

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

绝味食品 (603517.SH)

维持评级

报告原因：年报点评

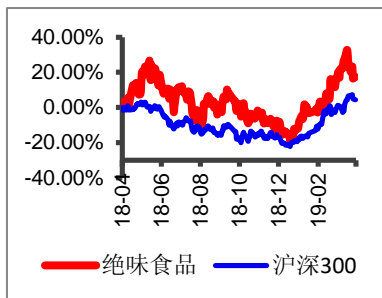
业绩符合预期，净利率稳步提升

买入

2019年4月16日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年4月15日

收盘价(元)：45.23

年内最高/最低(元)：52.66/29.98

流通A股/总股本(亿)：1.64/4.10

流通A股市值(亿)：74.04

总市值(亿)：185

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益：1.56

摊薄每股收益：1.56

每股净资产(元)：7.38

净资产收益率：22.89%

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

E-mail: caolingyan@sxzq.com

研究助理：和芳芳

E-mail: hefangfang@sxzq.com

地址：山西省太原市府西街国贸中心 A

座太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28

层山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 4月15日晚间披露年报，公司2018年实现营业收入43.68亿元，同比增长13.45%；归母净利润6.41亿元，同比增长27.69%。

事件点评

- 业绩符合预期，门店数量按计划完成。**报告期内，公司在国内市场按照既定策略进行推进，销售收入同比增长13.45%，归母公司净利润同比增长27.69%，较好的完成了既定目标，门店数量增长也按计划完成。其中单四季度实现营业收入和归母净利润分别为11.02亿、1.53亿元，同比增速为14.71%、23.6%，环比增速为0.95%、0.55%，增长提速主要在于开店速度加快、费用管控有效，截止到2018年底，国内共有9915家门店，全年开店速度前低后高，第四季度开店门店净增205家，占全年净开店数的24%。从产品来看，公司新推出椒椒有味串串香和绝味鲜货热卤，丰富公司产品种类。从区域来看，西北地区新增了新疆市场，导致西北地区营业收入同比上升了78.65%；华中、华南、华东保持稳健增长；西南和华北地区保持7%以上增长；海外新加坡、香港地区营业收入同比增长319.06%。
- 费用管控有效，净利率稳步提升。**公司2018年销售净利率为14.44%，同比增长1.52个百分点，主要在于期间费用率的下降。具体来说，2018年度毛利率34.30%，同比下降1.49个百分点，毛利率下降的主要原因是原材料价格上涨所致。公司期间费用率为14.43%，同比下降3.45个百分点，其中销售费用率为8.23%，同比下降2.84个百分点，主要在于广告宣传费大幅下降；管理费用率(含研发)6.20%，同比下降0.67个百分点。
- 加快外延式增长，加速构建美食生态圈。**为了更好地构建一流特色美食平台，实现多赛道、多品牌运营并构建能够产业化的核心能力，公司除了在鸭脖主业方面，同步在投资并购以及构建核心能力产业化等方面将同时布局、协同发力。2019年公司将依据自身对行业的了解及借鉴合作方的专业投资并购经验，整合并购优质项目，参投食品连锁及轻餐饮，分享食品餐饮消费升级红利，为公司未来利润增长储蓄强大的动能，为公司的资本运作和持续快速发展提供强有力的支持，加快美食生态圈的建设步伐。



投资建议

- 公司作为卤制品行业龙头，供应链管理及品牌渠道优势明显，短期来看，计划未来每年按照 800-1200 家新店速度扩张，业绩有望稳定增长。中长期来看，公司新品类串串正在稳步推进，同时加速构建美食生态圈，有望成为新的增长点。预计 2019-2021 年公司归母净利润为 7.66 亿、9.09 亿、10.74 亿，EPS 分别为 1.87 元、2.22 元、2.62 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 24 倍、20 倍、17 倍，维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险，原材料价格波动的风险，加盟模式的管理风险

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,524	4,745	5,513	6,448	营业收入	4,368	4,951	5,567	6,192
现金	703	990	1,679	2,557	营业成本	2,870	3,194	3,570	3,913
应收账款	60	90	76	94	营业税金及附加	40	47	51	57
其他应收款	55	44	55	65	销售费用	359	371	345	384
预付账款	116	142	183	229	管理费用	261	263	295	328
存货	609	3,480	3,521	3,506	财务费用	(0)	52	99	87
其他流动资产	(20)	(1)	(0)	(2)	资产减值损失	3	1	0	(1)
非流动资产	2,297	1,953	2,040	2,083	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	785	416	510	570	投资净收益	(1)	3	3	3
固定资产	1,023	958	894	829	营业利润	831	1,025	1,209	1,426
无形资产	161	150	140	131	营业外收入	22	2	2	2
其他非流动资产	328	428	496	553	营业外支出	4	14	12	12
资产总计	3,821	6,698	7,554	8,531	利润总额	848	1,013	1,199	1,416
流动负债	780	3,037	3,129	3,162	所得税	217	253	300	354
短期借款	210	2,388	2,386	2,379	净利润	631	760	899	1,062
应付账款	227	293	343	348	少数股东损益	(10)	(6)	(10)	(12)
其他流动负债	343	356	401	435	归属母公司净利润	641	766	909	1,074
非流动负债	14	14	14	12	EBITDA	910	1,153	1,383	1,587
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.56	1.87	2.22	2.62
其他非流动负债	14	14	14	12					
负债合计	794	3,051	3,143	3,174	主要财务比率				
少数股东权益	3	(4)	(13)	(26)	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	410	410	410	410	成长能力				
资本公积	770	765	765	765	营业收入	13.45%	13.34%	12.45%	11.23%
留存收益	1,843	2,475	3,249	4,208	营业利润	27.80%	23.37%	17.99%	17.93%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润	27.69%	19.54%	18.72%	18.16%
益	3,025	3,650	4,424	5,383	获利能力				
负债和股东权益	3,821	6,698	7,554	8,531	毛利率(%)	34.30%	35.48%	35.88%	36.80%
					净利率(%)	14.67%	15.47%	16.33%	17.35%
					ROE(%)	20.83%	20.83%	20.39%	19.82%
					ROIC(%)	47.82%	34.90%	16.91%	19.15%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.78%	45.56%	41.61%	37.21%
					净负债比率(%)	-2.94%	-11.14%	-23.02%	-33.59%
					流动比率	1.95	1.56	1.76	2.04
					速动比率	1.17	0.42	0.64	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	1.25	0.94	0.78	0.77
					应收账款周转率	986.43	194.03	163.80	243.17
					应付账款周转率	16.90	19.06	17.53	17.93
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	485	(2,012)	1,021	1,145
净利润	631	766	909	1,074
折旧摊销	98	76	75	74
财务费用	3	52	99	87
投资损失	1	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(306)	(2,897)	(50)	(75)
其他经营现金流	57	(5)	(10)	(13)
投资活动现金流	(871)	377	(92)	(57)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(454)	369	(95)	(60)
其他投资现金流	(417)	8	3	3



筹资活动现金流	21	1,987	(237)	(210)	每股收益(最新摊薄)	1.56	1.87	2.22	2.62
短期借款	210	2,178	(3)	(7)	每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	(4.91)	2.49	2.79
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.38	8.90	10.79	13.13
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	3	(5)	0	0	P/E	28.9	24.2	20.4	17.3
其他筹资现金流	(192)	(186)	(234)	(203)	P/B	6.1	5.1	4.2	3.4
现金净增加额	(366)	353	692	878	EV/EBITDA	14.11	17.92	14.46	12.08

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。