

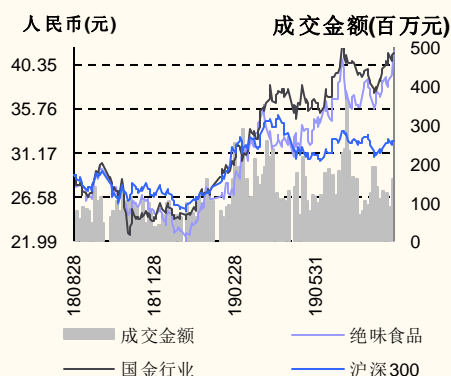
绝味食品 (603517.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 41.70 元

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	229.18
总市值(百万元)	23,935.80
年内股价最高最低(元)	41.70/35.73
沪深300指数	3802.58
上证指数	2893.76



相关报告

- 《开启万店新时代，净利率持续提升-绝味食品一季报点评》，2019.4.28
- 《主业量价齐升，可转债助力产能扩张-绝味食品年报点评》，2019.4.17
- 《业绩符合预期，公司竞争力有望进一步加强-绝味食品18年业绩快...》，2019.1.27

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001
tangchuan@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

收入持续高增长，费用投放效率不断优化

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.22	1.56	1.34	1.57	1.83
每股净资产(元)	6.27	7.38	8.82	10.27	12.03
每股经营性现金流(元)	1.56	1.18	2.18	2.32	2.69
市盈率(倍)	32	21	31	27	23
净利润增长率(%)	31.93%	27.69%	20.00%	17.20%	16.61%
净资产收益率(%)	19.51%	21.18%	21.25%	21.40%	21.30%
总股本(百万股)	410.00	410.00	574.00	574.00	574.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 绝味食品 1H2019 实现营业收入 24.90 亿元，同比+19.42%；归母净利润 3.96 亿元，同比+25.81%；EPS 0.69 元。公司 Q2 单季度实现营业收入 13.36 亿元，同比+19.24%；归母净利润 2.15 亿元，同比+30.77%。

经营分析

- 开店增 12%、同店增 6-7%，收入高增长：公司上半年收入高增 19.42%，较去年同期+6.8pct；其中 Q2 (+19.24%) 环比 Q1 (+19.63%) 延续了高增长的趋势。公司上半年收入高增长主要得益于 1) 开店提速，上半年门店总数达到 10598 家，同比新增 1139 家门店，增速达到 12%；上半年新开门店 683 家，全年 800-1200 家门店完成压力不大；2) 同店增速超预期，上半年受益于公司提升四代店建设，品牌势能持续提升，叠加满减等推广活动，整体同店收入增长 6-7 个百分点。
- 原材料价格压力环比改善，预计下半年持续好转：公司上半年实现毛利率 34.23%，同比下降 1.25pct，主因鸭副等原材料价格上涨。公司 Q2 毛利率 (35.03%) 环比 Q1 (33.31%) 提升 1.72pct，成本压力进一步缓解，抵抗成本波动的能力不断提升。全年来看，预计下半年成本压力将持续好转，毛利率大概率稳中有升。
- 期间费用率降低推高净利率水平：上半年公司期间费用率为 14.06%，同比-0.49pct；其中销售费用率和管理费用率分别为 8.20%/5.36%，同比-0.12pct/-0.96pct。销售费用率下降主要系广告宣传费用减少 1246 万元，费用率减少 0.72pct 所致，上万家门店成为公司最有效的品牌宣传展示窗口；管理费用率降幅明显主要系公司整体管理效率提升，各项费用率均同比下降，其中职工薪酬率和折旧费用率分别同比-0.49pct/-0.22pct，降幅最为明显。上半年实现投资收益 2334 万，营业外收入 1310 万，也是利润的重要组成部分。上半年收入高增长，费用率降低对冲成本上涨压力，实现净利率 15.92%，同比+0.81pct，盈利水平不断提升。
- 美食生态加速建设，护城河不断深厚：公司不断深耕鸭脖主业，深化厂商一体化，融合线上线下，线上注册用户超过 5000 万，不断提升品牌势能；长期来看，公司鸭脖业务门店数量、同店收入贡献、供应链优化和智能制造能力等方面仍有较大可提升空间，有望带动业务规模不断扩张。同时上半年公司继续培育优化“椒椒有味”新业态，模式清晰后预计将快速放量。公司不断强化在鸭脖主业和美食生态链的护城河，盈利增长的可持续性较强。

盈利预测

- 我们预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 50.29/57.01/63.21 亿元，同比+15.13%/+13.36%/+10.88%；归母净利润 7.69/9.01/10.51 亿元，同比+20.00%/+17.20%/+16.61%；实现每股收益 1.88/2.20/2.56 元，当前股价对应 PE 分别为 21X/18X/15X，维持“买入”评级。

风险提示

- 门店增长低于预期、原材料价格上涨、食品安全问题

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,274	3,850	4,368	5,029	5,701	6,321	货币资金	400	1,066	703	1,018	1,508	2,167
增长率		17.6%	13.4%	15.1%	13.4%	10.9%	应收款项	22	35	5	33	37	42
主营业务成本	-2,232	-2,472	-2,870	-3,256	-3,637	-3,966	存货	408	425	609	562	628	685
%销售收入	68.2%	64.2%	65.7%	64.7%	63.8%	62.7%	其他流动资产	56	107	207	198	219	239
毛利	1,042	1,378	1,498	1,773	2,064	2,355	流动资产	886	1,633	1,524	1,811	2,393	3,132
%销售收入	31.8%	35.8%	34.3%	35.3%	36.2%	37.3%	%总资产	45.2%	51.2%	39.9%	42.3%	48.3%	54.5%
营业税金及附加	-32	-41	-40	-47	-54	-59	长期投资	131	347	805	805	805	805
%销售收入	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	721	894	1,105	1,236	1,277	1,281
营业费用	-265	-426	-359	-417	-486	-534	%总资产	36.8%	28.0%	28.9%	28.9%	25.8%	22.3%
%销售收入	8.1%	11.1%	8.2%	8.3%	8.5%	8.5%	无形资产	175	190	218	232	244	255
管理费用	-200	-265	-271	-307	-348	-386	非流动资产	1,076	1,556	2,297	2,468	2,560	2,616
%销售收入	6.1%	6.9%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	%总资产	54.8%	48.8%	60.1%	57.7%	51.7%	45.5%
息税前利润 (EBIT)	544	646	828	1,002	1,176	1,376	资产总计	1,962	3,189	3,821	4,279	4,953	5,748
%销售收入	16.6%	16.8%	19.0%	19.9%	20.6%	21.8%	短期借款	30	0	210	0	0	0
财务费用	-3	2	0	-1	-1	-1	应付款项	338	491	459	540	605	663
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	85	105	112	120	138	157
资产减值损失	-11	-3	-3	0	0	0	流动负债	452	595	780	660	744	820
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	30	0	0	0	0	0
投资收益	-22	3	-1	10	10	10	其他长期负债	14	19	14	0	0	0
%税前利润	n.a	0.4%	n.a	1.0%	0.8%	0.7%	负债	497	614	794	660	744	820
营业利润	508	650	831	1,011	1,185	1,385	普通股股东权益	1,465	2,572	3,025	3,617	4,211	4,933
营业利润率	15.5%	16.9%	19.0%	20.1%	20.8%	21.9%	少数股东权益	0	3	3	2	-1	-5
营业外收支	9	17	17	20	20	20	负债股东权益合计	1,962	3,189	3,821	4,279	4,953	5,748
税前利润	517	667	848	1,031	1,205	1,405							
利润率	15.8%	17.3%	19.4%	20.5%	21.1%	22.2%	比率分析						
所得税	-137	-169	-217	-263	-307	-358		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	26.4%	25.4%	25.6%	25.5%	25.5%	25.5%	每股指标						
净利润	380	497	631	768	898	1,047	每股收益	1.056	1.224	1.563	1.339	1.570	1.830
少数股东损益	0	-4	-10	-1	-3	-4	每股净资产	4.070	6.273	7.377	8.822	10.270	12.033
归属于母公司的净利润	380	502	641	769	901	1,051	每股经营现金净流	1.372	1.564	1.182	2.180	2.316	2.693
净利率	11.6%	13.0%	14.7%	15.3%	15.8%	16.6%	每股股利	0.330	0.480	0.610	0.700	0.750	0.800
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.95%	19.51%	21.18%	21.25%	21.40%	21.30%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	19.38%	15.73%	16.76%	17.97%	18.19%	18.28%
净利润	380	497	631	768	898	1,047	投入资本收益率	26.26%	18.71%	19.02%	20.62%	20.82%	20.80%
少数股东损益	0	-4	-10	-1	-3	-4	增长率						
非现金支出	84	72	101	95	107	105	主营业务收入增长率	12.08%	17.59%	13.45%	15.13%	13.36%	10.88%
非经营收益	25	0	7	-92	-48	-43	EBIT增长率	34.74%	18.61%	28.20%	20.99%	17.45%	16.96%
营运资金变动	4	72	-254	124	-8	-4	净利润增长率	26.42%	31.93%	27.69%	20.00%	17.20%	16.61%
经营活动现金净流	494	641	485	894	950	1,104	总资产增长率	21.60%	62.55%	19.83%	11.96%	15.76%	16.05%
资本开支	-260	-331	-388	-181	-160	-125	资产管理能力						
投资	-3	-198	-454	0	0	0	应收账款周转天数	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
其他	31	2	-30	10	10	10	存货周转天数	62.1	61.5	65.8	63.0	63.0	63.0
投资活动现金净流	-232	-526	-871	-171	-150	-115	应付账款周转天数	26.8	34.3	32.9	33.0	33.0	33.0
股权募资	0	760	9	-109	0	0	固定资产周转天数	48.1	75.9	85.5	83.1	75.2	67.5
债权募资	7	-60	210	-223	0	0	偿债能力						
其他	-100	-149	-195	-76	-310	-330	净负债/股东权益	-23.20%	-41.39%	-16.29%	-28.13%	-35.83%	-43.98%
筹资活动现金净流	-93	551	24	-408	-310	-330	EBIT利息保障倍数	201.4	-307.1	-7,430.4	1,001.6	1,176.4	1,375.9
现金净流量	168	666	-363	315	490	659	资产负债率	25.31%	19.26%	20.78%	15.42%	15.01%	14.26%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	8	12	50
增持	1	1	3	6	28
中性	0	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	1
评分	1.33	1.75	1.42	1.42	1.45

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-10-30	买入	39.87	N/A
2	2018-02-07	买入	34.60	N/A
3	2018-04-16	买入	38.98	N/A
4	2018-04-27	买入	39.50	N/A
5	2019-01-27	买入	39.18	N/A
6	2019-04-17	买入	45.28	N/A
7	2019-04-28	买入	46.55	54.00~54.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH