毛利率	34.30%	35.24%	35.71%	36.19%
无形资产和开发支出	161.14	150.93	140.73	130.52	三费率	14.20%	13.91%	13.55%	13.10%
其他非流动资产	1336.41	1335.28	1334.15	1333.01	净利率	14.44%	15.43%	16.00%	16.67%
资产总计	3821.39	4032.25	4717.68	5525.12	ROE	20.83%	21.46%	21.39%	21.36%
短期借款	210.00	0.00	0.00	0.00	ROA	16.50%	19.06%	19.20%	19.34%
应付和预收款项	225.15	428.10	460.50	496.99	ROIC	57.49%	70.10%	55.82%	54.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.26%	20.85%	22.03%	23.21%
其他负债	358.96	21.44	22.43	23.52	营运能力				
负债合计	794.11	449.54	482.93	520.51	总资产周转率	1.25	1.27	1.29	1.25
股本	410.00	410.00	410.00	410.00	固定资产周转率	10.91	43.03	12.88	9.10
资本公积	769.59	769.59	769.59	769.59	应收账款周转率	986.43	1011.75	993.91	996.84
留存收益	1843.06	2400.38	3052.42	3822.27	存货周转率	5.55	5.22	5.43	5.36
归属母公司股东权益	3024.53	3579.97	4232.01	5001.86	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	116.27%	—	—	—
少数股东权益	2.75	2.75	2.75	2.75	资本结构				
股东权益合计	3027.28	3582.71	4234.75	5004.61	资产负债率	20.78%	11.15%	10.24%	9.42%
负债和股东权益合计	3821.39	4032.25	4717.68	5525.12	带息债务/总负债	26.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.95	3.11	3.59	4.85
					速动比率	1.17	1.67	2.07	3.25
					股利支付率	0.00%	27.50%	28.01%	27.97%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	928.43	1038.67	1246.63	1488.00	每股收益	1.56	1.87	2.21	2.61
PE	28.95	24.12	20.47	17.35	每股净资产	7.38	8.74	10.33	12.21
PB	6.13	5.18	4.38	3.71	每股经营现金	1.18	1.61	2.10	2.55
PS	4.25	3.72	3.28	2.89	每股股利	0.00	0.52	0.62	0.73
EV/EBITDA	18.02	16.05	13.20	10.62					
股息率	0.00%	1.14%	1.37%	1.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn