

审慎推荐-A (维持)

宏辉果蔬 603336.SH

当前股价: 26.22 元

2017年08月29日

营收毛利率稳步提升, 电商新渠道是亮点

基础数据

上证综指	3363
总股本(万股)	13335
已上市流通股(万股)	3335
总市值(亿元)	35
流通市值(亿元)	9
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	9.0
资产负债率	3.8%
主要股东	黄俊辉
主要股东持股比例	54.18%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

许荣聪

021-68407349
xurc@cmschina.com.cn
S1090514090002

邹恒超

021-68407543
zouhc@cmschina.com.cn
S1090515040001

研究助理

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

宏辉果蔬公布 2017 年半年报: 2017 年上半年公司实现营业收入 3.33 亿元, 同比增长 10.38%; 实现归属于上市公司净利润 3492.8 万元, 同比增长 23.81%。公司盈利能力稳步上升, 产品结构逐步升级, 预计 17/18 年利润增速为 25%、17%, 首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。

- **毛利率、净利率继续提高。**公司上半年毛利率同比提高 0.74 个百分点至 17.4%, 净利率同比提高 1.14pc 至 10.5%; 我们认为公司毛利率提升与进口水果销售占比提高有关, 上半年公司进口水果营业收入 7700 万元, 同比增长 66.5%, 远高于平均增速。费用控制较好, 公司上半年期间费用率同比提高了 0.2pc 主要是因为财务费用增加, 只考虑销售+管理费用率同比还是下降了 0.1pc。
- **销售渠道进一步拓展。**公司在原有客户基础上进一步拓展优质区域连锁性超市、大型电商和果蔬销售企业, 其中大型电商客户京东、每日优鲜、美团和本来果坊等上半年合计实现营业收入 1152 万元, 同比增长 766%; 同时陆续在大型农产品批发市场设立了批发摊位, 不断扩大在国内果蔬市场的份额。
- **完善产业链布局, 进一步延伸上下游业务。**上游建设: 公司在国内合作的种植基地覆盖主要果蔬名优产区, 成功运营约 46 个品类的水果、约 43 个品类的蔬菜, 同时进一步强化国外优质种植业基地, 不断推进整个上游链发展; 下游深入: 为加快全方位销售网络布局, 公司持续建设加工配送基地: 天津果蔬加工配送基地建设项目已完成 40%以上; 广州果蔬加工配送基地建设项目已完成 30%以上。
- **我们预计公司 17-19 年净利润分别增长 24%、17%、16%, EPS 分别为 0.56、0.66、0.77 元。**公司目前股价对应 17PE 为 46 倍, 估值较高, 但考虑到公司市值只有 35 亿, 同时又是 A 股稀缺的生鲜物流标的, 首次覆盖给予“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示: 天气因素导致的业务波动。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	632	676	764	855	953
同比增长	22%	7%	13%	12%	12%
营业利润(百万元)	60	59	74	87	101
同比增长	33%	-2%	25%	17%	16%
净利润(百万元)	63	61	75	88	102
同比增长	35%	-3%	24%	17%	16%
每股收益(元)	0.63	0.45	0.56	0.66	0.77
PE	41.9	57.7	46.4	39.7	34.2
PB	6.4	4.7	4.7	4.3	3.9

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 公司 17Q2 业绩同比和环比情况

(百万元)	16Q2	17Q1	17Q2	同比	环比
营业收入	17,648.16	15,953.32	17,312.54	-1.90%	8.52%
营业毛利	2,516.58	2,880.60	2,902.65	15.34%	0.77%
销售费用	795.49	814.22	751.85	-5.49%	-7.66%
管理费用	351.79	348.35	373.77	6.25%	7.30%
财务费用	-59.54	83.36	215.63	462.16%	158.67%
营业利润	1,355.87	1,781.14	1,566.45	15.53%	-12.05%
归属于母公司所有者的净利润	1,365.18	1,892.48	1,600.33	17.22%	-15.44%
EPS (元)	0.13	0.14	0.12		

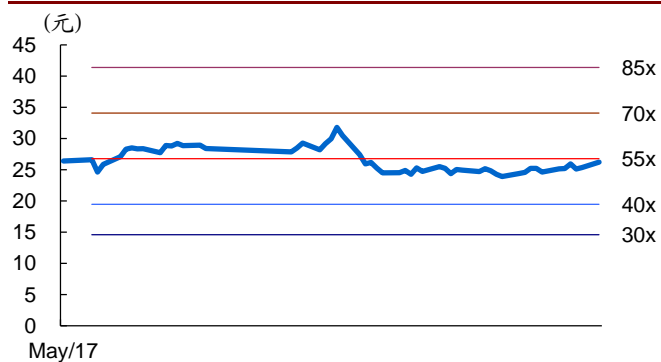
数据来源: 公司公告、招商证券

表 2: 公司季度利润指标

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业总收入	173.58	124.90	176.48	190.52	184.41	159.53	173.13
营业毛利	30.72	25.01	25.16	31.52	28.13	28.80	29.03
销售费用	9.14	6.56	7.95	9.70	8.96	8.14	7.52
管理费用	3.49	3.11	3.52	3.58	5.40	3.48	3.74
财务费用	-0.46	2.49	-0.60	0.90	-3.88	0.83	2.16
营业利润	1.37	0.09	0.09	0.14	1.26	1.20	0.45
归属母公司所有者净利润	18.77	14.56	13.65	16.72	15.69	18.92	16.00
EPS (元)	0.19		0.14	0.17	0.12	0.14	0.12
主要比率							
毛利率	17.70%	20.02%	14.26%	16.54%	15.25%	18.05%	16.77%
销售费用率	5.27%	5.25%	4.50%	5.09%	4.86%	5.10%	4.34%
管理费用率	2.01%	2.49%	1.99%	1.88%	2.93%	2.18%	2.16%
财务费用率	-0.27%	1.99%	-0.34%	0.47%	-2.10%	0.52%	1.25%
营业利润率	0.79%	0.07%	0.05%	0.07%	0.68%	0.75%	0.26%
有效税率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.06%
净利率	10.81%	11.66%	7.73%	8.78%	8.51%	11.86%	9.24%
YoY							
收入					6.24%	27.73%	-1.90%
归属母公司净利润					-16.41%	29.95%	17.22%

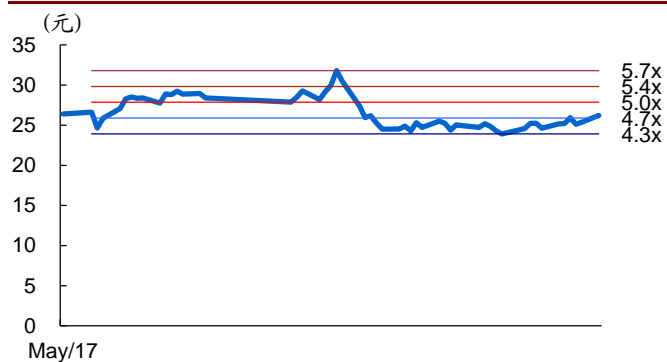
数据来源: 公司公告、招商证券

图 1: 宏辉果蔬历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 宏辉果蔬历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	437	619	641	719	807
现金	74	78	62	72	87
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	166	198	204	228	254
其它应收款	5	1	1	2	2
存货	170	204	219	244	271
其他	21	138	155	174	194
非流动资产	176	163	154	144	136
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	131	122	114	107	101
无形资产	24	23	21	19	17
其他	21	18	18	18	18
资产总计	613	783	795	864	943
流动负债	199	36	39	43	47
短期借款	156	0	0	0	0
应付账款	20	22	25	27	30
预收账款	1	5	6	6	7
其他	22	9	9	9	9
长期负债	6	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	6	6	6	6
负债合计	205	42	45	48	52
股本	100	133	133	133	133
资本公积金	50	289	289	289	289
留存收益	258	319	327	393	468
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	408	741	750	815	891
负债及权益合计	613	783	795	864	943

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	21	13	50	32	41
净利润	63	61	75	88	102
折旧摊销	10	10	11	11	10
财务费用	2	7	(1)	(1)	(1)
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(54)	(64)	(36)	(68)	(73)
其它	0	0	0	2	3
投资活动现金流	(10)	(98)	(0)	(0)	(0)
资本支出	(14)	(4)	(0)	(0)	(0)
其他投资	5	(94)	0	0	0
筹资活动现金流	(7)	116	(66)	(22)	(26)
借款变动	42	(108)	0	0	0
普通股增加	0	33	0	0	0
资本公积增加	0	239	0	0	0
股利分配	(50)	(50)	(67)	(23)	(26)
其他	1	1	1	1	1
现金净增加额	5	30	(17)	10	15

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	632	676	764	855	953
营业成本	518	566	634	706	784
营业税金及附加	1	1	2	2	2
营业费用	33	33	37	41	46
管理费用	14	16	18	20	22
财务费用	2	(1)	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	4	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	60	59	74	87	101
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	63	61	75	88	102
所得税	0	0	0	0	0
净利润	63	61	75	88	102
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	63	61	75	88	102
EPS (元)	0.63	0.45	0.56	0.66	0.77

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	22%	7%	13%	12%	12%
营业利润	33%	-2%	25%	17%	16%
净利润	35%	-3%	24%	17%	16%
获利能力					
毛利率	17.9%	16.2%	17.0%	17.4%	17.8%
净利率	9.9%	9.0%	9.9%	10.3%	10.7%
ROE	15.3%	8.2%	10.0%	10.8%	11.5%
ROIC	11.0%	7.8%	9.8%	10.5%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	33.5%	5.3%	5.7%	5.6%	5.5%
净负债比率	25.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.2	17.2	16.3	16.8	17.3
速动比率	1.3	11.5	10.7	11.1	11.5
营运能力					
资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0
应收帐款周转率	4.7	3.7	3.8	4.0	4.0
应付帐款周转率	25.9	27.0	27.2	27.2	27.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.63	0.45	0.56	0.66	0.77
每股经营现金	0.21	0.10	0.37	0.24	0.31
每股净资产	4.08	5.56	5.62	6.11	6.68
每股股利	0.50	0.50	0.17	0.20	0.23
估值比率					
PE	41.9	57.7	46.4	39.7	34.2
PB	6.4	4.7	4.7	4.3	3.9
EV/EBITDA	48.3	51.6	41.1	36.0	31.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

许荣聪，武汉大学经济学硕士，厦门大学经济学、数学与应用数学双学士，曾任职于长江证券和湘财证券，逻辑推理能力强，对银行行业具有深刻的理解。

邹恒超，上海财经大学金融学硕士，厦门大学金融学学士，曾任职于国金证券和民生证券，覆盖零售行业和新兴金融行业。

雷轶，中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。