

食品饮料

2017年03月02日

桂发祥 (002820)

——差异化产品深耕天津，休闲化产品布局全国

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据：2017年02月28日

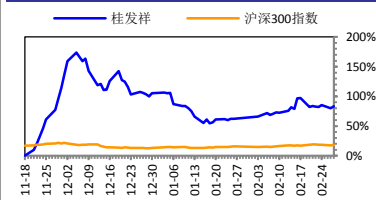
收盘价(元)	43.72
一年内最高/最低(元)	68.19/16.6
市净率	8.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1399
上证指数/深证成指	3241.73/10391.34

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	4.99
资产负债率%	26.39
总股本/流通A股(百万)	128/32
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com
潘璠 A0230516040001
panfan@swsresearch.com

联系人

潘璠
(8621)23297818×010-66500571
panfan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **投资建议及盈利预测。**公司将依托持续增长的休闲食品市场，加大对新产品研发的投入，增强核心技术优势，实现“市场引领、品牌扩张、科技支撑、资本主推、深耕天津、辐射全国”的发展规划。我们看好公司用差异化产品深耕天津，用休闲化产品布局全国的战略，预计公司2016-2018年EPS为0.72、0.81、0.94元/股，对应PE为61、54、47倍。参考同类上市公司洽洽食品、盐津铺子、好想你、麦趣尔、来伊份、元祖股份、煌上煌、周黑鸭，2017年3月1日的平均PE(TTM)为86倍。Wind一致预期中值2016年的平均PE为75倍，2017年的平均PE为48倍，算数平均值为70倍。由于公司受制于产能瓶颈收入4年没有增长，随着募投资金到位新建产能陆续开始投产，预计今后三年投产比例25%/75%/100%，公司年收入增速超过20%，考虑新生产线转固及人员的增加，前期利润增速可能小于收入增速，随着新生产线满产，公司净利润率将得到提升，我们认为公司合理估值为70-75倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **公司以麻花销售为主，集中在天津地区。**公司主要生产以十八街麻花为代表的传统特色休闲食品，以及糕点、面包、甘栗、果仁等其他休闲食品，共计100多种产品，其中生产麻花品种六大系列50余款。麻花是公司核心产品，收入占比超过70%，天津地区销售收入占比超过96%，公司以直营为主（门店44家，收入占比64%），普通经销商、商超、电商等为辅，2013-2016年公司营业收入在4.6亿左右，并略微下滑，主要受制于公司产能瓶颈。公司控股股东桂发祥集团持有43.80%股权，实际控制人为天津市河西区国资委。
- **休闲食品行业持续高景气度。**2014年国内休闲食品市场规模达到3875亿元，同比增长23.66%。而2004-2014十年间休闲食品行业规模平均复合增长率高达21.78%。麻花市场规模持续增长，2000年我国麻花市场规模11.57亿元，2011年达到33.66亿元，CAGR达10.19%，预计2016年达到60亿。麻花市场“南北格局”逐步显现，目前麻花市场形成由八大城市组成的四大核心区域，其中京津沪市场规模约占40%。
- **公司募投项目解决产能瓶颈提振公司业绩。**公司以16.6元/股的价格发行3200万股，募集资金5.3亿元，资金投资于空港经济区生产基地建设项目2.87亿元，营销网络建设项目3757万元，偿还银行贷款和补充营运资金1.6亿元。其中空港项目麻花产能由4583吨增加到10400吨，糕点及节令食品产能由633吨增加到113.95吨。空港项目建设期3年，实现达产产能25%的5年有望给公司营业收入带来的增量分别是1.46/4.4/5.8/6.3/6.3亿，净利润带来的增量分别是2201/6913/8974/10554/10004万。
- **股价表现的催化剂。**随着空港基地产能释放，公司收入同步增长。
- **核心假设风险。**收入增速不达预期，食品安全问题。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	457	362	461	556	693
同比增长率(%)	-0.66	0.12	0.84	20.61	24.64
净利润(百万元)	94	77	92	104	120
同比增长率(%)	8.72	-1.98	-2.17	13.04	15.38
每股收益(元/股)	0.98	0.81	0.72	0.81	0.94
毛利率(%)	53.2	51.9	53.3	53.2	53.0
ROE(%)	21.8	16.2	17.6	16.6	16.1
市盈率	45		61	54	47

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司将依托持续增长的休闲食品市场，加大对新产品研发的投入，增强核心技术优势，实现“市场引领、品牌扩张、科技支撑、资本主推、深耕天津、辐射全国”的发展规划。我们看好公司用差异化产品深耕天津，用休闲化产品布局全国的战略，预计公司2016-2018年EPS为0.72、0.81、0.94元/股，对应PE为61、54、47倍。参考同类上市公司洽洽食品、盐津铺子、好想你、麦趣尔、来伊份、元祖股份、煌上煌、周黑鸭，2017年3月1日的平均PE(TTM)为86倍。Wind一致预期中值2016年的平均PE为75倍，2017年的平均PE为48倍，算数平均值为70倍。考虑公司受制于产能瓶颈收入4年没有增长，随着募投资金到位新建产能陆续开始投产，预计今后三年投产比例25%/75%/100%，公司年收入增速超过20%，由于新生产线转固及人员的增加，前期利润增速可能小于收入增速，随着新生产线满产，公司净利润率将得到提升，我们认为公司合理估值为70-75倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

考虑到公司产能瓶颈及公司募投项目达产时间，我们对公司2016-2018年营业收入主要项目增速预测如下：

麻花部分收入增速分别为——1%、25%、28%；

外采食品部分收入增速分别为——0%、10%、10%；

糕点及节令食品部分收入增速分别为——4%、10%、30%；

OEM部分收入增速分别为——0%、0%、0%。

有别于大众的认识

市场上的看法，市场上公司没有同体量的竞争对手，并且在麻花产品上拥有定价权。

我们认为，随着电商的崛起，食品行业的品牌优势越来越明显，公司“十八街”品牌优势将有利于公司全国布局战略；同时“桂发祥”“十八街”的品牌已经深入天津人民的心中，公司的差异化销售战略在天津地区是很容易被消费者所接受的，使公司深耕天津市场。随着公司募投项目产能陆续释放，公司收入有望实现高速增长。

股价表现的催化剂

随着空港基地产能释放，公司收入同步增长。

核心假设风险

收入增速不达预期，食品安全问题。

目录

1. 公司概况	6
1.1 桂发祥集团控股 44%、管理层 2011 年底完成股权激励	8
1.2 收入 96%以上来自天津.....	10
1.3 公司销售以直营门店为主.....	13
2. 休闲食品是食品板块高景气度子行业.....	15
2.1 2005-2015 年规模以上食品制造企业收入 CAGR 近 20%.....	15
2.2 2004-2014 年休闲食品行业年产值 CAGR 为 16.7%.....	16
2.3 预计 2016 年我国麻花市场规模达到 60 亿元，并逐步显现“南北格局”	17
2.4 麻花行业销售渠道多元化、行业覆盖面广	19
3. 募投项目解决产能瓶颈，带来业绩增长	20
3.1 空港经济区生产基地增加 5000 吨产能	20
3.2 营销网络建设有助公司从区域性公司走向全国	22
3.3 偿还贷款公司资产负债率下降、补充流动资金.....	24
4. 投资建议及盈利预测.....	25
4.1 盈利预测.....	25
4.2 投资策略.....	26

图表目录

图 1: 十八街麻花主要产品.....	6
图 2: 糕点及月饼、汤圆、粽子等节令食品	7
图 3: 其他休闲食品	7
图 4: 实际控制人为天津市河西区国资委.....	8
图 5: 2011-2016Q3 收入及增速	11
图 6: 2011-2016Q3 净利润及增速.....	11
图 7: 2011-2016Q3 毛利率、净利润率、期间费用率	11
图 8: 2011-2016H 营业收入按区域划分构成	11
图 9: 2012-2016H 天津区域实现收入及增速	11
图 10: 2012-2016H 天津以外区域收入及增速.....	11
图 11: 2011-2016H 营业收入按产品划分构成.....	12
图 12: 2012-2016H 麻花收入及增速.....	12
图 13: 2013-2016H 麻花销量及增速.....	12
图 14: 2013-2016H 麻花销售单价及增速.....	12
图 15: 2013-2016H 糕点及节令食品收入及增速	12
图 16: 2013-2016H 糕点及节令食品销量及增速	12
图 17: 2013-2016H 糕点及节令食品销售单价及增速	13
图 18: 2011-2016H 麻花和糕点及节令食品毛利率	13
图 19: 2013-2016H 公司产能及产能利用率	13
图 20: 2013-2016H 原材料成本占比.....	13
图 21: 桂发祥古典风格直营门店	14
图 22: 2013-2016H 公司直营门店收入占比	14
图 23: 2013-2016H 直营门店及经销商毛利率.....	14
图 24: 2013-2015 天津地区单店收入逐年上升	15
图 25: 2013-2015 天津地区门店利润总额逐年上升	15
图 26: 2013-2015 天津地区单店顾客数先升后降.....	15
图 27: 2013-2015 天津地区单店客单价逐年上升.....	15
图 28: 2005-2015 年规模以上食品制造业收入 CAGR 为 19.46%.....	16

图 29: 2002-2016 年中国休闲食品增速高于世界水平.....	16
图 30: 2016 年发达区域休闲食品人均消费 (美元)	16
图 31: 13-16 年休闲食品增速与人均可支配收入增速高度相关.....	17
图 32: 2000-2011 年麻花行业市场容量 CAGR 为 10.2%.....	17
图 33: 我国麻花市场格局	18
图 34: 空港项目建设进度表.....	21
图 35: 单个直营店的建设进度	23
图 36: 单个销售分公司的建设进度	24
图 37: 2011-2016Q3 公司资产负债率.....	25
表 1: 2011 年股权激励高管持股情况.....	9
表 2: 发行前后实际控制人不变.....	10
表 3: 公司与竞争对手的差异比较	19
表 4: 休闲食品分类及销售渠道.....	20
表 5: 募投项目及投资金额.....	20
表 6: 空港项目建设完成前后公司产能情况	21
表 7: 空港各项目建设进度.....	22
表 8: 空港项目未来 5 年净利润分析.....	22
表 9: 营销网络直营店面 19 家	23
表 10: 营销网络销售分公司 7 家.....	23
表 11: 营销网络项目建设进度	24
表 12: 与公司同类型上市公司 PE.....	26

1. 公司概况

桂发祥公司专业从事传统特色及其他休闲食品的研发、生产和销售。经过多年的发展，本公司已发展成为传统特色休闲食品行业的龙头企业，先后获得“中华老字号”、“2006年度中国食品行业十大影响力品牌”、“2012-2013年度全国食品工业优秀龙头食品企业”、“2014-2015年度中华老字号传承创新先进单位”、“2015中国特色旅游商品评选活动金奖”等荣誉称号，并成功塑造了经典的“桂发祥”、“十八街”品牌，是国家工商总局认定的“中国驰名商标”。

公司的产品包括以十八街麻花为代表的传统特色休闲食品，以及糕点、面包、甘栗、果仁等其他休闲食品，共计 100 多种产品，其中生产麻花品种六大系列 50 余款。公司主打产品为“桂发祥十八街”系列麻花，其制作技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，是我国传统特色饮食文化的代表之一。

图 1：十八街麻花主要产品

产品系列	图片
盒装麻花	
罐装麻花	
散装麻花	

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 2：糕点及月饼、汤圆、粽子等节令食品

产品	图片
粽子、汤圆	
糕点、月饼	

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 3：其他休闲食品

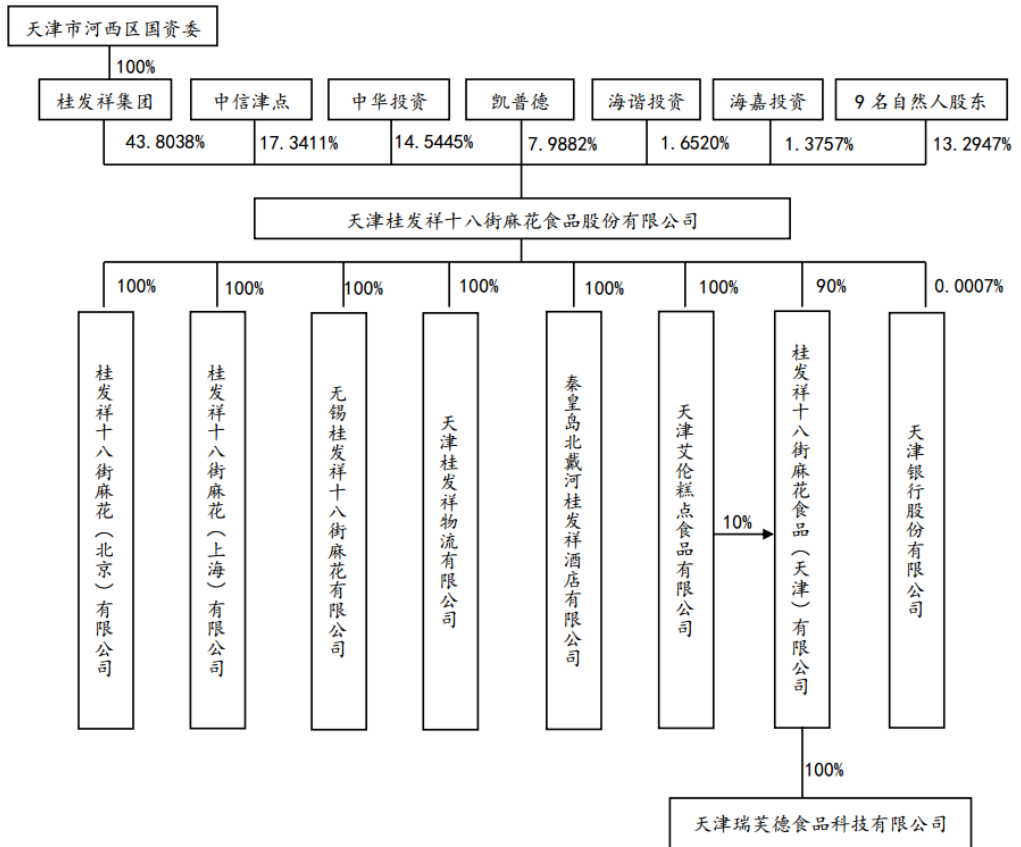
产品	图片
甘栗	
果仁及其他	

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

1.1 桂发祥集团控股 44%、管理层 2011 年底完成股权激励

公司的控股股东为桂发祥集团，持有公司 4205 万股股份，占公司总股本的 43.8%，实际控制人为天津市河西区国资委。

图 4：实际控制人为天津市河西区国资委



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2011 年 11 月 30 日，桂发祥有限董事会作出决议，通过桂发祥有限《管理层股权激励方案》，共计向激励对象增发 1,250 万元的注册资本，其中向李辉忠增发 750 万元注册资本，向王善伟和吴宏分别增发 85 万元注册资本，向李文凤和徐津生分别增发 60 万元注册资本，向李铭祥增发 40 万元注册资本，向郑海强增发 30 万元注册资本，向徐彦珍和阚莉萍分别增发 20 万元注册资本，剩余 100 万元注册资本预留给本次股权激励计划有效期内还可能授予股权的激励对象，具体人选由董事会确定。

表 1：2011 年股权激励高管持股情况

股东名称	变更前		变更后	
	金额/万元	比例	金额/万元	比例
桂发祥集团	3789.02	50.52%	3789.02	43.80%
中信津点	1500.00	20.00%	1500.00	17.34%
中华投资	1258.10	16.77%	1258.10	14.54%
凯普德	690.98	9.21%	690.98	7.99%
海谐投资	142.90	1.91%	142.90	1.65%
海嘉投资	119.00	1.59%	119.00	1.38%
李辉忠	-	-	750.00	8.67%
王善尾	-	-	85.00	0.98%
吴宏	-	-	85.00	0.98%
李文凤	-	-	60.00	0.69%
徐津生	-	-	60.00	0.69%
李铭祥	-	-	40.00	0.46%
郑海强	-	-	30.00	0.35%
徐言珍	-	-	20.00	0.23%
阚莉萍	-	-	20.00	0.23%

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司本次发行前总股为 9,600 万股，本次向社会公众开发人民币普通股 3,200 万股占发行后总股本的 25%。本次发行前后的股结构如下：其中，公司股东中信津点和中华投资均为中信资本二期基金间接持股的全资子公司。本次发行后，上述两家股东分别持有本公司 1,665 万股和 1,396 万股，占公司总股本的 13%和 11%。

表 2：发行前后实际控制人不变

股东名称/姓名	发行前		转持股份 (万股)	发行后	
	股份数量 (万股)	股权比例		股份数量 (万股)	股权比例
桂发祥集团 (SS)	4,205.16	43.80%	320	3,885.16	30.35%
中信津点	1664.74	17.34%	-	1664.74	13.01%
中华投资	1396.27	14.54%	-	1396.27	10.91%
李辉忠	832.3699	8.67%	-	832.3699	6.50%
凯普德	766.8635	7.99%	-	766.8635	5.99%
海谐投资	158.5942	1.65%	-	158.5942	1.24%
海嘉投资	132.0694	1.38%	-	132.0694	1.03%
王善伟	94.3353	0.98%	-	94.3353	0.74%
吴宏	94.3453	0.98%	-	94.3353	0.74%
李文凤	66.5896	0.69%	-	66.5896	0.52%
徐津生	66.5896	0.69%	-	66.5896	0.52%
李铭祥	44.3931	0.46%	-	44.3931	0.35%
郑海强	33.2948	0.35%	-	33.2948	0.26%
徐彦珍	22.1965	0.23%	-	22.1965	0.17%
阚莉萍	22.1965	0.23%	-	22.1965	0.17%
全国社会保障基金理事会 (SS)	-	-	-	320	2.50%
社会公众投资者	-	-	-	3,200.00	25.00%
合计	9,600.00	100.00%	320	12,800.00	100.00%

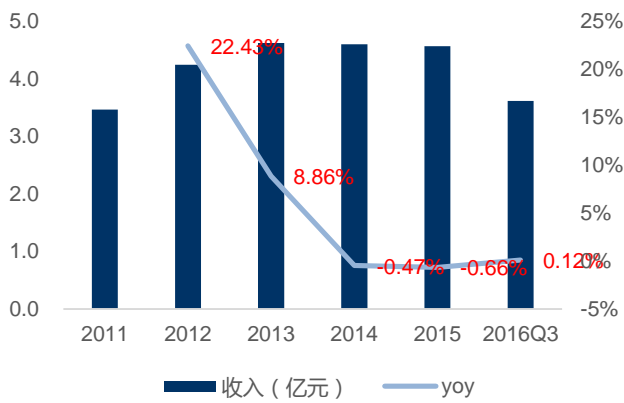
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

1.2 收入 96%以上来自天津

受制于产能瓶颈，公司 2013-2015 年实现营业收入 4.62 亿、4.6 亿、4.57 亿，同比下降 0.47%和 0.66%，其中，天津区域 2013 年、2014 年、2015 年以及 2016 年 1-6 月实现的主营业务收入分别为 44,442.70 万元、44,145.80 万元、44,144.95 万元和 23,434.95 元，分别占本公司当期主营业务收入的 96.28%、96.21%、96.75%和 97.43%。

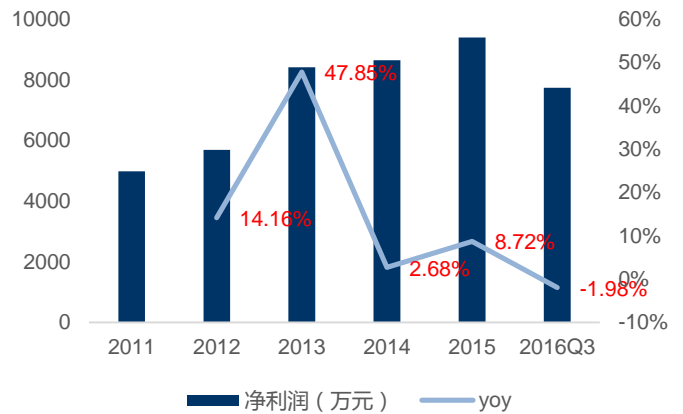
本公司主要从事传统特色及其他休闲食品的研发、生产和销售，目前主要产品包括以十八街麻花为代表的传统特色休闲食品和糕点、面包、甘栗、果仁等其他休闲食品，主要原材料包括食用油、面粉、糖、包材等。2013 年、2014 年、2015 年以及 2016 年 1-6 月，本公司主要原材料成本占营业成本的比例分别为 47.85%、44.11%、40.53%和 38.71%。

图 5: 2011-2016Q3 收入及增速



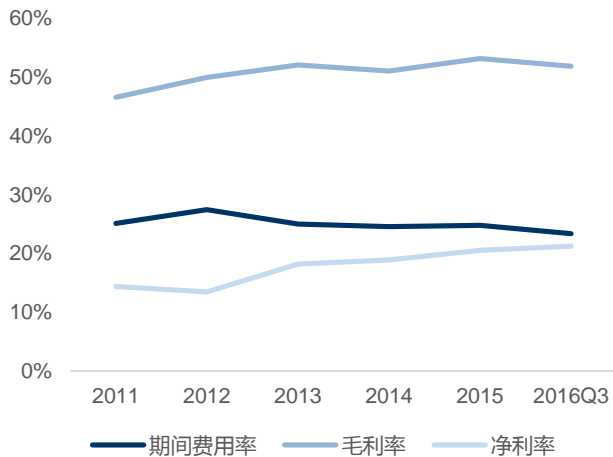
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 6: 2011-2016Q3 净利润及增速



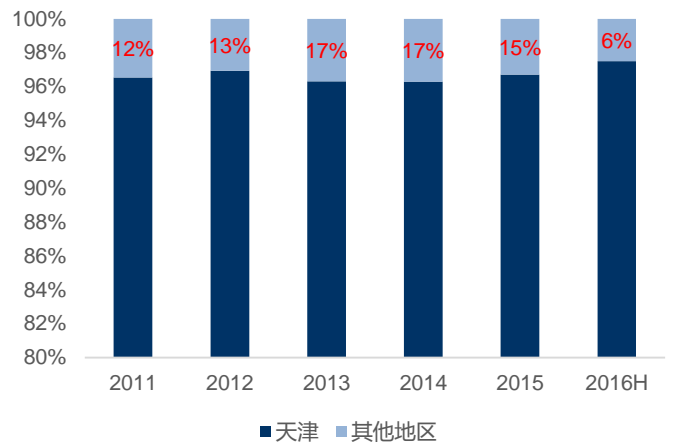
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 7: 2011-2016Q3 毛利率、净利润率、期间费用率



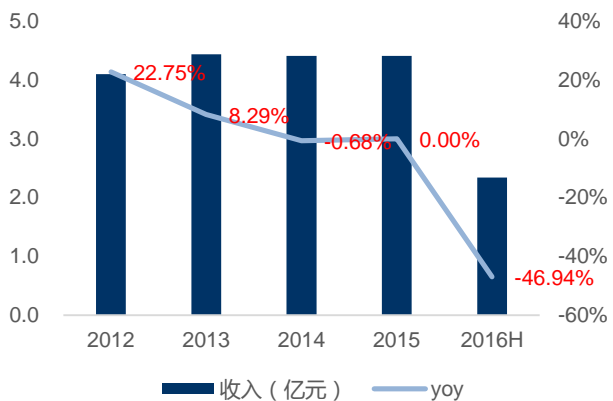
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 8: 2011-2016H 营业收入按区域划分构成



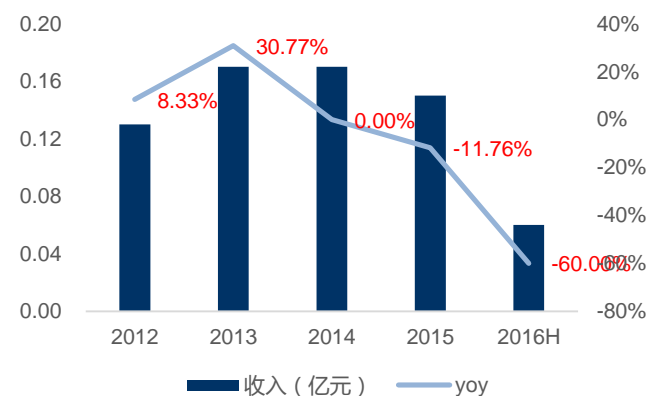
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 9: 2012-2016H 天津区域实现收入及增速



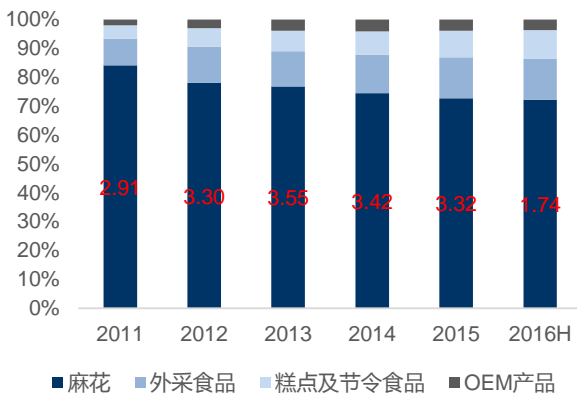
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 10: 2012-2016H 天津以外区域收入及增速



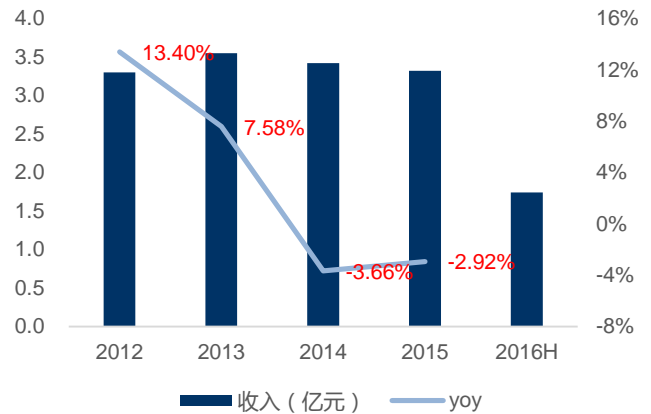
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 11: 2011-2016H 营业收入按产品划分构成



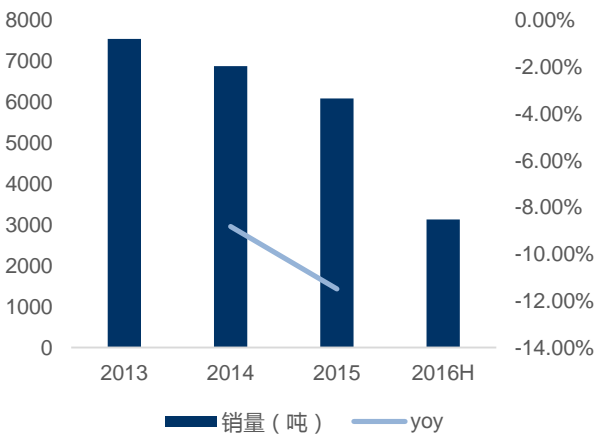
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 12: 2012-2016H 麻花收入及增速



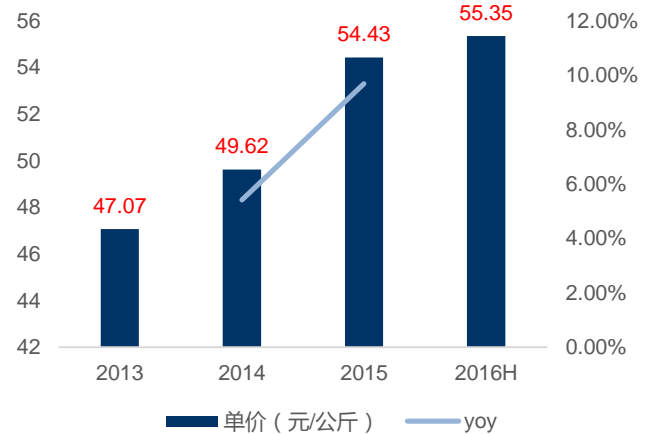
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 13: 2013-2016H 麻花销量及增速



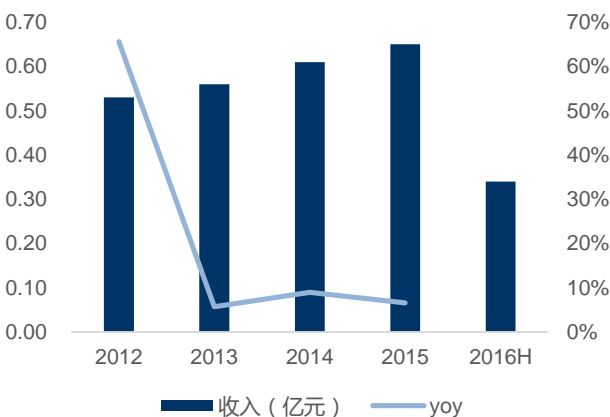
资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 14: 2013-2016H 麻花销售单价及增速



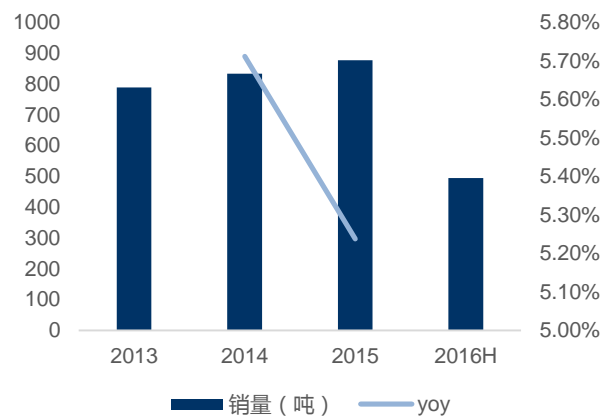
资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 15: 2013-2016H 糕点及节令食品收入及增速



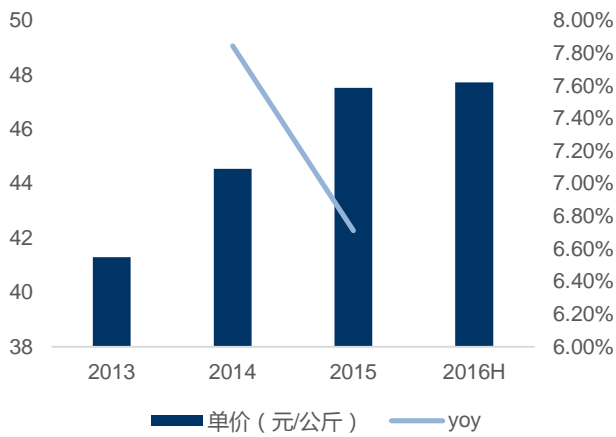
资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 16: 2013-2016H 糕点及节令食品销量及增速



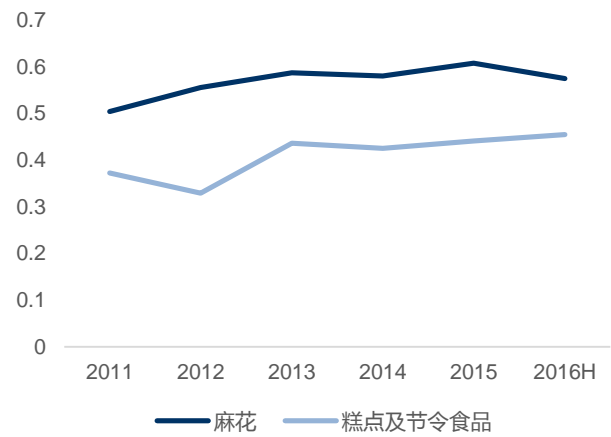
资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 17: 2013-2016H 糕点及节令食品销售单价及增速



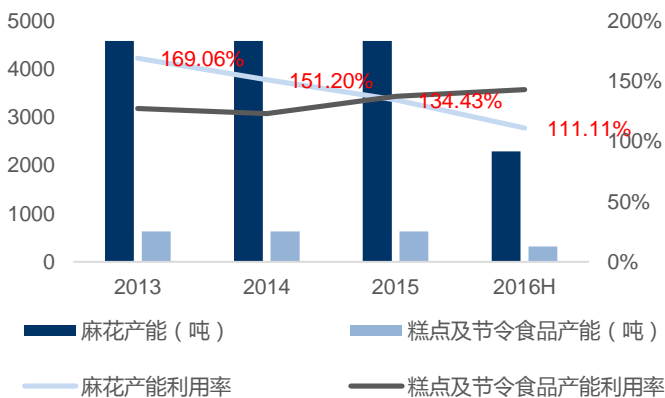
资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 18: 2011-2016H 麻花和糕点及节令食品毛利率



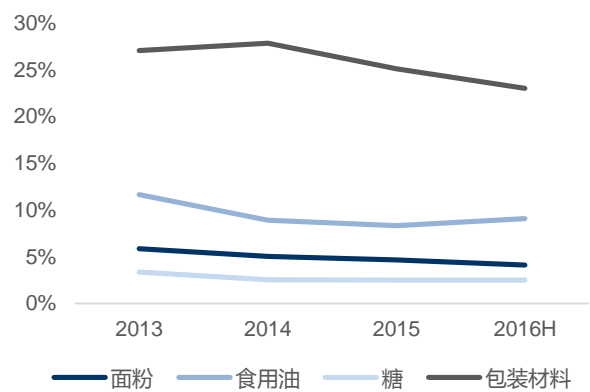
资料来源: wind, 申万宏源研究

图 19: 2013-2016H 公司产能及产能利用率



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 20: 2013-2016H 原材料成本占比



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

1.3 公司销售以直营门店为主

截至招股说明书签署日, 公司在全国有 44 家直营店, 单个直营店平均面积在 200 平方米左右, 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。

直营店是公司销售收入的主要来源, 也是公司重点建设的品牌形象展示窗口。本公司的直营店均开设于人流密集的商圈或居民区, 采用统一采购、统一配送、统一管理、统一形象的方式, 来提升公司品牌知名度及宣传麻花文化。为突显公司老字号形象, 直营店店面按古典风格设计, 体现了公司传统特色和现代工艺结合的休闲饮食文化。

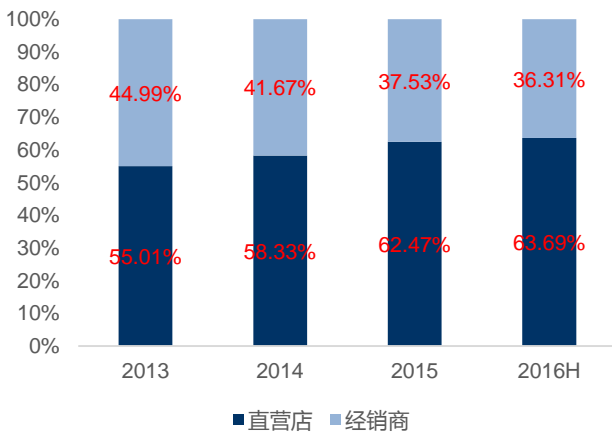
图 21: 桂发祥古典风格直营门店



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

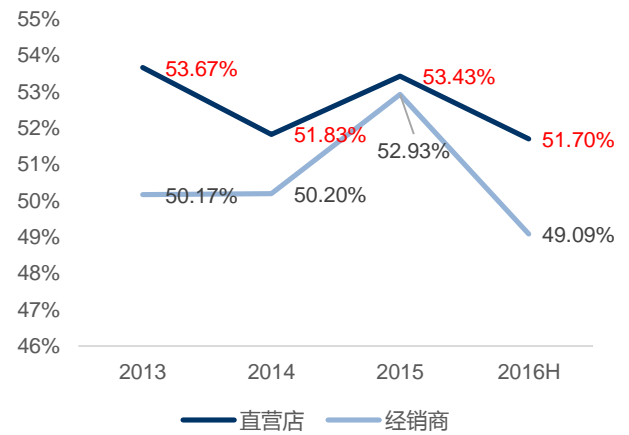
2013-2016H, 公司销售收入中直营门店占比分别为 56%、58%、62%和 64%。并且直营门店的毛利率分别为 54%、52%、53%、52%分别高于经销商的 50%、50%、53%、49%。

图 22: 2013-2016H 公司直营门店收入占比



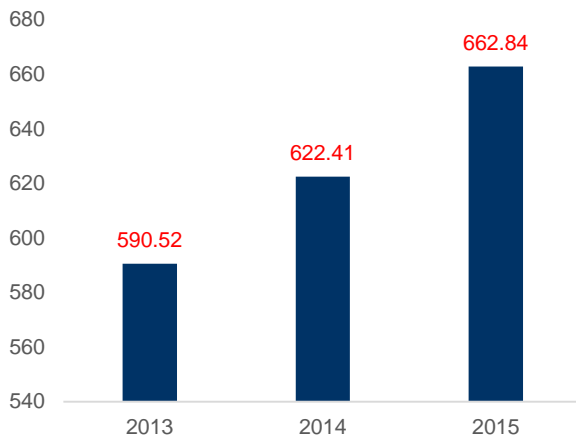
资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 23: 2013-2016H 直营门店及经销商毛利率



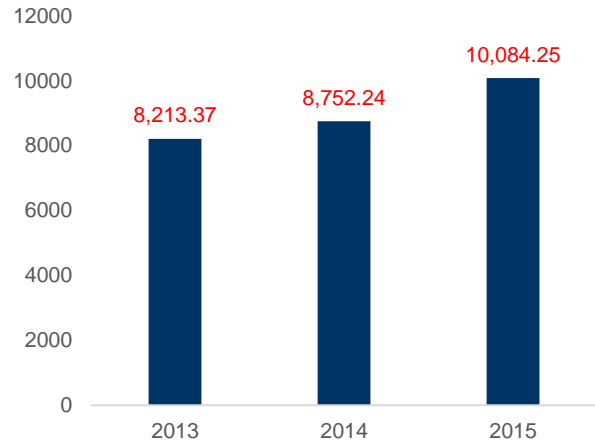
资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

图 24：2013-2015 天津地区单店收入逐年上升



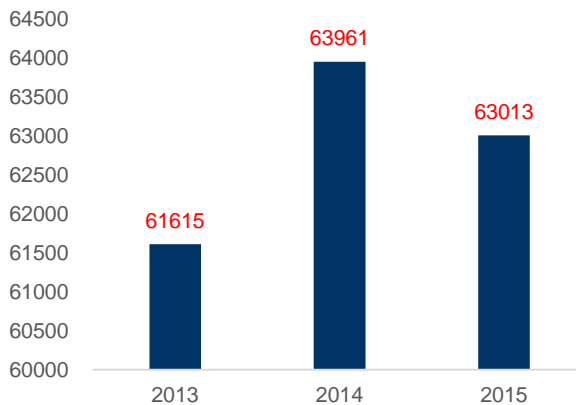
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 25：2013-2015 天津地区门店利润总额逐年上升



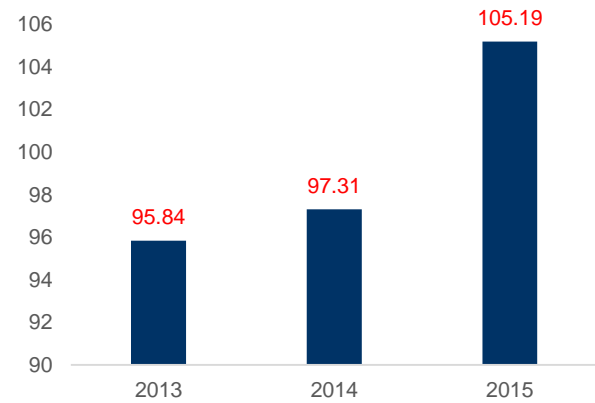
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 26：2013-2015 天津地区单店顾客数先升后降



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 27：2013-2015 天津地区单店客单价逐年上升



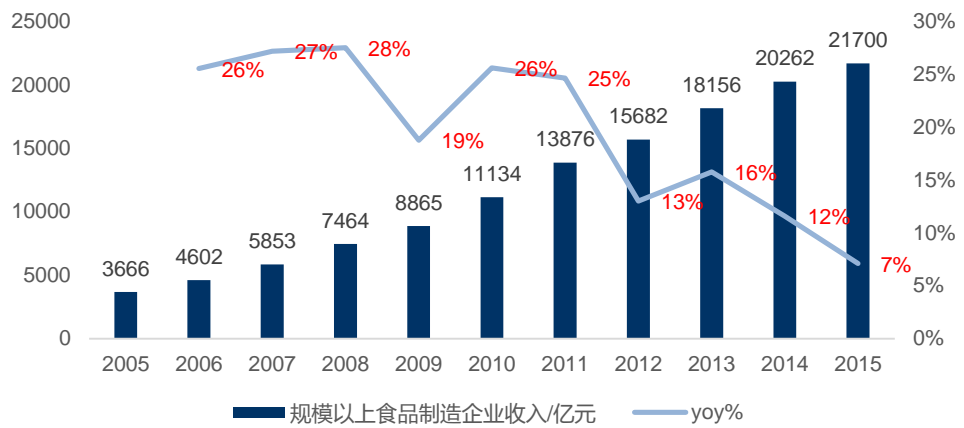
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2. 休闲食品是食品板块高景气度子行业

2.1 2005-2015 年规模以上食品制造企业收入 CAGR 近 20%

据国家统计局的数据显示，2005 年我国食品制造业规模以上工业企业主营业务收入为 3,666 亿元，到 2015 年达到了 21,700 亿元，年复合增长率为 19.46%，行业处于高速成长期。随着国民经济的快速发展，人均收入水平逐年提高，人均食品消费支出不断增加，我国食品制造业的市场规模在未来仍将保持较快的增长态势。

图 28: 2005-2015 年规模以上食品制造业收入 CAGR 为 19.46%



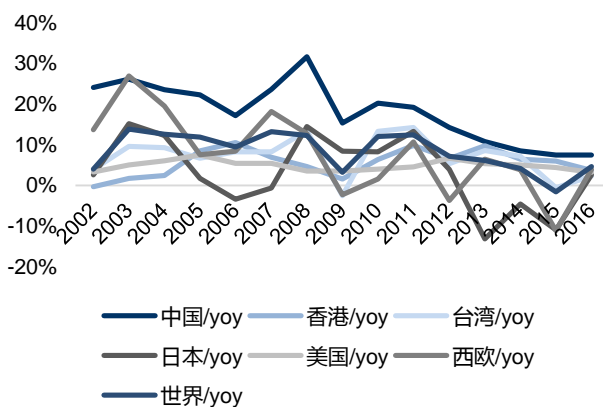
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.2 2004-2014 年休闲食品行业年产值 CAGR 为 16.7%

从我国休闲食品行业现状分析情况了解到，截止 2013 年底，全国共有规模以上休闲食品企业 1917 家，休闲食品行业资产总额为 2057.40 亿元，同比增长 18.33%。2013 年，我国休闲食品行业累计实现销售收入 3760.20 亿元，同比增长 18.12%；行业共计实现利润总额 342.98 亿元，同比增长 15.00%。可以预见，未来几年，我国休闲食品行业将迎来快速发展的黄金期。

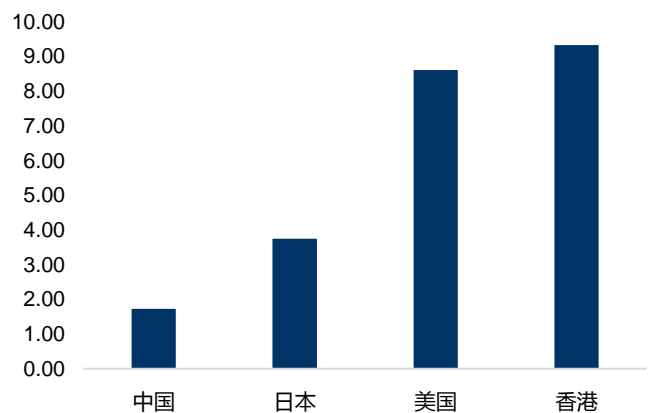
从 2004 年到 2014 年，全国休闲食品行业年产值从 1,931.38 亿元，增长到 9,050.18 亿元，10 年间净增长 7,118.80 亿元，年均复合增长为 16.70%，7 预计 2016 年将达到 12,325.34 亿元。

图 29: 2002-2016 年中国休闲食品增速高于世界水平



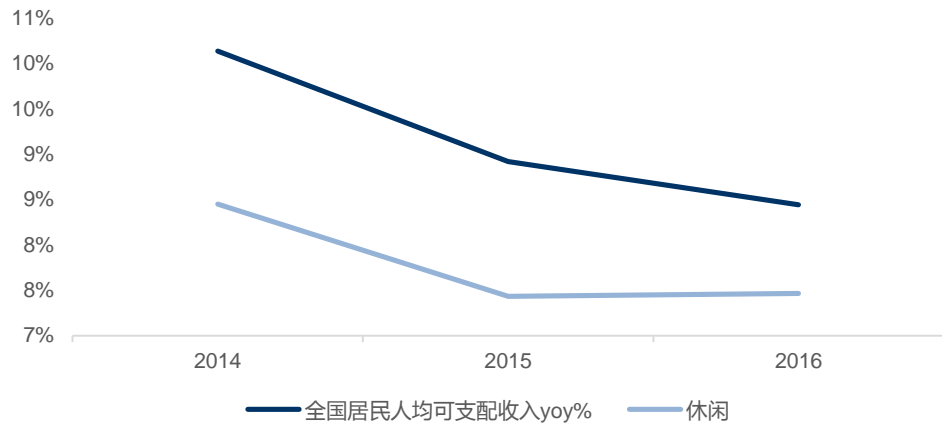
资料来源：Euromonitor，申万宏源研究

图 30: 2016 年发达区域休闲食品人均消费（美元）



资料来源：Euromonitor，Wind，申万宏源研究

图 31: 13-16 年休闲食品增速与人均可支配收入增速高度相关



资料来源: Euromonitor, Wind, 申万宏源研究

2.3 预计 2016 年我国麻花市场规模达到 60 亿元，并逐步显现“南北格局”

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，年复合增长率为 10.20%，显现出快速发展的态势。根据《中国食品工业》预计，随着居民消费水平不断提高，近几年麻花行业快速发展，未来几年行业将保持 12.5% 左右的年复合增长率，到 2016 年我国麻花市场规模将达到 60.03 亿元。

图 32: 2000-2011 年麻花行业市场容量 CAGR 为 10.2%



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

当前麻花市场“南北格局”逐步显现，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，其中京津沪市场规模约占麻花整体规模的 40%。京津地区麻花文化传承较为深远，以夹馅麻花为主，主要产地在天津。夹馅麻

花以酥脆香甜、久放不绵享誉国内外，除了家庭购买食用之外，夹馅麻花还常以礼品装的形式出现，成为北方消费者走亲访友、喜庆婚宴、节日待客时的必备佳品。

以郑州、西安为代表的中、西北地区等多以手工作坊生产的小麻花为主，且当地消费者将麻花视为主食的一种，常把麻花作为早餐或烹饪成一道菜品。一些具有地方特色的麻花品种，如山西稷山酥麻花、宁夏清真麻花、大营麻花等在当地市场上也颇受欢迎。

中部区域有国内小麻花的主产区湖北崇阳，其中以生产袋装休闲麻花为主的众望小麻花市场知名度较高。一些传统品牌如重庆陈昌银麻花，因与古镇文化相结合，在当地旅游经济的带动下，成为当地知名麻花品牌。

近年登陆昆明、贵州的麻花新品——台湾奶油麻花在市场上也颇受欢迎，并逐步向上海、福建等华东市场扩散。而华南地区因气候湿热、饮食清淡，当地居民食油炸类食品易上火，一般选择在冬天试吃少许，市场接受度有限。

图 33：我国麻花市场格局



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

行业内公司主要竞争对手：

1、湖北众望科工贸有限公司

湖北众望科工贸有限公司成立于 1996 年，拥有崇阳县天城工业园厂、白霓镇厂、上海大望食品有限公司等三个生产基地及位于武汉以营销为主的湖北众望食品有限公司。该公司主要生产众望牌小麻花、雪枣、野猕猴桃糕等产品，拥有自行设计的小麻花专业生产线和雪枣生产线，是我国小麻花主要生产厂家之一。

2、北京御食园食品股份有限公司

北京御食园食品股份有限公司成立于 2001 年，主要从事京味特色食品和健康休闲食品的研发、生产和销售业务。目前，该公司已拥有九大系列 30 余种单品的产品线，同时推出“熙农庄”和“御食新语”两个子品牌，形成了包括直营专卖店、联营柜台、商超、经销商的完善销售网络。

表 3：公司与竞争对手的差异比较

公司名称	湖北众望科工贸有限公司	北京御食园食品股份有限公司	桂发祥
主要产品	众望小麻花，雪枣，猕猴桃糕，京果（江米条）	京味特色食品 健康休闲食品	十八街麻花、糕点、面包、甘栗、果仁等传统特色休闲食品
主要市场	湖北、上海、广东和北京等	北京、一线重点城市	以津京为核心的北方市场为主
销售渠道	商超、其它经销商及出口	直营专卖店、联营柜台、商超、经销商	直营为主，商超、普通经销商、电子商务平台相结合
市场地位	中国小麻花主要生产厂家之一	农业产业化国家重点龙头企业和全国农产品加工业示范企业	全国麻花行业前列，中华老字号企业，国家级非物质文化遗产

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

2.4 麻花行业销售渠道多元化、行业覆盖面广

目前，国内的休闲食品零售业态主要有全国性食品连锁企业、区域性食品连锁企业、大型商超、地方性商超、食品零售店、特产专卖店、电子商务平台、街边摊等，总体表现出营销模式多元化的特征。

随着休闲食品消费需求的逐步升级，休闲食品品类愈加细化、多元化。根据不同的消费诉求，休闲食品主要消费目标市场为家庭消费市场、旅游消费市场和礼品消费市场，其目标客户群、销售渠道和方式及市场定位均有所不同，具体如下：

表 4：休闲食品分类及销售渠道

产品	分类	主要应用市场	目标客户群体	销售渠道	消费方式
	自食类	家庭	家庭成员	居民区、专卖店、便利店等	家庭消费
休闲食品	旅游类	旅游	旅游人群	当地专卖店、商超、机场、火车站及旅游景点专柜	旅游特产及礼品赠送
	礼品赠送类	礼品	主要用于礼品赠送	专卖店、商超等	礼品赠送

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3. 募投项目解决产能瓶颈，带来业绩增长

公司以 16.6 元/股的价格发行 3200 万股，募集资金 5.3 亿元，资金投资于空港经济区生产基地建设项目 2.87 亿元，营销网络建设项目 3757 万元，偿还银行贷款和补充营运资金 1.6 亿元。

表 5：募投项目及投资金额

项目名称	使用募集资金金额（万元）
空港经济区生产基地建设项目	28664.04
营销网络建设项目	3757.49
偿还银行贷款和补充营运资金	16021.42
合计	48442.95

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.1 空港经济区生产基地增加 5000 吨产能

麻花生产车间包括一车间和二车间，计划建设 16 条麻花生产线，其中 8 条为新增产能扩充，8 条为公司目前老式生产线的异地技术改造。麻花生产车间建成达产后，可以生产公司目前各系列麻花产品，年设计产能达 10,400.00 吨。

糕点生产车间计划建设 15 条生产线，其中 8 条为新增产能扩充，7 条为公司目前老式生产线的异地技术改造。建成达产后，中西糕点年设计产能达 905.64 吨，盒装及散装月饼 124.77 吨，粽子 64.34 万个，元宵 19.20 吨。

表 6：空港项目建设完成前后公司产能情况

名称	产能/吨	新建/吨	建成/吨
麻花	4583.00	5817.00	10400.00
糕点及节令食品	633.00	480.95	1113.95
中西糕点			905.64
盒装及散装月饼			114.77
粽子			64.33
元宵			19.20

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

本项目拟分 36 个月进行建设，T+1 年主要为生产基地土建工程建设阶段；T+2 年主要为新增产能建设，T+3 年主要为异地技改进行产能转移阶段。

图 34：空港项目建设进度表

项目内容	项目建设进度											
	T+1 年				T+2 年				T+3 年			
	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月	1-3 月	4-6 月	7-9 月	10-12 月
设计规划												
土建工程												
装修工程												
新增设备购置 安装												
异地技改设备 购置												
人员招聘培训												
试生产												

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

截止招股说明书发布，公司麻花生产车间及相关办公及配套设施的土建工程大部分已经完工，正在进行后期装修工程及设备采购、安装、调试，其他建设项目尚未开工建设。

表 7：空港各项建设进度

主要建设内容	拟建筑面积/ 购置条数	建设进度
麻花生产车间	19,397.00 m ²	土建工程大部分已经完工，正在进行后期装修工程
糕点生产车间	16,804.30 m ²	尚未开工建设
研发及品控中心	4,719.30 m ²	土建工程大部分已经完工，正在进行后期装修工程
相关配套设施	4,505.40 m ²	土建工程大部分已经完工，正在进行后期装修工程
麻花生产线	16 条	已经完成 3 条生产线的采购，正在进行安装、调试
糕点生产线	15 条	尚未采购

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

本项目设计产能为年产各类麻花 10,400 吨，年产各类糕点 905.64 吨，年产盒装及散装月饼 124.77 吨、粽子 64.34 万个、元宵 19.20 吨。根据项目发展规划，项目拟分 3 年建成，T+2 年实现达产产能的 25%，T+3 年实现达产产能的 75%，T+4 年实现达产产能的 100%。

空港项目建设期 3 年，T+2 年实现达产产能 25% 的 5 年有望给公司营业收入带来的增量分别是 1.46 亿、4.4 亿、5.8 亿、6.3 亿、6.3 亿，净利润带来的增量分别是 2201 万、6913 万、8974 万、10554 万、10004 万。

表 8：空港项目未来 5 年净利润分析

	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6
营业收入	14564.36	43693.09	58257.47	62918.07	62918.07
其中：不含税收入	12448.18	37344.53	49792.70	53776.12	53776.12
销项税	2116.19	6348.57	8464.76	9141.94	9141.94
营业成本	6129.56	17814.03	23975.65	24723.30	25469.39
原材料	4717.96	14571.23	20001.44	20617.66	21225.73
工资及福利	675.18	1854.85	2406.41	2526.73	2653.06
摊销、折旧及 修理费	1139.41	1139.41	1139.41	1139.41	1139.41
营业税金及附加	95.39	447.82	699.04	774.87	762.88
管理费用	1665.36	4996.07	6661.43	7194.35	7194.35
营业费用	1622.81	4868.44	6491.25	7010.55	7010.55
利润总额	2935.06	9218.17	11965.33	14073.05	13338.96
所得税	733.76	2304.54	2991.33	3518.26	3334.74
净利润	2201.29	6913.63	8974.00	10554.79	10004.22

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.2 营销网络建设有助公司从区域性公司走向全国

营销网络优化升级建设项目，主要建设内容包括直营店和销售分公司两个部分。营销网络建设项目的建设期为 36 个月。建设期的第一年主要是在公司传统销售地域新增 3 家直

营店，并在前期培育的目标地域，新建 4 家销售分公司；建设期的第二年主要是根据空港经济区生产基地建设项目的达产情况新增 9 家直营店和 2 销售分公司；建设期的第三年，由于空港经济区生产基地建设项目的产能完全释放，再新增 7 家直营店和 1 家销售分公司，以期覆盖目标市场。人员招聘与培训在项目建设同时进行。

表 9：营销网络直营店面 19 家

时间	直营店面	家数
第一年	天津/2 家，北京	3
第二年	天津/5 家，北京、上海、石家庄、唐山	9
第三年	天津/3 家，保定、沈阳、西安、济南	7
合计		19

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

表 10：营销网络销售分公司 7 家

时间	销售分公司	家数
第一年	河北、山东、辽宁、广东	4
第二年	四川、湖北	2
第三年	山西	1
合计		7

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 35：单个直营店的建设进度

工作阶段	时间（月）											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
店址选择	■	■	■									
设计装修				■	■	■						
设备购置						■	■	■				
人员招聘培训							■	■	■			
试营业										■	■	■

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 36: 单个销售分公司的建设进度

工作阶段	时间（月）											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
办公地点选址	■	■	■									
设计装修				■	■	■						
设备购置						■	■	■				
人员招聘培训							■	■	■	■	■	■
市场推广							■	■	■	■	■	■

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

截至招股说明书签署日，营销网络建设项目中，拟建设 19 家直营门店已经在天津开设 3 家，在北京开设 1 家，拟建设的 7 家销售分公司尚未开设。

表 11: 营销网络项目建设进度

主要建设内容	拟建设数量	建设进度
直营店	19 家	已在天津开设 3 家，北京开设 1 家
销售分公司	7 家	尚未开设

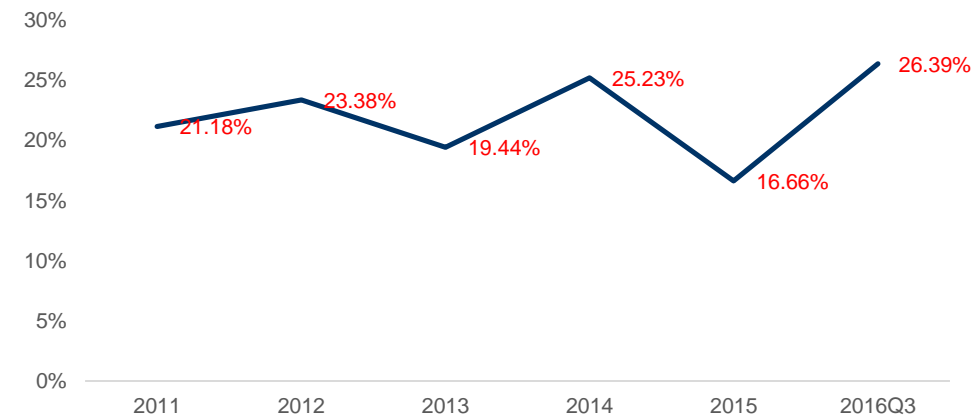
资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.3 偿还贷款公司资产负债率下降、补充流动资金

公司利用本次募集资金偿还银行贷款，将有利于改善公司的负债结构，降低资产负债率，并能够减少公司的财务费用，从而进一步提高盈利水平。公司将采取增资的方式向相关下属子公司注入募集资金，以偿还该等下属子公司的银行贷款。

公司预计随着空港项目建成投入使用，预计建成投产后的未来两年，公司的营业收入将保持每年 35% 的高速增长。假设投产当年流动资产周转率、流动比率保持 2011-2013 年的平均水平，投产后的未来两年随着扩产逐步增加产品生产品类、营销网络深度广度的构建，特别是自营门店的快速增加，流动资产周转率将在 2011-2013 年的平均水平上提高 25%，流动比率将在 2011 年-2013 年的平均水平上提高 1 倍，从而预计投产后未来两年年均营运资金需求量为 15,865.84 万元。

图 37: 2011-2016Q3 公司资产负债率



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4. 投资建议及盈利预测

4.1 盈利预测

桂发祥将依托持续增长的休闲食品市场，加大对新产品研发的投入，增强核心技术优势，实现“市场引领、品牌扩张、科技支撑、资本主推、深耕天津、辐射全国”的发展规划，实现从“做专做精”建立差异化优势，向“做强做大”形成规模化优势与差异化优势并重转变，将公司打造成为中国传统食品企业现代化典范，特色休闲食品和中华传统食品龙头企业。我们看好公司用差异化产品深耕天津，用休闲化产品布局全国的战略，以及公司募投项目投产解决公司产能瓶颈，未来，预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.72、0.81、0.94 元/股，对应 PE 为 61、54、47 倍。

我们对公司 2016-2018 年营业收入主要项目增速预测如下：

麻花部分收入增速分别为——1%、25%、28%；

外采食品部分收入增速分别为——0%、10%、10%；

糕点及节令食品部分收入增速分别为——4%、10%、30%；

OEM 部分收入增速分别为——0%、0%、0%。

4.2 投资策略

参考同类上市公司洽洽食品、盐津铺子、好想你、麦趣尔、来伊份、元祖股份、煌上煌、周黑鸭，2017年3月1日的平均PE(TTM)为86倍。Wind一致预期中值2016年的平均PE为75倍，2017年的平均PE为48倍，算数平均值为70倍。

考虑公司受制于产能瓶颈收入4年没有增长，随着募投资金到位新建产能陆续开始投产，预计今后三年投产比例25%/75%/100%，公司年收入增速超过20%，由于新生产线转固及人员的增加，前期利润增速可能小于收入增速，随着新生产线满产，公司净利润率将得到提升，我们认为公司合理估值为70-75倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 12：与公司同类型上市公司 PE

股票代码	股票名称	PE (TTM) 2017/3/1	PE (2016wind 一致预期)	PE (2017wind 一致预期)
002557. SZ	洽洽食品	24	21	19
002847. SZ	盐津铺子	80	78	62
002582. SZ	好想你	197	209	67
002719. SZ	麦趣尔	89	67	49
603777. SH	来伊份	79	75	66
603886. SH	元祖股份	53	58	54
002695. SZ	煌上煌	145	0	0
1458. HK	周黑鸭	21	20	16
	平均值	86	75	48
002820. SZ	桂发祥	61	58	56

资料来源：Wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	460	457	461	556	693
麻花	342	332	335	419	535
外采食品	61	65	65	71	79
糕点及节令食品	37	42	43	48	62
OEM	19	18	18	18	18
营业总成本	345	334	339	417	533
营业成本	225	214	216	260	326
麻花	143	130	131	168	219
外采食品	49	51	51	56	61
糕点及节令食品	21	23	24	27	36
OEM	11	10	10	10	10
营业税金及附加	7	7	7	8	10
销售费用	78	78	80	103	139
管理费用	36	35	37	45	57
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	1	1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	115	123	122	139	160
营业外收支	1	2	0	0	0
利润总额	116	125	122	139	160
所得税	29	31	31	35	40
净利润	87	94	92	104	120
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	87	94	92	104	120

资料来源：申万宏源研究

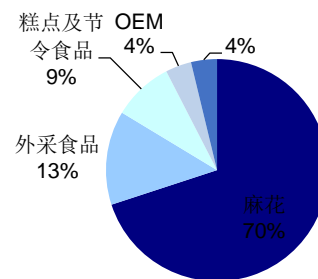
合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	184	213	309	422	554
现金及等价物	121	133	228	331	447
应收款项	34	37	37	40	46
存货净额	29	33	33	40	50
其他流动资产	0	11	11	11	11
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	214	244	240	237	233
无形资产及其他资产	78	59	59	59	59
资产总计	476	517	609	718	847
流动负债	99	68	68	73	82
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	32	27	27	32	41
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	21	18	18	18	18
负债合计	120	86	86	91	100
股本	96	96	96	96	96
资本公积	109	109	109	109	109
盈余公积	19	28	37	47	59
未分配利润	132	197	280	374	483
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	356	431	522	627	747
负债和股东权益合计	476	517	608	718	846

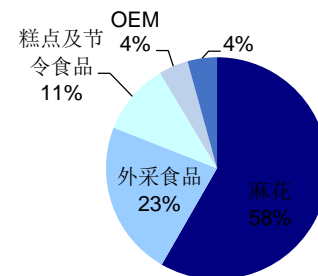
关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
麻花 yoy%	-0.03	0.01	0.25	0.28
外采食品 yoy%	0.06	-	0.10	0.10
糕点及节令食品 yoy%	0.12	0.04	0.10	0.30
OEM yoy%	-0.06	-	-	-

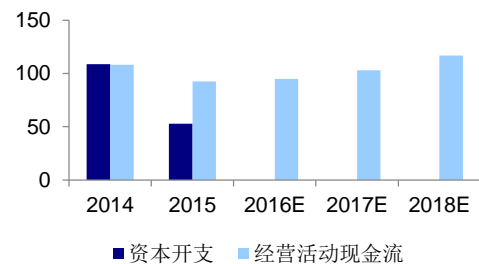
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

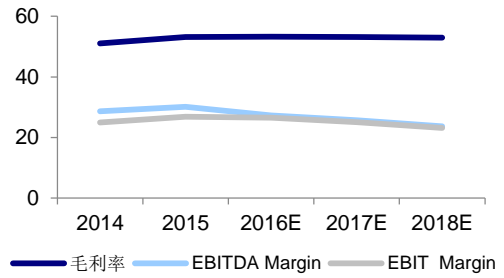
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	87	94	92	104	120
加：折旧摊销减值	17	15	4	4	5
财务费用	0	0	0	0	0
非经营损失	0	0	0	0	0
营运资本变动	4	-15	0	-6	-8
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	108	92	95	103	117
资本开支	109	53	0	0	0
其它投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-88	-59	0	0	0
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	31	22	0	0	0
其它融资现金流	0	-1	0	0	0
融资活动现金流	-31	-22	0	0	0
净现金流	-12	11	95	103	117

资料来源：申万宏源研究

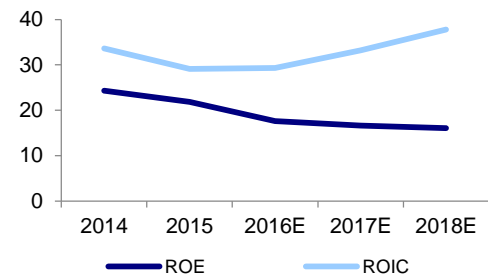
重要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.68	0.73	0.72	0.81	0.94
每股经营现金流	0.84	0.72	0.74	0.80	0.91
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.78	3.36	4.08	4.89	5.83
关键运营指标(%)					
ROIC	33.7	29.1	29.3	33.2	37.8
ROE	24.3	21.9	17.6	16.6	16.1
毛利率	51.1	53.2	53.3	53.2	53.0
EBITDA Margin	28.7	30.1	27.3	25.7	23.6
EBIT Margin	25.0	26.8	26.5	25.0	23.1
收入同比增长	-0.5	-0.7	0.9	20.5	24.7
净利润同比增长	2.7	8.7	-2.4	13.7	15.3
资产负债率	25.2	16.7	14.1	12.7	11.8
净资产周转率	1.29	1.06	0.88	0.89	0.93
总资产周转率	0.97	0.89	0.76	0.77	0.82
有效税率	25.3	24.9	25.0	25.0	25.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	73.4	67.5	69.2	60.9	52.8
P/B	17.8	14.7	12.2	10.1	8.5
EV/Sale	13.6	13.6	13.3	10.9	8.5
EV/EBITDA	47.4	45.3	48.7	42.3	36.1

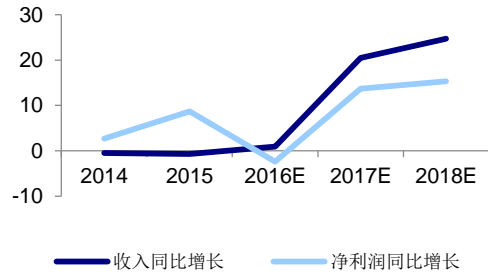
资料来源：申万宏源研究



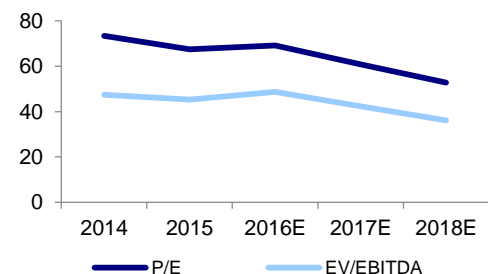
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。