

门店扩张稳步推进, 对外投资助力美食平台

——绝味食品(603517) 2018 年年报点评

2019 年 04 月 16 日

强烈推荐/维持

绝味食品

事件点评

投资要点:

- **事件:** 4 月 15 日, 绝味食品发布年度报告。2018 年公司全年实现营业收入 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%; 其中 Q4 实现营业收入 11.02 亿元, 同比增长 14.71%; 归母净利润 1.53 亿元, 同比增长 23.60%; 公司拟每 10 股转增 4 股并派发现金红利 6.1 元(含税), 共计派发现金股利 2.501 亿元。
- **公司全年收入稳增合预期, 量价齐升结构优化动力足。**公司主营业务收入稳步增长, 鲜货类产品营收 42.00 亿元, 占比 98.14%, 同比增长 13.62%, 量价拆分来看, 均价 37.20 元/千克, 同比增长 8.49%, 销售量同比增长 4.73%; 鲜货类产品中, 禽类制品营业收入 34.06 亿元, 同比增长 10.97%, 占比 81.09%, 均价 43.24 元/千克, 同比增长 7.74%, 销售量同比增长 3.00%; 蔬菜制品营业收入 4.45 亿元, 同比增长 15.74%, 占比 10.58%, 均价 17.05 元/千克, 同比增长 6.93%, 销售量同比增长 8.24%, 产品量价齐升结构优化助力公司 2019 年持续稳定增长。
- **销售渠道持续开拓且成果显著, 门店数量稳增, 单店销售提升。**截至 2018 年末, 绝味在全国共开设了 9915 家门店(不含港澳台), 同比增长 9.52%, 达成了每年新增 800-1200 家的目标, 门店数量稳步扩张; 单店营业收入 44.05 万元, 同比增长 3.59%, 单店提价幅度在 2%-3% 左右, 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。分地区来看, 占营业总收入的 52% 的华中、华东地区, 营业收入分别为 11.40 和 11.19 亿元, 同比增长 12.37% 和 11.81%, 西北地区新增了新疆市场, 营收同比上升 78.65%, 新加坡香港地区收入同比增长 319.06%, 公司优势区域增速稳定, 新拓市场快速增长, 渠道红利不断释放。
- **毛鸭价格上涨致整体毛利率下降, 未来产能布局优化成本端压力下降。**公司 2018 年的销售毛利率为 34.30%, 同比下降 4.16%。主要原因是 2018 年毛鸭的价格上涨所致, 从 7.38 元/公斤上涨到 8.15 元/公斤, 同比上涨了 10.43%。由于公司产品的原材料成本占其主营业务成本 80% 以上, 受原材料价格波动影响较大, 但是随着 18Q4 原材料价格有所回落, 且未来公司仓储和生产基地的建成, 对上下游产业链控制进一步加强, 公司的毛利率将稳步回升至正常水平, 毛利率受到原材料价格波动的影响将变小。
- **费用结构趋向合理化, 公司盈利能力显著提升。**公司 2018 年净利率为 14.44%, 同比增长 1.52%, 受益于 2018 年公司的费用结构趋于合理化, 其中销售费用和财务费用分别同比下降 15.65% 和 94.70%, 财务费用由于公司利息支出提高呈现增长趋势, 而销售费用减少主要系广告宣传费大幅减少所致, 广告宣传费 0.48 亿元, 占销售费用的 13.37%, 占营业总收入的 1.10%, 同比减少 74.16%, 未来随着业务的不断发展, 企业的规模效应有助于费用结构的持续改善, 为利润增长保驾护航。
- **公司注重新品研发, 未来增长空间值得期待。**2018 年, 公司研发费用同比上升 47.8%, 十分重视新品研发, 公司同湖南农业大学等院校建立了长期的合作关系, 以科研带动产品开发, 不断完善产品结构, 着重开发工艺先进、附加值高的新产品, 不仅相继推出藤椒、热卤新品, 新品销售状况良好, 还将在 19 年开设串串新店, 新店既有与绝味一起开的双品牌店, 也会有单独的门店, 价格定位和 MAP 比较接近, 适合在商圈发展, 这些都助力公司营收。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。
- **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

首席分析师: 刘畅

010-66554017

liuchang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120001

分析师: 娄倩

010-66554008

louqian@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519020001

交易数据

52 周股价区间(元)	29.98-52.66
总市值(亿元)	185.44
流通市值(亿元)	74.04
总股本/流通 A 股(万股)	41000/16370.24
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.02

52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《绝味食品(603517): 渠道红利仍在, 绝味稳步增长确定性高》2019-01-28
- 2、《绝味食品(603517): 增长逻辑持续演绎, 绝味中国渐行渐近》2018-10-31
- 3、《绝味食品(603517): 门店二季度增速提升, 绝味持续增长动力足》2018-08-20
- 4、《绝味食品(603517): 利空出尽, 全年预期未改》2018-04-26
- 5、《绝味食品(603517): 全年目标未改变, 持续看好公司发展》2018-04-24
- 6、《绝味食品(603517): 业绩符合预期, 盈利稳步增长》2018-04-17

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。18 年投资活动现金流同比上升 63.92%, 主要是联营公司权益类投资增加所致, 绝味食品 1.68 亿投资 1 个项目, 全资子公司网聚投资 6.8 亿共投 19 个项目, 所投公司中 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。

- 盈利预测与投资评级:** 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。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, 公司奠定了快速发展的基础, 维持前期盈利预测, 预计公司 2019 年-2021 年收入同比增长 15.13%/16.20%/17.3%, 净利润同比增长 19.12%/19.66%/21%, EPS 分别为 1.83/2.19/2.65, 给予增长确定性和模式稀缺性溢价, 35X 估值水平, 维持“强烈推荐”评级。

- 风险提示:** 食品安全控制风险 原材料价格波动风险

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)元	3,850.17	4,367.98	5,028.86	5,843.53	6,854.47
增长率 (%)	17.59%	13.45%	15.13%	16.20%	17.30%
净利润(百万元)	497.28	630.59	751.16	898.84	1,087.59
增长率 (%)	30.76%	26.81%	19.12%	19.66%	21.00%
净资产收益率 (%)	19.51%	21.18%	21.17%	21.52%	22.02%
每股收益(元)	1.26	1.56	1.83	2.19	2.65
PE	35.90	28.99	24.69	20.63	17.05
PB	7.21	6.13	5.23	4.44	3.75

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1633	1524	1977	2433	3032	营业收入	3850	4368	5029	5844	6854
货币资金	1066	703	1565	1898	2337	营业成本	2472	2870	3239	3935	4837
应收账款	4	5	5	4	4	营业税金及附加	41	40	70	76	105
其他应收款	31	55	66	80	99	营业费用	426	359	496	571	635
预付款项	73	116	129	145	164	管理费用	265	261	335	406	500
存货	425	609	126	153	188	财务费用		0	-1	-2	-2
其他流动资产	34	36	86	153	241	资产减值损失	2.65	2.92	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	1556	2297	2529	2764	2965	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	331	785	0	0	0	投资净收益	2.76	-1.27	20.00	20.00	20.00
固定资产	801	1023	2059	2346	2601	营业利润	650	831	938	1128	1369
无形资产	140	161	158	155	151	营业外收入	19.70	21.74	22.00	20.00	20.00
其他非流动资产	124	169	70	70	70	营业外支出	3.06	4.44	2.00	2.00	2.00
资产总计	3189	3821	4506	5197	5998	利润总额	667	848	958	1146	1387
流动负债合计	595	780	943	1003	1039	所得税	169	217	207	248	300
短期借款	0	210	241	203	115	净利润	497	631	751	899	1088
应付账款	290	227	581	679	802	少数股东损益	-4	-10	0	0	0
预收款项	94	120	121	121	122	归属母公司净利润	502	641	751	899	1088
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	708	972	1136	1393	1666
非流动负债合计	19	14	15	16	20	EPS (元)	1.26	1.56	1.83	2.19	2.65
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	614	794	958	1019	1059	成长能力					
少数股东权益	3	3	3	3	3	营业收入增长	17.59%	13.45%	19.40%	21.30%	23.12%
实收资本(或股	410	410	410	410	410	营业利润增长	27.85%	27.80%	12.95%	20.29%	21.33%
资本公积	767	770	770	770	770	归属于母公司净利	17.25%	27.69%	17.25%	19.66%	21.00%
未分配利润	1311	1709	1972	2286	2667	获利能力					
归属母公司股	2572	3025	3548	4178	4939	毛利率(%)	36.13%	37.70%	37.90%	37.80%	37.90%
负债和所有者	3189	3821	4506	5197	5998	净利率(%)	12.92%	14.44%	14.94%	15.38%	15.87%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	7.81%	15.73%	16.76%	16.67%	17.30%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	19.51%	21.18%	21.17%	21.52%	22.02%
经营活动现金	641	485	550	632	787	偿债能力					
净利润	497	631	751	899	1088	资产负债率(%)	19%	21%	28%	27%	26%
折旧摊销	60.05	141.20	199.65	265.65	298.65	流动比率					
财务费用	-2	0	-1	-2	-2	速动比率					
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收账款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率	1.49	1.25	1.20	1.21	1.28
投资活动现金	-526	-871	-395	-483	-483	应收账款周转率	977	986	954	962	943
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	16.56	16.90	15.87	16.30	16.48
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	3	-1	1	2	2	每股收益(最新摊	1.26	1.56	1.83	2.19	2.65
筹资活动现金	553	21	40	33	21	每股净现金流(最	1.63	-0.89	2.10	0.81	1.07
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.27	7.38	8.65	10.19	12.05
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	50	0	0	0	0	P/E	35.90	28.99	24.69	20.63	17.05
资本公积增加	694	3	0	0	0	P/B	7.21	6.13	5.23	4.44	3.75
现金净增加额	668	-366	196	182	325	EV/EBITDA	24.69	18.58	15.15	12.10	9.80

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。

娄倩

曾就职于方正证券研究所、方正证券投资, 于2018年6月加入东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究。

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。