

门店建设有条不紊，美食平台雏形初现

——绝味食品（603517）2019年一季报点评

2019年04月29日

强烈推荐/维持

绝味食品 | 财报点评

投资要点：

■ **事件：**2019Q1 实现营业收入 11.54 亿元，同比增长 19.63%；归母净利润 1.81 亿元，同比增长 20.38%，符合预期。

东兴观点：

■ **门店数量稳增叠加单店盈利提升助力营收稳健增长。**公司主营稳步增长，鲜货类产品占比 98.26%，其中禽制类占 80.05%，占比 52%的华中、华东地区增长稳健，新拓市场快速增长，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%，单店营业收入 44.05 万元，同比增长 3.59%，公司 2019 年新开店增速将维持在 8%-10%左右，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推动绝味中国稳步前进。

■ **毛鸭价格持续走高影响毛利率，费用结构优化提升盈利能力。**19Q1 公司毛利率 33.31%，同比下降 1.11pct，主要是由于毛鸭价格持续走高所致，3 月价格继续回升至 8.46 元/千克，同比上涨 17.17%，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，随未来公司仓储和生产基地的建成，毛利率变动趋于平缓。19Q1 公司净利率 15.60%，同比上升 0.1pct，主要是由于费用结构优化所致，管理费用占比 5.48%，同比下降 0.49pct，销售费用同比增长 18.91%，未来随着业务的不断发展，企业的规模效应有利于费用结构的持续改善，为利润增长保驾护航。

■ **打造美食平台新战略，为未来增长储蓄新动能。**公司为实现多赛道、多品牌运营并构建能够产业化的核心能力，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。2019 年公司将继续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，为未来增长储蓄新动能。

■ **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 2019-2021 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

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)：门店扩张稳步推进，对外投资助力美食平台》2019-04-16
- 2、《绝味食品(603517)：渠道红利仍在，绝味稳步增长确定性高》2019-01-28
- 3、《绝味食品(603517)：增长逻辑持续演绎，绝味中国渐行渐近》2018-10-31
- 4、《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
- 5、《绝味食品(603517)：利空出尽，全年预期未改》2018-04-26
- 6、《绝味食品(603517)：全年目标未改变，持续看好公司发展》2018-04-24
- 7、《绝味食品(603517)：业绩符合预期，盈利稳步增长》2018-04-17

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	887	1078	1325	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
一年内到期的非流动	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(或股本)	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	归属于母公司净利润	17.25%	27.69%	17.25%	19.66%	21.00%
未分配利润	1311	1709	1972	2286	2667	获利能力					
归属母公司股东权益	2572	3025	3548	4178	4939	毛利率(%)	36.13%	37.70%	37.90%	37.80%	37.90%
负债和所有者权益	3189	3821	4506	5197	5998	净利率(%)	12.92%	14.44%	14.94%	15.38%	15.87%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.81%	7.81%	15.73%	16.76%	16.67%
单位:百万元						ROE(%)	19.51%	21.18%	21.17%	21.52%	22.02%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	641	485	550	632	787	资产负债率(%)	19%	21%	28%	27%	26%
净利润	497	631	751	899	1088	流动比率	2.74	1.95	1.76	1.94	2.19
折旧摊销	60.05	141.20	199.65	265.65	298.65	速动比率	2.03	1.17	1.67	1.84	2.08
财务费用	-2	0	-1	-2	-2	营运能力					
应付账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.49	1.25	1.20	1.21	1.28
预收账款的变化	0	0	1	1	1	应收账款周转率	977	986	954	962	943
投资活动现金流	-526	-871	-395	-483	-483	应付账款周转率	16.56	16.90	15.87	16.30	16.48
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.26	1.56	1.83	2.19	2.65
投资收益	3	-1	1	2	2	每股净现金流(最新)	1.63	-0.89	2.10	0.81	1.07
筹资活动现金流	553	21	40	33	21	每股净资产(最新摊)	6.27	7.38	8.65	10.19	12.05
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	35.90	28.99	24.69	20.63	17.05
普通股增加	50	0	0	0	0	P/B	7.21	6.13	5.23	4.44	3.75
资本公积增加	694	3	0	0	0	EV/EBITDA	24.69	18.58	15.15	12.10	9.80
现金净增加额	668	-366	196	182	325						

资料来源:公司公告东兴证券研究所

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。

姜倩

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法律责任。

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。