



麦趣尔：新疆乳品、烘焙区域龙头

2014.01.17

王健超(首席分析师)

电话：020-88836121

邮箱：wang_jc_a@gzgzs.com.cn

执业编号：A1310512070006

询价建议

建议询价区间：21.3-24.3元

发行日期：2014-01-20

食品饮料行业

投资要点：

● 新疆区域食品龙头企业

麦趣尔是新疆食品饮料行业区域龙头公司，公司起家业务是烘焙食品，目前已经形成以乳制品、烘焙食品为主导，辅以饮料、冷冻食品的业务发展格局。公司本次拟向社会公众公开发行新股 2617 万股，公司股东公开发售股份不超过 2000 万股。

● 业务线包括乳品、烘焙及节日食品

截止到 2012 年，公司营业收入 4.03 亿元，营业利润 0.66 亿元，净利润 0.60 亿元。公司 2010-2012 期间，收入增长率分别为 3.3%、10.5%、16.1%，净利润增长率分别为：10.0%、20.5%、13.2%。

业务板块中，公司乳制品、烘焙食品、节日食品三个领域 2012 年收入分别达到 2.53、0.70、0.77 亿元，毛利率分别为 29.0%、50.4%、60.3%。其中乳制品产品主要通过经销商，烘焙和节日食品通过自营门店销售。

● 募投项目解决乳品产能瓶颈、推动烘焙外延扩张

公司募投项目主要是加强乳制品的原料保障（2000 头奶牛生态养殖）和加工能力（日处理 300 吨生产线），扩大烘焙食品的营销网络（新疆 42 家直营连锁门店和 6 家中央工厂），同时加强研发和食品安全检测能力（企业技术中心建设）。募投项目一方面解决了目前公司乳制品的产能瓶颈，另一方面也推动烘焙食品的外延扩张。

● 盈利预测及估值

我们预计 2013-2015 年，公司营业收入增速分别为 5.4%、16.1%、19.6%，净利润增速分别为 16.1%、20.4%、21.3%。预计 13-15 年公司摊薄每股收益为 0.63、0.76、0.92 元。我们认为公司 2013 合理 PE 在 28-32 倍。按照 2014 年摊薄 EPS 在 0.76 元，合理估值区间在 21.3-24.3 元。

● 风险提示

食品安全风险、募投项目建设不及预期、产能扩大后市场消化能力、节日食品市场竞争受冲击。

发行概况

发行总股数	2617 万股
发行前股本	7839 万股
主承销商	东方花旗
发行方式	网上发行、网下配售
拟上市交易所	深圳证券交易所
上市日期	

基本资料

资产负债率	34.69%(13Q3)
每股净资产	3.58 元(13Q3)
流动比率	1.80(13Q3)
速冻比率	1.80(13Q3)
ROE	22.69%(2012)
ROA	14.85%(2012)
控股股东	麦趣尔集团

主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	403.2	425.1	493.7	590.4
营收同比 (%)	16.1%	5.4%	16.1%	19.6%
净利润（百万元）	60.1	66.0	79.5	95.9
净利润同比 (%)	12.7%	9.3%	20.1%	20.9%
每股收益(元)	0.77	0.63	0.76	0.92

目 录

1. 新疆乳品、烘焙连锁区域龙头公司	3
2. 乳制品：区域市场成长迅速	5
3. 烘焙、节日食品：直营店建设推动外延增长	7
4. 募投项目解决产能瓶颈、推动外延扩张	9
5. 盈利预测及估值	9
6. 风险因素	10



1. 新疆乳品、烘焙连锁区域龙头企业

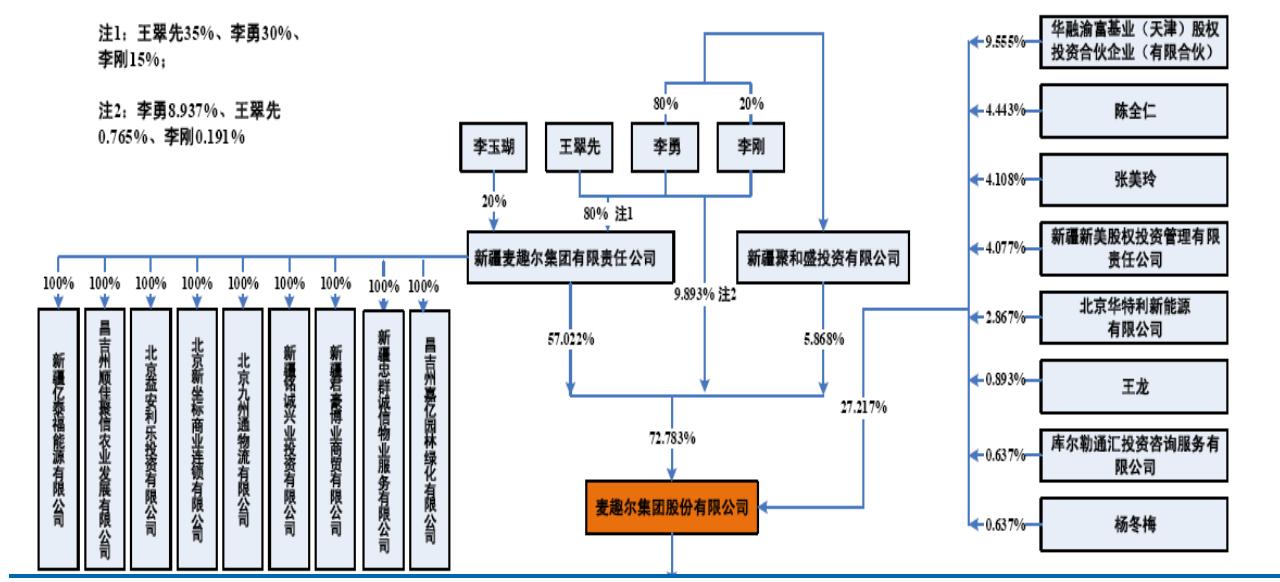
麦趣尔是新疆食品饮料行业区域龙头企业，公司起家业务是烘焙食品，目前已经形成以乳制品、烘焙食品为主导，辅以饮料、冷冻食品的业务发展格局。

2008年底麦趣尔乳业整合麦趣尔集团控股的麦趣尔冰淇淋、麦趣尔食品，乳制品生产和烘焙食品的连锁经营业务成为核心。2009年麦趣尔乳业由有限责任公司整体变更为股份有限公司。

麦趣尔集团发行前持有公司4475.5752万股，股本占比57.022%。公司实际控制人为李玉瑚、王翠先、李勇、李刚，发向前通过直接和间接方式持有公司72.783%股份。公司本次拟向社会公众公开发行新股2617万股，公司股东公开发售股份不超过2000万股。

我们预计13-15年公司摊薄每股收益为0.63、0.75、0.91元。根据可比公司平均市盈率，我们认为公司合理的对应2014年市盈率为28-32倍，对应于公司的合理价格为21.0-24.0元。

图1. 麦趣尔股权结构图



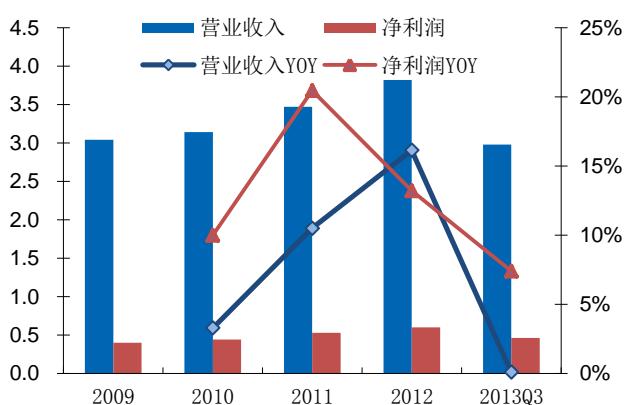
资料来源：公司招股书、广证恒生



公司目前主要业务范围为乳制品、烘焙食品及节日食品。截止到 2012 年，公司营业收入 4.03 亿元，营业利润 0.66 亿元，净利润 0.60 亿元。公司 2010-2012 期间，收入增长率分别为 3.3%、10.5%、16.1%，净利润增长率为：10.0%、20.5%、13.2%。

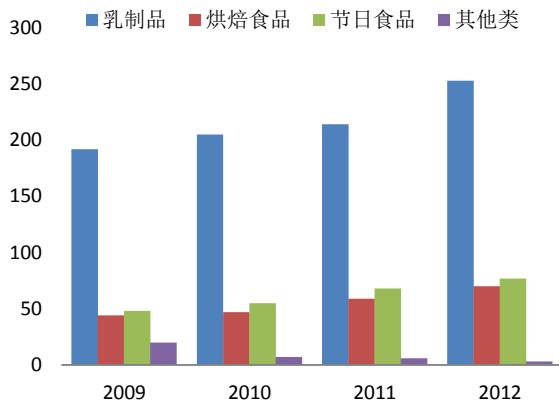
业务板块中，公司乳制品、烘焙食品、节日食品三个领域 2012 年收入分别达到 2.53、0.70、0.77 亿元，毛利率分别为 29.0%、50.4%、60.3%。其中乳制品产品主要通过经销商，烘焙和节日食品通过自营门店销售。

图 2. 麦趣尔营业收入、净利润情况



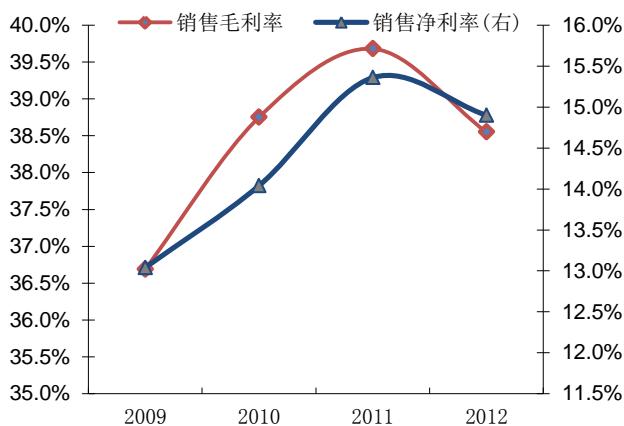
资料来源：公司招股书、广证恒生

图 3. 公司业务板块收入情况



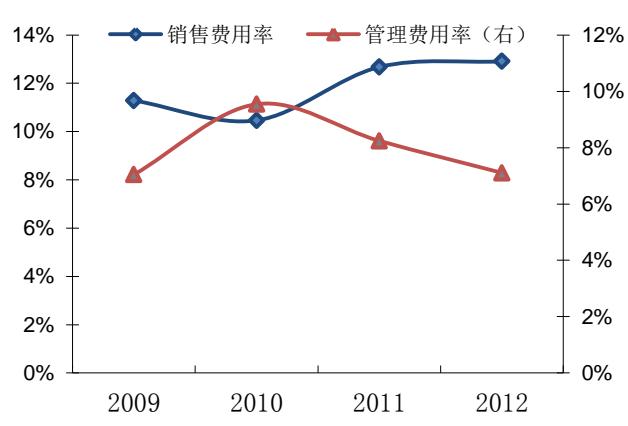
资料来源：公司招股书、广证恒生

图 4. 公司毛利率、净利率呈现上行态势



资料来源：公司招股书、广证恒生

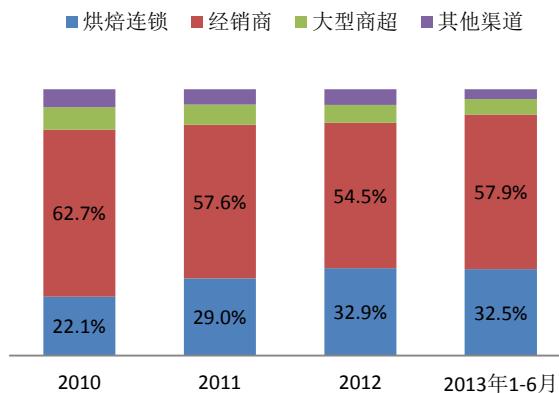
图 5. 销售费用率提升、管理费用率下降



资料来源：公司招股书、广证恒生



图 6. 公司不同销售渠道的收入占比



资料来源：公司招股书、广证恒生

2. 乳制品：区域市场成长迅速

新疆是多民族聚居区域，特别是本地维吾尔、哈萨克、俄罗斯等民族饮食习惯下，牛奶、奶茶、奶酪等乳制品在三餐中占比较高，乳制品人均消费量远高于汉族，与乳业发达地区接近。近十年来，新疆乳制品产量快速增长。截止到2012年，新疆自治区乳制品产量达到40.52万吨，同比增长12.87%。

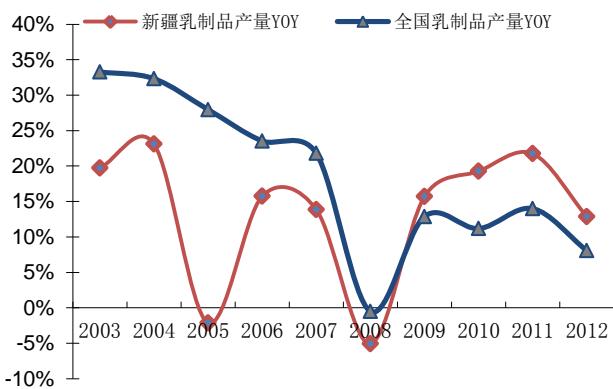
随着内陆居民收入增加和生活水平提高，新疆乳制品产销量保持快速增长态势。2002-2012年十年间，自治区乳制品产量从3.2万吨增至40.5万吨，年均复合增速达到28.9%。特别在2008年之后，新疆地区乳制品产销量增速一直领先于全国平均水平，区域市场成长加速。

图 7. 新疆地区乳制品产量 2000-2012 年年均复合增速在 28.9%



资料来源：WIND、广证恒生

图 8. 新疆乳制品产量增速 2009 年后持续领先全国水平



资料来源：WIND、广证恒生



公司乳制品产品线包括灭菌乳、调制乳和含乳饮料三大系列 20 多种产品；2009 年以来，公司乳制品收入保持正增长。2010–2013Q2 乳制品收入增速分别为：6.77%、4.39%、18.22%、2.77%。由于产能制约，公司乳制品产量增长无法赶上新疆区域市场增速。随着公司募投项目 300 吨/日生鲜乳生产线的投产，乳制品业务天花板将被突破。

图 9. 麦趣尔乳制品产品线



资料来源：

图 10. 麦趣尔乳制品收入、毛利率



资料来源：广证恒生

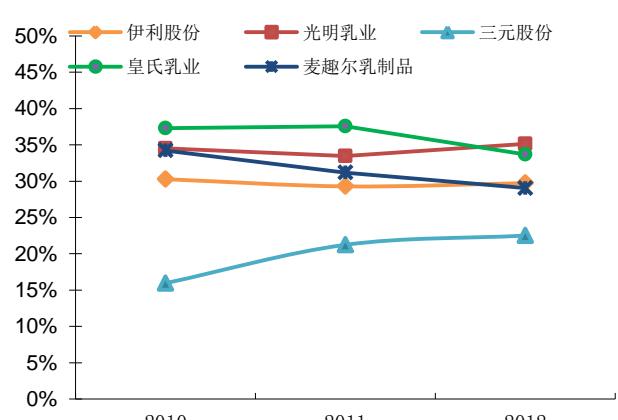
学生奶最近几年在公司乳制品占比中有明显提升趋势，学生奶营业收入 2012 年为 2437.95 万元，2010–2013Q2 该项业务收入同比增速分别为 62.26%、4.58%、10.35%、18.56%。学生奶业务的快速增长，主要源于在 2010 年开始，自治区财政按照每学年 9 个月、每个月 22 天、每天 1 元标准补贴试点范围内的学生用于饮奶，学生饮用奶订货量大幅提升。但与此同时，学生奶占比提升也在一定程度上制约了公司乳制品板块毛利率提升。

图 11. 学生奶占比不断提升



资料来源：

图 12. 公司乳品毛利率有一定下滑



资料来源：广证恒生



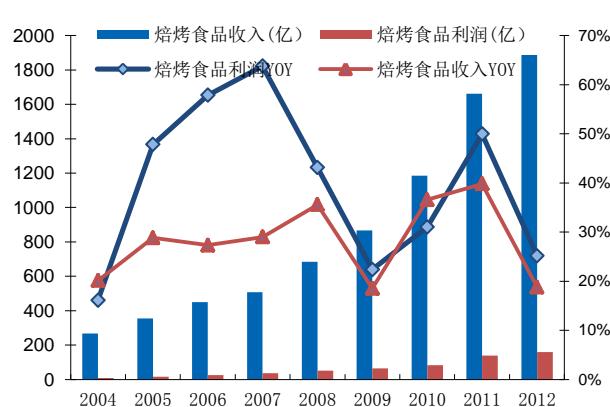
3. 烘焙、节日食品：直营店建设推动外延增长

随着人们生活水平提高，烘焙食品行业销售收入出现快速增长。2008-2012年，我国烘焙食品行业销售收入年均增长速度达到了28.85%。截至2012年末，中国烘焙食品行业规模以上企业数量有1106家，资产总计944.19亿元，2012年行业实现销售收入1886.64亿元，行业销售利润率14.24%。

城镇化推进、居民收入增加以及消费习惯改变，推动烘焙食品开始逐步下沉到三四线城市，同时烘焙食品的消费群体也在扩大。而在未来，由于生活节奏加快，消费者对便利度高、具备口味、营养优势的烘焙食品需求将不断增加。2009年中国年人均消费烘焙食品4.1公斤，较1999年人均消费量2.1公斤增长近100%，但相对2009年英国年人均消费量为36.4公斤，而美国是25.4公斤，未来增长潜力仍然巨大。

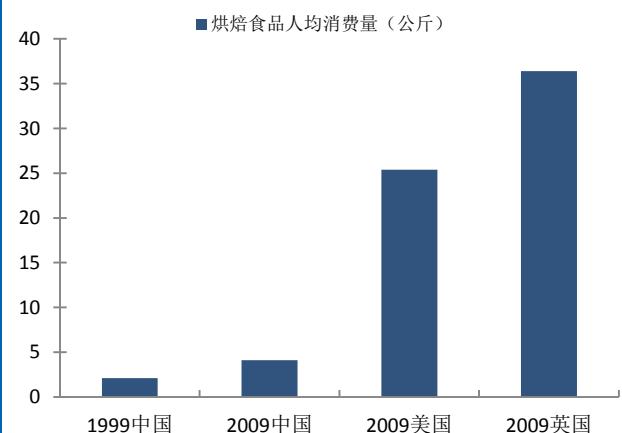
而在节日食品（月饼、汤圆、粽子）市场，我们认为消费中礼品占比的月饼收入将受到承压，而以居民消费为主的汤圆、粽子市场将保持稳定增长。

图 13. 烘焙食品市场规模及利润情况



资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

图 14. 烘焙食品人均消费量



资料来源：前瞻产业研究院、广证恒生

麦趣尔目前的烘焙食品、节日食品产品包括面包、蛋糕、中西式糕点、月饼四大系列，共400多种产品，绝大多数为自主生产。公司烘焙、节日食品主要通过连锁直营店销售。连锁直营店目前有39家，其中疆内34家，北京地区5家。2009年-2012年，公司烘焙食品的收入年均复合增速在16.7%，毛利率从43.66%提升到50.37%；节日食品收入年均复合增速在17.1%，毛利率从44.84%提升到60.29%。

而在节日食品（月饼、汤圆、粽子）市场，由于三公、礼品抑制对部分节日食品形成冲击，2013年公司月饼收入出现4%左右下滑，但汤圆、粽子等居民日常消费产品则出现18%-20%的增长。从中长期来看，我们看好汤圆、粽子等居民日常消费为主的产品市场增长，这也可能成为拉动公司节日食品业务增长的主要力量。



图 15. 公司烘焙食品、节日食品产品线



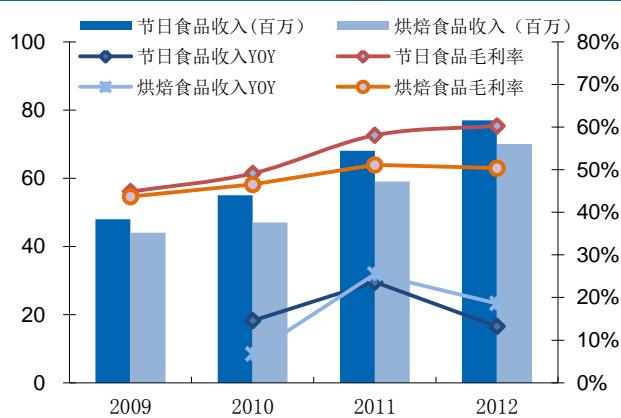
资料来源：公司招股书、广证恒生

图 16. 麦趣尔北京工体店（东城第一分公司）



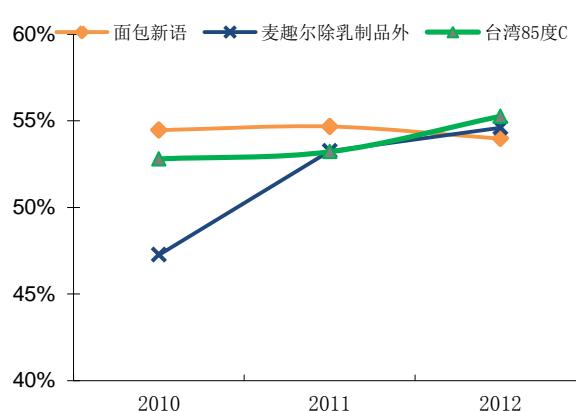
资料来源：网络图片、广证恒生

图 17. 公司烘焙食品、节日食品收入



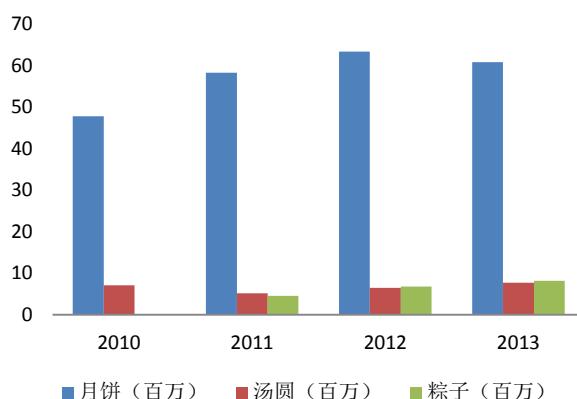
资料来源：公司招股书、广证恒生

图 18. 同业可比公司烘焙、节日食品毛利率情况



资料来源：公司招股书、广证恒生

图 19. 公司粽子汤圆最近两年保持稳定增长



资料来源：公司招股书、广证恒生



4. 募投项目解决产能瓶颈、推动外延扩张

公司募投项目主要是加强乳制品的原料保障（2000 头奶牛生态养殖）和加工能力（日处理 300 吨生产线），扩大烘焙食品的营销网络（新疆 42 家直营连锁门店和 6 家中央工厂），同时加强研发和食品安全检测能力（企业技术中心建设）。募投项目一方面解决了目前公司乳制品的产能瓶颈，另一方面也推动烘焙食品的外延扩张。

表 1. 公司 IPO 募投项目概况

	投入资金	项目目标
日处理 300 吨生鲜乳生产线	14990 万元	在现有 100 吨基础上新建日处理 300 吨生产线。其中，超高温灭菌乳 192.6 吨，酸牛奶 104.4 吨。
2000 头奶牛生态养殖基地	6205 万元	每年至少可向公司供应鲜奶 9600 吨，为公司提供稳定安全的生鲜乳来源
烘焙连锁新疆营销网络	5649 万元	新疆建设 42 家直营连锁门店和 6 家中央工厂，42 家连锁店主要在新疆南北疆各地，中央工厂 6 家在喀什、阿克苏、库尔勒、哈密、伊犁、克拉玛依
企业技术中心建设	2685 万元	搭建和完善研发平台。主要是开发新技术、产品，加强食品安全检测。

资料来源：公司招股书、广证恒生

5. 盈利预测及估值

我们预计 2013-2015 年，公司营业收入增速分别为 5.4%、16.1%、19.6%，净利润增速分别为 16.1%、20.4%、21.3%，。预计 13-15 年公司摊薄每股收益为 0.63、0.75、0.91 元。

表 2. 公司业务预测

收入	2012	2013E	2014E	2015E
乳制品	252.5	269.0	309.3	371.2
乳制品 YOY	18.0%	6.5%	15.0%	20.0%
乳制品毛利率	29.0%	30.0%	31.5%	32.0%
烘焙食品	70.1	76	98	123
烘焙食品 YOY	18.8%	8.0%	30.0%	25.0%
烘焙食品毛利率	50.4%	50.0%	51.0%	52.0%
节日食品	76.6	76.2	80.0	88.0
节日食品 YOY	12.7%	-0.5%	5.0%	10.0%
节日食品毛利率	60.3%	60.0%	62.0%	64.0%
其他类	3.2	3.4	5.0	7.0
其他类 YOY	-0.4	0.1	0.5	0.4
其他类毛利率	10.7%	13.0%	20.0%	20.0%
收入合计	402.5	424.3	492.8	589.2
收入 YOY	16.1%	5.4%	16.1%	19.6%
毛利合计	155.2	164.7	198.3	240.5
毛利 YOY	13.0%	16.1%	20.4%	21.3%

资料来源：广证恒生



按照目前乳制品行业 13 年估值均值 40.7 倍，同时考虑到一级市场估值差异，结合公司的成长性及品牌力在行业中的水平，我们认为公司 2013 合理 PE 在 28-32 倍。按照 2014 年摊薄 EPS 在 0.76 元，对应合理估值在 21.3-24.3 元。

表 1. 乳制品上市公司估值情况

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2013E)
002329.SZ	皇氏乳业	70.69	58.88
002570.SZ	贝因美	24.35	22.35
600597.SH	光明乳业	67.24	55.50
600887.SH	伊利股份	26.78	26.14
平均值		47.27	40.71

资料来源：WIND、广证恒生

6. 风险因素

- 食品安全风险；
- 募投项目建设不及预期；
- 产能扩大后市场消化能力；
- 节日食品市场被冲击；



资产负债表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E	利润表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	74.0	122.6	90.4	82.1	89.6	营业收入	347.2	403.2	425.1	493.7	590.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-	减：营业成本	209.4	247.8	260.1	295.1	349.4
应收帐款	60.0	60.8	26.8	31.1	37.2	营业税费	3.1	3.6	3.8	4.4	5.3
应收票据	-	-	-	-	-	销售费用	44.0	52.0	55.3	65.2	79.1
应付帐款	7.5	12.1	12.1	11.2	13.1	管理费用	28.6	28.7	31.9	39.5	48.4
存货	37.9	40.8	71.3	80.8	95.7	财务费用	6.1	4.3	1.1	1.7	1.7
可供出售金融资产	-0.0	0.0	0.2	0.1	0.3	资产减值损失	1.4	1.1	1.4	1.6	1.9
持有至到期投资	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-	营业利润	54.6	65.6	71.6	86.2	104.4
固定资产	-	-	-	-	-	加：营业外净收支	4.4	1.6	2.2	2.4	2.7
在建工程	165.4	152.3	206.2	232.3	255.7	利润总额	59.0	67.2	73.8	88.6	107.1
无形资产	-	1.4	20.7	20.3	20.2	减：所得税	5.7	7.1	8.1	9.7	11.8
其他非流动资产	31.8	30.7	58.7	86.7	114.7	净利润（归属母公司）	53.3	60.1	65.7	78.8	95.3
资产总额	6.4	5.5	11.1	11.7	12.4	财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
短期债务	383.0	426.0	497.4	556.5	638.8	成长性					
应付帐款	76.3	69.0	68.7	68.6	68.5	营业收入增长率	10.6%	16.1%	5.4%	16.1%	19.6%
一年内到期的非流动负债	52.7	56.1	64.1	72.8	86.2	营业利润增长率	9.7%	20.2%	9.6%	20.8%	21.0%
预收账款	25.7	13.5	21.4	24.3	28.7	净利润增长率	21.1%	12.7%	9.8%	20.5%	20.7%
其他流动负债	22.4	21.4	9.4	-23.2	-57.3	盈利能力					
长期借款	-	-	-	-	-	毛利率	39.7%	38.5%	38.8%	40.2%	40.8%
其他非流动负债	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	营业利润率	15.7%	16.3%	16.9%	17.6%	17.8%
负债总额	178.2	161.1	164.6	143.4	127.2	净利润率	15.4%	14.9%	15.5%	16.1%	16.2%
少数股东权益	-	-	-	-	-	ROE	26.0%	22.7%	7.3%	8.1%	8.9%
股本	78.5	78.5	104.7	104.7	104.7	ROA	13.9%	14.1%	12.7%	13.7%	14.6%
留存收益	126.3	186.4	252.0	330.9	426.2	偿债能力					
股东权益	204.8	264.9	356.7	435.5	530.9	资产负债率	46.5%	37.8%	15.3%	12.6%	10.4%
现金流量表（百万元）	2011	2012	2013E	2014E	2015E	速动比率	0.80	1.22	0.94	1.04	1.28
净利润	53.3	60.1	66.0	79.5	95.9	利息保障倍数	9.98	16.20	93.98	87.66	100.87
加：折旧和摊销	20.9	22.8	15.8	20.2	24.6	运营效率					
资产减值准备	1.4	1.1	1.4	1.6	1.9	存货周转天数	103	115	85	62	64
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	总资产周转天数	465	482	452	409	382
财务费用	4.0	6.0	4.3	0.8	1.0	每股资料					
投资收益	-	-	-	-	-	EPS(元)	0.68	0.77	0.63	0.76	0.92
少数股东损益	-	-	-	-	-	估值比例					
营运资金的变动	-28.5	-19.1	12.4	-34.7	-39.9						
经营活动产生现金流量	73.8	70.0	96.3	67.6	83.6						
投资活动产生现金流量	-16.7	-9.9	-120.0	-70.0	-70.0						
融资活动产生现金流量	-34.9	-12.1	574.7	-1.4	-1.3						

王健超（食品饮料行业，首席分析师）

西南财经大学金融学硕士、统计学学士。6年证券从业经验，具备较深厚的资本市场研究功底，善于挖掘行业和公司基本面变化带来的投资机会，并结合消费趋势的数量分析及商业模式的定性分析双维度判断公司的投资价值。

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券有限责任公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

