



2017-11-06

公司点评报告

买入/维持

绝味食品(603517)

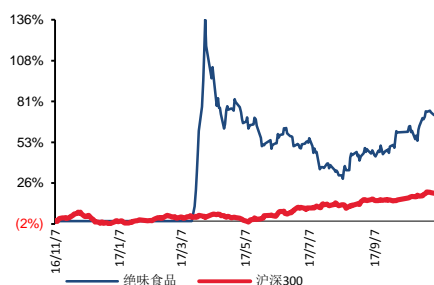
目标价: 46.80

昨收盘: 39.38

日常消费 食品、饮料与烟草

## 绝味食品跟踪点评：收入符合预期、利润高增长，上调目标价至 46.80 元

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	410/50
总市值/流通(百万元)	16,146/1,969
12 个月最高/最低(元)	54.62/23.17

## 相关研究报告：

绝味食品(603517)《绝味食品中报点评：毛利率提升销售费用增加，业绩持续高增长》--2017/08/25

绝味食品(603517)《绝味食品：休闲卤制品龙头，受益于行业高景气度，未来增长快》--2017/06/16

## 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

## 证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117070027

## 新增门店进度平稳、同店保持自然增长，单三季度收入增长加快、符合预期

公司单三季度的收入增长加快，同比增速达到 19.58%。受此带动，前三季度收入的同比增速达到 19.07%，符合我们此前的判断及预期。从驱动力上看，主要仍得益于两方面：第一、按照公司的门店拓展计划，新开门店数量符合预期，进度上平稳推进。结合基数以及网点空间的假设来看，新门店贡献增量，可确保未来两到三年公司收入持续增长、前快后缓；第二、客单价和客单量均有所提升，同店自然增长的情况符合 3%~5%的预期目标。

新增香港市场后，目前公司已覆盖 30 个省（直辖市）。未来将进一步填补一二线城市的空白市场，快速拓展三四线的社区门店。结合加盟店模式以及同店自然增长幅度来看，未来两到三年，公司收入持续增长、领先于行业和竞争对手是大概率事件。

展望四季度及明年，预期“每年新增门店 800~1200 家”的目标大概率达成，而高势能门店也有望在目前 600 来家的基础上进一步增加，占比逐步提升。目前看，公司产品的客单价相对较低，公司采取线上引流、消费满减等促销形式，增加消费频次和提高客单价，效果比较明显。公司也会在一些重大活动中增加费用投放，刺激同店自然增长。四月份新投产的产能逐步投放，新增产能 50%左右，能够充分满足销量、收入快速扩张需求。

## 成本承压导致毛利率环比下降，规模化和费用率改善推升净利率至历史新高

受生产原料、包辅材料及人工成本持续上行影响，公司单三季度的销售毛利率环比下降 1.42pct 至 35.07%，前三季度整体的销售毛利率下滑至 35.43%。目前判断，生产成本、人工成本和运输成本等，均处在上涨通道中，但涨幅仍属可控。公司通过调产品结构、提前锁价采购囤货等形式，改善毛利水平。值得注意的是，较之主要竞争对手和竞品，公司产品此前提价的频次更少、幅度更小。因此，一旦成本上涨超过一定幅度，不排除公司直接提高产品单价进行对冲的可能性。

尽管毛利率环比下降，但公司单三季度净利率达到 13.34%，为历史新高。规模化生产、配送和销售，节约了销售环节成本、提高了盈利能

力。其次，公司调整广告投放策略，减少常规性投放、增加一些重大活动的费用投放，费效比提升。另外，公司对大区经理的考核指标中包含费用控制和利润增长，既强调收入增长，也保障盈利能力。除了销售费用率明显改善，预期公司的管理费用率也有改善空间，特别是随着大加盟商的数量和占比不断提升，这种管理输出的形式有助于加强管理和减少沟通成本，减低管理费用。结合毛利率和费用率进行判断，预计未来公司的净利率水平保持在高位，且稳中有升。

#### 盈利预测与评级：

根据公司新开门店的规划，假设新开门店未来三年中对公司的收入增长的贡献量分别为 13.13%、11.21%、9.90%；同时，假设高势能门店对收入的贡献度逐年提升至 30%；而单店营收自然增长取过往平均增速进行递减，分别为 4%、3.8%、3.6%。预测 2017~2019 年公司的营业收入分别为 39.09 亿元、45.68 亿元、52.60 亿元，同比增速为 19%、17%、15%，CAGR 约等于 17%。

根据公司 2017 年前三季度盈利状况，结合公司未来三年直营店的开店规划和高势能门店发展的趋势，上调公司逐年的销售毛利率至 35.5%、36.9%和 38.7%；同时上调公司的销售费用支出。

结合过去五年净利润的增长情况，考虑公司当前的成长属性，我们认为未来三年公司净利润的复合增速有望维持在 28%以上。预测公司 2017~2019 年的归母净利润分别为 4.95 亿元、6.41 亿元、8.20 亿元，同比增速为 30%、30%、28%；对应的 EPS 分别为 1.21、1.56、2.00。

目前休闲卤制品行业景气度上行、市场关注度提升。综合考虑公司收入、利润高增长，估值可享溢价等因素，根据 2018 年业绩给 30 倍 PE，上调目标价至 46.80 元，“买入”评级。

#### 风险提示：

原材料价格波动；动物疫情；加盟模式管理风险；食品安全问题等。

#### ■ 主要财务指标

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3274	3909	4568	5260
净利润(百万元)	380	495	641	820
摊薄每股收益(元)	0.93	1.21	1.56	2.00

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。