

麦趣尔 (002719.SZ)

乳业行业

评级：增持 首次评级

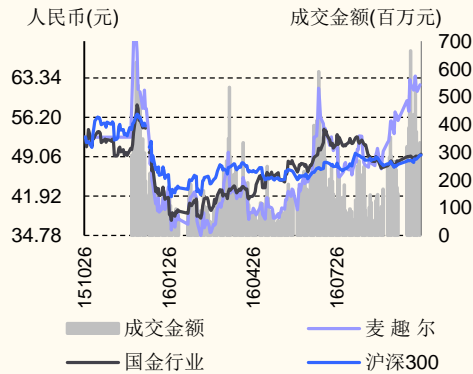
公司研究

市场价格(人民币): 62.10 元
 目标价格(人民币): 68.00-68.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 37.78
 总市值(百万元) 6,758.79
 年内股价最高最低(元) 69.97/34.78
 沪深 300 指数 3367.45
 深证成指 10871.51



乳业烘焙双轮驱动，静待整合预期兑现

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.452	0.655	0.552	0.995	1.096
每股净资产(元)	7.08	10.32	10.77	11.67	12.67
每股经营性现金流(元)	0.41	1.42	0.00	0.96	1.10
市盈率(倍)	67.14	88.12	112.55	62.43	56.68
行业优化市盈率(倍)	55.70	67.34	56.96	56.96	56.96
净利润增长率(%)	-28.26%	71.96%	-15.72%	80.30%	10.14%
净资产收益率(%)	6.39%	6.35%	5.13%	8.53%	8.66%
总股本(百万股)	91.60	108.72	108.84	108.84	108.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **新疆具有发展乳业的得天独厚的自然条件。**从长远来看，人口数量增加及人均消费能力提升有利市场扩容，疆内乳品市场未来有望保持两位数的增长。公司立足食品行业中高端领域，以乳制品制造和烘焙连锁为核心业态。公司在疆内高端液态乳制品市场拥有 40%~50% 的市场份额，在疆内拥有产品品质、品牌影响力等绝对优势，渠道上烘焙连锁点直销，在疆内的市场地位比较巩固。
- **公司于去年年底披露将参与呼图壁种牛场改制，市场关注度很高。**自治区层面希望 2017 年底之前完成改制，所以目前各项事务均在积极推动当中。获得呼图壁种牛场的控制权预计将对公司未来的经营发展产生重大影响，种牛场优质奶源可以解决公司长期以来无自有稳定奶源供应的困扰，公司借此可以放手扩大乳制品产能；此外优质奶油也可大幅提升公司烘焙产品的口感，因此我们认为麦趣尔参与种牛场改制事宜将产生良好的协同效应。
- **烘焙行业扩张与整合并存，西风东渐推动产业消费量提升，人均收入提升拉动行业消费升级。**目前烘焙行业正从区域性竞争转向全国性竞争，行业面临整合机遇，未来大规模连锁企业将是中高端烘焙市场的主流。公司是新疆与宁波烘焙市场的领跑者，在新疆与宁波的店铺覆盖率高于竞争对手。公司在全国扩张上拥有三大优势：1、“中央工厂生产半成品+自营连锁店”生产模式提升产品新鲜度与消费体验；2、乳业与烘焙业相辅相成；3、疆内强大的品牌影响力助力渠道扩张。
- **面对行业机遇期，公司调整战略，由内部投资转向外部扩张。**2015 年 4 月，公司完成对新美心食品的收购。接手后积极参与新美心生产经营的调整，从品牌选取、门店布局、渠道共享等方面着手，效果显著，当年净利润超过预期。本次收购为公司积累了宝贵的整合经验，为将来整合提供参考。

投资建议&估值

- 预计 16-17 年公司营业收入 5.82 亿、6.73 亿元，同比增长 12.29%、15.74%；归属母公司利润为 6005 万元、1.08 亿元，同比增长-15.72%、80.30%，对应 EPS 为 0.55、0.99 元/股，目前股价对应 16/17 年 PE 为 112X/62X，考虑到潜在的并购项目，给予“增持”评级。

风险

- 乳制品产业竞争加剧；烘焙业务盈利改善低于预期，并购进度低于预期。

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
 yuesiming@gjzq.com.cn

内容目录

一、乳业与烘焙双主业驱动	3
二、乳品业务：占据资源优势，区域优势明显	3
1. 新疆乳业市场：增长潜力位居全国前列	3
2. 乳制品产业链将深度一体化，利好乳制品加工企业	4
3. 疆内高端液态乳制品市场领导者	4
4. 自营店面提升品牌形象，疆内认可度高	4
5. 募投产能释放后，参与种牛厂改制补充自营奶源成为关键	5
三、烘焙业务：行业扩张与整合并存，公司紧握三大竞争优势	5
1. 西风东渐与收入水平提升推动行业发展，提升市占率成为关键	5
2. 行业地位：新疆与宁波烘焙市场领跑者	6
3. 三大竞争优势助力公司全国扩张	7
四、节庆食品竞争加剧，业绩复苏略逊预期	8
1. 节庆食品旺季销售不及预期，店面改造影响短期业绩	8
2. 并表致使费用增长，收入规模影响费用率占比	8
投资建议&估值	9
风险	9

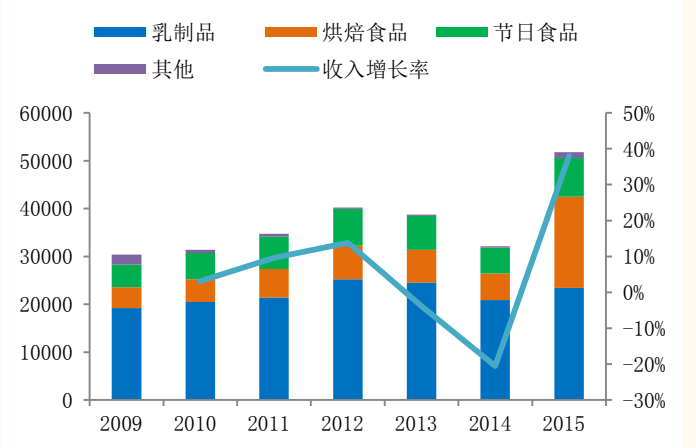
图表目录

图表 1：乳制品和烘焙食品占公司收入 81.99%（万元）	3
图表 2：乳制品和烘焙食品占公司收入 76.51%（万元）	3
图表 3：新疆牛奶人均占有量居全国第四	4
图表 4：新疆每万人乳牛存栏量居全国第二	4
图表 5：烘焙直营店数量持续增长	4
图表 6：麦趣尔乌鲁木齐总店	4
图表 7：面包新语已覆盖大多数省会	6
图表 8：85 度已渗透华北、华东、华中、华南地区	6
图表 9：公司烘焙食品收入 CAGR(6)=27.78%	6
图表 10：公司烘焙食品毛利 CAGR(6)=29.59%	6
图表 11：公司节日食品收入 CAGR(6)=9.31%	7
图表 12：公司节日食品毛利 CAGR(6)=17.04%	7
图表 13：分部预测	9

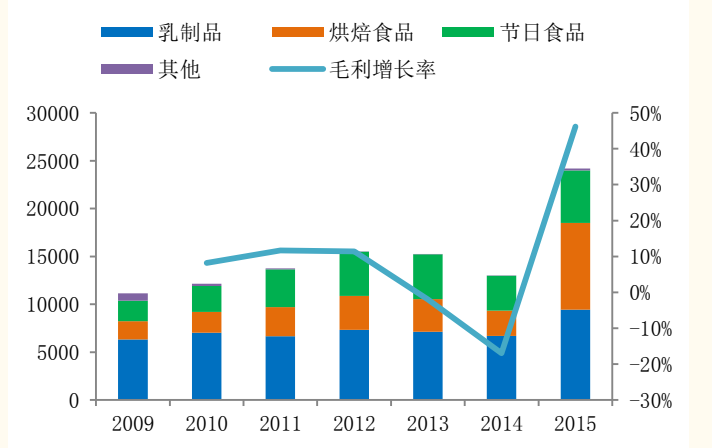
一、乳业与烘焙双主业驱动

麦趣尔是新疆具有代表性的现代化食品加工企业，总部位于新疆昌吉回族自治州。公司立足食品行业中高端领域，以乳制品制造和烘焙连锁为核心业态，辅以节日食品等产品的研发与加工。其中乳制品和烘焙食品分别占营业收入的45.17%和36.82%，占毛利的39.03%和37.48%，是公司的核心业务。

图表 1：乳制品和烘焙食品占公司收入 81.99% (万元)



图表 2：乳制品和烘焙食品占公司收入 76.51% (万元)



来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

麦趣尔在乳制品行业耕耘多年，是疆内高端乳制品领跑者。公司前身是李玉瑚董事长于 1988 年成立的烘焙食品厂；2001 年麦趣尔正式进军乳制品行业；2002 年 12 月，新疆麦趣尔乳业有限公司成立；2008 年 12 月，麦趣尔乳业收购麦趣尔食品，收购并吸收合并麦趣尔冰淇淋，成为麦趣尔集团控制的所有公司中唯一从事乳制品、烘焙连锁生产经营的企业；2009 年经第四次临时股东会决议通过，麦趣尔乳业由有限责任公司整体变更为股份有限公司。2014 年 1 月公司于深市中小板上市。

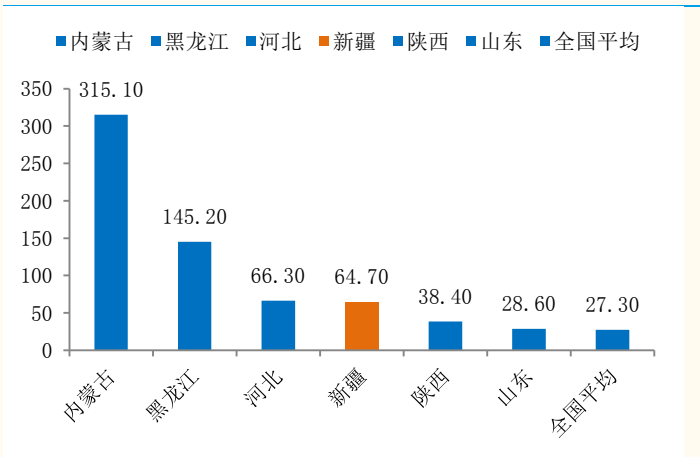
新疆具有发展乳业的得天独厚的自然条件。从长远来看，人口数量增加及人均消费能力提升有利市场扩容，疆内乳品市场未来有望保持两位数的增长。公司立足食品行业中高端领域，以乳制品制造和烘焙连锁为核心业态。公司在疆内高端液态乳制品市场拥有 40%~50% 的市场份额，在疆内拥有产品品质、品牌影响力等绝对优势，渠道上烘焙连锁点直销，在疆内的市场地位比较巩固。

二、乳品业务：占据资源优势，区域优势明显

1. 新疆乳业市场：增长潜力位居全国前列

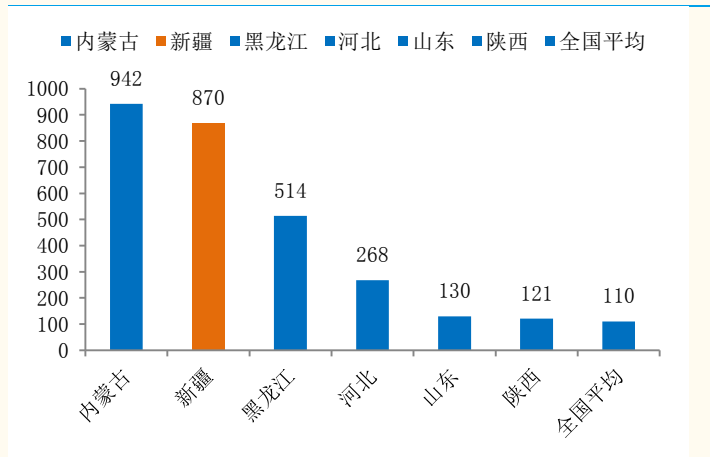
新疆是我国的五大牧区之一，具有发展乳业的得天独厚的自然条件。新疆有着丰富的天然草场资源，奶源受污染程度低，新疆拥有可利用草场面积 7.2 亿亩，占全国可利用草场牧区的 23%；2014 年新疆牛奶人均占有量为 64.70 千克，居全国第四，是全国平均水平的 2.37 倍；每万人乳牛存栏量 870 头，居全国第二，是全国平均水平的 7.91 倍，总体上看是中国的乳业强省。

图表 3: 新疆牛奶人均占有量居全国第四



来源: 中国奶业年鉴, 国金证券研究所

图表 4: 新疆每万人乳牛存栏量居全国第二



来源: 中国奶业年鉴, 国金证券研究所

2. 乳制品产业链将深度一体化, 利好乳制品加工企业

在各食品加工行业中, 乳业产业链的一体化是最迫切的。乳制品属于易腐败产品, 只有及时的采购、加工、储藏和运输, 才能保证乳制品的品质, 因此产业链上下游企业只有从奶源、渠道、营销、信息等方面进行深度的整合, 才能在竞争中立于不败之地。

3. 疆内高端液态乳制品市场领导者

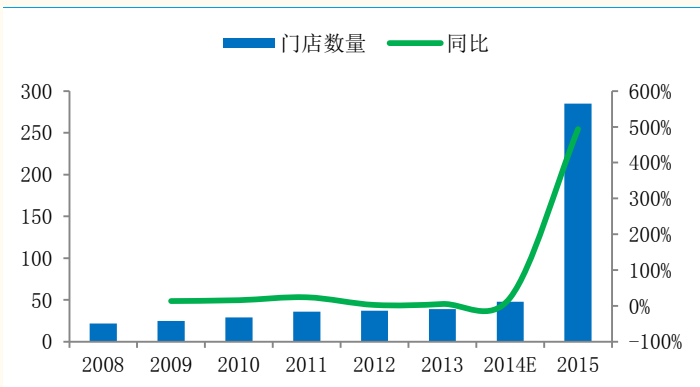
麦趣尔在疆内高端液态乳制品市场拥有 40%~50% 的市场份额。2015 年公司乳制品实现营业收入 2.34 亿元, 同比增长 11.94%, 逐步向 2012 年的鼎盛状态恢复。公司主要产品的价格均高于西域春、天润、蒙牛及伊利等竞争对手。2015 年公司乳制品毛利率为 40.33%, 显著高于竞争对手伊利 35.89%、蒙牛 31.36% 及天润乳业 33.77%。

4. 自营店面提升品牌形象, 疆内认可度高

在公司涉足乳制品产业之前, 公司已经在烘焙行业中进行了 10 余年的深耕, 麦趣尔一直是疆内烘焙行业的领军企业, 门店美观大气, 消费者基础很好, 随后顺势推出高端乳制品, 凭借着产品质量的优势, “麦趣尔”品牌已经在疆内外建立了一定的影响力。鉴于麦趣尔品牌在疆内的影响力, 公司不需要过多的营销投入, 因此公司销售费用率一直低于竞争对手。公司深耕新疆多年, 在乌鲁木齐地区拥有丰富的销售渠道。公司采取直销与经销相结合的销售模式, 并积极开拓提货券、团购、电子商务等多重渠道。

公司是新疆地区中唯一通过自营烘焙连锁店实现产品直接销售的乳制品企业, 约 10% 乳制品通过自营店销售。2015 年公司烘焙连锁直营店数量已达 285 家, 覆盖新疆、浙江及北京地区, 呈持续增长的态势。

图表 5: 烘焙直营店数量持续增长



来源: 国金证券研究所

图表 6: 麦趣尔乌鲁木齐总店



来源: 国金证券研究所

5. 募投产能释放后，参与种牛厂改制补充自营奶源成为关键

公司在全疆大部分县市均建立了销售网点，但由于生产规模的限制，未能进一步扩大市场占有率，故公司扩大生产规模的需求十分迫切。

为此，公司一方面利用部分募集资金投入日处理 300 吨生鲜乳生产线建设项目，包括：1、超高温灭菌乳：日处理生鲜乳 192.6 吨，2、酸牛乳：日处理生鲜乳 104.4 吨。投产后日处理能力将达到 400 吨，按全年开工 300 天计算，年处理能力最多可达到 12 万吨。另一方面投资 2000 头奶牛生态养殖基地项目，按新疆地区原奶平均单产约 8 吨/年、55%的泌乳牛比例计算，基地建成后每年将为公司提供约 8800 吨的原奶。

募投项目有助于缓解产能不足的现状，但投产后公司将更加依赖于外购奶源，不利于对奶源的生产过程实施监控，难以保证奶源品质满足中高端产品的要求。因此公司仍然有必要增加对自营奶源的投资。

参与种牛场改制项目推进进度值得重点关注。公司于去年年底披露将参与呼图壁种牛场改制，市场关注度很高。自治区层面希望 2017 年底之前完成呼图壁种牛场的改制，所以目前各项事务均在积极推动当中。获得呼图壁种牛场的控制权预计将对公司未来的经营发展产生重大影响，种牛场优质奶源可以解决公司长期以来无自有稳定奶源供应的困扰，公司借此可以放手扩大乳制品产能；此外优质奶油也可大幅提升公司烘焙产品的口感，因此我们认为麦趣尔参与种牛场改制事宜将产生良好的协同效应

三、烘焙业务：行业扩张与整合并存，公司紧握三大竞争优势

1. 西风东渐与收入水平提升推动行业发展，提升市占率成为关键

- **西风东渐推动产业消费量提升。**随着内地城市化程度加深，市场加速国际化，烘焙行业收入占食品制造业收入的比重不断上升，2015 年达到 13.04%。长远来看，烘焙产品主食化的进程是面包占比提升的过程，仍是行业增长的重要拉动力，行业仍有望长期维持两位数的增长。
- **收入水平提升推动行业消费升级，利好高端烘焙食品。**居民人均可支配收入的提升使人们对生活的品质有了更高的要求，反映在食品饮料行业便是从垃圾食品转向健康食品、从街边摊转向正规商店。高端烘焙连锁店的产品符合消费者对健康、高端化需求的产品，对消费者尤其是中产阶级的价格弹性很小，提价幅度高于大众化商品。特别是有下午茶消费习惯的人群，他们对产品品质的要求更加严苛，往往只有高端烘焙店能满足这部分人的需求。
- **区域品牌林立，由区域性竞争向全国性竞争过渡。**烘焙连锁行业品牌壁垒高，地区优势烘焙品牌已在本地建立了较高的顾客忠诚度，新进入者需要大量的人力、物力和财力的持续投入。因此企业往往立足根据地，集中力量确立优势地位，再向周边地区辐射。
- **行业集中度低，呈上升趋势。**2015 年全国共有规模以上烘焙企业 1408 家，前五大烘焙连锁品牌的市场份额不到一成。

所以未来几年烘焙行业发展的核心是顺应消费升级的需求开辟出成熟的单店盈利模式从而迅速做大做强，享受行业发展带来的红利。

图表 7：面包新语已覆盖大多数省会



来源：面包新语官网，国金证券研究所

图表 8：85 度已渗透华北、华东、华中、华南地区



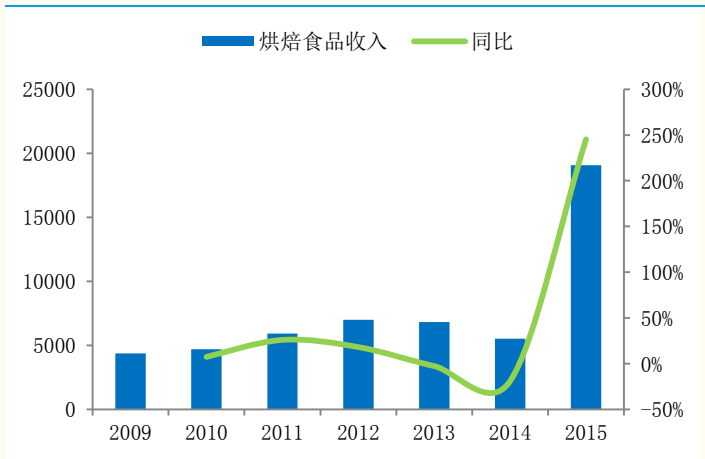
来源：85 度 C 官网，国金证券研究所

2. 行业地位：新疆与宁波烘焙市场领跑者

- 新疆烘焙市场中高端市场的竞争相对集中，目前已形成了麦趣尔领先、其他品牌交错竞争的格局。公司拥有汤圆、生日蛋糕、西点、干点等四大类 300 多种烘焙产品，产品畅销疆内。2015 年公司完成对宁波市新美心公司的收购并将其业务并表，业绩有了显著提升，全年烘焙食品共实现收入 1.91 亿元，同比增长 245.18%；实现毛利 9063 万元，同比增长 241.69%。

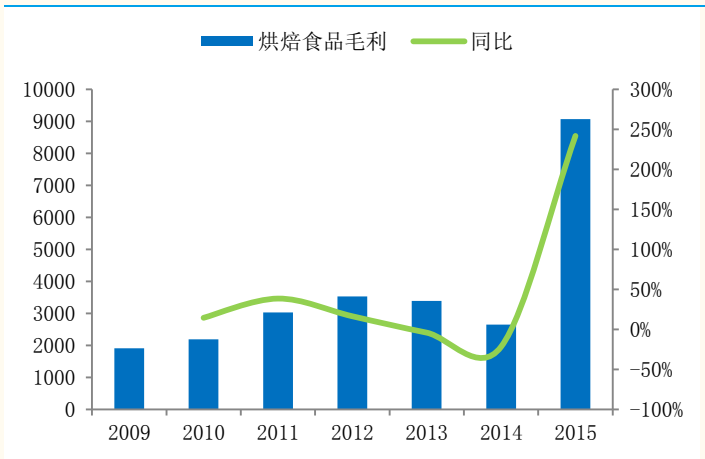
公司已拥有 285 家烘焙连锁直营店，覆盖新疆、浙江及北京地区，覆盖率高于区域内竞争对手，并呈高速增长的态势。其中疆内以商圈店为主，疆外以便捷店为主。连锁网络有力支撑了公司乳制品和烘焙食品的销售，扩大了公司品牌的影响力。

图表 9：公司烘焙食品收入 CAGR(6)=27.78%



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：公司烘焙食品毛利 CAGR(6)=29.59%



来源：公司年报，国金证券研究所

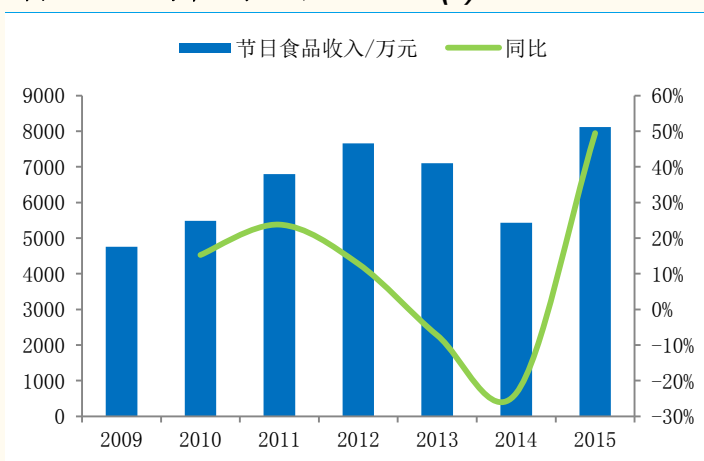
表 1: 麦趣尔门店覆盖率高于区域内竞争对手

	成立时间	定位	新疆门店数	宁波门店数
麦趣尔	1988 年	中高端	45 家, 分布于乌鲁木齐、昌吉、库尔勒、喀什等地	233 家, 均为绿姿西饼店
克里斯汀	1993 年	中高端兼顾中低端	0 家	52 家, 均为好邻居店
面包新语	2001 年成立, 2003 年进入内地	高端, 号称“面包届星巴克”,	10 余家, 主要在乌鲁木齐	6 家(2012 年)
85 度 C	2004 年成立, 2008 年进入内地	中高端兼顾中低端, “平价的奢华”	0 家	6 家
爱里食品	1991 年, 前身为兰州永乐食品厂	中高端兼顾中低端	42 家, 均位于乌鲁木齐	0 家

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

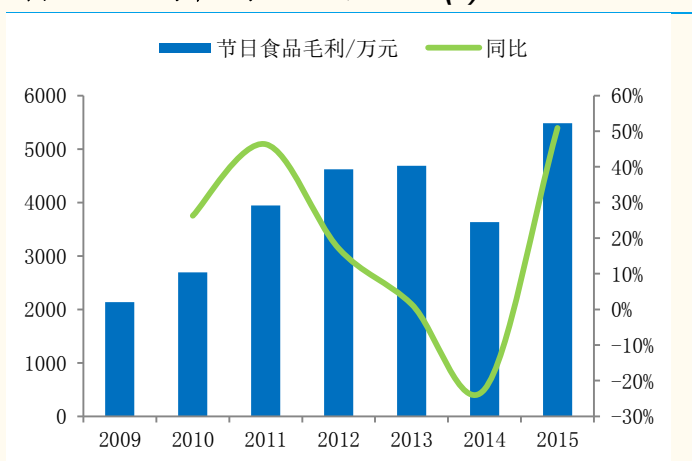
- 节日食品是公司毛利重要来源。月饼为公司节日食品的主要品种, 占疆内节日食品营业收入的比例均超过 80%, 其销售期仅为中秋节前后的 45 至 60 天, 但创造的营业收入及毛利却接近了烘焙食品一年的总和。2015 年全国总工会下发《关于加强基层工会经费收支管理的通知》, 恢复职工福利及节庆慰问品的采购, 公司月饼销量有望进一步提升。

图表 11: 公司节日食品收入 CAGR(6)=9.31%



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 12: 公司节日食品毛利 CAGR(6)=17.04%



来源: 公司年报, 国金证券研究所

3. 三大竞争优势助力公司全国扩张

- 竞争优势一: “中央工厂生产半成品+自营连锁店”的产销模式提升产品新鲜度和消费体验。在疆内, 公司采用中央工厂统一生产, 食品加工厂统一配送冷冻面团、蛋糕胚等半成品, 连锁店现场烘焙和半成品二次再加工相结合的生产模式。新疆房地产租金远低于内地, 选择开设自营店而不是采用商超渠道对营业成本影响比内地小。因而这种模式能保证公司短期内维持高坪效的经营。

对于北京地区, 由于现有店面较少, 公司有望通过 O2O 使中央工厂的生产模式得以复制。2014 年公司出资 52.77 万元认购中商惠民网 2.04% 的股权。中商惠民(北京)电子商务有限公司是一家以社区 O2O 为核心业务的企业。惠民网全国合作商数量超过 30 万家, 其中北京市是其重点覆盖对象, 社区超市均销售乳制品、烘焙食品和节日食品, 如双方合作顺利, 惠民网已签约控制的数量庞大的社区超市将为公司带来可观的需求。

- 公司也在官网中融入 O2O 元素, 顾客可在官网预定后到店自提。外包与自建 O2O 双管齐下, 为中央工厂模式的复制保驾护航。

表 2：“中央工厂生产半成品+自营连锁店”模式在产品新鲜度及消费体验上占有优势

	中央工厂职能	销售渠道	产品新鲜度	消费体验	市场反馈速度	店租成本	设备及人力成本	代表企业
①	加工半成品	自营店、加盟店	高	高	快	中	中	麦趣尔
②	加工成品	自营店、加盟店	中	低	快	中	低	克里斯汀
③	加工成品	商超、经销商	低	低	慢	无	低	桃李面包

来源：国金证券研究所

- **竞争优势二：乳业与烘焙业相辅相成，产品口味可变更性强。**目前国内烘焙连锁店所用乳脂奶油主要依赖进口，成本较高；而公司受益于自身完善的乳制品产业链，烘焙产品所用奶油能够自给自足。
- **竞争优势三：品牌营运能力强，“麦趣尔”与“绿姿”齐头并进。**公司及其前身在新疆地区耕耘多年，建立了以“麦趣尔”为主的品牌架构，麦趣尔品牌成为疆内广受消费者认可的品牌。公司曾先后获得“中国名牌”、“中国烘焙最具竞争力十大品牌”、“新疆名牌产品”、“中国名饼”等诸多荣誉，麦趣尔品牌月饼曾连续被评为“国饼十佳”，是国内唯一一家获此殊荣的清真食品品牌。

对于外购品牌“绿姿”，自收购以来，公司推出推广与促销的组合拳，一方面邀请媒体、消费者代表参观中央工厂；另一方面先后开展了“绿姿状元粽全城免费送”、“中秋促销五连击”等节日活动，辅以微信和微博造势，营造亲民的氛围，成功吸引回流客的客源。

因此，我们有理由相信，对于未来收购的品牌，公司成功地驾驭是一件大概率事件。

四、节庆食品竞争加剧，业绩复苏略逊预期

2016 年前三季度，公司实现营收 4.25 亿元（其中 Q3 为 1.86 亿元，同比下降 1.15%），同比增长 16.23%，归母净利润 4607.28 万元，同比下滑 19.28%；对应 EPS 为 0.42 元；扣非后归母净利润 3407.56 万元，同比下滑 38.49%，（其中 Q3 为 2029.43 万元，同比下滑 39.29%）。

1、节庆食品旺季销售不及预期，店面改造影响短期业绩

(1) Q3 适逢中秋节庆，是公司传统销售旺季，高毛利的节庆食品会在 Q3 集中兑现，而公司本期销售表现平平，营收同比下滑 1.15%。公司的节庆食品主要在新疆地区进行销售，宁波新美心节庆食品很少，且区域成本高、利润低。本年度疆内节庆食品市场与去年不同的是，市场复苏气氛基本确定，低价竞争开始显现，对公司的销售构成了影响。公司 Q3 单季度毛利率为 48.46%（较去年同期下降 3.5ppt），可见节庆食品占比和毛利率下降。未来公司计划利用自己在疆内的成本和材料优势，对节庆食品进行集中加工，通过运输将节庆食品扩大到新美心的渠道去销售，进一步做大的规模，发挥节庆食品高毛利的特点，贡献利润。

(2) 同时根据我们的调研显示，公司对新美心的店面升级工作也在稳步推进，本年度店面改造计划的 20 家，预计将 10 月份基本完成，约占新美心整体店面数的 10%，未来的改造工作要根据具体的盈利改善情况分批次推进，从目前看来改造后的店面反映良好，收入增幅显著（大于 50%）。我们认为，虽然店面的升级工作短期内会对公司的业绩进行影响，但是这是公司长期健康发展的道路，且推进节奏上整体可控，不需过分担心。

2、并表致使费用增长，收入规模影响费用率占比

9M2016 公司销售费用率为 28.18%（金额为 1.20 亿元），同比提升 41.15%，这主要是因为新美心并表后支付大量的员工薪酬，而本期部分店面装修停业，很多员工薪酬也需要继续支付，而 Q3 的销售费用率环比 Q2 也有所增长（+4.51ppt），这主要是由于节庆食品旺季促销力度加强。管理费用率为 8.86%

(金额为 3761.75 万元) 同比提升 12.22%，这主要是因为新美心并表后公司额外支付的管理人员薪酬和拥有店面需支付的税金大幅增加，同时受季节性因素影响，Q3 旺季管理费用支出也大幅上涨 (同比+7.28%，环比+63.28%)，费用率为 8.22%。财务费用方面，本期财务费用增长 57.20%，主要是因为新美心并表后财务费用的增加。受费用率上涨及 Q3 节庆食品销售不及预期的影响，9M2016 公司毛利率为 46.71%，同比下滑 0.77ppt；净利率下滑至 10.85%(-4.78ppt)。

投资建议&估值

预计 16-17 年公司营业收入 5.82 亿、6.73 亿元，同比增长 12.29%、15.74%；归属母公司利润为 6005 万元、1.08 亿元，同比增长-15.72%、80.30%，对应 EPS 为 0.55、0.99 元/股，目前股价对应 16/17 年 PE 为 112X/62X，考虑到潜在的并购项目，给予“增持”评级。

图表 13：分部预测

项 目	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
乳 制 品								
销售收入 (百万元)	214.07	252.54	245.56	209.09	234.05	173.20	190.52	213.38
增长率 (YOY)	4.39%	17.97%	-2.76%	-14.85%	11.94%	-26.00%	10.00%	12.00%
毛利率	31.18%	29.04%	29.06%	32.03%	40.32%	40.00%	41.00%	40.00%
毛利 (百万元)	66.74	73.33	71.35	66.97	94.38	69.28	78.11	85.35
增长率 (YOY)	-4.89%	9.87%	-2.70%	-6.14%	40.93%	-26.60%	12.75%	9.27%
占总销售额比重	61.71%	62.75%	63.40%	65.06%	45.17%	29.77%	28.29%	27.79%
烘 焙 食 品								
销售收入 (百万元)	59.34	70.11	68.29	55.26	190.76	307.58	362.95	417.39
增长率 (YOY)	26.04%	18.15%	-2.60%	-19.08%	245.20%	61.24%	18.00%	15.00%
毛利率	51.11%	50.38%	49.60%	47.99%	47.51%	46.50%	47.00%	47.00%
毛利 (百万元)	30.33	35.32	33.87	26.52	90.63	143.03	170.58	196.17
增长率 (YOY)	38.49%	16.45%	-4.11%	-21.70%	241.74%	57.81%	19.27%	15.00%
占总销售额比重	17.10%	17.42%	17.63%	17.20%	36.82%	52.86%	53.90%	54.35%
节 日 食 品								
销售收入 (百万元)	67.92	76.61	71.03	54.33	81.20	87.70	105.24	121.02
增长率 (YOY)	23.78%	12.79%	-7.28%	-23.51%	49.46%	8.00%	20.00%	15.00%
毛利率	58.07%	60.29%	65.97%	66.91%	67.56%	60.00%	68.00%	70.00%
增长率 (YOY)	2.04%	6.81%	-20.55%	-25.61%	46.50%	33.18%	-4.00%	7.81%
毛利 (百万元)	39.44	46.19	46.86	36.35	54.86	52.62	71.56	84.71
增长率 (YOY)	46.29%	17.11%	1.45%	-22.43%	50.92%	-4.09%	36.00%	18.38%
占总销售额比重	19.58%	19.04%	18.34%	16.91%	15.67%	15.07%	15.63%	15.76%
其 他								
销售收入 (百万元)	5.59	3.17	2.45	2.69	12.14	13.35	14.69	16.16
增长率 (YOY)	-14.13%	-43.29%	-22.71%	9.80%	351.30%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	17.17%	10.73%	0.00%	8.55%	15.98%	8.00%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	0.96	0.34	0.00	0.23	1.94	1.07	2.20	2.42
增长率 (YOY)	-60.17%	-64.58%	-100.00%	#DIV/0!	743.48%	-44.93%	106.25%	10.00%
占总销售额比重	1.61%	0.79%	0.63%	0.84%	2.34%	2.30%	2.18%	2.10%
销售总收入 (百万元)	346.92	402.43	387.33	321.37	518.15	581.83	673.39	767.95
销售总成本 (百万元)	209.45	247.25	235.25	191.30	276.34	315.84	350.93	399.28
毛利 (百万元)	137.47	155.18	152.08	130.07	241.81	265.99	322.46	368.66
平均毛利率	39.63%	38.56%	39.26%	40.47%	46.67%	45.72%	47.89%	48.01%

来源：国金证券研究所

风险

乳制品产业竞争加剧；烘焙业务盈利改善低于预期，并购进度低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	388	321	518	582	673	768	货币资金	146	241	729	673	667	567
增长率		-17.1%	61.2%	12.3%	15.7%	14.0%	应收款项	99	90	80	136	158	180
主营业务成本	-236	-191	-276	-316	-351	-399	存货	45	54	49	61	67	77
%销售收入	60.8%	59.5%	53.3%	54.3%	52.1%	52.0%	其他流动资产	16	201	54	25	28	32
毛利	152	130	242	266	322	369	流动资产	306	585	912	896	920	855
%销售收入	39.2%	40.5%	46.7%	45.7%	47.9%	48.0%	%总资产	63.3%	74.0%	63.4%	66.6%	62.9%	53.6%
营业税金及附加	-4	-3	-6	-6	-7	-8	长期投资	0	26	26	26	26	26
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	143	143	258	344	439	641
营业费用	-54	-50	-124	-169	-168	-177	%总资产	29.5%	18.1%	17.9%	25.6%	30.0%	40.1%
%销售收入	14.0%	15.6%	23.9%	29.0%	25.0%	23.0%	无形资产	33	33	220	80	77	75
管理费用	-29	-30	-57	-52	-54	-77	非流动资产	177	206	527	450	542	741
%销售收入	7.6%	9.5%	11.1%	9.0%	8.0%	10.0%	%总资产	36.7%	26.0%	36.6%	33.4%	37.1%	46.4%
息税前利润 (EBIT)	65	47	55	39	94	108	资产总计	483	791	1,440	1,345	1,461	1,596
%销售收入	16.7%	14.5%	10.6%	6.7%	13.9%	14.0%	短期借款	69	68	120	0	0	0
财务费用	-2	-2	-2	11	14	13	应付款项	76	65	169	145	161	184
%销售收入	0.6%	0.6%	0.3%	-1.8%	-2.1%	-1.7%	其他流动负债	14	10	17	29	31	34
资产减值损失	-5	-6	8	0	0	0	流动负债	160	143	306	174	193	218
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	6	11	9	10	10	其他长期负债	1	0	11	0	0	0
%税前利润	0.0%	12.1%	13.4%	12.7%	7.9%	7.1%	负债	161	143	317	174	193	219
营业利润	57	44	72	59	117	130	普通股股东权益	323	648	1,122	1,171	1,269	1,377
营业利润率	14.8%	13.7%	14.0%	10.1%	17.4%	17.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	7	2	11	12	10	10	负债股东权益合计	483	791	1,440	1,345	1,461	1,596
税前利润	64	46	84	71	127	140	比率分析						
利润率	16.6%	14.5%	16.2%	12.1%	18.9%	18.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-6	-5	-13	-11	-19	-21	每股指标						
所得税率	10.0%	10.8%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.736	0.452	0.655	0.552	0.995	1.096
净利润	58	41	71	60	108	119	每股净资产	4.110	7.080	10.322	10.774	11.670	12.667
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.324	0.408	1.422	0.002	0.958	1.101
归属于母公司的净利润	58	41	71	60	108	119	每股股利	0.119	0.071	0.124	0.100	0.100	0.100
净利率	14.9%	12.9%	13.8%	10.3%	16.1%	15.5%	回报率						
							净资产收益率	17.90%	6.39%	6.35%	5.13%	8.53%	8.66%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.95%	5.24%	4.95%	4.46%	7.41%	7.47%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	14.89%	5.79%	3.71%	2.84%	6.26%	6.63%
净利润	58	41	71	60	108	119	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-3.85%	-17.10%	61.23%	12.29%	15.74%	14.04%
非现金支出	24	22	18	27	28	30	EBIT 增长率	-8.86%	-28.20%	17.80%	-28.68%	139.29%	15.03%
非经营收益	2	-4	-10	-24	-20	-20	净利润增长率	-3.89%	-28.26%	71.96%	-15.72%	80.30%	10.14%
营运资金变动	-58	-22	75	-62	-12	-10	总资产增长率	13.49%	63.62%	81.99%	-6.56%	8.64%	9.21%
经营活动现金净流	25	37	155	0	104	120	资产管理能力						
资本开支	-8	-20	-50	60	-110	-220	应收账款周转天数	62.9	85.2	46.4	70.0	70.0	70.0
投资	0	-26	-241	0	0	0	存货周转天数	66.6	94.4	67.7	70.0	70.0	70.0
其他	0	-180	187	9	10	10	应付账款周转天数	71.0	69.7	66.0	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-8	-225	-104	69	-100	-210	固定资产周转天数	132.4	153.1	165.0	138.2	116.5	103.1
股权募资	0	304	426	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	-1	24	-121	0	1	净负债/股东权益	-23.92%	-26.58%	-54.27%	-57.49%	-52.55%	-41.07%
其他	-2	-18	-13	-4	-11	-11	EBIT 利息保障倍数	26.4	26.2	33.2	-3.7	-6.7	-8.4
筹资活动现金净流	-2	285	437	-125	-11	-10	资产负债率	33.27%	18.02%	22.05%	12.92%	13.18%	13.71%
现金净流量	15	97	487	-56	-7	-100							

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

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

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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，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，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。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD