

业绩符合预期，成长路径清晰

买入（维持）

2019年04月28日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,368	5,030	5,641	6,270
同比（%）	13.4%	15.1%	12.2%	11.2%
归母净利润（百万元）	641	767	918	1,038
同比（%）	27.7%	19.8%	19.6%	13.1%
每股收益（元/股）	1.56	1.87	2.24	2.53
P/E（倍）	29.79	24.87	20.79	18.39

事件：公司发布一季度报告，19年Q1营收11.54亿元（+19.63%），归母净利润1.81亿元（+20.38%），扣非净利1.79亿元（+21.19%）。

投资要点

■ **收入符合预期，开店环比加速：**19Q1实现收入11.54亿元（+19.63%），环比/同比均明显加速，渠道调研显示Q1公司在开店政策上加大支持力度，经销商新开门店数量加速扩张，预计Q1末，全国门店破10000家，且Q1少部分品类有所提价亦有贡献。分产品看，鲜货/包装/加盟收入分别为11.1/0.02/0.14亿元，收入占比分别较18年全年变动+0.12/-0.09/-0.02pct。分地区看，西南/华中发展迅速，收入占比分别较18年全年提升1.13/0.43pct，高毛利的海外市场增速亦领跑。公司可转债项目落地，产能持续加码，18年四川1.7万吨酱卤项目已投产，净利润0.7亿元达到预期效益，黑龙江、贵州两处项目预计已于18Q4投产。公司发行可转债扩充天津、江苏、武汉、海南累计7.93万吨产能，此外山东3万吨仓储中心纳入规划，工厂管理转向产品价值导向，以满足柔性供应链管理要求。

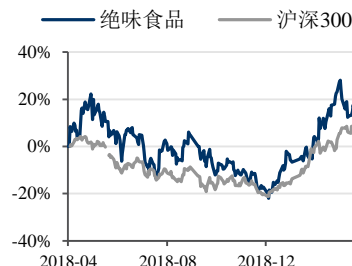
■ **成本控制得当，预计Q2压力不大：**19Q1毛利率33.31%（-1.1pct），公司提前布局原料，于18年底鸭副产品价格下行期进行储备，年底存货中原材料5.8亿元（+47%），约为2-3个月用量，19Q1期末存货较18年底下降1.44亿元，预计原材料成本管控得当对毛利率波动已有所平滑。19Q1预付款项2.15亿元，较年初+0.99亿，意在锁定上游原料成本，结合存货情况测算，预计Q2原料成本压力亦可控。销售费用率7.27%（-0.04pct），管理费用率（含研发）5.56%（-0.42pct）。受可转债发行影响，本期财务费用219万元，同比大幅增长。综上，Q1归母净利率15.7%（+0.1pct），归母净利1.81亿元（+20.38%），扣非净利1.79亿元（+21%）。

■ **公司中长期可持续成长路径清晰。**1) 开店空间广阔。我们测算，绝味全国门店容量预计达23191家，按目前每年800-1200家新增门店的开店节奏，成长确定性较高；2) 渠道利润优秀。根据草根调研，绝味加盟店启动资金约10万元，投资回收期约在12-18个月。综合来看，渠道利润水平与可持续性高于同类食品加工零售店，普适性广泛、三四线城市易下沉，加盟绝味是门好生意。3) 平台化零售模式可复制。18年推出串串品牌“椒椒有味”，门店效益有望匹敌卤制品，多元化发展提高绝味天花板。

■ **盈利预测与投资评级：**看好绝味品类扩张，打造美食生态圈，预计19-21年，绝味营收50/56/63亿元，同比增长15/12/11%；归母净利润7.7/9.2/10.4亿元，同比增长20/20/13%，对应EPS分别为1.87/2.24/2.53元。当前股价对应PE为25/21/18X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**成本波动风险，疫情风险，市场竞争加剧，加盟管理风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	46.55
一年最低/最高价	29.98/52.66
市净率(倍)	5.96
流通A股市值(百万元)	7620.35

基础数据

每股净资产(元)	7.81
资产负债率(%)	33.41
总股本(百万股)	410.00
流通A股(百万股)	163.70

相关研究

- 1、《绝味食品 (603517)：高势能店加速铺设，可转债落地助产能扩充》2019-04-16
- 2、《绝味食品 (603517)：固本培元，卤味一绝》2019-02-25

表 1: 公司单季经营数据概览

单位: 百万元	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
营业总收入	975	1,038	961	965	1,120	1,181	1,102	1,154
yoy	18.9%	19.6%	13.4%	10.1%	14.9%	13.8%	14.7%	19.6%
归母净利润	123	140	124	151	165	172	153	181
yoy	24.7%	54.0%	15.4%	31.3%	33.7%	23.0%	23.6%	20.4%
毛利率 (%)	36.49	35.07	36.87	34.42	36.39	33.92	32.47	33.31
期间费用率 (%)	19.59	17.45	18.09	13.23	15.70	14.70	13.64	13.01
其中: 销售费用率 (%)	13.51	11.14	9.89	7.31	9.19	8.54	7.72	7.27
管理费用率 (%)	6.05	6.37	8.50	5.97	6.56	6.18	5.80	5.56
财务费用率 (%)	0.03	(0.06)	(0.30)	(0.06)	(0.05)	(0.02)	0.12	0.19
归母净利率 (%)	12.62	13.47	12.92	15.61	14.69	14.57	13.92	15.71
ROE	5.31	5.87	4.94	5.69	6.09	6.19	5.21	5.72
pct	5.31	-0.81	-2.67	-0.36	0.78	0.31	0.26	0.03
资产负债率 (%)	18.58	23.73	19.26	15.75	20.22	25.17	20.78	33.41
pct	18.58	-9.24	-6.05	-3.52	1.64	1.44	1.52	17.66
存货	274	336	425	406	445	400	609	465
较上年同比增减	274	24	17	112	172	64	184	59
存货周转天数 (天)	52	54	61	59	58	52	65	63
较上年同比增减 (天)	-7	0	-1	4	7	-1	4	4
应付账款及应付票据	205	293	290	204	313	279	227	167
较上年同比增减	205	111	115	19	109	-13	-63	-37
预收账款	91	174	94	94	112	205	120	130
较上年同比增减	91	27	2	-11	21	31	26	36
经营性现金流净额	190	232	-32	47	285	184	-32	184
筹资性现金流净额	-185	0	-2	-	-182	212	-10	1,039
资本开支	110	92	70	102	73	76	146	72

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

绝味食品三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,524	1,747	1,800	2,345	营业收入	4,368	5,030	5,641	6,270
现金	703	1,007	861	1,482	减:营业成本	2,870	3,264	3,622	4,007
应收账款	5	6	6	7	营业税金及附加	40	46	52	57
存货	609	444	688	526	营业费用	359	417	440	489
其他流动资产	207	290	245	329	管理费用	261	303	329	362
非流动资产	2,297	2,886	3,325	3,735	财务费用	-0	18	-5	-5
长期股权投资	785	1,175	1,522	1,869	资产减值损失	3	6	5	5
固定资产	1,023	1,176	1,228	1,287	加:投资净收益	-1	-4	-3	-3
在建工程	82	95	106	113	其他收益	0	0	0	0
无形资产	161	181	178	176	营业利润	831	971	1,196	1,352
其他非流动资产	246	258	290	289	加:营业外净收支	17	20	16	17
资产总计	3,821	4,633	5,124	6,079	利润总额	848	991	1,212	1,370
流动负债	780	1,069	825	942	减:所得税费用	217	228	303	342
短期借款	210	240	150	0	少数股东损益	-10	-5	-9	-11
应付账款	227	361	291	430	归属母公司净利润	641	767	918	1,038
其他流动负债	343	468	383	511	EBIT	840	979	1,196	1,340
非流动负债	14	24	24	24	EBITDA	937	1,090	1,322	1,458
长期借款	0	10	10	10					
其他非流动负债	14	14	14	14	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	794	1,093	848	965	每股收益(元)	1.56	1.87	2.24	2.53
少数股东权益	3	-2	-11	-22	每股净资产(元)	7.38	8.64	10.46	12.53
归属母公司股东权益	3,025	3,542	4,287	5,136	发行在外股份(百万股)	410	410	410	410
负债和股东权益	3,821	4,633	5,124	6,079	ROIC(%)	19.2%	19.8%	20.1%	19.5%
					ROE(%)	20.8%	21.5%	21.3%	20.1%
					毛利率(%)	34.3%	35.1%	35.8%	36.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	14.7%	15.3%	16.3%	16.6%
经营活动现金流	485	1,236	679	1,486	资产负债率(%)	20.8%	23.6%	16.6%	15.9%
投资活动现金流	-871	-704	-567	-531	收入增长率(%)	13.4%	15.1%	12.2%	11.2%
筹资活动现金流	21	-228	-259	-334	净利润增长率(%)	27.7%	19.8%	19.6%	13.1%
现金净增加额	-363	304	-147	622	P/E	29.79	24.87	20.79	18.39
折旧和摊销	98	112	126	118	P/B	6.31	5.39	4.45	3.72
资本开支	396	167	42	63	EV/EBITDA	19.85	16.82	13.91	12.08
营运资本变动	-256	340	-354	343					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

