

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

绝味食品(603517.SH)

维持评级

报告原因：中报点评

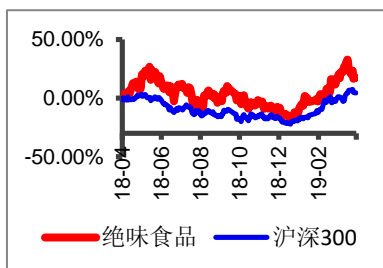
Q3 收入延续高增长，全年有望稳健增长

买入

2019年10月24日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2019年10月23日

收盘价(元)：45.23

年内最高/最低(元)：46.48/21.14

流通A股/总股本(亿)：2.37/5.82

流通A股市值(亿)：104

总市值(亿)：254

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益：1.56

每股净资产(元)：7.38

净资产收益率：22.89%

分析师：曹玲燕

执业证书编号：S0760511010002

E-mail：caolingyan@sxzq.com

研究助理：和芳芳

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司发布三季报，公司前三季度实现营业收入 38.86 亿元，同比增长 18.98%；净利润 6.14 亿元，同比增长 26.06%；基本每股收益 1.06 元。

事件点评

- Q3 延续上半年高增长趋势，业绩符合预期。**报告期内，公司在国内市场按照既定策略持续推进，公司 2019 年前三季度实现营业收入 38.86 亿元，同比增长 18.98%；净利润 6.14 亿元，同比增长 26.06%，其中单 Q3 实现收入 13.96 亿元，同比+18.21%，归母净利润 2.18 亿元，同比+26.54%，延续上半年高增长趋势，因此，预计全年来看，预计公司按照 800-1200 家新店速度扩张，单店收入有望取得 5% 以上增速的问题不大。分区域来看，各区域呈现较为平稳的增长速度，其中华南与海外（香港、新加坡）市场增速较快；分产品来看，蔬菜产品增长相对较快。
- Q3 毛利率有所回升，全年净利率同比有望提高。**公司 2019 前三季度净利率为 15.63%，同比增长 0.90 个百分点，毛利率为 34.70%，同比减少 0.21 个百分点，其中单三季度净利率为 15.38%，同比增加 0.99 个百分点，单三季度毛利率为 35.52%，同比增加 1.6 个百分点，Q3 毛利率有所回升，我们认为 18 年原材料的价格处于历史高位，19 年公司整体毛利大概率不会低于 18 年，所以全年净利率同比有望提高。另外，前三季度销售期间费用率 14.61%，与 18 年同期保持一样，其中销售/管理/财务费率分别为 8.72%/5.35%/0.54%，同比 +0.32/-0.90/+0.58ppt，但是全年费用率可能有望同比下降，首先在销售费用方面，今年前期广告宣传费用下降很多，主要在于线上线下的投入，对于第三方媒体的投入较少，今年整体投放还是会维持前期相应策略；管理费用方面，由于在信息化方面的持续投入，可能在人员方面增加上没有太大的变化，所以规模效应凸显，管理费用率有望持续下降。
- 深耕鸭脖主业，构建美食生态圈。**公司以“深耕鸭脖主业，构建美食生态”为主要方针，积极开展品牌势能、企业势能、线上势能、门店势能以及新业务势能的提升，同时融合线上线下业务，推动品牌升级项目，优化线上功能，助力品牌势能提升，其中线上业务方面，2019



上半年累积会员注册数量突破 5000 万。另外，公司通过新项目孵化、投资并购等外延成长方式布局“美食生态圈”，致力成为“特色食品和轻餐饮的加速器”。

投资建议

- 公司作为卤制品行业龙头，供应链管理及品牌渠道优势明显，短期来看，计划未来每年按照 800-1200 家新店速度扩张，业绩有望稳定增长。中长期来看，公司新品类串串正在稳步推进，同时加速构建美食生态圈，有望成为新的增长点。预计 2019-2021 年公司归母净利润为 7.64 亿、9.05 亿、10.68 亿，EPS 分别为 1.81 元、2.21 元、2.61 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 24 倍、20 倍、17 倍，维持“买入”评级。

存在风险

- 食品安全风险，原材料价格波动的风险，加盟模式的管理风险



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,524	4,744	5,387	6,125	营业收入	4,368	4,951	5,567	6,192
现金	703	990	1,553	2,235	营业成本	2,870	3,194	3,570	3,913
应收账款	60	90	76	94	营业税金及附加	40	47	51	57
其他应收款	55	44	55	65	销售费用	359	371	345	384
预付账款	116	142	183	229	管理费用	261	263	295	328
存货	610	3,480	3,521	3,506	财务费用	(0)	54	104	95
其他流动资产	(20)	(1)	(1)	(3)	资产减值损失	3	2	1	(0)
非流动资产	2,297	1,953	2,040	2,083	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	785	416	510	570	投资净收益	(1)	3	3	3
固定资产	1,023	958	894	829	营业利润	831	1,022	1,204	1,418
无形资产	161	150	140	131	营业外收入	22	2	2	2
其他非流动资产	328	428	496	553	营业外支出	4	14	12	12
资产总计	3,821	6,697	7,427	8,207	利润总额	848	1,010	1,194	1,408
流动负债	780	3,116	3,209	3,245	所得税	217	253	298	352
短期借款	210	2,467	2,466	2,462	净利润	631	758	895	1,056
应付账款	227	293	343	348	少数股东损益	(10)	(6)	(10)	(12)
其他流动负债	343	356	401	435	归属母公司净利润	641	764	905	1,068
非流动负债	14	14	14	12	EBITDA	910	1,152	1,383	1,587
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.10	1.86	2.21	2.61
其他非流动负债	14	14	14	12					
负债合计	794	3,130	3,223	3,257	主要财务比率				
少数股东权益	3	(4)	(13)	(26)	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	410	410	410	410	成长能力				
资本公积	770	765	765	765	营业收入	13.45%	13.34%	12.45%	11.23%
留存收益	1,843	2,395	3,043	3,801	营业利润	27.80%	23.10%	17.75%	17.79%
归属母公司股东权益	3,025	3,570	4,217	4,976	归属于母公司净利润	27.69%	19.27%	18.48%	18.02%
负债和股东权益	3,821	6,697	7,427	8,207	获利能力				
					毛利率(%)	34.30%	35.48%	35.88%	36.80%
					净利率(%)	14.67%	15.43%	16.26%	17.25%
					ROE(%)	20.83%	21.25%	21.30%	21.33%
					ROIC(%)	47.82%	34.89%	16.91%	19.15%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.78%	46.74%	43.40%	39.68%
					净负债比率(%)	-2.94%	-11.38%	-21.16%	-29.84%
					流动比率	1.95	1.52	1.68	1.89
					速动比率	1.17	0.41	0.58	0.81
					营运能力				
					总资产周转率	1.25	0.94	0.79	0.79
					应收账款周转率	986.43	194.03	163.80	243.17
					应付账款周转率	16.90	19.06	17.53	17.93
					每股指标 (元)				

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	485	(2,011)	1,022	1,147
净利润	631	764	905	1,068
折旧摊销	98	76	75	74
财务费用	3	54	104	95
投资损失	1	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(306)	(2,897)	(50)	(75)
其他经营现金流	57	(5)	(9)	(13)
投资活动现金流	(871)	377	(92)	(57)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(454)	369	(95)	(60)
其他投资现金	(417)	8	3	3



流									
筹资活动现金流	21	1,986	(364)	(408)	每股收益(最新摊薄)	1.10	1.86	2.21	2.61
短期借款	210	2,257	(2)	(4)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	(3.45)	1.76	1.97
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.20	6.13	7.25	8.55
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	3	(5)	0	0	P/E	40.3	23.8	20.1	17.0
其他筹资现金流	(192)	(266)	(362)	(404)	P/B	8.5	7.2	6.1	5.2
现金净增加额	(366)	353	566	681	EV/EBITDA	14.11	17.70	14.37	12.13

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

