

科迪乳业 (002770)

定增倒挂+村镇乳业龙头+外延并购预期强

暂不评级（首次）

投资要点：

■ **考虑供求调整周期，预计 17 年国内原奶价格温和上涨。**国内供给端：倒奶宰牛，大量养殖户退出市场，调整周期在 6-10 个月左右，预计 2017 年奶牛存栏量将继续下降，原奶减产趋势确定。需求端：乳制品需求平稳。价格端：国内价格略有反弹；2016 年新西兰原奶价格大幅上涨，11 月价格同比+28.5%，原油价格推升养殖成本。考虑国内原奶供求+国际奶价的联动影响，我们预计国内 17 年原奶价格将温和上涨，增速滞后国际奶价。

■ **定增落地，产品结构升级可期。**2016 年 12 月 27 日公司发布定增事项公告，五家发行对象共认购 2945 万股，募集资金总额 38869 万元，除权价 13.2 元/股，锁定期 1 年。定增募集资金约 96% 用于低温乳品改扩建及冷链物流建设项目。目前常温乳制品仍是公司营收主力，但低温乳制品业务收入占比由 2014 年的 8.0% 攀升至 1H2016 的 17.4%。

■ **公司盈利能力仍有改善空间。**收入端：1-3Q2016 实现营收 6.0 亿元，+19.2%。2015 年实现营业收入 6.8 亿元，+2.5%，连续 5 年保持正增长。利润端：公司 1-3Q2016 实现净利润 0.69 亿元，对比同期燕塘净利 0.90 亿元、天润 0.75 亿元，净利提升空间较大。费用端：销售费用率持续较低，管理费用率相对稳定，1-3Q2016 年两项费用合计 11.1% < 同期燕塘 23.5%、天润 18.1%。毛利率：连续三年保持+30.0% 以上。净利率：近三年持续+12% 以上，受高财务费用率的拖累，1-3Q2016 降为 11.6%，略高于燕塘 11.0%，略低于天润 12.3%。

■ **一县一商制+扁平化市场管理+农村渠道终端店营销体系+电商营销体系，深耕农村市场。**科迪主要销售区域覆盖 400 公里范围内的豫鲁苏皖四省。2015 年豫鲁苏皖冀鄂总人口达 4.7 亿，其中农村人口总数 2.1 亿，占比高达 45.2%。2014 年末，公司在四省乡镇市场拥有终端个数约为 2.1-3.5 万个，当之无愧的乡镇乳企龙头！根据公司公告，科迪拟以豫、鲁、苏、皖为根据地，以河北、湖北为突破口，以地市级、县级、乡镇和农村市场为支柱，选取利基市场精耕细作，着力打造中部乳业第一品牌。目前公司在商丘、徐州、宿迁等江苏三线城市拥有稳定的消费群体，抢占三线市场能力突出。

■ **外延并购预期强。**乳业行业进入到区域乳企加速整合的阶段，食品安全重视程度提升导致的制造标准更加严格，以及成本波动和费用高企让中小企业无法生存，加速退出市场，上市公司收购的资本优势明显。2015 年 12 月，科迪以总对价 1.8 亿人民币收购洛阳巨尔乳业 100% 股权。

■ **盈利预测：**预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18/0.24/0.30 元，对应 2017 年 PE44.5X，暂不评级。

■ **风险提示：**食品安全风险，原材料价格波动，区域竞争加剧。

2017 年 02 月 05 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码 S0600515090002

mahb@research.dwstock.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.83
一年最低/最高价	10.61/29.09
市净率	4.09
流通市值（亿元）	29.4

基础数据

每股净资产	3.92
资产负债率	51.34
总股本（亿股）	5.76
流通股 A 股（亿股）	2.71

目录

1. 公司基本情况	4
2. 行业视角—预计 17 年国内原奶价格温和上涨	4
3. 定增落地，产品结构升级可期	6
3.1. 科迪定增落地，低温乳制品受益	6
3.2. 产品结构不断升级——低温乳制品占比逐年扩大	7
3.3. 与可比公司产品结构对比	8
4. 科迪盈利能力仍有改善空间	9
4.1. 与可比公司收入、利润端对比：科迪业绩相对平 稳	9
4.2. 与可比公司费用端对比：科迪销售费用率持续较 低，管理费用率相对稳定	10
4.3. 与可比公司毛利率对比：科迪连续三年+30.0%以 上	11
5. 产业链独特+布局思路清晰+营销网络完善	12
6. 外延并购预期强	14
7. 盈利预测及投资建议	14
8. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 前十大股东明细.....	4
图表 2: 中国原奶总供给与进口占比测算.....	5
图表 3: 国际奶价对国内奶价的联动效应示意图.....	5
图表 4: 2015~2017 年奶源国牛奶产量 (百万吨) 及同比.....	6
图表 5: 国内生鲜乳和新西兰原奶价格差较大.....	6
图表 6: 定增认购对象、认购数量及限售情况.....	6
图表 7: 定增募集资金使用计划.....	7
图表 8: 科迪产品结构占比变化.....	7
图表 9: 1H2016 科迪常温系产品营收占比.....	7
图表 10: 科迪常温系列产品:调制乳毛利率较高.....	8
图表 11: 1H2016 年可比企业主营产品收入占比.....	8
图表 12: 1H2016 年科迪、燕塘产品营收占比.....	9
图表 13: 科迪、燕塘低温产品占比变化.....	9
图表 14: 1-3Q2016 科迪营收同比+19.2%.....	9
图表 15: 1-3Q2016 科迪净利同比-3.4%.....	9
图表 16: 1-3Q2016 燕塘营收同比+7.6%.....	10
图表 17: 1-3Q2016 燕塘净利同比+11.3%.....	10
图表 18: 天润营收增速最高/最低:273.2%/-45.6%.....	10
图表 19: 天润净利增速最高/最低:304.9%/-64.0%.....	10
图表 20: 科迪乳业三项费用率.....	10
图表 21: 与可比公司销售费用率对比.....	10
图表 22: 科迪销售费用主要拆分项列示.....	11
图表 23: 奶价变动与乳企销售费用率负相关性较强.....	11
图表 24: 与可比公司毛利率对比.....	12
图表 25: 与可比公司净利率对比.....	12
图表 26: 科迪乳业“种、养、加”结合的产业链模式.....	12
图表 27: 2015 年科迪营业收入地区占比: 河南 48.4%、山东 29.9%、江苏 11.3%	13
图表 28: 2015 年科迪营业支出地区占比: 河南 47.6%、山东 30.5%、江苏 11.4%	13
图表 29: 2015 销售覆盖区域总人口 4.7 亿, 其中农村人口 2.1 亿 (占比 45.2%)	13
图表 30: 销售覆盖区域农村常住居民人均可支配收入 (万元)	13
图表 31: 与可比公司营销网络对比.....	14
图表 32: 乳企近期收购案例.....	14
图表 33: 可比公司估值.....	15
图表 34: 科迪乳业三年预测财务报表.....	16

1. 公司基本情况

科迪乳业于 2015 年 6 月上市，是河南省乳企龙头。2016 年定增落地后，公司第一大股东科迪集团持股比例由 46.65% 降到 44.27%。主要产品包括以荷斯坦牛奶为主要原料的五十多个单品、一百多种规格的液态乳制品。具有年产 10 万吨液态乳制品的生产加工能力+从奶牛繁育到乳制品加工、销售的较为完善的产业链。

图表 1：前十大股东明细

序号	股东名称	持股比例%	持股变动比例%	持股数量(万股)	待解禁股数(万股)	解禁日期
1	科迪食品集团股份有限公司	44.3	-2.40	25510.0	25510	2018\7\2
2	河南省农业综合开发公司	8.6	-0.50	4955.2	-	-
3	王宇骅	3.6	-0.20	2092.8		
4	上海秉原旭股权投资发展中心	2.8	-0.15	1600.0	-	-
5	鹏华资产	2.0	-	1175.8	1175.8	2017\12\28
6	太阳雨控股集团有限公司	1.5	-	884.1	884.1	2017\12\28
7	东方证券股份有限公司	1.0	-0.06	600.0	-	-
8	北京财智联合理财顾问有限公司	0.7	-	378.8	378.8	2017\12\28
9	中国长城资产管理公司	0.6	-2.83	320.4	-	-
10	上海小村资产管理有限公司	0.5	-	294.7	294.7	2017\12\28

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2. 行业视角—预计 17 年国内原奶价格温和上涨

国内原奶供给端：倒奶宰牛，大量养殖户退出市场，调整周期在 6-10 个月左右，预计 2017 年奶牛存栏量将继续下降，原奶减产趋势确定。**需求端：**乳制品需求平稳。**价格：**国内价格略有反弹；新西兰原奶价格大幅上涨，2016 年 11 月价格同比+28.5%，原油价格推升养殖成本。**考虑供求调整周期，预计 17 年国内原奶价格温和上涨。**

2016 年国内原奶总供给增加，进口原奶及奶粉占比较大。2014-15 年中国原奶总供给由约 4496 万吨下降至 4238 万吨，进口（原料奶+奶粉折合）占比 17.2%、11.4%；荷斯坦预计 2016 年国内原奶产量同比下降 1%~2%，进口恢复，总供给在 4341 万吨左右，进口占比约 14.4%，进口奶粉和原奶增速较快，长期看对外依存度提升。**需求端变化：**乳制品需求平稳，受消费升级影响，高端产品更受青睐。

图表 2：中国原奶总供给与进口占比测算

单位：万吨	2014	2015	增量	增幅	2016E*	增幅
国内总供给	4495.8	4238.3	-85.0	-1.9%	4341.1	2.4%
国内产量	3724.6	3754.7	30.0	0.8%	3717.1	-1.0%
进口折合原奶	771.2	483.6	-287.6	-37.3%	624.0	41.2%
奶粉进口	92.4	54.7	-37.7	-40.8%	70.0	28.0%
原奶进口	32.0	46.0	14.0	43.8%	64.0	39.1%
进口占比	17.2%	11.4%	-	-	14.4%	

备注：

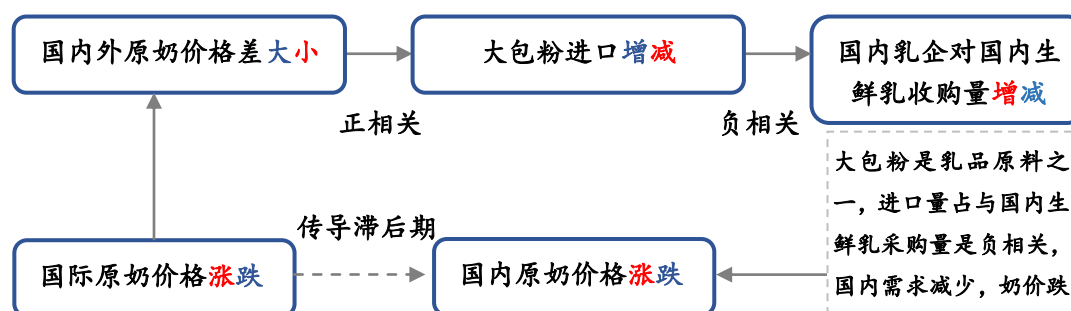
*1.16 年国内产量为荷斯坦预测数据；进口量为 1-11 月海关总署数据+12 月预测

*2.14、15 年为中国国家统计局、荷斯坦的公开数据；

资料来源：商务部，国家统计局，荷斯坦，东吴证券研究所

国内原奶（生鲜乳）价格变动主要受国内原奶供求直接影响，与国际奶价变动具有联动效应（存在一定的滞后期）。

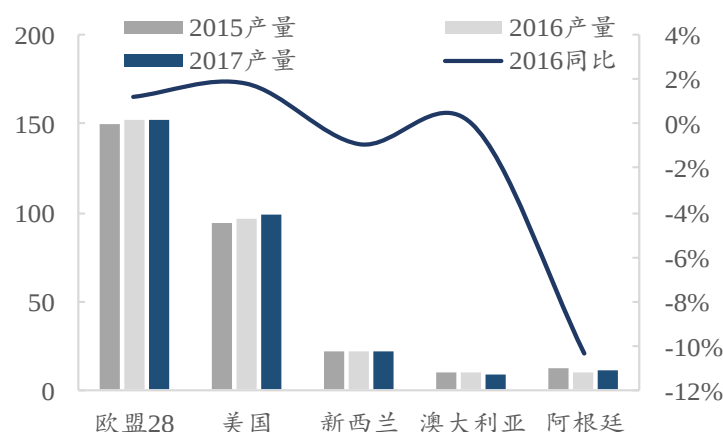
图表 3：国际奶价对国内奶价的联动效应示意图



资料来源：Euromonitor，东吴证券研究所估算

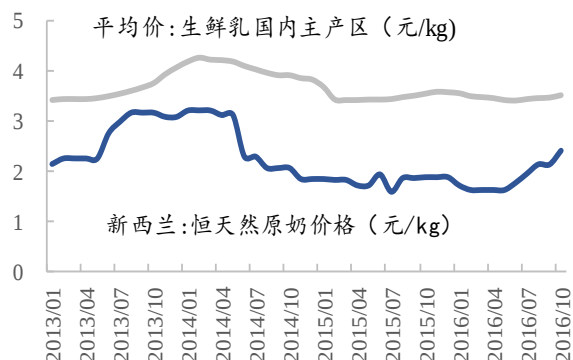
国内原奶价格变动看全球，全球奶价看新西兰。全球供给增速放缓：荷斯坦预计 2017 年全球供给微增 1%。原奶主产国澳大利亚减产趋势确定。中外奶价差长期存在，成本倒挂明显：中国与新西兰的原奶价差在 13 年后逐步扩大，在 0.5~1.5 元/kg 间波动，16 年下半年新西兰原奶提价后，价差减小到 1 元/kg 左右。

图表 4：2015~2017 年奶源国牛奶产量（百万吨）及同比



资料来源：荷斯坦数据整理，东吴证券研究所

图表 5：国内生鲜乳和新西兰原奶价格差较大



资料来源：国家统计局，东吴证券研究所

全球需求端：预计中国进口原奶和奶粉 17 年小幅回升，东南亚国家进口增加，俄罗斯进口量观望。新西兰奶价自 2016 年下半年快速回升，本轮奶价上涨是供给端调整带动，我们预计 2017 年国际奶价温和上涨。

价格端：综合考虑国内原奶供求和国际奶价变动的联动效应，我们预计 17 年国内原奶价格温和上涨。

3. 定增落地，产品结构升级可期

2016 年 12 月定增落地，五家发行对象共认购 2947 万股人民币普通股 (A 股)，募集资金总额 38869 万元，约 96% 比例资金用于低温乳品改扩建及冷链物流建设项目。目前常温乳制品仍是收入主力，低温乳制品占比逐年提升。常温产品收入占比由 2014 年的 88.4% 降至 1H2016 的 78.1%，低温乳制品占比由 2014 年的 8% 攀升至 1H2016 的 17%。

3.1. 科迪定增落地，低温乳制品受益

2016 年 12 月定增落地，五家发行对象（太阳雨控股集团有限公司、北信瑞丰基金管理有限公司、北京财智联合理财顾问有限公司、鹏华资产管理有限公司和上海小村资产管理有限公司）共认购 2947 万股人民币普通股 (A 股)，募集资金总额为 38869 万元，除权价 13.2 元/股，锁定期 1 年。

图表 6：定增认购对象、认购数量及限售情况

序号	发行对象	获配对象	获配股数 (万股)	锁定期 (月)	解禁日期
1	鹏华资产管理有限公司	鹏华资产小村产业升级 1 号资产管理计划	1176	12	2017/12/28
2	太阳雨控股集团有限公司	太阳雨控股集团有限公司	884	12	2017/12/28
3	北京财智联合理财顾问有限公司	财智多策略成长一期基金	379	12	2017/12/28
4	上海小村资产管理有限公司	小村产业升级私募投资 10	295	12	2017/12/28

		号基金			
5	北信瑞丰基金管理有限公司	北信瑞丰-定增稳利锦绣 5 号资产管理计划	151	12	2017/12/28
		北信瑞丰基金百瑞 11 号资产管理计划	60	12	2017/12/28
合计			2945	12	2017/12/28

数据来源：上市公司公告，东吴证券研究所

募集资金有两方面用途：1、**35199 万元（约占 96%）用于低温乳品改扩建及冷链物流建设项目。**建成后，公司低温乳制品日产能将突破瓶颈达到 340 吨，能够加快产品结构升级，快速提高公司低温产品在豫、鲁、苏、皖等公司主要市场的铺货率和占有率。2、另 3670 万元用于偿还银行借款，有利于改善公司资本结构，提升公司抗风险能力。

图表 7：定增募集资金使用计划

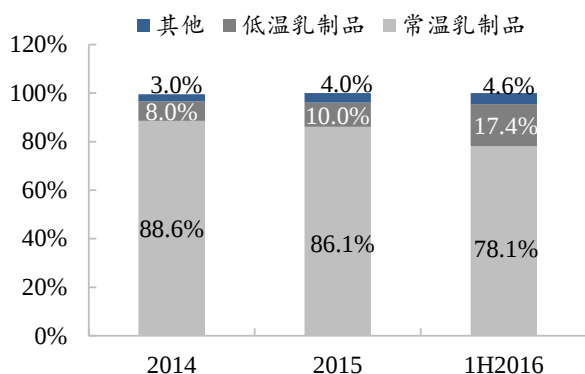
序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入金额（万元）
1	低温乳品改扩建及冷链物流建设项目	47427	35199
2	偿还银行贷款	5000	3670
合计		52427	38869

数据来源：上市公司公告，东吴证券研究所

3.2. 产品结构不断升级——低温乳制品占比逐年扩大

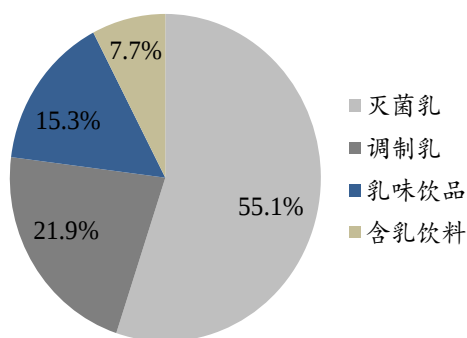
公司产品结构不断升级。目前主要从事的常温乳制品业务收入占比由 2014 年的 88.4%降至 1H2016 的 78.1%。常温乳品可细分为灭菌乳、调制乳、乳味饮品和含乳饮料，其中灭菌乳营收占比 55%左右，处绝对主导地位。低温乳制品占比由 2014 年的 8.0%攀升至 1H2016 的 17.4%。

图表 8：科迪产品结构占比变化



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

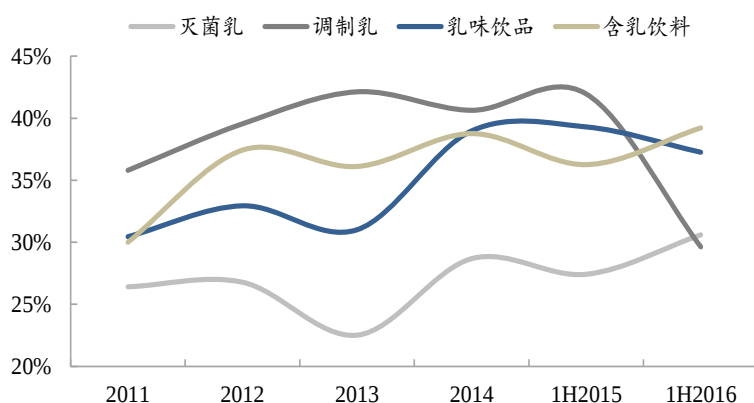
图表 9：1H2016 科迪常温系产品营收占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

常温乳中调制乳毛利率较高，盈利能力最强。公司近几年集中精力战略性地减少了含乳饮料和乳味饮品的份额，扩大灭菌乳的生产和销售，保证了灭菌乳和调制乳的快速增长。

图表 10：科迪常温系列产品:调制乳毛利率较高

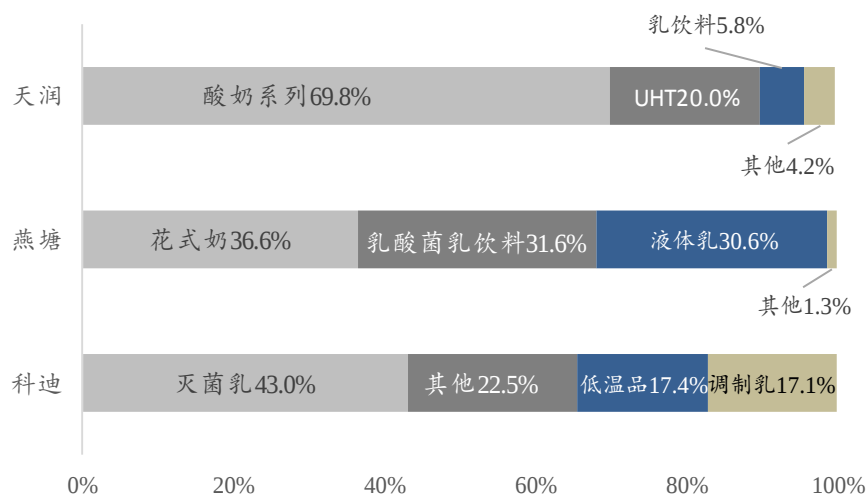


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

3.3. 与可比公司产品结构对比

同为区域龙头乳企的典型代表，**燕塘乳业**：割据在以广东为大本营的华南区域，形成了以巴氏奶+养生食膳系列产品为优势产品，常温奶收入占比保持在 35%左右，乳酸菌饮料营收占比稳步提升。**天润乳业**：2014 年上市后，凭借核心单品爱克林酸奶迅速成为新疆乳业龙头。

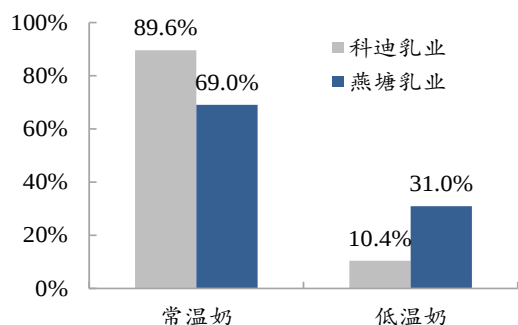
图表 11：1H2016 年可比企业主营产品收入占比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

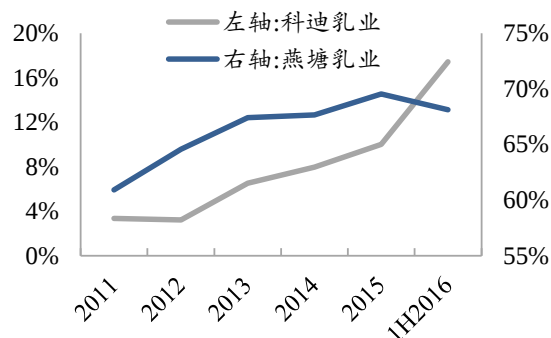
1H2016 年常温奶:低温奶(科迪 9:1、燕塘 7:3)。低温巴氏奶是燕塘优势产品，燕塘所处广东区域，冷链和消费能力都优于科迪，广东高温天气居多，燕塘低温产品占比高。

图表 12: 1H2016 年科迪、燕塘产品营收占比



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 13: 科迪、燕塘低温产品占比变化



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

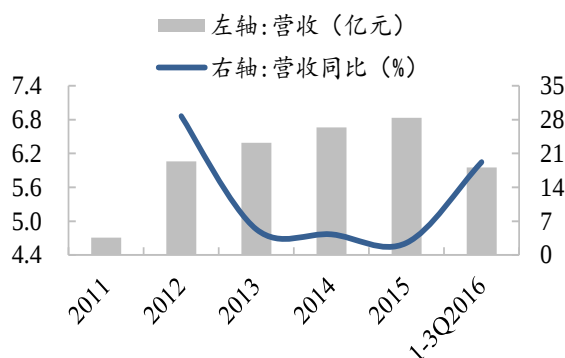
4. 科迪盈利能力仍有改善空间

4.1. 与可比公司收入、利润端对比: 科迪业绩相对平稳

科迪 vs 燕塘: 1-3Q2016 燕塘收入高出科迪 36.0%, 净利润差距相对较小, 主要源于科迪高净利率推动净利润提升。**科迪 vs 天润:** 近几年天润营收和净利波动幅度较大, 科迪业绩发展相对稳定。

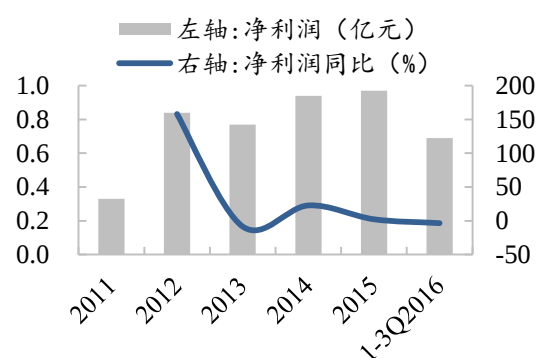
科迪: 1-3Q2016 营收增速高达 19.2%, 1-3Q2016 净利润同比-3.4%, 公司加大营销推广力度致三费同比攀升。2015 年实现营业收入 6.8 亿元, 同比+2.5%, 连续 5 年保持正增长。

图表 14: 1-3Q2016 科迪营收同比+19.2%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 15: 1-3Q2016 科迪净利同比-3.4%

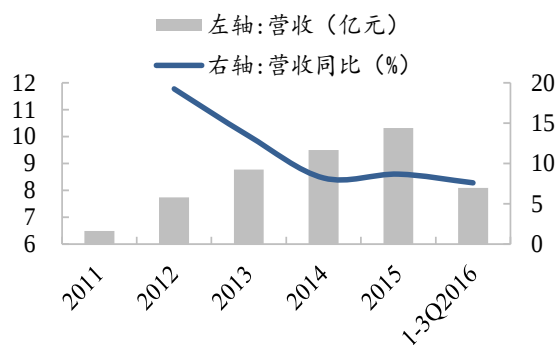


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

燕塘: 1-3Q2016 实现营收 8.1 亿元, 同比+7.6%, 净利润 0.9 亿元, 同比+11.3%。在营收方面高出科迪 36.0%, 但净利润方面差距较小, 主要源于**科迪净利率较高, 推动净利润提升**。

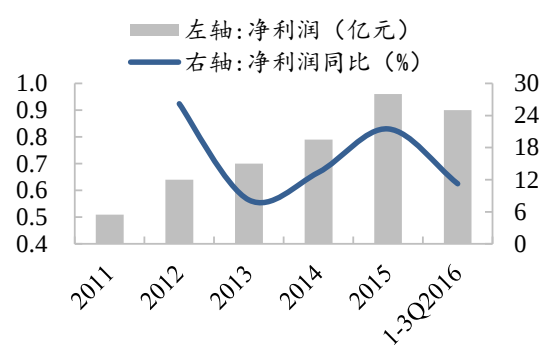
天润: 1-3Q2016 实现营业收入 6.5 亿元, 同比+53.9%, 净利润 0.8 亿元, 同比+108.5%, 营收和净利波动幅度过大。**科迪近几年持续进行业务探索, 业绩发展相对稳定。**

图表 16: 1-3Q2016 燕塘营收同比+7.6%



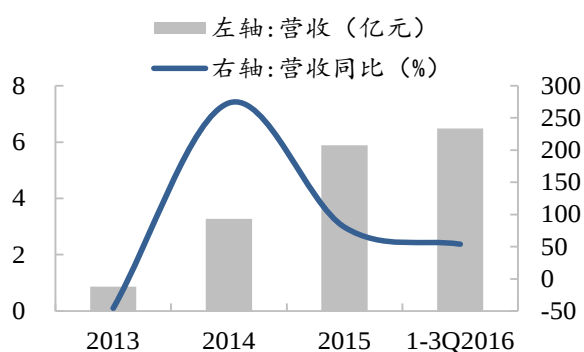
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 17: 1-3Q2016 燕塘净利同比+11.3%



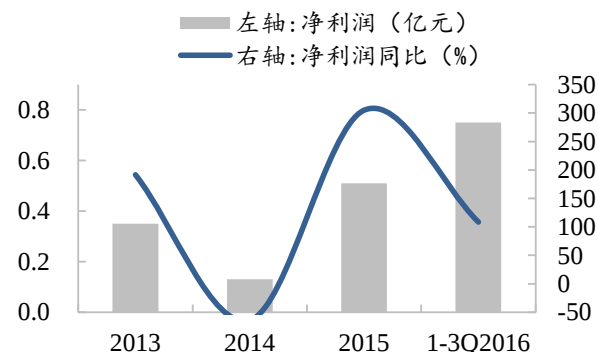
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 18: 天润营收增速最高/最低:273.2%/-45.6%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 19: 天润净利增速最高/最低:304.9%/-64.0%

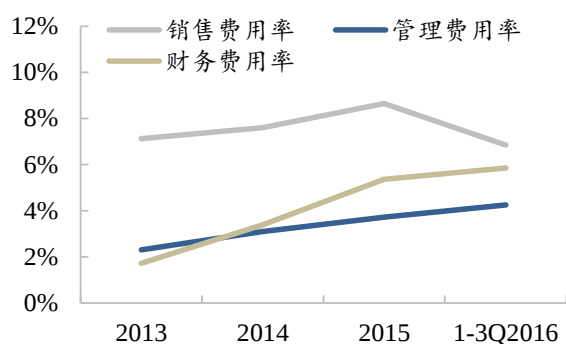


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4.2. 与可比公司费用端对比: 科迪销售费用率持续较低, 管理费用率相对稳定

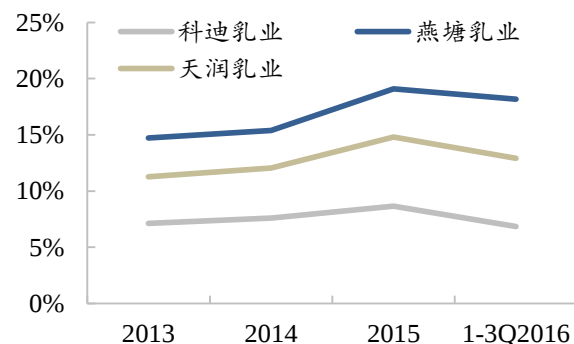
费用率方面: 科迪销售费用率持续较低, 管理费用率相对稳定, 1-3Q2016 年两项费用合计 11.1% < 同期燕塘 23.5%、天润 18.1%。相较于燕塘和天润每年两位数的销售费用率, 科迪始终维持在 7% 左右。科迪管理费用率稳定在 3.5% 左右。

图表 20: 科迪乳业三项费用率



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

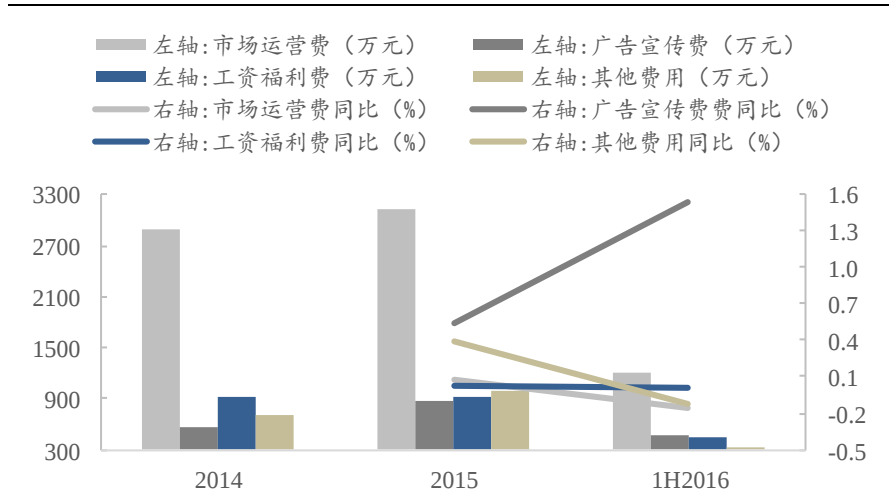
图表 21: 与可比公司销售费用率对比



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

科迪销售费用：市场运营费用占比最大，近两年占比保持在 50% 左右。**广告宣传费增速最快**，1H2016 同比 154.4%，原因在于公司持续加大产品推广力度以提高市占率和铺货率。

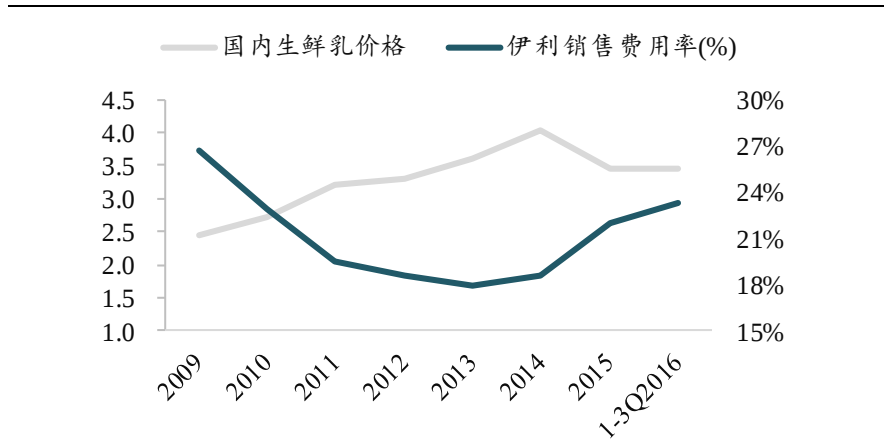
图表 22：科迪销售费用主要拆分项列示



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

科迪等乳企销售费用率有望受益于 2017 年奶价温和上涨。以行业龙头乳企伊利为标杆分析，奶价与乳企销售费用率的关系：**奶价下跌一般伴随行业主动和被动竞争的加剧，与费用率呈现较强负相关**。我们已预测 2017 年奶价温和上涨，科迪等乳企销售费用率有望下降。

图表 23：奶价变动与乳企销售费用率负相关性较强



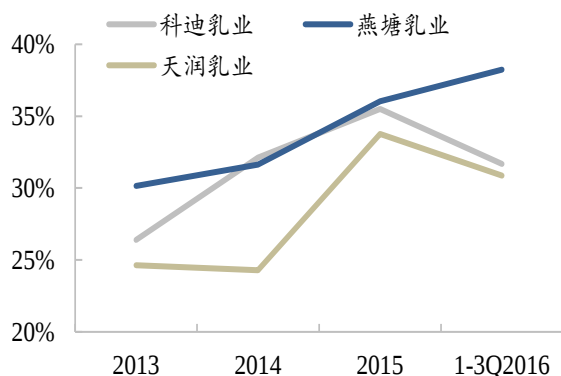
资料来源：荷斯坦，Wind 资讯，东吴证券研究所

4.3. 与可比公司毛利率对比:科迪连续三年+30.0%以上

科迪：毛利率，1-3Q2016 为 31.7%，连续三年保持在 30.0% 以上，波动幅度较小。净利率，近三年持续+10% 以上，受高财务费用率的拖累，1-3Q2016 降为 11.6%，略高于燕塘 11.0%，略低于天润 12.3%。**天润**：毛利率，近三年有所改善，但仍持续低于科迪。净利率，2014 年陡降至 5.6%，源于营销力度加大致销售费用攀升 299%，近两年逐步提升，1-3Q2016 已达 12.3%。**燕塘**：毛利率，持续提升，1-3Q2016 高达 38.2%。净利率，

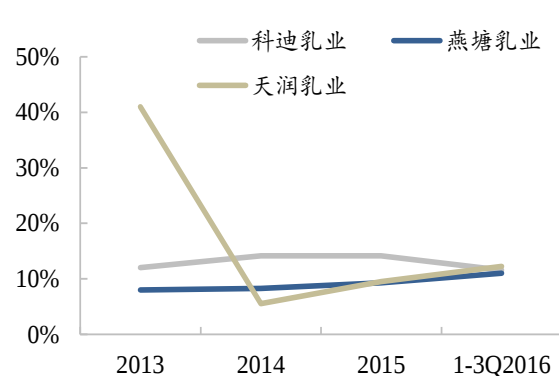
受高销售费用率的拖累，1-3Q2016 仅为 11.0%。

图表 24：与可比公司毛利率对比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 25：与可比公司净利率对比

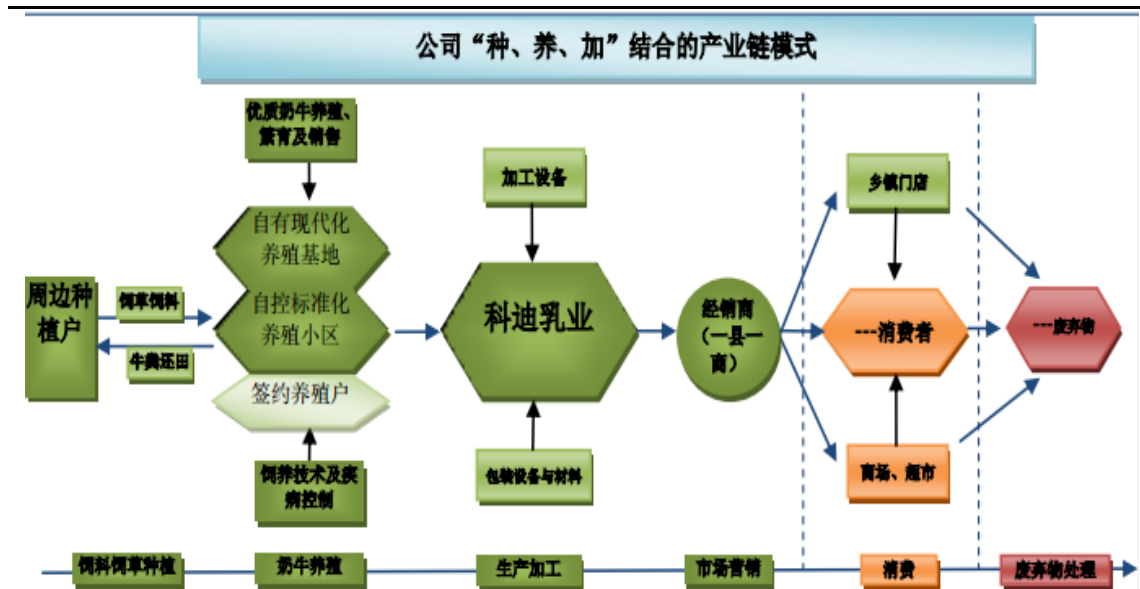


资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

5. 产业链独特+布局思路清晰+营销网络完善

产业链独特：进行纵向资源整合，采用“种、养、加”结合的产业链模式。区别于“公司+基地+农户”的传统生产经营模式，公司饲草饲料种植、奶牛养殖和乳制品加工实现一体化。目前拥有自有现代化奶牛养殖基地 2 个、自控标准化奶牛养殖小区 21 个，提高了公司对生产环节的掌控力+保障公司成本的平稳性+降低可能的食品安全风险。

图表 26：科迪乳业“种、养、加”结合的产业链模式

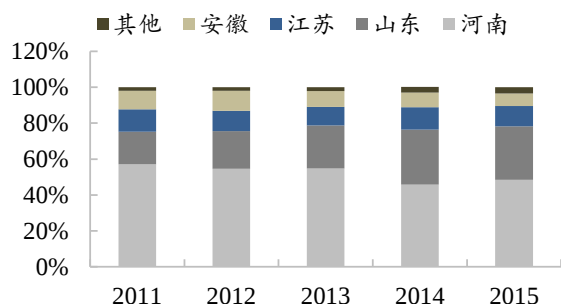


资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

布局思路清晰+营销网络完善：实行渠道下沉和城市拉动双线推进。

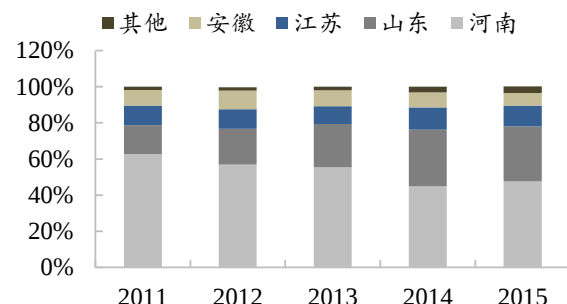
1) 重点发展四线城市及以下市场，并适时推进三线市场。公司依靠区域做大做强战略，与全国性龙头企业错位竞争，对利基市场精耕细作，主要销售区域覆盖 400 公里范围内的豫鲁苏皖四省，深耕河南本土，并逐渐向河北、湖北等市场拓展。

图表 27: 2015 年科迪营业收入地区占比: 河南 48.4%、山东 29.9%、江苏 11.3%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

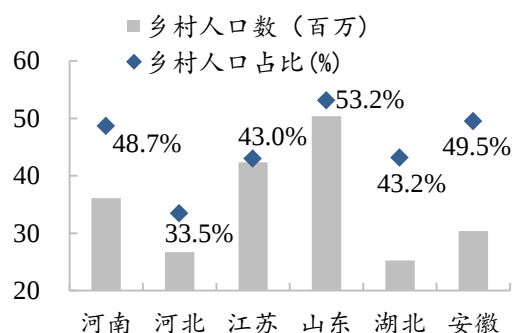
图表 28: 2015 年科迪营业支出地区占比: 河南 47.6%、山东 30.5%、江苏 11.4%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

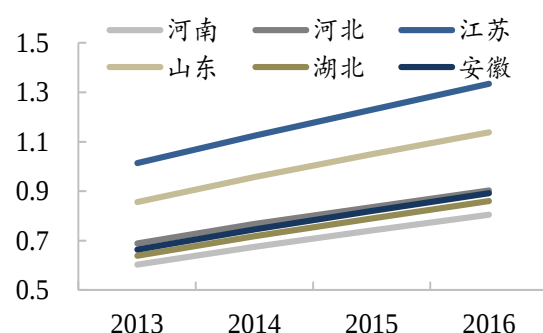
截至 2014 年末, 公司在区域内每个乡镇市场建 3-5 家农村渠道终端店, 根据国家统计局各省份乡镇个数推算, 豫鲁苏皖四省乡镇终端个数约为 2.1-3.5 万个。受益国家一系列惠农政策红利, 农村人口基数大+农村居民消费水平大幅提高+营养意识和膳食结构逐步改善, 乳制品消费在农村市场拥有巨大市场潜力。

图表 29: 2015 销售覆盖区域总人口 4.7 亿, 其中农村人口 2.1 亿 (占比 45.2%)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 30: 销售覆盖区域农村常住居民人均可支配收入 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2) 根据销售区域市场特点, 采用“一县一商”的经销商模式。几乎零广告宣传, 省去多级批发产生的销售和市场费用, 增加了经销商的利润, 缩短了铺货期和货架期。截至 2014 年年底, 公司共发展经销商 270 家, 终端网点 99055 个。

3) 城市拉动。联合经销商在重点城市建立科迪乳业工厂店网络, 主要布局在大型社区、学校和医院等人口密集地段, 直接投放公司产品。

4) 布局电商。公司 2014 年进驻电商平台, 与阿里巴巴、天猫商城、淘宝网等多家知名电商战略合作, 布局线上与线下、网络与实体相结合的营销模式。

图表 31：与可比公司营销网络对比

公司名称	布局区域	营销模式
科迪乳业	主要覆盖豫鲁苏皖四省，深耕河南，逐渐向河北、湖北等市场拓展	“一县一商”经销商
燕塘乳业	深耕广东、放眼华南、迈向全国，以广州市为大本营，向东西两翼展开	经销为主、直销为辅
天润乳业	以乌鲁木齐、北疆为主要营销区域，并向南疆、内地扩展，华南市场为主要突破口	深度分销+直销

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

燕塘乳业：五大销售通路——经销+商超+机团+送奶服务部+专营店实现的销售收入依次递减，重点发展的产品专营店+送奶到户产生了较大的渠道壁垒，但也推升了销售费用。公司拥有完善封闭的冷链体系，但是三四线城市的消费水平会加大燕塘冷链物流的成本。

天润乳业：有意将打开华东市场做为迈向全国的第一步。将与科迪乳业在华东区域，特别是江苏省内狭路相逢。目前科迪在商丘、徐州、宿迁、邳州、临沂等江苏三线城市拥有较为稳定的消费群体，在抢占市场份额方面先具优势。

6. 外延并购预期强

乳业行业进入到区域乳企加速整合的阶段，食品安全重视程度提升导致的制造标准更加严格，以及成本波动和费用高企让中小企业无法生存，加速退出市场，上市公司收购的资本优势明显。2015 年 12 月，科迪以总对价 1.8 亿人民币收购洛阳巨尔乳业 100% 股权。

图表 32：乳企近期收购案例

公告日期	收购主体	目标公司	收购股权份额
2016.12.30	新希望	本香农业	70%
2016.10.26	三元股份	唐山三元	70%
2016.10.21	贝因美	Darnum	51%
2016.10.22	伊利股份	中国圣牧	37%

数据来源：公开资料整理，Wind 资讯，东吴证券研究所

7. 盈利预测及投资建议

目前市场主要集中在豫鲁苏皖四省，未来公司将：利用定增募集资金扩大低温乳制品产能，深耕河南本土，并逐渐向河北、湖北等市场拓展。公司灭菌乳和调制乳等高毛利率产品占比不断提高，同时收购巨尔乳业之后，协同效应有望使公司 17 年业绩稳步提升。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.18/0.24/0.30 元，对应 2017 年 PE44.5X，暂不评级。

图表 33：可比公司估值

公司	最新价格 (元)	EPS			PE			净利润复合增速
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2015A-2018E
科迪乳业	10.8	0.18	0.21	0.25	62.3	55.6	46.6	13.5%
燕塘乳业	34.4	0.61	0.65	0.76	63.2	59.8	51.3	12.0%
天润乳业	51.7	1.13	1.70	2.11	49.3	32.8	26.4	56.0%
皇氏集团	13.0	0.45	0.60	0.77	32.2	23.7	18.6	51.8%
贝因美	12.9	-0.24	0.11	0.24	-54.2	118.7	54.8	32.7%
三元股份	7.8	0.15	0.15	0.18	54.2	54.5	45.3	78.1%
伊利股份	18.2	0.91	1.06	1.22	19.1	16.3	14.2	17.0%
蒙牛乳业	14.8	0.22	0.68	0.78	58.1	19.1	16.6	8.8%
平均值					36.8	49.0	35.6	

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

8. 风险提示

食品安全风险，原材料价格波动，区域竞争加剧。

图表 34：科迪乳业三年预测财务报表

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	792.8	897.6	966.7	1133.2	营业收入	683.1	797.4	957.7	1194.8
现金	603.1	673.9	700.0	800.0	营业成本	440.6	535.7	625.5	784.4
应收款项	67.4	78.6	94.4	117.8	营业税金及附加	3.1	4.0	4.8	6.0
存货	46.4	56.4	65.9	82.6	营业费用	59.1	69.0	81.4	89.6
其他	75.9	88.6	106.4	132.8	管理费用	25.4	29.7	35.6	44.4
非流动资产	1223.6	1524.9	1952.2	2101.1	财务费用	36.7	28.0	39.2	57.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1024.3	1326.9	1755.5	1905.6	其他	-1.6	0.0	0.0	0.0
无形资产	25.9	24.6	23.3	22.0	营业利润	116.6	131.1	171.1	212.7
其他	173.4	173.4	173.4	173.4	营业外净收支	6.2	6.2	6.2	6.2
资产总计	2016.4	2422.5	2918.9	3234.3	利润总额	122.8	137.3	177.4	218.9
流动负债	841.9	837.3	1295.4	1556.5	所得税费用	26.2	31.6	37.2	46.0
短期借款	769.8	750.0	1193.3	1429.4	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	33.9	41.3	48.2	60.4	归属母公司净利润	96.7	105.7	140.1	172.9
其他	38.1	46.1	53.9	66.7	EBIT	158.0	163.0	215.1	276.4
非流动负债	78.3	49.5	20.7	-8.1	EBITDA	180.6	207.5	306.6	401.3
长期借款	23.3	23.3	23.3	23.3	重要财务与估值指标				
其他	55.0	26.2	-2.6	-31.5	每股收益(元)	0.35	0.18	0.24	0.30
负债总计	920.2	886.8	1316.0	1548.4	每股净资产(元)	4.01	2.67	2.78	2.93
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	发行在外股份(百万股)	273.4	576.0	576.0	576.0
归属母公司股东权益	1096.2	1535.6	1602.9	1685.9	ROIC(%)	8.2%	5.9%	6.5%	7.2%
负债和股东权益总计	2016.4	2422.5	2918.9	3234.3	ROE(%)	8.8%	6.9%	8.7%	10.3%
现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	35.5%	32.8%	34.7%	34.3%
经营活动现金流	172.2	111.0	179.7	230.2	EBIT Margin(%)	23.1%	20.4%	22.5%	23.1%
投资活动现金流	-147.4	-354.2	-524.1	-276.4	销售净利率(%)	14.2%	13.3%	14.6%	14.5%
筹资活动现金流	490.6	313.9	370.4	146.2	资产负债率(%)	45.6%	36.6%	45.1%	47.9%
现金净增加额	515.4	70.8	26.1	100.0	收入增长率(%)	2.5%	16.7%	20.1%	24.8%
折旧和摊销	22.6	44.4	91.5	124.9	净利润增长率(%)	2.3%	9.4%	32.5%	23.4%
资本开支	-201.1	-354.2	-524.1	-276.4	P/E	30.63	59.00	44.52	36.07
营运资本变动	-92.9	-39.1	-51.8	-67.6	P/B	2.70	1.93	1.85	1.76
企业自由现金流	-114.1	-223.3	-314.5	-0.8	EV/EBITDA	21.49	18.55	13.95	11.24

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

