

**证券研究报告—动态报告**

食品饮料

食品

**绝味食品(603517)**
**买入**
**2019年三季度报点评**

(维持评级)

2019年10月25日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	582/237
总市值/流通(百万元)	25,348/10,332
上证综指/深证成指	2,941/9,556
12个月最高/最低(元)	46.48/21.15

**相关研究报告:**

《绝味食品-603517-2019年中报: 门店稳步扩张, 势能持续释放》——2019-08-28  
 《绝味食品-603517-2019年一季报: 门店已破万家, 品牌势能持续提升》——2019-04-29  
 《绝味食品-603517-2018年年报: 门店稳步扩张, 打造美食生态圈》——2019-04-17  
 《绝味食品-603517-春江水暖鸭先知, 卤味龙头“鸭”出色》——2018-11-19  
 《绝味食品-603517-业绩符合预期, 门店稳步扩张》——2018-10-30

**证券分析师: 陈梦瑶**

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

**证券分析师: 孙山山**

电话: 13751048798

E-MAIL: sunss@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**业绩符合预期, 门店稳步扩张**
**● 业绩符合预期, 毛利率 Q3 回升**

2019Q1-Q3 营收 38.86 亿 (+18.98%), 归母净利润 6.14 亿 (+26.06%), 其中 19Q3 营收 13.96 亿 (+18.20%), 归母净利润 2.18 亿 (+26.74%), 业绩符合预期。19Q1-Q3 毛利率 34.70% (-0.21pcts), 其中 19Q3 毛利率 35.52% (+1.60pcts), 扭转 19Q2 毛利率下滑局面, 我们预计 19Q3 原材料上涨压力减轻。19Q1-Q3 净利率 15.63% (+0.90pcts), 其中 19Q3 净利率 15.38% (+0.99pcts), 主因 19Q3 毛利率回升及规模效应下管理费用率下降 0.79pct 等所致。19Q3 销售费用率 9.66% (+1.12pcts), 我们预计主要是部分二季度开店奖励费用递延及广告宣传费用增加所致。

**● 新业务望增厚业绩, Q3 门店速度放缓**

从产品来看, 公司主营业务占比近 98%, 主营业务十分突出; 公司产品以鲜货产品为主, 包装产品为辅, 其中禽类制品营收 29.57 亿, 占比近 78%; 蔬菜类制品营收 4.01 亿, 占比近 11%, 环比有所提升, 料与椒椒有味新业务开展有关, 椒椒有味仍处于测试阶段, 预计 19 年年底 200 家门店。从区域来看, 国内各区增速平稳, 海外市场亦拓展顺利, 香港、新加坡地区营收 0.57 亿, 占比 1.51%, 环比有所提升。我们预计公司 19Q3 开店速度较 19H1 有所放缓, 预计同店增速 5% 左右。料全年 800-1200 家开店计划完成无虞。

**● 继续深耕鸭脖主业, 加速构建美食生态圈**

当前公司以“深耕鸭脖主业, 构建美食生态”为主要方针。门店方面, 聚焦“提高单店营收、多开店、开好店”, 持续提升四代店建设, 推进高势能门店形象升级。目前距离 2.2-2.3 万家天花板还有较大空间, 我们预计公司门店到 1.2-1.3 万家, 行业将会出现整合兼并机会。公司凭借“冷链生鲜, 日配到店”的供应链模式以及管控渠道能力, 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**

考虑今年一季度开展开店奖励活动, 公司整体加快开店节奏带动营收稳健增长, 外加原材料成本上涨压力减轻, 进一步释放利润空间, 我们上调 2019-2021 年 EPS 为 1.40/1.70/2.03 元 (前值分别为 1.35/1.61/1.91 元), 当前股价对应 PE 分别为 31/26/21, 未来一年合理估值区间为 51.0-54.4 元, 维持“买入”评级。

**● 风险提示**

食品安全问题; 原材料上涨; 开店不及预期;

**盈利预测和财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,368	5,100	5,917	6,820
(+/-%)	13.4%	16.7%	16.0%	15.3%
净利润(百万元)	641	803	975	1163
(+/-%)	27.7%	25.4%	21.4%	19.3%
摊薄每股收益(元)	1.56	1.40	1.70	2.03
EBITMargin	19.2%	20.8%	21.9%	22.5%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.4%	22.8%	22.9%
市盈率(PE)	25.24	31.12	25.64	21.49
EV/EBITDA	18.6	22.0	18.3	15.5
市净率(PB)	5.35	6.97	5.86	4.92

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 关键财务指标

公司近五个季度营收、归母净利润呈现正常波动。

图 1：2018Q3-2019Q3 营收（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2018Q3-2019Q3 归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

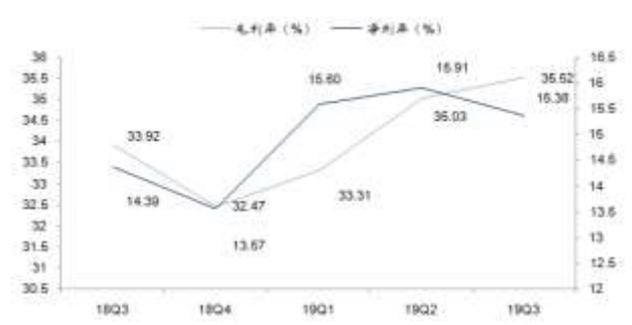
公司近五个季度销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率波动正常，随着规模效应的不断显现，费用率有所下降，盈利能力有所提升。19Q3 毛利率同比回升，推测三季度原材料上涨压力减轻。

图 3：2018Q3-2019Q3 销售、管理费用率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2018Q3-2019Q3 毛利率及净利率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

## 业务拆分

上半年公司开展开店比赛活动致 19H1 新增门店 683 家，这超出市场预期。19Q3 公司控制开店节奏，预计开店较 19Q1、19Q2 开店速度有所放缓，我们预计 19Q3 开店不超过 300 家，完成全年 800-1200 家开店计划几乎没有问题，我们预计 19 年开店数量在公司计划中枢之上（即开店 1000 家左右）。基于此，我们上调绝味食品 2019-2021 年 EPS 为 1.40/1.70/2.03 元（前值分别为 1.35/1.61/1.91 元），现将主要业务前后预测拆分如下：

**表 1: 2019E-2021E 主要业务拆分预测一览**

产品	项目	2019E		2020E		2021E	
		调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
加盟渠道	营收 (亿)	46.22	47.24	53.29	55.18	61.43	63.98
	YoY (%)	15.0%	17.5%	15.3%	16.8%	15.3%	16.0%
自营渠道	营收 (亿)	2.47	2.48	2.64	2.66	2.81	2.83
	YoY (%)	9.4%	9.9%	6.8%	7.3%	6.7%	6.4%
总营收 (亿)		49.96	51.00	57.25	59.17	65.64	68.20
YOY (%)		14.4%	16.7%	14.6%	16.0%	14.7%	15.3%
归母净利润 (亿)		7.72	8.03	9.26	9.75	10.99	11.63
YOY (%)		20.5%	25.4%	19.9%	21.4%	18.6%	19.3%
费用端	销售费用率 (%)	8.5%	8.2%	8.6%	8.3%	8.7%	8.4%
	管理费用率 (%)	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%	5.4%	5.3%
EPS		1.35	1.40	1.61	1.70	1.91	2.03

资料来源:国信证券经济研究所预测

## 可比公司估值对比

绝味食品属于休闲食品,我们选择同属于休闲食品的好想你、洽洽食品作比较。

可比公司简介:

**洽洽食品:** 公司是线下休闲食品龙头,总部位于安徽合肥。主要产品包括瓜子、坚果类、薯片等,其中瓜子类占公司收入近 67%,坚果类占比近 12%。从具体产品来看,18 年蓝袋瓜子销售额超 7 亿,预计红袋、绿袋瓜子增速超 10%,蓝袋瓜子增速超 30%;小黄袋每日坚果销售额超 5 亿,山药产品销售额超 6000 万。公司立足于瓜子和坚果两大战略核心领域,逐步拓展休闲食品细分领域核心单品,以三大重点新品类“洽洽蓝袋瓜子”、“小黄袋每日坚果”、“山药妹/黑铁棍山药脆片”为落脚点。未来 5 年百亿目标:瓜子 60 亿、坚果 40 亿。

**好想你:** 公司总部位于河南郑州,是中国枣业龙头。公司于 16Q3 并表百草味,并表后公司业绩突飞猛进。公司营收从 2015 年 11.13 亿增长到 2018 年 49.49 亿,3 年 CAGR 为 64.44%。2019Q1 营收为 19.22 亿 (+7.33%),其中百草味营收为 16.33 亿 (+13%),占比近 85%,同增 4.51pct;归母净利润从 2015 年 -0.03 亿增长到 2018 年 1.30 亿,其中百草味 2018 年归母净利润为 1.35 亿。当前好想你全国共有 800 多家门店,百草味于 19 年 6 月下旬开设第一家线下直营店:百草味—零售优选。

**表 2: 可比公司估值**

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-10-24	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
洽洽食品	买入	167	33.03	0.97	1.11	1.25	34.05	29.76	26.42
好想你	买入	47	9.14	0.33	0.41	0.52	27.70	22.29	17.58
平均	-			0.65	0.76	0.89	30.87	26.02	22.00
绝味食品	买入	250	43.55	1.35	1.61	1.91	31.12	25.64	21.49

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	703	800	900	1000	营业收入	4368	5100	5917	6820
应收款项	60	14	32	56	营业成本	2870	3286	3753	4282
存货净额	609	663	728	808	营业税金及附加	40	46	53	60
其他流动资产	152	229	254	280	销售费用	359	418	491	573
<b>流动资产合计</b>	<b>1524</b>	<b>1706</b>	<b>1915</b>	<b>2144</b>	管理费用	261	287	326	368
固定资产	1105	1317	1500	1651	财务费用	(0)	4	9	5
无形资产及其他	161	155	148	142	投资收益	(1)	(1)	(2)	(2)
投资性房地产	246	246	246	246	资产减值及公允价值变动	(3)	(1)	(1)	(2)
长期股权投资	785	1085	1435	1805	其他收入	(3)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3821</b>	<b>4509</b>	<b>5244</b>	<b>5988</b>	营业利润	831	1056	1282	1529
短期借款及交易性金融负债	210	506	506	375	营业外净收支	17	6	6	6
应付款项	227	44	51	58	<b>利润总额</b>	<b>848</b>	<b>1062</b>	<b>1288</b>	<b>1535</b>
其他流动负债	343	365	423	489	所得税费用	217	271	329	390
<b>流动负债合计</b>	<b>780</b>	<b>915</b>	<b>979</b>	<b>922</b>	少数股东损益	(10)	(13)	(15)	(18)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>641</b>	<b>803</b>	<b>975</b>	<b>1163</b>
其他长期负债	14	14	14	14					
<b>长期负债合计</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>794</b>	<b>929</b>	<b>993</b>	<b>936</b>	净利润	641	803	975	1163
少数股东权益	3	(7)	(18)	(31)	资产减值准备	0	0	0	0
股东权益	3025	3587	4269	5084	折旧摊销	76	113	122	134
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3821</b>	<b>4509</b>	<b>5244</b>	<b>5988</b>	公允价值变动损失	3	1	1	2
					财务费用	(0)	4	9	5
关键财务与估值指标					营运资本变动	(338)	(247)	(44)	(56)
每股收益	1.56	1.40	1.70	2.03	其它	(7)	(9)	(11)	(14)
每股红利	0.48	0.42	0.51	0.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>375</b>	<b>661</b>	<b>1043</b>	<b>1229</b>
每股净资产	7.38	6.25	7.44	8.86	资本开支	(275)	(320)	(300)	(280)
ROIC	27%	29%	31%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	21%	22%	23%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(729)</b>	<b>(620)</b>	<b>(650)</b>	<b>(650)</b>
毛利率	34%	36%	37%	37%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	19%	21%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	23%	24%	24%	支付股利、利息	(199)	(241)	(293)	(349)
收入增长	13%	17%	16%	15%	其它融资现金流	380	296	(1)	(130)
净利润增长率	28%	25%	21%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>55</b>	<b>(293)</b>	<b>(479)</b>
资产负债率	21%	20%	19%	15%	<b>现金净变动</b>	<b>(363)</b>	<b>97</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
息率	1.1%	1.3%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	1066	703	800	900
P/E	27.9	31.1	25.6	21.5	货币资金的期末余额	703	800	900	1000
P/B	5.9	7.0	5.9	4.9	企业自由现金流	86	338	743	944
EV/EBITDA	20.4	22.0	18.3	15.5	权益自由现金流	466	631	735	811

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032