

主业稳健增长有余裕，期待 新业务拓展

绝味食品 (603517)

事件

公司发布 2019 年三季报。

1-9 月公司实现营业收入 38.9 亿元，同比增长 19.0%；实现归母净利润 6.14 亿元，同比增长 26.1%，扣非归母净利润 5.92 亿，同比增长 24.7%；

其中单 3 季度实现营业收入 13.96 亿元，同比增长 18.2%；实现归母净利润 2.18 亿元，同比增长 26.5%，扣非归母净利润 2.03 亿元，同比增长 23.7%。

简评

收入增长略超预期，预计全年开店数量接近上限，单店增长持续超 4%。前三季度公司卤制品销售收入 37.05 亿元，同比+16.3%，其中 Q1/2/3 分别+19.4%/+17.1%/+13.2%，季度同比增速放缓主要系开店节奏差异，去年开店节奏前松后紧（上、下半年分别开店 406、456 家）、今年开店节奏前紧后松（上半年开店 683 家，下半年开店预计 500 家左右）。从 1-9 月累计情况来看，卤制品销售收入增速 16.3%中预计约 12%由门店数量增长贡献，单店收入增长约 4~5%，仍然维持健康较快水平，单店收入增长主要来自 1) 满减活动、2) 小部分产品提价。

毛利率 Q3 开始提升，销售投放略加大，净利润率稳步提升。

公司前三季度毛利率 34.70%，其中 Q1/2/3 分别为 33.3%、35.0%、35.5%，毛利率逐季改善，预计主要系原材料价格走低。公司单 3 季度存货减少 2700 万元，同时预付款增加 1.78 亿元，预计系在 Q3 鸭附价格走低时加强原材料储备，为公司明年业绩增长留足余地。

单 3 季度销售费用率同比提升 1.1pct 至 9.7%，预计系 Q3 加大促销力度，前 3 季度累计销售费用率拉高至 8.7%同比+0.3pct，整体相对平稳符合预期；管理费用率单 Q3 下滑 0.8pct 至 5.1%，前 3 季度累计管理费用率下滑 0.9pct；财务费用支出增加，基本被投资收益、营业外收入抵消。

前 3 季度净利润率（含少数）同比提升 0.9pct 至 15.6%，预计未来仍将稳步上行。

鸭脖主业稳健增长有余裕，新业务拓展有望提升公司估值空间。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

执业证书编号：S1440518060003

吕睿竞

lvruijing@csc.com.cn

15116991864

执业证书编号：S1440519020001

发布日期：2019 年 10 月 25 日

当前股价：43.55 元

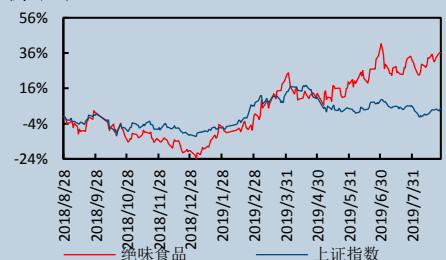
目标价格 6 个月：51.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	2.65/4.09	22.34/22.0	36.99/32.63
12 月最高/最低价 (元)			52.66/29.98
总股本 (万股)			57,400.0
流通 A 股 (万股)			22,918.34
总市值 (亿元)			226.39
流通市值 (亿元)			90.39
近 3 月日均成交量 (万)			342.49
主要股东			
湖南聚成投资有限公司			38.35%

股价表现



相关研究报告

- 19.04.17 【中信建投食品加工】绝味食品 (603517):毛利率未来预计上行,看规模效应和门店、品类扩张
- 19.01.24 【中信建投食品加工】绝味食品 (603517) Q4 收入增速回升,门店稳健

公司在鸭脖主业增长确定性强，过去业绩验证了公司强大的品牌管理和成本管控能力，在面临外部经济波动时仍能保持稳健展店和利润率提升。当前公司开店空间尚足，华中基地市场仍有 18% 强劲增长，其他区域如西南地区规模增长亮眼（占比快速提升，环比+0.4pct 至 14.4%），预计未来 3 年仍可保持 15% 以上加快增速。

新业务拓展包括与鸭脖主业相关的椒椒有味新业态，及挖掘公司供应链管理优势的投资项目。1) 椒椒有味毛利率 70% 远高于鸭脖，经营效率更高，有望成为公司新的利润增长点；2) 公司近年投资收益稳步增加。新业务利润持续兑现后，将进一步验证公司的平台价值，有望提升估值空间。

盈利预测与投资建议

我们预计 2019~2021 年公司将实现收入 51.4、56.1、60.9 亿元，同比+17.8%、9.1%、8.5%；实现归母净利润 8.02、10.06、12.31 亿元，同比+25.2%、25.5%、22.3%；对应摊薄后 EPS1.38、1.73、2.11 元，最新股价 43.55 元（10.24）对应动态 PE 分别为 31.6x、25.2x、20.6x。维持“买入”评级，调高目标价至 51.0 元，对应 2020 年 PE 为 29x。

预测和比率

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	4,368.0	5,144.8	5,612.6	6,089.2
营业收入增长率	13.4%	17.8%	9.1%	8.5%
EBITDA（百万）	910.0	1,107.7	1,379.8	1,682.1
EBITDA 增长率	30.1%	21.7%	24.6%	21.9%
净利润（百万）	640.6	802.0	1,006.6	1,230.6
净利润增长率	27.7%	25.2%	25.5%	22.3%
ROE	21.2%	21.7%	23.3%	24.2%
EPS（元）	1.56	1.38	1.73	2.11
P/E	28.9	32.8	26.2	21.4
P/B	6.1	7.1	6.1	5.2
EV/EBITDA	19.6	22.1	17.5	13.7

分析师介绍

安雅泽：执业证书编号：S1440518060003，中信建投证券食品饮料首席分析师，英国莱彻斯特大学经济学硕士，专注白酒行业研究，把握产业趋势。

吕睿竞：执业资格证书 S1440519020001，北京大学经济学硕士，2018年9月加入中信建投证券，曾就职于安信证券、埃森哲咨询。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

章政 zhangzheng@csc.com.cn

李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859