

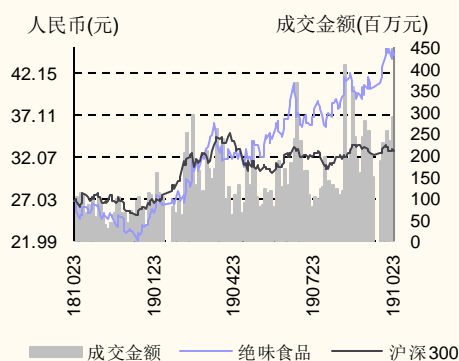
## 绝味食品 (603517.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 44.41 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.82
已上市流通 A 股(亿股)	2.37
总市值(亿元)	258.49
年内股价最高最低(元)	45.25/40.18
沪深 300 指数	3871
上证指数	2942



## 相关报告

1. 《收入持续高增长，费用投放效率不断优化-绝味食品中报点评》，2019.8.29
2. 《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
3. 《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
4. 《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

## 业绩稳健增长，加速建设美食生态圈

## 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	1.38	1.62	1.89
每股净资产(元)	6.27	7.38	8.90	10.45	12.34
每股经营性现金流(元)	1.56	1.18	2.48	2.15	2.52
市盈率(倍)	32	21	32	27	24
净利润增长率(%)	31.93%	27.69%	25.05%	17.88%	16.46%
净资产收益率(%)	19.51%	21.18%	21.95%	22.03%	21.74%
总股本(百万股)	410.00	410.00	582.05	582.05	582.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 绝味食品前三季度实现营业收入 38.86 亿元，同比+18.98%；归母净利润 6.14 亿元，同比+26.06%；EPS 1.06 元。公司 Q3 单季度实现营业收入 13.96 亿元，同比+18.21%；归母净利润 2.18 亿元，同比+26.54%。

## 经营分析

- **新增门店带动收入延续高增长：**公司 Q3 收入端延续了上半年的高增长，较去年同期+4.45pct，带动前三季度整体收入增速较去年同期提升 5.95pct。我们认为公司三季度高增长主要得益于：1) 门店数量持续提升，预计三季度新增 300-350 家门店，同比增长 11-12%，预计全年新增门店总数已超过 900 家，超过全年 800-1200 家门店目标的下限，渠道下沉张力不断释放；2) 同店持续高增长，预计三季度同店增加 6-7 个百分点。
- **成本压力进一步缓解，毛利率环比改善：**公司三季度实现毛利率 35.53%，同比和环比分别提升 1.60pct 和 0.49pct，原材料成本压力逐季缓解，公司抵御成本波动的能力不断提升。另一方面，公司 Q3 相较于 Q2 毛利率最高的禽类产品占比降低 0.2pct 至 76.8%，而毛利率较低其他类产品占比提升 0.4pct 至 9.2%，进一步证明毛利率的提升主要来自于鸭副等核心原材料价格压力的缓解，预计全年整体仍将是稳中有升的态势。
- **费用率略增不改净利率提升态势：**公司 Q3 期间费用率为 15.58%，较去年同期提升 0.88pct；其中销售费用率和财务费用率分别较去年同期提升 1.12pct 和 0.55pct 至 9.66%和 0.53%，而管理费用率较去年同期下降 0.79pct 至 5.40%。销售费用率提升预计与新增门店后运输费用、职工薪酬及租赁费增长有关，是必要的经营支出；财务费用预计仍是受发行可转债及流动资金利息影响，但波动不大。Q3 营业外收入 1471 万，主要系政府补助到账，也是利润的重要组成部分。公司 Q3 收入高增长，毛利率改善对冲小幅的费用率提升，实现归母净利润 2.18 亿元，同比+26.54%；实现净利率 15.60%，同比+1.21pct；累计前三季度实现净利率 15.81%，较去年同期+0.89pct，盈利水平不断提升。
- **参投股权基金，建设美食生态：**公司子公司网聚投资拟出资 2800 万元作为有限合伙人参与投资设立私募股权基金，投资项目以合伙人战略产业及周边产业相关项目为主。公司已参投超过 20 家优质产业链相关公司，前三季度实现投资收益 2845 万。公司逐步通过自身力量和资本市场从内向型的服务转变为开放型对外的服务，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”，此次参投并购基金为美味生态战略落地提供助力。我们长期看好公司不断强化鸭脖主业和美食生态链的护城河，强化盈利增长的可持续性。

## 盈利预测

■ 我们预计公司 2019-2021 年分别实现营业收入 51.19/58.71/65.71 亿元，同比 +17.2%/+14.7%/+11.9%；归母净利润 8.01/9.44/11.00 亿元，同比 +25.1%/+17.9%/+16.5%；实现每股收益 1.38/1.62/1.89 元，当前股价对应 PE 分别为 32X/27X/24X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 限售股解禁的风险、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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,274</b>	<b>3,850</b>	<b>4,368</b>	<b>5,119</b>	<b>5,871</b>	<b>6,571</b>
增长率		17.6%	13.4%	17.2%	14.7%	11.9%
主营业务成本	-2,232	-2,472	-2,870	-3,326	-3,787	-4,189
%销售收入	68.2%	64.2%	65.7%	65.0%	64.5%	63.7%
毛利	1,042	1,378	1,498	1,793	2,084	2,382
%销售收入	31.8%	35.8%	34.3%	35.0%	35.5%	36.3%
营业税金及附加	-32	-41	-40	-48	-55	-62
%销售收入	1.0%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-265	-426	-359	-425	-483	-539
%销售收入	8.1%	11.1%	8.2%	8.3%	8.2%	8.2%
管理费用	-200	-265	-271	-307	-350	-388
%销售收入	6.1%	6.9%	6.2%	6.0%	6.0%	5.9%
息税前利润 (EBIT)	544	646	828	1,013	1,195	1,394
%销售收入	16.6%	16.8%	19.0%	19.8%	20.4%	21.2%
财务费用	-3	2	0	-1	-1	-1
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-11	-3	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-22	3	-1	30	35	40
%税前利润	-2.2	0.4%	n.a	2.8%	2.8%	2.7%
营业利润	508	650	831	1,042	1,229	1,433
营业利润率	15.5%	16.9%	19.0%	20.4%	20.9%	21.8%
营业外收支	9	17	17	20	25	30
税前利润	517	667	848	1,062	1,254	1,463
利润率	15.8%	17.3%	19.4%	20.7%	21.4%	22.3%
所得税	-137	-169	-217	-271	-320	-373
所得税率	26.4%	25.4%	25.6%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	380	497	631	791	934	1,090
少数股东损益	0	-4	-10	-10	-10	-10
归属于母公司的净利润	<b>380</b>	<b>502</b>	<b>641</b>	<b>801</b>	<b>944</b>	<b>1,100</b>
净利率	11.6%	13.0%	14.7%	15.6%	16.1%	16.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	380	497	631	791	934	1,090
少数股东损益	0	-4	-10	-10	-10	-10
非现金支出	84	72	101	16	19	21
非经营收益	25	0	7	-48	-58	-68
营运资金变动	4	72	-254	258	-15	-10
<b>经营活动现金净流</b>	<b>494</b>	<b>641</b>	<b>485</b>	<b>1,017</b>	<b>880</b>	<b>1,032</b>
资本开支	-260	-331	-388	-561	-365	-300
投资	-3	-198	-454	-400	-20	-30
其他	31	2	-30	30	35	40
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-232</b>	<b>-526</b>	<b>-871</b>	<b>-931</b>	<b>-350</b>	<b>-290</b>
股权募资	0	760	9	-109	0	0
债权募资	7	-60	210	704	93	205
其他	-100	-149	-195	-76	-310	-330
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-93</b>	<b>551</b>	<b>24</b>	<b>519</b>	<b>-217</b>	<b>-125</b>
<b>现金净流量</b>	<b>168</b>	<b>666</b>	<b>-363</b>	<b>605</b>	<b>313</b>	<b>617</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	400	1,066	703	1,308	1,621	2,239
应收款项	22	35	5	34	39	43
存货	408	425	609	574	654	723
其他流动资产	56	107	207	530	584	636
流动资产	886	1,633	1,524	2,446	2,897	3,640
%总资产	45.2%	51.2%	39.9%	46.1%	47.3%	50.7%
长期投资	131	347	805	805	805	805
固定资产	721	894	1,105	1,445	1,735	1,965
%总资产	36.8%	28.0%	28.9%	27.2%	28.3%	27.4%
无形资产	175	190	218	261	292	322
非流动资产	1,076	1,556	2,297	2,862	3,233	3,542
%总资产	54.8%	48.8%	60.1%	53.9%	52.7%	49.3%
<b>资产总计</b>	<b>1,962</b>	<b>3,189</b>	<b>3,821</b>	<b>5,308</b>	<b>6,130</b>	<b>7,183</b>
短期借款	30	0	210	312	0	0
应付款项	338	491	459	523	607	674
其他流动负债	85	105	112	215	234	253
流动负债	452	595	780	1,050	841	927
长期贷款	30	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	19	14	615	1,020	1,225
<b>负债</b>	<b>497</b>	<b>614</b>	<b>794</b>	<b>1,665</b>	<b>1,861</b>	<b>2,152</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,465</b>	<b>2,572</b>	<b>3,025</b>	<b>3,650</b>	<b>4,286</b>	<b>5,058</b>
少数股东权益	0	3	3	-7	-17	-27
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,962</b>	<b>3,189</b>	<b>3,821</b>	<b>5,308</b>	<b>6,130</b>	<b>7,183</b>

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.056	1.224	1.563	1.376	1.622	1.889
每股净资产	4.070	6.273	7.377	8.901	10.455	12.337
每股经营现金净流	1.372	1.564	1.182	2.480	2.146	2.518
每股股利	0.330	0.480	0.610	0.700	0.750	0.800
<b>回报率</b>						
净资产收益率	25.95%	19.51%	21.18%	21.95%	22.03%	21.74%
总资产收益率	19.38%	15.73%	16.76%	15.09%	15.40%	15.31%
投入资本收益率	26.26%	18.71%	19.02%	16.57%	16.90%	16.66%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	12.08%	17.59%	13.45%	17.19%	14.69%	11.92%
EBIT增长率	34.74%	18.61%	28.20%	22.36%	18.00%	16.62%
净利润增长率	26.42%	31.93%	27.69%	25.05%	17.88%	16.46%
总资产增长率	21.60%	62.55%	19.83%	38.89%	15.50%	17.17%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转天数	62.1	61.5	65.8	63.0	63.0	63.0
应付账款周转天数	26.8	34.3	32.9	30.0	31.0	31.0
固定资产周转天数	48.1	75.9	85.5	94.3	97.8	98.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-23.20%	-41.39%	-16.29%	-10.87%	-14.55%	-20.64%
EBIT利息保障倍数	201.4	-307.1	-7,430.4	1,012.9	1,195.1	1,393.7
资产负债率	25.31%	19.26%	20.78%	31.38%	30.36%	29.96%

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	1	2	23	25	46
增持	0	3	8	8	22
中性	0	0	3	4	5
减持	0	0	1	1	1
评分	1.00	1.60	1.49	1.50	1.47

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
8	2019-08-29	买入	41.70	N/A

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