

桂发祥 (002820.SZ) 食品行业

评级：买入 上调评级

公司点评

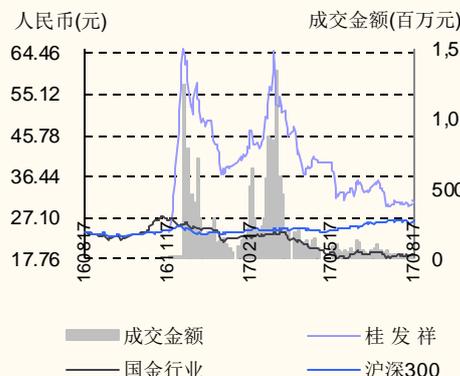
市场价格 (人民币): 30.80 元
 目标价格 (人民币): 35.00-35.00 元

上半年业绩稳定，静待新产能投放

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)	32.00
总市值(百万元)	3,942.40
年内股价最高最低(元)	65.40/23.90
沪深 300 指数	3721.28
深证成指	10653.73



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.980	0.717	0.787	1.223	1.449
每股净资产(元)	4.48	7.64	8.43	9.65	10.83
每股经营性现金流(元)	0.90	0.72	1.13	1.13	2.02
市盈率(倍)	0.00	68.43	39.12	25.19	21.26
行业优化市盈率(倍)	0.00	38.09	38.09	38.09	38.09
净利润增长率(%)	8.72%	-2.42%	9.82%	55.33%	18.46%
净资产收益率(%)	21.85%	9.38%	9.34%	12.67%	13.38%
总股本(百万股)	96.00	128.00	128.00	128.00	128.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评：

- 2017H1 公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 4.96% (Q1 同比增长 8.35%，Q2 同比增长 0.30%)；归属上市公司净利润 5046.67 万元，同比增长 0.64%，折合 EPS0.39 元/股。
- 其中，麻花业务收入 1.75 亿元，同比增长 0.88%；小食品业务实现营收 4130.86 万元，同比增长 21.70%；糕点业务收入 2621.96 万元，同比增长 11.16%；OEM 业务收入 899.08 万元，同比下滑 2.67%。

经营分析：

- 上半年业绩平稳，募投产能将在下半年投放。今年上半年公司整体业务基本稳定。原因是：首先 IPO 项目募投产能在本期并未大量投产，仅在二季度投产 3 条新的生产线，主要的投放计划集中在下半年。公司募投产能的增量是计划在现有 633 吨产能的基础上翻倍，按照 17 年 25% 产能达产的计划估算，全年将有约 150 吨的新产能达产。具体进度按实际情况而定。其次，从公司的分品类增速来看，上半年拖累公司增速的其实是占比最大的麻花业务，同比增速仅有 0.88%，这主要是因为公司致力于麻花由馈赠礼品向休闲食品的转变，上半年加大了小包装休闲小麻花的生产量，且小麻花市场需求良好，料 Q2 占比有所增加。而据我们调研了解，小麻花的生产与大麻花具有相同的工时，因此在产量上未能体现明显的增长。
- 销售费用因新建核心店面增长，其余各项控制良好。上半年，公司销售费用达到 5013.03 万元 (+yoy34.77%)，销售费用率达到了 19.84%，同比增长 4.39 个百分点，这主要是因为公司在上半年新开了一家大型的桂发祥食品广场，该店面超过了桂发祥旗舰店的规格，同时兼营各类天津特色产品，为配合该店面的宣传费用投入较多。管理费用公司本期同比变动不大，为 1682.04 万元 (-yoy0.37%)，管理费用率为 6.66%，下降 0.35 个百分点，同时，财务费用变化也不大，正贡献 10 万元左右。公司整体毛利率因为高利率麻花业务增速落后于其他业务，微幅下降 0.64 个百分点，为 50.10%。净利率受销售费用的上浮下滑 0.86 个百分点，达到 19.97%。我们认为随着未来新建麻花产能的逐步投放，公司的毛利率有望微幅回升。
- 外延发展值得期待。在外延发展方面，公司曾在 4 月公开的调研纪要中提到将拟围绕产业链、上下游来拓展，产品、渠道都要以能与公司现有业务发挥协同效应为考量。这其中重点挖掘全国的优质、特色的老字号，致力于成为

相关报告

1. 《麻花食品细分龙头，扩产扩张图发展-桂发祥新股研究报告》，2016.11.9

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

申晟 联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

老字号的整合平台，将桂发祥传统与现代相结合的成功经验复制。此前公司拟并购的电商渠道就是公司在新渠道拓展方面所作出的努力，后因为价格等问题未能最终落地。由此可见，公司的确是在践行自己所提出的方向，后续成果值得期待。

盈利预测&估值：

- 我们预计公司 17-19 年有望实现营业收入 4.90 亿、6.84 亿、8.13 亿元，同比增长 7.1%、39.5%、18.9%；归属母公司利润为 1.01 亿元、1.57 亿元、1.85 亿元，同比增长 9.82%、55.33%、18.46%，对应 EPS0.79 元、1.22 元、1.45 元，目前股价对应 PE 为 39/25/21X，上调至“买入”评级。

风险提示：

- 原材料成本波动，市场推广不利，食品安全问题。

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	460	457	458	490	684	813	货币资金	121	133	635	734	849	1,043
增长率		-0.7%	0.1%	7.1%	39.5%	18.9%	应收账款	24	24	25	26	36	43
主营业务成本	-225	-214	-218	-231	-303	-357	存货	29	33	37	34	46	54
%销售收入	49.0%	46.8%	47.7%	47.1%	44.4%	43.9%	其他流动资产	10	24	19	15	20	23
毛利	235	243	239	259	380	456	流动资产	184	213	716	809	950	1,164
%销售收入	51.0%	53.2%	52.3%	52.9%	55.6%	56.1%	%总资产	38.7%	41.3%	68.7%	70.0%	71.8%	74.3%
营业税金及附加	-7	-7	-7	-7	-10	-12	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	214	244	266	286	306	327
营业费用	-78	-78	-82	-95	-124	-150	%总资产	45.0%	47.2%	25.5%	24.8%	23.1%	20.9%
%销售收入	16.9%	17.1%	18.0%	19.3%	18.1%	18.5%	无形资产	62	53	49	57	65	73
管理费用	-36	-35	-40	-40	-56	-68	非流动资产	292	303	325	346	373	402
%销售收入	7.8%	7.8%	8.8%	8.1%	8.2%	8.4%	%总资产	61.3%	58.7%	31.3%	30.0%	28.2%	25.7%
息税前利润 (EBIT)	115	123	110	118	190	226	资产总计	476	517	1,041	1,155	1,324	1,566
%销售收入	25.0%	26.8%	24.0%	24.0%	27.8%	27.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-1	14	16	20	应付款项	89	62	38	69	78	88
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.3%	-2.9%	-2.4%	-2.4%	其他流动负债	10	6	8	8	10	91
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	99	68	46	76	89	179
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	0	0	0	0	0	其他长期负债	21	18	18	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	120	86	64	76	89	180
营业利润	115	123	109	132	206	245	普通股股东权益	356	431	978	1,079	1,235	1,386
营业利润率	25.0%	26.9%	23.7%	26.9%	30.1%	30.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	2	14	3	3	3	负债股东权益合计	476	517	1,041	1,155	1,324	1,566
税前利润	116	125	123	135	209	248	比率分析						
利润率	25.1%	27.4%	26.9%	27.5%	30.6%	30.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-29	-31	-31	-34	-53	-63	每股指标						
所得税率	25.2%	24.9%	25.4%	25.2%	25.1%	25.2%	每股收益	0.901	0.980	0.717	0.787	1.223	1.449
净利润	87	94	92	101	157	185	每股净资产	3.707	4.484	7.640	8.427	9.650	10.829
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.041	0.899	0.715	1.128	1.126	2.019
归属于母公司的净利润	87	94	92	101	157	185	每股股利	0.000	0.000	0.250	0.000	0.000	0.270
净利率	18.8%	20.6%	20.1%	20.6%	22.9%	22.8%	回报率						
							净资产收益率	24.31%	21.85%	9.38%	9.34%	12.67%	13.38%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	18.17%	18.21%	8.81%	8.73%	11.83%	11.84%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	24.12%	21.40%	8.37%	8.17%	11.50%	12.16%
净利润	87	94	92	101	157	185	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	-0.47%	-0.66%	0.09%	7.10%	39.54%	18.94%
非现金支出	9	8	7	6	5	5	EBIT增长率	-3.56%	6.84%	-10.58%	7.29%	61.26%	18.81%
非经营收益	0	0	1	1	-3	-3	净利润增长率	2.68%	8.72%	-2.42%	9.82%	55.33%	18.46%
营运资金变动	4	-15	-8	37	-15	71	总资产增长率	32.05%	8.53%	101.62%	10.89%	14.62%	18.29%
经营活动现金净流	100	86	92	144	144	258	资产管理能力						
资本开支	-109	-53	-59	-27	-29	-31	应收账款周转天数	16.2	14.0	14.0	14.7	14.2	14.3
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	48.1	52.7	58.7	53.2	54.8	55.6
其他	20	-6	9	0	0	0	应付账款周转天数	36.9	35.9	33.7	35.5	35.0	34.7
投资活动现金净流	-88	-59	-50	-28	-29	-31	固定资产周转天数	44.6	41.4	37.0	26.6	13.7	7.3
股权募资	0	0	494	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-18	0	1	净负债/股东权益	-34.13%	-30.78%	-64.97%	-68.03%	-68.70%	-75.16%
其他	-31	-22	-40	0	0	-35	EBIT利息保障倍数	-364.7	-332.3	80.8	-8.3	-11.6	-11.5
筹资活动现金净流	-31	-22	454	-18	0	-34	资产负债率	25.23%	16.66%	6.10%	6.60%	6.69%	11.48%
现金净流量	-20	5	496	98	115	194							

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	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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