



2017-03-31

公司点评报告

增持/首次

桂发祥(002820)

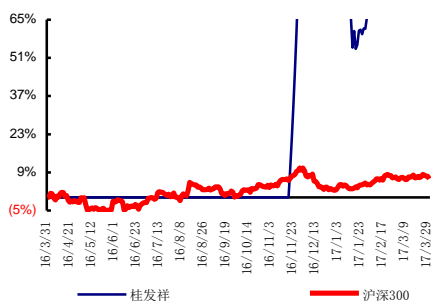
目标价: 48

昨收盘: 45.73

食品饮料 食品加工

桂发祥年报点评: 糕点类产品增长快, 未来看新产能投放和品类扩张。

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 128/32 |
| 总市值/流通(百万元) | 5,853/1,463 |
| 12个月最高/最低(元) | 65.40/23.90 |

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

■ 点评事件:

桂发祥公布 2016 年年报, 报告期内公司共实现营业收入 4.58 亿元、利润总额 1.23 亿元、归属母公司 0.92 净利润亿元, 同比增长 0.09%、-1.79%、-2.42%; 每股收益 0.93 元; 销售净利率为 20.06%, 同比下降 0.52 个百分点。16 年四季度实现营业收入 0.96 亿元, 与去年同期持平; 归属母公司净利润 0.14 亿元, 同比减少 6.67%; 销售净利率 14.58%。

■ 投资要点:

糕点类产品增长快, 总体收入和毛利率略降。

16 年度公司食品总销量 7,177.38 吨, 同比减少 1.37%; 毛利率为 52.31%, 同比下降 0.93 个百分点。其中, 麻花收入 3.28 亿元, 同比减少 0.99%, 毛利率 59.25%, 同比下降 1.58 个百分点; 小食品收入 0.64 亿元, 同比减少 1.04%; 毛利率 22.82%, 同比提高 0.71 个百分点; 糕点收入 0.47 亿元, 同比增长 13.03%; 毛利率 46.96%, 同比提高 2.77 个百分点。公司利润小幅下降主因本年度公司首次公开发行股票产生部分相关发行费用, 以及主要原材料油、糖价格上涨导致成本上升。

新品上市, 产品结构优化。

今年公司的新产品高纤麻花和益糖麻花上市, 将膳食纤维等健康理念融入传统的麻花产品中, 市场反响良好。公司还推出了台式绿豆皇、喜饼, 桃果子、鲜果酥等四大类近 30 个品种的糕点新品种, 进一步丰富了糕点产品线。糕点新产品的推出和糕点销售的快速增长, 有利于优化公司相对单一的产品结构。

募投产能突破瓶颈, 开辟营收增长空间。

公司当前产能不足, 产品供不应求。IPO 净募集资金 4.84 亿元。其中 2.87 亿元用于空港经济区生产基地项目建设, 3757.49 万元用于扩大营销网络建设。生产基地项目达产后, 公司麻花产能将从 4583.33 吨提高至 14983.33 吨; 月饼产能也将从 633 吨增加到 1538.64 吨。突破产能瓶颈后, 公司营收增长空间较大。

加强拓展直营网络, 大力发展多元营销。

公司的渠道体系以直营为主, 经销为辅。16 年公司加强了直营店渠道, 一方面对直营店进行装修维护, 一方面加强了从培训、考核等方面加强了管理, 提升了直营店的服务能力和服务水平。并且在天津和滨海新区开设了新的直营店。同时, 公司也加大了线上渠道的支

持和投入。待募投项目建成后，3年内将新增19家直营店以及7家销售分公司。进一步加强多元化的营销网络。

业绩增长前景良好，具有一定安全边际。

休闲食品市场广阔，随着消费升级，将保持较高增速。而且目前休闲食品市场集中度偏低，以中小型企业为主，缺少全国性品牌，区域性强势品牌优势明显。

公司是商务部认定的首批中华老字号企业，代表产品“桂发祥十八街”系列麻花入选国家非物质文化遗产名录。公司立足京津、区位优势明显，具有较高品牌知名度，研发能力强，产品线丰富，产能扩建后将充分受益于国内休闲食品广阔市场空间和高速增长，未来业绩稳定增长有一定保证。

同时，经过前期市场次新股集体回调，公司目前股价已经过充分调整，股价短期继续向下空间有限，具有一定安全边际，公司未来外延并购与新品扩张预期将有助于消化当前较高估值。

盈利预测：

公司为传统休闲食品行业龙头，上市前为保持财务安全，市场投入较小，业务扩张缓慢，IPO成功上市将推动公司进行产品扩张和外延并购，未来收入增速预计大幅加快；此外，空港生产基地建设投产后，将解决公司产品供不应求的问题，同时规模效应显现，盈利能力有望改善。我们预计公司2017-2018年营收增速为10%和14.3%，净利润增速为14%和17.4%，对应EPS分别为0.82、0.96元，**目标价48元，维持“增持”评级。**

风险提示：

市场竞争，成本上升，食品安全问题。

主要财务指标

| | 2016A | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 457.55 | 503.31 | 575.33 |
| 同比增长 | 0.09% | 10.0% | 14.3% |
| 净利润(亿元) | 91.77 | 104.61 | 122.84 |
| 同比增长 | -2.42% | 14.0% | 17.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.72 | 0.82 | 0.96 |
| PE | 63.7 | 55.77 | 47.64 |
| 资料来源：Wind，太平洋证券 | | | |

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。