

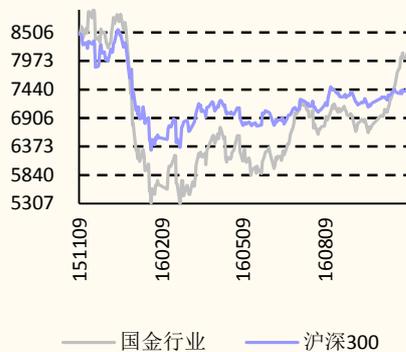
上市定价(人民币): 16.60-16.60元

目标价格(人民币): 18.00-20.00元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	16.60
发行A股数量(百万股)	32.00
总股本(百万股)	128.00
国金食品指数	8109.08
沪深300指数	3371.12
深证成指	10763.13



1. 《跨境电商政策收紧, 暂缓进口冲击-跨境电商政策食品饮料行业点评》, 2016.4.12

2. 《关注 RIO 新品, 2015 全球葡萄酒数据发布-食品饮料行业周报》, 2016.4.11

3. 《关注 RIO 新品, 白酒继续持有-食品饮料行业周报》, 2016.4.4

4. 《白酒行情继续, 汤臣倍健并购超预期落地-白酒行情继续, 汤臣倍健...》, 2016.3.14

5. 《白酒防御行情开启-食品行业行业研究周报》, 2016.2.29

麻花食品细分龙头, 扩产扩张图发展

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.676	0.735	0.795	0.932	1.012
每股净资产(元)	3.71	4.48	8.31	9.24	10.25
每股经营性现金流(元)	1.13	0.97	0.89	1.08	1.86
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	2.68%	8.72%	8.16%	17.32%	8.54%
净资产收益率(%)	24.31%	21.85%	9.57%	10.09%	9.87%
总股本(百万股)	96.00	96.00	128.00	128.00	128.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **传统特色休闲食品百年中华老字号:** 桂发祥以麻花为核心产品, 体现礼品食品高毛利属性, 2015 年实现收入 4.57 亿, 同比持平; 净利润 9404.46 万, 同比增长 8.27%。销售方式上以直营店为主、全渠道销售, 以天津为核心市场辐射华北地区, 实际控制人为天津市河西区国资委, 股权结构合理。
- **休闲食品持续高速增长, 连锁模式利于市场把控:** 预计 2016 年休闲食品行业将实现销售额 1094.91 亿元, 同比增长 6.3%, 2003-2016 年行业 CAGR 为 8.86%。预计 2016-2020 年休闲食品行业可维持 CAGR 6%-8% 的增速。伴随着人均可支配收入增加带动的消费升级, 我们认为休闲食品行业的高增速仍将持续, 同时连锁模式在整个休闲食品零售行业市场规模中所占比例逐年增加, 2011 年连锁模式的市占率达 15.63%, 同比增长+29.31%; 模式的优点在于对于市场信息的及时反馈, 有利于产品销售的调整及迅速扩张。
- **麻花食品细分市场龙头, 市场整合的引领者:** 2012-2014 年, 公司麻花产品市占率分为 8.78%、8.34% 和 7.13%。目前公司产能超负荷运转, 募投项目建成后公司麻花产能将增至 1.04 万吨, 在现有基础上增加 126.93%, 同时直营店面将由现有的 44 家增至 63 家, 预计未来市占率将有望进一步提升。
- **未来看麻花产品升级、旅游消费市场提振和投资并购预期:** 公司将深耕京津地区, 重点开发功能性麻花产品, 定位中高端消费市场。公司“十八街”品牌在天津市场知名度较高, 市场上没有同体量的竞争对手, 在麻花产品上拥有较强的定价权。预计 2016-2020 年, 麻花单价平均年涨幅为 2%。随着京津冀一体化的持续推进, 预计天津旅游市场将持续走俏, 成为推动公司业绩增长的有力保障。

投资建议&估值

- 预计 2016-2018 年公司实现营业收入 4.87/5.43/5.95 亿元, 分别同比增长 6.5%/11.7%/9.6%; 实现归母净利润 1.01/1.19/1.29 亿元, 分别同比增长 7.74%/16.99%/8.58%; 折合 EPS 0.80/0.93/1.01 元。公司股票发行价为 16.60 元, 对应 16 年 21X PE。考虑到新股上市因素, 给予“增持”评级。

风险

- 产能扩张进度及未来产能利用率不达预期。
- 新建直营店销售情况不达预期。
- 天津区域旅游不振, 外埠扩张受阻。

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、公司简介：传统特色休闲食品百年中华老字号，品牌影响力较强	4
1、产品：麻花为核心产品，整体毛利水平较高	5
2、渠道：全渠道销售模式，优势在于直营店销售	6
3、市场：以天津为核心，辐射华北、东北地区，品牌优势明显	7
4、股权：老牌国有企业，股权结构合理	7
二、休闲食品方兴未艾，连锁模式增长迅速	8
1. 多因素支持市场高速增长，消费升级现象明显	8
2. 麻花市场前景广阔，将随着消费升级进入整合期	8
3. 连锁模式具备快速扩张基因，电商等新销售渠道增速显著	9
三、整合天津麻花市场，引领消费升级是公司未来业绩增长点	11
1、扩大麻花产能，扩展营销网络，开发电子商务	11
2、整合天津麻花市场，引领消费升级	11
3、旅游市场稳步增长，作为天津名片的十八街麻花市场基础雄厚	12
四、募投项目概述	14
五、盈利预测及估值	16
核心假设	16

图表目录

图表 1：公司历史沿革	4
图表 2：休闲食品行业内主要公司 2013-2015 平均毛利率对比	4
图表 3：公司主要获奖情况	4
图表 4：公司主要产品系列	5
图表 5：产品以麻花系列产品(>70%)为主	6
图表 6：产品毛利率保持在 45%~60% 左右	6
图表 7：各销售渠道营业收入占比	6
图表 8：以天津地区为市场核心	6
图表 9：桂发祥集团上市前持股比例为 43.8%	7
图表 10：休闲食品行业市场规模 CAGR(10)=8.86%	8
图表 11：休闲食品行业销量 CAGR(10)=6.9%	8
图表 12：全国麻花市场分布格局	9
图表 13：全国麻花市场规模稳步增长	9
图表 14：休闲食品四类经营模式对比	9
图表 15：直营店建设计划	11
图表 16：销售分公司建设计划	11
图表 17：麻花产品平均单价及涨价幅度	12
图表 18：黄金周接待游客人数 CAGR=6.67%	12
图表 19：黄金周旅游总收入 CAGR=10.01%	12

图表 20: 京津冀交通一体化利好天津旅游市场	13
图表 21: 募投项目概述.....	14
图表 22: 空港经济区生产基地建设项目总投资估算表 (万元)	14
图表 23: 营销网络建设项目总投资估算表 (万元)	14
图表 24: 公司分业务线收入规模预测.....	16
图表 25: 可比公司估值.....	17

一、公司简介：传统特色休闲食品百年中华老字号，品牌影响力较强

桂发祥十八街创立于 1994 年，主要从事传统特色及其他休闲食品的研发、生产和销售，率先实现了产品生产从传统手工业到现代工业方式的转变，成为中国传统食品企业现代化的典范。

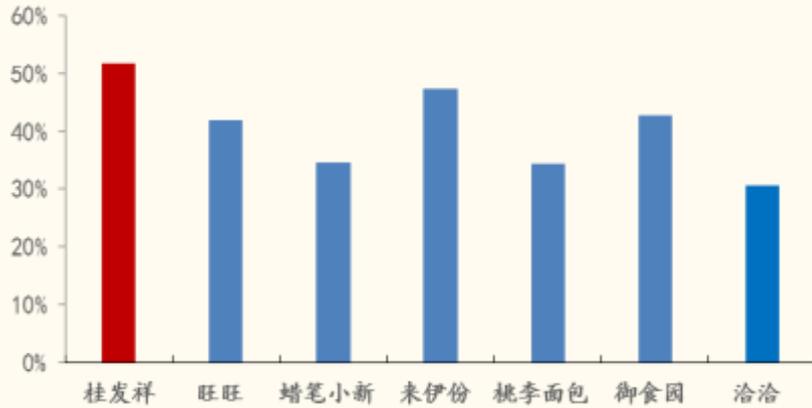
图表 1：公司历史沿革



来源：公司官网，招股说明书，国金证券研究所

2013-2015 年以及 2016H1，公司营业收入分别为 4.62 亿、4.60 亿、4.57 亿和 2.41 亿，每年基本持平。净利润分别为 8424.85 万元、8650.46 万元、9404.46 万元和 5014.57 万元，2015 年 CAGR 为 8.27%，盈利能力较强。2013-2015 年以及 2016H1，公司主营业务综合毛利率分别为 52.10%、51.15%、53.24%和 50.75%，净利率分别为 18.22%、18.80%、20.57%和 20.83%，与休闲食品行业内其他公司相比，处于较高水平。

图表 2：休闲食品行业内主要公司 2013-2015 平均毛利率对比



来源：招股说明书，国金证券研究所

十八街麻花品牌起源于 20 世纪初，深受消费者青睐，在行业内树立了良好形象，闻名于海内外。公司被认定为中华老字号企业，主打产品十八街麻花被誉为“津门首绝”，其制作工艺被评为天津市非物质文化遗产，并入选国家非物质文化遗产名录，具有较强的品牌影响力。

图表 3：公司主要获奖情况

年度	所获奖项	颁发/评定单位
----	------	---------

年度	所获奖项	颁发/评定单位
2006	“中华老字号”	商务部
2009	“天津桂发祥十八街麻花制作技艺”被评为“天津市非物质文化遗产”	天津市人民政府
2009	“中国麻花食品龙头品牌”	中国工业合作协会、 中国品牌管理研究院等
2012	“中华老字号传承创新先进单位”	中国商业联合会
2012	“中国食文化传承与创新优秀企业”	中国食文化研究会
2014	“桂发祥十八街麻花制作技艺”入选国家非物质文化遗产名录	国务院，文化部
2015	“2015中国特色旅游商品评选活动金奖”	国家旅游局

来源：招股说明书，国金证券研究所

1、产品：麻花为核心产品，整体毛利水平较高

公司的主要产品包括麻花、糕点及月饼、汤圆、粽子等节令食品、甘栗、果仁等其他休闲食品，共有产品 100 多种。经过长期发展，本公司已形成以麻花系列产品为主，糕点及节令食品、外采食品、OEM 产品为辅的业务格局。其中麻花是最主要的大类产品，2016H1 收入占比为 72.24%，毛利贡献率高达 81.90%，此外，外采食品和糕点及节令食品 2016H1 收入占比分别为 14.11% 和 9.81%。

在产品盈利能力方面，公司主要产品的毛利率保持在 45%-60% 区间内，其中麻花系列产品毛利率为 60%，糕点及节令食品毛和 OEM 产品利率保持在 45% 左右。

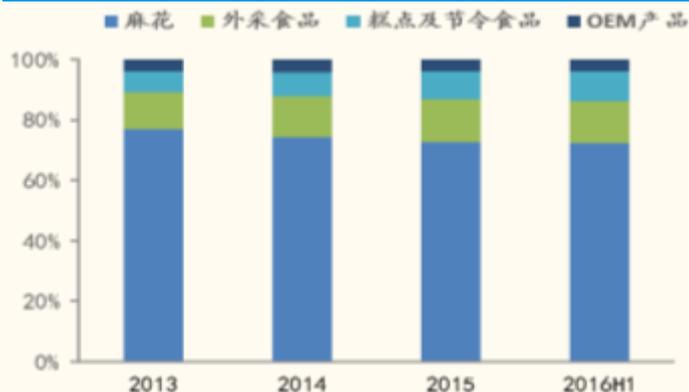
图表 4：公司主要产品系列

产品系列	代表产品
盒装麻花	
罐装麻花	
散装麻花	
粽子、汤圆	
糕点、月饼	
甘栗	



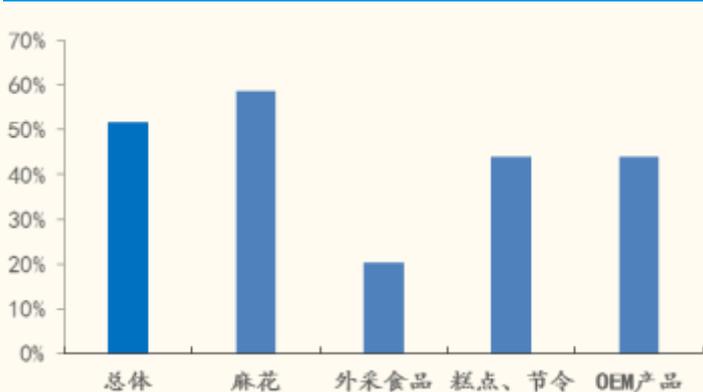
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：产品以麻花系列产品(>70%)为主



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 6：产品毛利率保持在 45%-60%左右



来源：招股说明书，国金证券研究所

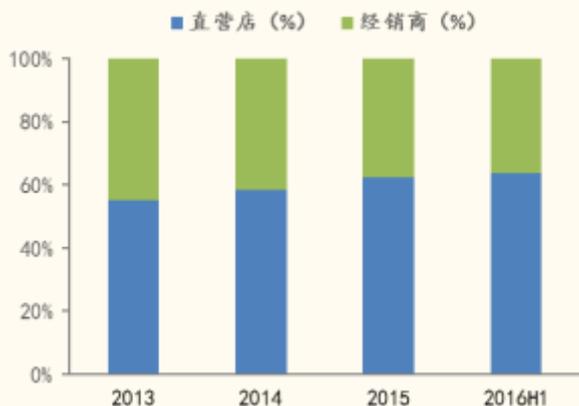
2、渠道：全渠道销售模式，优势在于直营店销售

公司采用“直销为主、经销为辅”的销售模式，包括直营店销售的直销模式和普通经销商、商超、电商平台等渠道的经销模式。其中，直营销是核心渠道，2016H1 收入占比为 63.69%，毛利率 51.70%，略高于经销模式 49.09%的毛利率。由于公司直营店是糕点及节令食品与外采食品的主要销售渠道，该等产品毛利率低于麻花产品毛利率，因此直营店麻花产品毛利率显著高于经销渠道。

公司在全国有 44 家直营店，其中天津市的 42 家直营店基本覆盖了市区商业圈和天津郊县的商业中心，另有 2 家位于北京东城区，为公司打开北京市场布局。

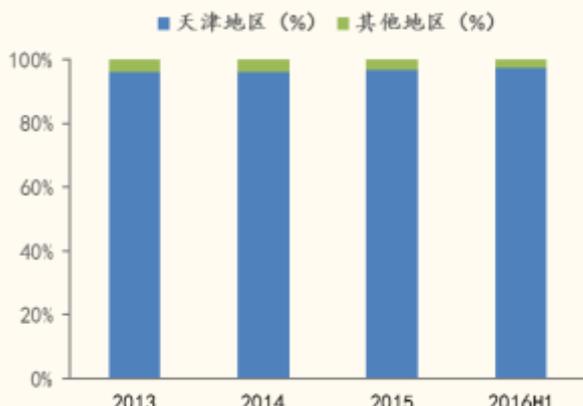
由于公司产能提升空间有限，天津市场即已消化绝大部分产品。空港经济区生产基地建设项目建成投产后，公司产能将得到较大幅度的提升，更有利于公司覆盖全国市场的营销网络的构建。

图表 7：各销售渠道营业收入占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 8：以天津地区为市场核心



来源：招股说明书，国金证券研究所

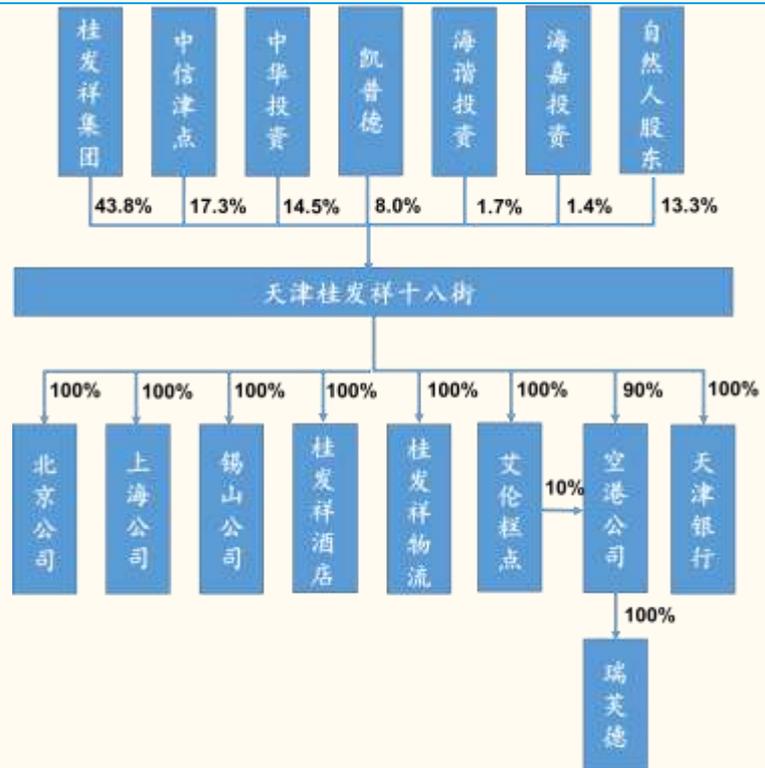
3、市场：以天津为核心，辐射华北、东北地区，品牌优势明显

天津地区的麻花文化传承较为深远。公司坚持以直营为主的推广模式，以天津市场为核心，并通过新建直营店和销售分公司，积极向天津以外地区拓展业务，辐射华北、东北地区。公司收入主要来自于天津地区(97.43%)，在当地占据了市场绝对领先地位，形成了营销网络规模化优势和区位优势。由于十八街品牌在市场上享有很高的知名度和认可度，公司在麻花产品上拥有较强的定价权。

4、股权：老牌国有企业，股权结构合理

公司本次发行前总股本 9,600 万股，公司控股股东为桂发祥集团，持发行前总股本的 43.8%，实际控制人为天津市河西区国资委。公开发行新股数量 3,200 万股，占发行后总股本的比例为 25%。

图表 9：桂发祥集团上市前持股比例为 43.8%



来源：国金证券研究所

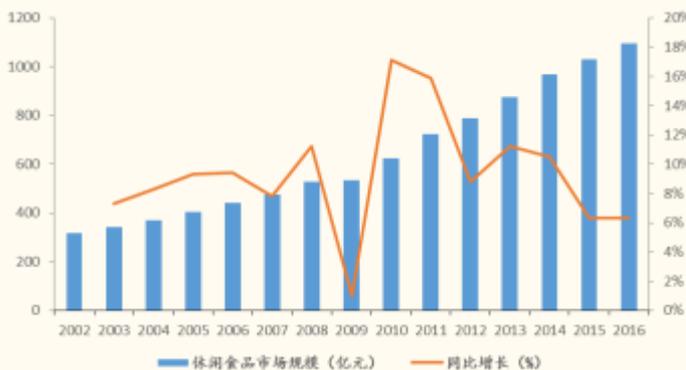
二、休闲食品方兴未艾，连锁模式增长迅速

1. 多因素支持市场高速增长，消费升级现象明显

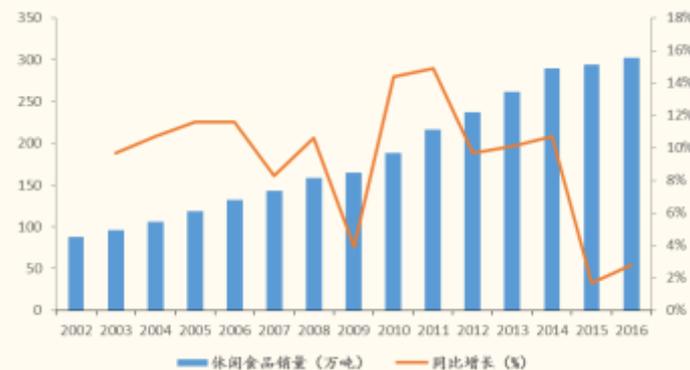
休闲食品包括坚果炒货、豆制品、素食蔬果、肉干肉脯、果脯蜜饯等，传统特色休闲食品是休闲食品的重要组成部分。

我国休闲食品市场发展迅速，市场规模已突破千亿元大关。根据 Euromonitor 的预测，预计 2016 年休闲食品行业将实现销售额 1094.91 亿元，同比增长 6.3%，2003-2016 年行业 CAGR 为 8.86%。预计 2016-2020 年休闲食品行业可维持 CAGR 6%-8% 的增速。同时，休闲食品销量也保持高速增长，预计 2016 年休闲食品行业实现销售量 302.17 万吨，同比增长 2.8%，2003-2016 年行业 CAGR 为 6.9%，景气度在食品制造业中位居前列。

图表 10：休闲食品行业市场规模 CAGR(10)=8.86%



图表 11：休闲食品行业销量 CAGR(10)=6.9%



来源：Euromonitor，国金证券研究所

来源：Euromonitor，国金证券研究所

长远来看，诸多因素支持行业维持快速增长的趋势。1) 居民消费能力持续增强，截至 2015 年末城镇居民可支配收入已达 31790.3 元，CAGR(10)=11.51%，带来持续的需求动力；2) 休闲食品消费群体以女性为主、以年轻人为主、以中高收入消费者为主，此类消费群体正在迅速壮大，并且对价格的敏感程度在降低；3) 休闲食品行业线上线下成本均不断上升，使行业净利率持续走低，长期的亏本促销不可行，企业终将通过提价、开发高端新品转嫁部分成本压力。

2. 麻花市场前景广阔，将随着消费升级进入整合期

我国传统特色休闲食品品类繁多，其中以炒货类、糖制类、焙烤类、果仁类居多，如中华老字号“桂发祥十八街”麻花、“稻香村”糕点、“冠生园”糖果、“果仁张”果仁等。麻花作为京津地区传统特色休闲食品的代表，较早以前多以散装形式进行出售，自上世纪 80 年代以后，独立包装、保质期较长的麻花逐步占据较大的市场份额。

当前麻花市场初步形成以天津、北京、上海、淮南、武汉、重庆、郑州、西安八大重点城市为核心的四大区域，其中京、津、沪三地市场规模约占麻花整体规模的 40%。

我国休闲食品行业集中度普遍较低。受消费结构升级、食品安全标准提高、休闲食品精品化和多元化等趋势影响，麻花行业将进入整合期。产能落后、技术含量不高、产品质量不稳定的小型企业将被加速淘汰，而有实力、有品牌、有核心技术的企业将快速抢占市场份额，行业投资并购机会增加。

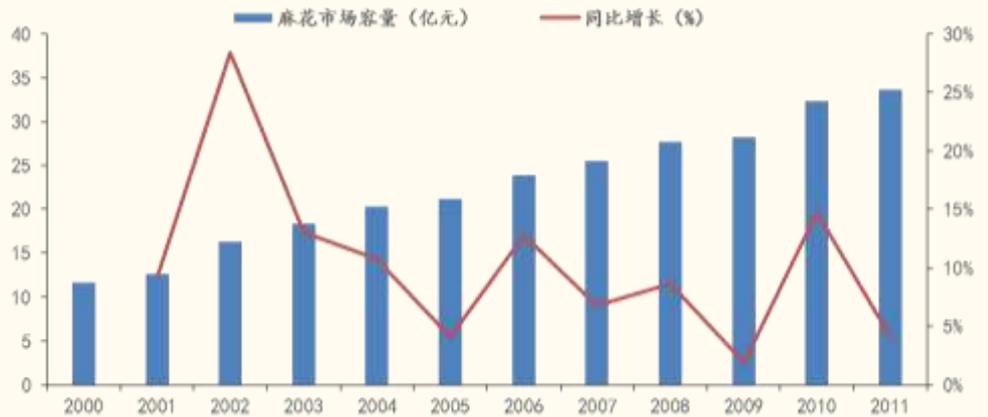
图表 12: 全国麻花市场分布格局



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

据《中国食品工业》数据显示, 2000 年我国麻花市场规模为 11.57 亿元, 2011 年达到了 33.66 亿元, CAGR 为 10.20%, 增长速度较快。随着居民消费水平不断提高, 麻花行业快速发展, 预计 2016 年我国麻花市场规模将达到 60.03 亿元, 预计 2016-2020 年行业 CAGR 将保持在 10%左右。2012-2014 年, 公司麻花产品在全国市场的平均市占率分别为 8.78%、8.34%和 7.13%。处于行业领先水平, 随着募投项目实施后公司产能的扩大、新产品的开发、品牌推广的深入, 麻花产品的市占率将进一步提高。

图表 13: 全国麻花市场规模稳步增长



来源: 《中国食品工业》, 国金证券研究所

3. 连锁模式具备快速扩张基因, 电商等新销售渠道增速显著

目前, 我国休闲食品零售行业主要有四类, 即个体经营模式、超市卖场模式、连锁零售模式和电子商务模式。连锁零售模式和电子商务模式在近年兴起, 凭借各自的快速扩张基因, 维持中高速增长的趋势, 一定程度上动摇了个体经营+超市卖场的传统渠道的地位。

图表 14: 休闲食品四类经营模式对比

产品	渠道	物流	优缺点	趋势	代表性企业
----	----	----	-----	----	-------

	产品	渠道	物流	优缺点	趋势	代表性企业
个体经营	无品牌、无包装销售	个体门店	自主配送	经营成本低，但产品质量和卫生状况没有保障	逐步减小	小作坊
超市卖场	独立包装的休闲食品	大卖场、超市及便利店	主要由线下经销商负责配送	渠道覆盖面广，利于向各类人群推广；但厂家对终端控制力弱	低速增长	洽洽食品、有友食品
连锁零售	自主品牌的独立包装的休闲食品	连锁专卖店	主要由第三方配送	统一采购、统一配送、统一管理、统一形象，因而管理更有效、品牌更突出、服务更便捷、产品更丰富、质量更有保障。	中速增长	来伊份、良品铺子
电子商务	独立包装的休闲食品	互联网店	主要由第三方配送	简单、快捷，无需会面即可完成交易，不受地域和时间的限制；但网站搭建费用和引流费用高昂。	高速增长	三只松鼠、百草味

来源：招股说明书，国金证券研究所

近年来，连锁模式在整个休闲食品零售行业市场规模中所占比例逐年增加，2011年连锁模式的市占率达15.63%，同比增长+29.31%；连锁门店超过15,000家，同比+19.71%。但与电子商务模式相比，连锁模式在价格和便利性上不占优势，因而发展速度和发展潜力均不如电商模式。

1) 休闲食品连锁模式有助于品牌集中化的实现。连锁模式在经营上采取统一品牌、统一配送、统一管理、统一形象的方式，可借助一个成功的经营模式，复制、推广现有的品牌优势，从而实现高效的扩张。

2) 休闲食品连锁模式具有规模化的内在动机，从而保证渠道便利化。休闲食品连锁企业需要通过集约化的生产、规模化经营来实现低成本的运营模式。现实中休闲食品连锁往往以工厂或仓库所在地为中心，不断增加店面来保证产能得到充分利用。因而其规模化程度一直在快速上升中，大规模连锁企业边际成本更小，在与小规模连锁企业竞争中处于优势，马太效应明显。

3) 与商超渠道模式相比，连锁模式对顾客需求的把握更加彻底，更能适应产品快消化的时代。连锁店本身就是一个便捷、低成本的信息搜寻系统，是一个线下的大数据平台。连锁店所铺覆盖区域市场，每天都有源源不断的信息流入内部，商家通过对顾客口味偏好、消费能力、销量趋势的分析，及时调整产品结构及原料采购，从而保证产销对路。

三、整合天津麻花市场，引领消费升级是公司未来业绩增长点

1、扩大麻花产能，扩展营销网络，开发电子商务

公司麻花生产设备高负荷运转，产能利用率均超过设计产能的 100%，在春节等旺季公司的主要产品仍供不应求。目前，公司麻花年设计产能为 4583 吨，2015 年麻花实际产量 6161.2 吨，空港经济区生产基地建成后，年设计产能将翻倍，增加到 1.04 万吨。新生产基地分 3 年建成，3 年间分别实现达产产能的 25%，75%和 100%。

为配合增产计划、拓宽销售渠道，公司的直营连锁门店将从 44 家增加至 63 家，销售分公司从 3 家增加到 10 家，并广泛分布在全国各主要城市。新建成的空港经济区生产基地靠近天津机场，能够降低电商平台销售的物流费用，有利于公司电商销售渠道的建设和维护。

图表 15：直营店建设计划

年份	建设地点	数量(家)
2017	天津、北京	3
2018	天津、上海、石家庄、唐山	9
2019	天津、保定、沈阳、西安、济南	7

来源：股说明书，国金证券研究所

图表 16：销售分公司建设计划

年份	建设地点	数量(家)
2017	河北、山东、辽宁、广东	4
2018	四川、湖北	2
2019	山西	1

来源：招股说明书，国金证券研究所

2、整合天津麻花市场，引领消费升级

1) 整合天津麻花市场，提升产品单价

我国休闲食品的行业集中度普遍较低。受消费结构升级、食品安全标准提高、休闲食品精品化等趋势的影响，麻花行业将进入整合期。那些产能落后、技术含量不高、产品质量不稳定的小型企业将被加速淘汰，而有实力、有品牌、有核心技术的企业将快速抢占市场份额，行业内投资并购机会增加。而桂发祥十八街品牌在天津市场上有很高的知名度和认可度，而且没有同体量的竞争对手，公司在麻花产品上拥有较强的定价权。随着公司逐步整合天津麻花市场，推动产品升级，麻花产品单价和毛利率还将进一步提高。预计 2016-2020 年，麻花单价年涨幅为 2%。

图表 17: 麻花产品平均单价及涨价幅度



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2) 设立研发中心, 引领消费升级

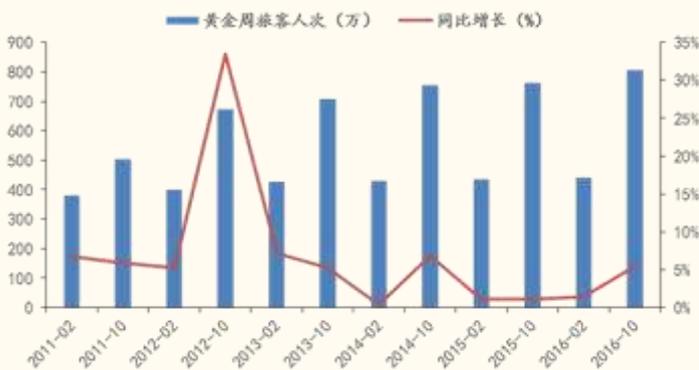
公司作为麻花行业的龙头, 设立研发中心后, 将重点开发功能性麻花产品, 定位于中高端消费市场, 引领消费升级。公司目前已经研制出杂粮麻花、糖醇麻花、夹馅小麻花、高膳食纤维裹馅麻花、乐糖麻花等产品, 其中夹馅小麻花的制作方法、高膳食纤维裹馅麻花、乐糖麻花及其制作方法均已取得国家发明专利。夹馅小麻花保质期增加, 便于全国市场的推广销售; 高膳食纤维裹馅麻花提高了麻花的酥脆度; 乐糖麻花将“L-阿拉伯糖”引入到传统麻花中, 适合糖尿病患者食用。公司依托“桂发祥”品牌的独特优势, 在新品的研发中突出营养、健康、独特, 将现有产品做精, 向功能性食品方向发展, 满足市场需求。

研发中心的设立也会提高公司的产品质量检测水平, 严格把关食品质量, 防范食品安全风险。

3、旅游市场稳步增长, 作为天津名片的十八街麻花市场基础雄厚

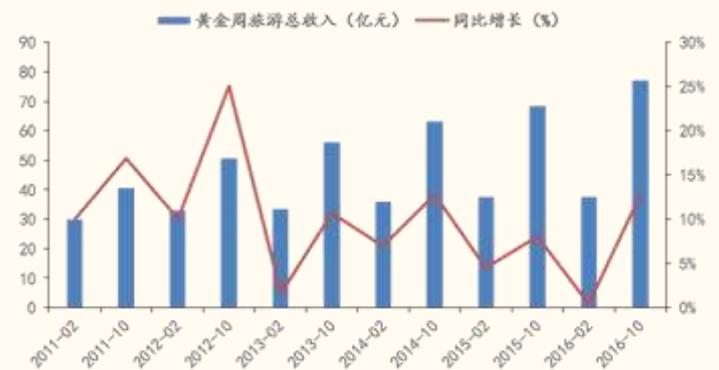
2010-2015 年, 天津黄金周接待游客人数和旅游总收入 CAGR 分别为 6.67% 和 10.01%, 预计 2016-2020 年 CAGR 分别保持在 5% 和 12%。随着京津冀交通一体化的推进, 清明、五一等小长假短途旅游需求将继续提振天津旅游市场, “乘高铁, 游津城”已经热门旅游产品。据天津旅游局统计, 2016 年清明假期天津共接待游客 144.11 万, 同比增长 13.2%, 旅游收入 6.05 亿元, 同比增长 17%。同时, 天津市也出台了多项政策支持旅游业的发展, 如 2016 年设立 1.2 亿元旅游基金, 用于支持旅游景区开发、改造, 旅游配套设施扩建等。

图表 18: 黄金周接待游客人数 CAGR=6.67%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 黄金周旅游总收入 CAGR=10.01%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 京津冀交通一体化利好天津旅游市场



来源: 国金证券研究所

十八街麻花作为天津、北京当地的特产礼品及旅游文化产品品牌, 具有较高的市场认知度, 天津旅游业的发展将带动公司销售市场规模的复兴, 带动业绩增长。

四、募投项目概述

公司本次向社会公众公开发行人民币普通股 3200 万股，占发行后总股本的 25%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

图表 21：募投项目概述

项目名称	投资总额 (万元)	本次募集资金拟投入金额 (万元)	建设期
空港经济区生产基地建设项目	40,936.95	28,664.04	36 个月
营销网络建设项目	3,757.49	3,757.49	36 个月
偿还银行贷款和补充营运资金	16,021.42	16,021.42	

来源：招股说明书，国金证券研究所

空港经济区生产基地建设项目：三年建设期内，公司将在空港经济区完成新生产基地的建设，以缓解现有产能不足，包括麻花及糕点生产车间、研发及品控中心和相关配套设施的建设及相应设备的购置，计划建设投资 2.71 亿元，提高公司产品研发创新能力和质量检测水平。

空港经济区生产基地靠近天津机场，可以实现和公司的物流体系的完美衔接，同时能够降低电商平台销售的物流成本。

图表 22：空港经济区生产基地建设项目总投资估算表（万元）

	类别	投资金额	投资比例
1	建设投资	27,177.01	94.81%
1.1	建筑工程及设备	23,853.71	83.22%
1.1.1	建筑工程	14,859.99	51.84%
1.1.2	设备购置及安装	8,993.72	31.38%
1.2	工程建设其它费用	2,029.15	7.08%
1.3	预备费用	1,294.14	4.51%
2	铺底流动资金	1,487.03	5.19%
	合计	28,664.04	100.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

营销网络建设项目：为配合空港经济区生产基地建设项目的实施，公司须建立覆盖面更广的营销网络，扩大市场辐射范围，计划投资 3757.49 万元，用于营销网络优化升级建设项目，其中直营店投资占比 78.35%，销售分公司投资占比 21.65%。

图表 23：营销网络建设项目总投资估算表（万元）

	类别	投资金额	投资比例
1	办公设备	204.14	5.43%
2	场地投入	2,341.20	62.31%
3	项目实施费用	707.90	18.84%
4	市场推广费用	325.32	8.66%
5	预备费	178.93	4.76%
	合计	3,757.49	100.00%

	类别	投资金额	投资比例
1	直营店	2,943.93	78.35%
2	销售分公司	813.56	21.65%
	合计	3,757.49	100.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所

偿还银行贷款和补充营运资金：公司拟使用募集资金 1.60 亿元偿还银行贷款和补充营运资金，可以缓解公司营运资金的压力。

可以看出，公司通过募投项目的实施将进一步扩大产能，有效解决现阶段产能不足、产能利用率过高的局面，为公司实现业务快速增长，获取更高市场份额提供保证。

五、盈利预测及估值

桂发祥的销售当中，直营渠道为主，经销商销售为辅，公司募集资金投向主要用于产能扩容，同时增加直营门店数。在产能和销售两端同时提升公司收入水平，我们认为未来公司的新增产能将会逐渐被消化，产能利用率将逐渐提升。

核心假设

- 1) 公司的产能稳步扩张，按照公司披露空港经济区生产基地已进入装修阶段，则认为 2016 年为公司投建第一年，新产能贡献 25%，2017/2018 产能贡献率分别为 75%/100%；
- 2) 公司的产品单价缓慢增长按照当前趋势五年后维持稳定的增速；
- 3) 产能扩张后，OEM 及外采食品规模未来几年相对稳定的低速增长。

图表 24：公司分业务线收入规模预测

	2015	2016E	2017E	2018E
麻花				
产能利用率	134%	111%	80%	75%
设计产能 (吨)	4583	6037	8945	10400
产量 (吨)	6161	6708	7156	7800
平均售价 (元/吨)	54530	55348	56455	57584
增长率 (YOY)	10%	2%	2%	2%
销售数量 (吨)	6095	6400	7156	7800
增长率 (YOY)	-11%	5%	12%	9%
销售收入 (万元)	33178	35422	40399	44916
增长率 (YOY)	-3%	7%	14%	11%
糕点及节令食品				
产能利用率	137%	150%	110%	100%
设计产能 (吨)	633	701	837	906
产量 (吨)	870	1052	921	906
平均售价 (元/吨)	47530	47720	48197	49161
增长率 (YOY)	7%	0%	1%	2%
销售数量 (吨)	877	921	921	906
增长率 (YOY)	5%	5%	0%	-2%
销售收入 (万元)	4171	4397	4440	4452
增长率 (YOY)	12%	5%	1%	0%
OEM 产品				
平均售价 (元/吨)	58860	58860	60037	61238
增长率 (YOY)	-16%	0%	2%	2%
销售数量 (吨)	304	335	368	398
增长率 (YOY)	11%	10%	10%	8%
销售收入 (万元)	1791	1969	2210	2434
增长率 (YOY)	-6%	10%	12%	10%
外采食品				
销售收入 (万元)	6489	6878	7291	7728
增长率 (YOY)	6.43%	6.00%	6.00%	6.00%

来源：国金证券研究所

预计公司 2016-2018 年实现营业收入 4.87/5.43/5.95 亿元，同比 +6.5%/11.7%/9.6%；实现归母净利润 1.01/1.19/1.29 亿元，同比 +7.74%/

16.99%/8.58%；对应 EPS 0.80/0.93/1.01 元。公司股票发行价为 16.60 元，对应 16 年 21X PE。考虑到新股上市因素，我们给予“增持”评级。

图表 25：可比公司估值

	收盘价	市值	EPS			PE			PB
			2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016
洽洽食品	17.53	88.88	0.8	0.91	1.07	21.7	18.5	15.9	3.1
好想你	41.2	106	0.23	0.41	0.49	164.9	93.6	76.7	3.36
达利食品	3.77	519	0.23	0.25	0.28	14.34	13.04	11.73	3.64
天喔国际	2.45	50.08	0.17	0.19	0.22	14.2	12.4	10.7	1.51
来伊份	64.13	154	0.61	0.68	0.76	105.81	93.76	84.26	6.21

来源：Wind, (洽洽食品、好想你单位为人民币元，达利食品、天喔国际单位为港币，) 国金证券

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	462	460	457	487	543	595	货币资金	133	121	133	550	483	515
增长率		-0.5%	-0.7%	6.5%	11.7%	9.6%	应收账款	30	24	24	33	37	41
主营业务成本	-222	-225	-214	-238	-260	-279	存货	31	29	33	33	36	38
%销售收入	47.9%	49.0%	46.8%	49.0%	47.8%	46.8%	其他流动资产	10	10	24	14	15	16
毛利	241	235	243	248	284	317	流动资产	204	184	213	630	570	610
%销售收入	52.1%	51.0%	53.2%	51.0%	52.2%	53.2%	%总资产	56.5%	38.7%	41.3%	55.6%	45.3%	41.4%
营业税金及附加	-7	-7	-7	-7	-8	-9	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	82	214	244	433	611	777
营业费用	-76	-78	-78	-78	-87	-95	%总资产	22.6%	45.0%	47.2%	38.2%	48.5%	52.7%
%销售收入	16.4%	16.9%	17.1%	16.0%	16.0%	16.0%	无形资产	69	62	53	63	72	81
管理费用	-39	-36	-35	-38	-43	-54	非流动资产	157	292	303	503	690	865
%销售收入	8.4%	7.8%	7.8%	7.8%	8.0%	9.0%	%总资产	43.5%	61.3%	58.7%	44.4%	54.7%	58.6%
息税前利润 (EBIT)	119	115	123	125	145	159	资产总计	360	476	517	1,134	1,260	1,475
%销售收入	25.7%	25.0%	26.8%	25.8%	26.7%	26.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-1	0	0	7	11	10	应付款项	45	89	62	59	64	70
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-1.5%	-2.0%	-1.7%	其他流动负债	22	10	6	11	12	91
资产减值损失	-5	0	0	0	0	0	流动负债	68	99	68	70	77	161
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	2	21	18	1	1	1
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	70	120	86	70	77	163
营业利润	113	115	123	133	156	170	普通股股东权益	290	356	431	1,063	1,183	1,312
营业利润率	24.4%	25.0%	26.9%	27.3%	28.7%	28.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	1	2	3	3	3	负债股东权益合计	360	476	517	1,134	1,260	1,475
税前利润	113	116	125	136	159	173	比率分析						
利润率	24.4%	25.1%	27.4%	27.9%	29.3%	29.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-29	-29	-31	-34	-40	-43	每股指标						
所得税率	25.5%	25.2%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.658	0.676	0.735	0.795	0.932	1.012
净利润	84	87	94	102	119	130	每股净资产	3.025	3.707	4.484	8.308	9.240	10.252
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.180	1.127	0.975	0.887	1.079	1.859
归属于母公司的净利润	84	87	94	102	119	130	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	18.2%	18.8%	20.6%	20.9%	22.0%	21.8%	回报率						
							净资产收益率	29.01%	24.31%	21.85%	9.57%	10.09%	9.87%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	23.37%	18.17%	18.21%	8.97%	9.47%	8.78%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	30.56%	24.12%	21.40%	8.84%	9.21%	9.09%
净利润	84	87	94	102	119	130	增长率						
非现金支出	21	17	15	12	23	34	主营业务收入增长率	8.86%	-0.47%	-0.66%	6.45%	11.66%	9.55%
非经营收益	0	0	0	-4	-3	-3	EBIT增长率	31.09%	-3.56%	6.84%	2.20%	15.85%	9.63%
营运资金变动	8	4	-15	4	-1	78	净利润增长率	47.85%	2.68%	8.72%	8.16%	17.32%	8.54%
经营活动现金净流	113	108	94	114	138	238	总资产增长率	22.68%	32.05%	8.53%	119.48%	11.14%	17.08%
资本开支	-49	-109	-53	-208	-206	-207	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	21.6	16.2	14.0	20.0	20.0	20.0
其他	0	20	-6	0	0	0	存货周转天数	43.4	48.1	52.7	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-49	-88	-59	-209	-206	-206	应付账款周转天数	26.7	36.9	35.9	35.0	35.0	35.0
股权募资	0	0	0	531	0	0	固定资产周转天数	48.7	44.6	41.4	105.5	146.7	174.9
债权募资	-20	0	0	-18	0	1	偿债能力						
其他	-18	-31	-22	0	0	0	净负债/股东权益	-45.83%	-34.13%	-30.78%	-51.75%	-40.81%	-39.18%
筹资活动现金净流	-38	-31	-22	513	0	1	EBIT利息保障倍数	181.0	-364.7	-332.3	-17.7	-13.6	-15.5
现金净流量	26	-11	12	418	-68	33	资产负债率	19.44%	25.23%	16.66%	6.20%	6.13%	11.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

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