

## 二季度业绩环比提速，费用率下行助力盈利能力提升

公司公布 2018 年中报，18H1 实现营收 20.85 亿元，同比增长 12.62%。实现归母净利润 3.15 亿元，同比增长 32.55%，对应 EPS0.77 元/股。18Q2 公司实现营收 11.20 亿元，同增 14.87%；实现归母净利润 1.65 亿元，同比增长 33.74%，

### 核心观点

- **二季度开店速度提升+世界杯催化，业绩环比提速。**18Q1 受春节时间较晚因素影响，开店进度放缓；二季度公司开店速度逐渐恢复，叠加世界杯催化进一步助推旺季行情，业绩增速环比提升。上半年公司加快四代店建设，推进高势能店形象升级，气调包装、立式包装稳步推进，有助于推动客单价和单店收入提升。总体来看，上半年门店数达 9459 家，较 17 年底新增 406 家，同比 17H1 门店数增长近 10%，据此测算单店收入提升约 2.5%。
- **原材料成本上涨毛利率小幅下滑，费用率下行带动盈利能力提升。**受环保拆迁政策因素影响，今年毛鸭价格有所上涨。18H1 公司销售毛利率同比下降 0.15pct 达 35.48%。受益于较大的采购量、部分原材料库存和去年底的小规模提价，全年毛利率基本无忧。上半年广告费同比大幅下降 71.53% 带动公司销售费用率达 8.32%，同比下滑 3.32pct；管理费用率微降 0.02pct 至 6.29%；销售净利率达 14.92%，同比提升 2.13pct，盈利能力进一步增强。
- **门店扩张空间巨大，产能瓶颈有望逐渐缓解。**公司坚持以加盟为主的经营模式，销售网络覆盖全国 29 个省级市场。作为休闲卤制品行业龙头，公司可享受较好竞争格局，门店加密、渠道下沉和海外扩张均存在较大空间。10 亿元募投项目建成投产后将合计新增 7.93 万吨肉类、蔬菜等卤制品产能，有助于解决公司全国化扩张进程中区域供货不足的问题，进一步提高市场份额。

### 财务预测与投资建议

- 受益于广告费大幅下降带动销售费用率下滑，公司盈利能力增强，我们调整公司 18-20 年每股收益预测为 1.60、1.97、2.34（原 18-20 年预测为 1.53、1.90、2.38）。我们选取 5 家休闲食品公司作为公司的可比公司，给予公司 2018 年 34 倍 PE，对应目标价为 54.40 元，维持买入评级。

### 风险提示

- 食品安全风险，门店扩张不达预期风险，原材料价格大幅上涨风险。

### 公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,274	3,850	4,411	5,004	5,628
同比增长	12.1%	17.6%	14.6%	13.5%	12.5%
营业利润（百万元）	508	650	872	1,074	1,280
同比增长	31.4%	27.8%	34.2%	23.2%	19.2%
归属母公司净利润（百万元）	380	502	656	806	958
同比增长	26.4%	31.9%	30.8%	22.8%	18.9%
每股收益（元）	0.93	1.22	1.60	1.97	2.34
毛利率	31.8%	35.8%	35.5%	36.5%	37.6%
净利率	11.6%	13.0%	14.9%	16.1%	17.0%
净资产收益率	28.7%	24.9%	23.4%	24.2%	24.0%
市盈率（倍）	37.1	28.2	21.5	17.5	14.7
市净率（倍）	9.6	5.5	4.7	3.9	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

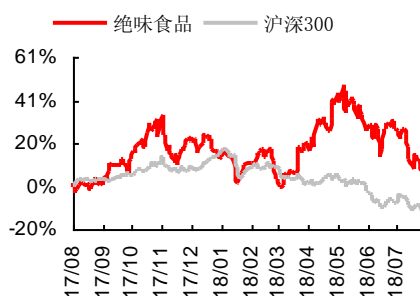


东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 08 月 17 日)	34.45 元
目标价格	54.40 元
52 周最高价/最低价	48.85/32.34 元
总股本/流通 A 股 (万股)	41,000/16,370
A 股市值 (百万元)	14,125
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2018 年 08 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-9.3	-19.9	-26.7	3.8
相对表现 (%)	-4.2	-13.5	-10.2	17.0
沪深 300 (%)	-5.2	-6.4	-16.4	-13.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

肖婵

021-63325888\*6078

xiaochan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512070002

叶书怀

021-63325888-3203

yeshuhuai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517090002

联系人

蔡琪

021-63325888-6079

caiqi@orientsec.com.cn

相关报告

募投项目缓解产能瓶颈，收入盈利有望持续	2018-08-12
增长	
二季度开店速度提升，强议价权下成本上	2018-06-21
涨无忧	
门店稳步扩张带动收入增长，原材料成本	2018-04-16
下降助力盈利提升	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 收入预测：**考虑到上半年公司开店进度有所放缓，我们预测 18-20 年公司加盟店数量为 9903 家、10903、11903 家（原 18-20 年预测为 10000 家、11100 家、12210 家）；预测 18-20 年公司直营店数量为 180 家、210 家、240 家（原 18-20 年预测为 230 家、280 家、336 家）；预测 18-20 年门店单价每年提升 2%（原 18-20 年预测为门店单价每年提升 3%）；公司加盟店 18-20 年收入增长率分别为 14.6%、13.4%、12.5%（原 18-20 年预测为 17.2%、15.5%、13.3%）；直营门店 18-20 年收入增长率分别为 22.4%、19.0%、16.6%（原 18-20 年预测为 34.2%、27.9%、26.1%）。我们预测公司 18-20 年总收入增长率分别为 14.6%、13.5%、12.5%（原 18-20 年预测为 18.0%、16.1%、14.1%）。
- 毛利率：**由于今年上半年原材料成本上升，公司毛利率下降，我们预期公司 18-20 年毛利率分别为 35.5%、36.5%、37.6%（原 18-20 年预测为 36.1%、37.3%、38.5%）。
- 期间费用率：**公司今年广告宣传占比大幅下降，导致销售费用率下降，我们预测 18-20 年公司销售费用率分别为 9.0%、8.5%、8.2%（原 18-20 年预测为 11.2%、10.7%、10.1%）；我们预测 18-20 年管理费用率为 6.1%、6.0%、6.1%（原 18-20 年预测为 6.1%、6.3%、6.3%）。

#### 收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>休闲卤制食品</b>					
销售收入（百万元）	3,166.2	3,713.0	4,271.3	4,859.1	5,477.5
增长率	12.3%	17.3%	15.0%	13.8%	12.7%
毛利率	31.0%	34.8%	34.6%	35.7%	36.8%
<b>加盟商管理</b>					
销售收入（百万元）	45.0	46.8	54.5	60.0	65.5
增长率	18.4%	4.1%	16.3%	10.1%	9.2%
毛利率	80.5%	96.5%	90.0%	90.0%	90.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入（百万元）	63.0	85.7	85.0	85.0	85.0
增长率	1.2%	36.0%	-0.8%	0.0%	0.0%
毛利率	36.9%	46.2%	45.9%	45.9%	45.9%
合计	3,274.1	3,850.2	4,410.8	5,004.0	5,628.0
增长率	12.1%	17.6%	14.6%	13.5%	12.5%
综合毛利率	31.8%	35.8%	35.5%	36.5%	37.6%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

### 投资建议

受益于广告费大幅下降带动销售费用率下滑，公司盈利能力增强，我们调整公司 18-20 年每股收益预测为 1.60、1.97、2.34（原 18-20 年预测为 1.53、1.90、2.38）。我们选取 5 家休闲食品公

司作为公司的可比公司，结合可比公司估值，我们给予公司 2018 年 34 倍 PE，对应目标价为 54.40 元，维持买入评级。

图表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
桃李面包	603866	52.00	1.40	1.74	2.15	37.10	29.91	24.16
好想你	002582	9.97	0.37	0.50	0.73	26.82	19.99	13.73
洽洽食品	002557	14.60	0.76	0.91	1.06	19.09	16.01	13.73
盐津铺子	002847	26.21	0.60	0.71	0.90	43.79	36.80	29.15
来伊份	603777	12.28	0.32	0.36	0.36	38.38	34.11	34.11
<b>平均值</b>						<b>34</b>	<b>28</b>	<b>22</b>

资料来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

- **原材料价格持续上涨风险。**鸭副等原料在公司成本中占比较高，如果价格出现持续性上涨，公司提价不及时，可能对毛利率产生不利影响。
- **门店扩张不达预期风险。**公司收入增长主要来源于门店数量的增加和单店销售额增长，如果每年新增门店数量不达预期，公司业绩增长可能会放慢。
- **食品安全风险。**消费升级趋势下，消费者更加重视休闲卤制品的卫生安全状况。如果出现食品黑天鹅事件，可能对公司形象和业绩带来负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	400	1,066	1,504	2,004	2,618	营业收入	3,274	3,850	4,411	5,004	5,628
应收账款	4	4	5	6	6	营业成本	2,232	2,472	2,845	3,175	3,513
预付账款	44	73	83	95	106	营业税金及附加	32	41	44	50	56
存货	408	425	489	546	604	营业费用	265	426	397	425	461
其他	30	65	72	78	85	管理费用	200	265	268	299	342
<b>流动资产合计</b>	<b>886</b>	<b>1,633</b>	<b>2,152</b>	<b>2,728</b>	<b>3,420</b>	财务费用	3	(2)	(9)	(14)	(19)
长期股权投资	131	331	331	331	331	资产减值损失	11	3	1	1	1
固定资产	431	801	840	872	897	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	290	93	173	253	333	投资净收益	(22)	3	5	5	5
无形资产	133	140	130	120	110	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
其他	91	191	49	33	17	<b>营业利润</b>	<b>508</b>	<b>650</b>	<b>872</b>	<b>1,074</b>	<b>1,280</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,076</b>	<b>1,556</b>	<b>1,523</b>	<b>1,609</b>	<b>1,688</b>	营业外收入	19	20	20	20	20
<b>资产总计</b>	<b>1,962</b>	<b>3,189</b>	<b>3,675</b>	<b>4,337</b>	<b>5,107</b>	营业外支出	11	3	5	5	5
短期借款	30	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>517</b>	<b>667</b>	<b>887</b>	<b>1,089</b>	<b>1,295</b>
应付账款	175	290	327	365	404	所得税	137	169	231	283	337
其他	248	305	295	310	325	<b>净利润</b>	<b>380</b>	<b>497</b>	<b>656</b>	<b>806</b>	<b>958</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>452</b>	<b>595</b>	<b>622</b>	<b>675</b>	<b>729</b>	少数股东损益	0	(4)	0	0	0
长期借款	30	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>380</b>	<b>502</b>	<b>656</b>	<b>806</b>	<b>958</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.93	1.22	1.60	1.97	2.34
其他	14	19	19	19	19						
<b>非流动负债合计</b>	<b>44</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>497</b>	<b>614</b>	<b>641</b>	<b>693</b>	<b>748</b>		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	3	3	3	3	<b>成长能力</b>					
股本	360	410	410	410	410	营业收入	12.1%	17.6%	14.6%	13.5%	12.5%
资本公积	73	767	767	767	767	营业利润	31.4%	27.8%	34.2%	23.2%	19.2%
留存收益	1,033	1,399	1,859	2,468	3,184	归属于母公司净利润	26.4%	31.9%	30.8%	22.8%	18.9%
其他	0	(4)	(4)	(4)	(4)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,465</b>	<b>2,575</b>	<b>3,034</b>	<b>3,643</b>	<b>4,360</b>	毛利率	31.8%	35.8%	35.5%	36.5%	37.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,962</b>	<b>3,189</b>	<b>3,675</b>	<b>4,337</b>	<b>5,107</b>	净利率	11.6%	13.0%	14.9%	16.1%	17.0%
						ROE	28.7%	24.9%	23.4%	24.2%	24.0%
						ROIC	27.2%	23.6%	22.8%	23.5%	23.3%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	25.3%	19.3%	17.4%	16.0%	14.6%
净利润	380	497	656	806	958	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	71	57	87	94	101	流动比率	1.96	2.74	3.46	4.04	4.69
财务费用	3	(2)	(9)	(14)	(19)	速动比率	1.05	2.03	2.67	3.23	3.86
投资损失	22	(3)	(5)	(5)	(5)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	24	90	(56)	(24)	(25)	应收账款周转率	1,216.6	927.6	910.6	917.8	914.1
其它	(7)	2	126	1	1	存货周转率	5.8	5.9	6.2	6.1	6.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>494</b>	<b>641</b>	<b>799</b>	<b>859</b>	<b>1,012</b>	总资产周转率	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2
资本支出	(202)	(220)	(180)	(180)	(180)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	19	(208)	1	0	0	每股收益	0.93	1.22	1.60	1.97	2.34
其他	(49)	(98)	5	5	5	每股经营现金流	1.20	1.56	1.95	2.09	2.47
<b>投资活动现金流</b>	<b>(232)</b>	<b>(526)</b>	<b>(174)</b>	<b>(175)</b>	<b>(175)</b>	每股净资产	3.57	6.27	7.39	8.88	10.63
债权融资	31	(28)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	744	0	0	0	市盈率	37.1	28.2	21.5	17.5	14.7
其他	(124)	(163)	(188)	(183)	(223)	市净率	9.6	5.5	4.7	3.9	3.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(93)</b>	<b>553</b>	<b>(188)</b>	<b>(183)</b>	<b>(223)</b>	EV/EBITDA	22.6	18.6	13.8	11.4	9.6
汇率变动影响	0	(2)	0	0	0	EV/EBIT	25.7	20.3	15.2	12.4	10.4
<b>现金净增加额</b>	<b>168</b>	<b>666</b>	<b>438</b>	<b>500</b>	<b>614</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

