

麦趣尔 (002719.SZ) 乳业行业

新股研究

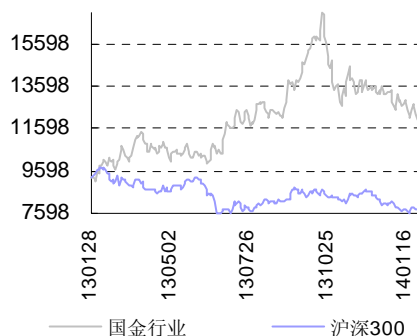
上市定价 (人民币): 25.38 元

目标价格 (人民币): 26.25 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

发行价(元)	25.38
发行 A 股数量(百万股)	22.90
总股本(百万股)	91.60
国金乳业指数	12294.30
沪深 300 指数	2219.86
中小板指数	6297.56



新疆特色奶制品 + 烘焙企业的二次成长

公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.679	0.766	0.728	0.868	1.098
每股净资产(元)	2.61	3.37	3.72	7.54	8.64
每股经营性现金流(元)	0.94	0.89	1.18	1.12	1.40
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	21.93	29.61	53.81	50.20	50.20
净利润增长率(%)	21.06%	12.70%	11.00%	19.16%	26.59%
净资产收益率(%)	26.04%	22.69%	22.82%	11.51%	12.72%
总股本(百万股)	78.49	78.49	91.60	91.60	91.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司增长的三大主要增长动力: 1) 行业托举。乳制品和烘焙制品的行业均处于高速增长时代, 都是消费升级的正向产品。2) 新疆区域受益于国家的西部大开发共同政策和独立政策, 资源禀赋强, 经济发展潜力大。3) 主动性进行乳制品产能扩张和连锁店开发, 本地经营时间长管理经验丰富。
- 公司是新疆地区的家族企业, 主营业务是高端液态乳制品的生产和销售, 以及高端烘焙食品的连锁经营, 技术实力和品控能力突出。公司生产的乳制品主要包括灭菌乳、调制乳和含乳饮料三大系列 20 余种产品; 拥有 39 家烘焙食品直营连锁门店, 总经营面积 6,304.26 平方米, 主要分布在新疆和北京地区, 公司建有烘焙食品加工厂、区域性的加工中心和连锁店的现场烤制及加工间, 烘焙连锁所需产品绝大部分由公司自主生产, 目前公司生产的烘焙食品包括面包、蛋糕、中西式糕点、月饼四大系列共 400 余种产品。
- 从收入占比来看, 乳制品达到 60% 以上, 烘焙食品占比 20% 左右, 年节食品占比 20% 左右, 主要产品的行业成长性均较好。我国液态奶行业整体增速在 5-10%, 新疆从 2009 年开始增速逐步超过全国平均水平。乳制品是消费升级产品, 在我国行业发展潜力巨大。同时, 我国糕点的人均消费仍在低水平, 目前烘焙制品行业的增速很高, 近几年仍在 15% 左右, 行业处于发展的快车道。公司主要销售区域在新疆省, 新疆乌鲁木齐、昌吉(乌昌)是主要销售地, 收入占比约 70%。
- 公司产品定位中高端, 产品高品质是高定价的基础, 优质奶源保障公司产品口感和品质, 新疆本地奶源完全不涉及三聚氰胺事件。麦趣尔在新疆本地的品牌知名度高, 在外地旅游者心中也是典型的新疆特色乳业的代表。公司及其前身在新疆地区耕耘多年, 建立了以“麦趣尔”为主品牌的品牌架构, 麦趣尔品牌成为疆内广受消费者认可的品牌。
- 公司收入预测情况如下: 预测 2013-2015 年公司营业收入增速分别为 6.25%, 22.15%, 25.25%; 归属于母公司的净利润同比增长 11%, 19.2%, 26.59%。每股收益达到 0.728 元/0.868 元/1.098 元。采用相对估值法, 公司的合理价值在 30x2014E PE, 目标价 26.25 元, 相当于 23.90x2015E EPS, 增持评级。
- 风险提示: 连锁店扩张低于预期, 原材料价格大幅上升。

赵晓媛 分析师 SAC 执业编号: S1130513070001
(8621)60230229
zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢 分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)60230228
cheng@gjzq.com.cn

一、特色的新疆区域性企业，主营奶制品和烘焙制品

1、经营情况和历史发展

- **公司新疆地区的家族企业。**公司前身是新疆麦趣尔乳业有限公司，系由麦趣尔集团（前身是新疆大天池食品有限公司）、聚和盛、新美投资和通汇投资四名法人，以及李勇、陈全仁、张美玲、王龙、王翠先、杨冬梅、李刚七名自然人以净资产出资，依法整体变更设立的股份有限公司。
- **公司的主营业务是液态乳制品的生产和销售，烘焙食品的连锁经营，技术实力和品控能力突出。**公司是中国焙烤食品糖制品工业协会的理事单位、中国乳制品协会会员单位，主持和参与制定了一系列烘焙食品行业标准。“十一五”期间，被评为高新技术企业，并被人力资源和社会保障部授予“博士后工作站”资格，其技术中心被认定为“国家认定企业技术中心”，在乳业和烘焙食品领域拥有一支经验丰富的研发队伍。公司前身麦趣尔乳业自设立之初即从事乳制品的生产销售，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，形成了以乳制品生产业务和烘焙食品的连锁经营业务为核心的发展态势。
- **公司产品线围绕乳制品和烘焙制品。**公司生产的乳制品主要包括灭菌乳、调制乳和含乳饮料三大系列 20 余种产品；拥有 39 家烘焙食品直营连锁店，总经营面积 6,304.26 平方米，主要分布在新疆和北京地区，公司建有烘焙食品加工厂、区域性的加工中心和连锁店的现场烤制及加工间，烘焙连锁所需产品绝大部分由公司自主生产，目前公司生产的烘焙食品包括面包、蛋糕、中西式糕点、月饼四大系列共 400 余种产品。

图表1：公司乳制品的主要产品线

种类	品种	规格	明星产品
乳制品	灭菌乳	250ML 200ML	
	调制乳	250ML 200ML	
	含乳饮料	250ML	

来源：招股书，国金证券研究所

图表2：公司烘焙食品的主要产品线

烘焙食品	烘焙	蛋糕 面包 干点	
	生日蛋糕	生日蛋糕	
	现制品	现烤面包西点	

图表3：节日食品的主要产品线

节日食品	月饼	月饼	
	冷冻食品	汤圆 粽子	

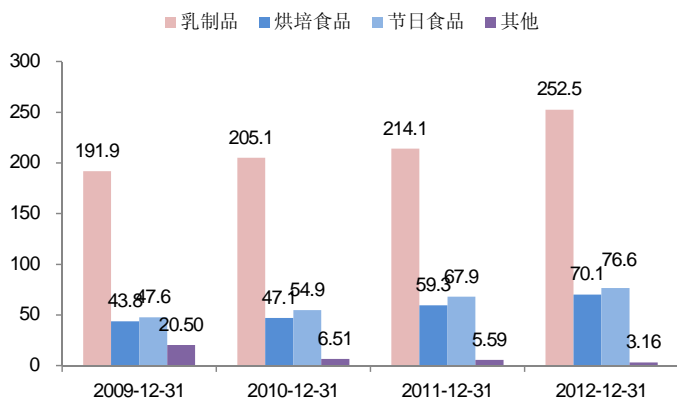
来源：招股书，国金证券研究所

图表4：其他食品的主要产品线

其他	现制品	蛋筒 自制饮料	
	饮料	茶饮料 果汁饮料	
	冷冻食品	冰淇淋 水饺等	

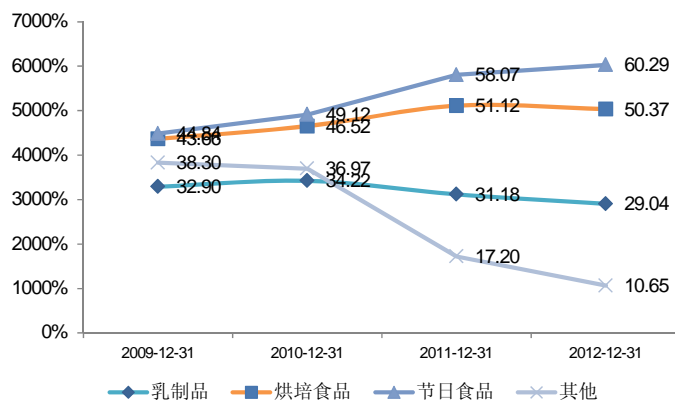
- 从收入占比来看，乳制品达到 60%以上，烘焙食品占比 20%左右，年节食品占比 20%左右。从毛利率水平看，节日食品的毛利率最高，其次是烘焙食品和乳制品。

图表5：公司四大产品系列的收入情况（百万）



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：节日食品和烘焙食品拥有较高的毛利率（%）



其中的销量和价格情况如下表所示

图表7：公司的产销率高，供不应求的态势明显

产品名称	类别	2013年1-6月	2012年	2011年	2010年
乳制品	产量（吨）	15,511.52	33,461.54	27,717.48	27,026.37
	销量（吨）	14,068.58	33,354.77	28,158.33	27,152.86
	产销率	90.70%	99.68%	101.59%	100.47%
烘焙食品	产量（吨）	703.98	1,480.08	1,323.60	1,212.11
	销量（吨）	702.24	1,461.99	1,300.60	1,195.51
	产销率	99.75%	98.78%	98.26%	98.63%
节日食品	产量（吨）	160.80	456.87	380.80	364.23
	销量（吨）	147.55	479.74	371.04	354.44
	产销率	91.76%	105.01%	97.44%	97.31%

来源：招股书，国金证券研究所

图表8：公司主要产品价格保持稳中有升的态势

产品	2013年1-6月	2012年	2011年	2010年
乳制品均价	8,295.46	7,571.23	7,602.45	7,552.33
烘焙食品均价	47,423.46	47,954.56	45,624.70	39,380.70
节日食品均价	96,013.61	159,689.96	183,056.60	154,796.69

- 公司主要销售区域在新疆省，新疆乌鲁木齐、昌吉（乌昌）是主要销售地，收入占比约 70%。公司主营业务收入主要来自于新疆的乌鲁木齐、昌吉地区，2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年 1-6 月该区域主营业务收入占公司全部主营业务收入的比例分别为 68.62%、70.06%、67.62%和 69.23%，来自于新疆地区的主营业务收入占公司全部主营业务收入的比例分别为 99.78%、96.36%、96.13%和 96.16%。北疆地区主要为克拉玛依和伊犁地区，南疆地区主要为库尔勒、喀什、阿克苏、和田，疆外地区主要为北京。

图表9：公司销售区域集中在新疆省，主要来自新疆乌鲁木齐和昌吉地区

	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
乌昌	11,483.34	69.23	27,211.81	67.62	24,305.56	70.06	21,512.75	68.62
北疆	1,514.22	9.13	4,202.98	10.44	3,148.18	9.07	3,761.57	12.00
南疆	2,952.55	17.80	7,270.65	18.07	5,978.70	17.23	6,008.62	19.16
疆外	637.13	3.84	1,556.59	3.87	1,259.56	3.63	69.57	0.22
合计	16,587.25	100.00	40,242.03	100.00	34,691.99	100.00	31,352.51	100.00

来源：招股书，国金证券研究所

- 从销售方式来看，公司直供商超的占比不高，主要通过经销商分销乳制品和节日食品，通过连锁店经营烘焙食品。

图表10: 公司业务渠道销售收入占全部销售收入的比重

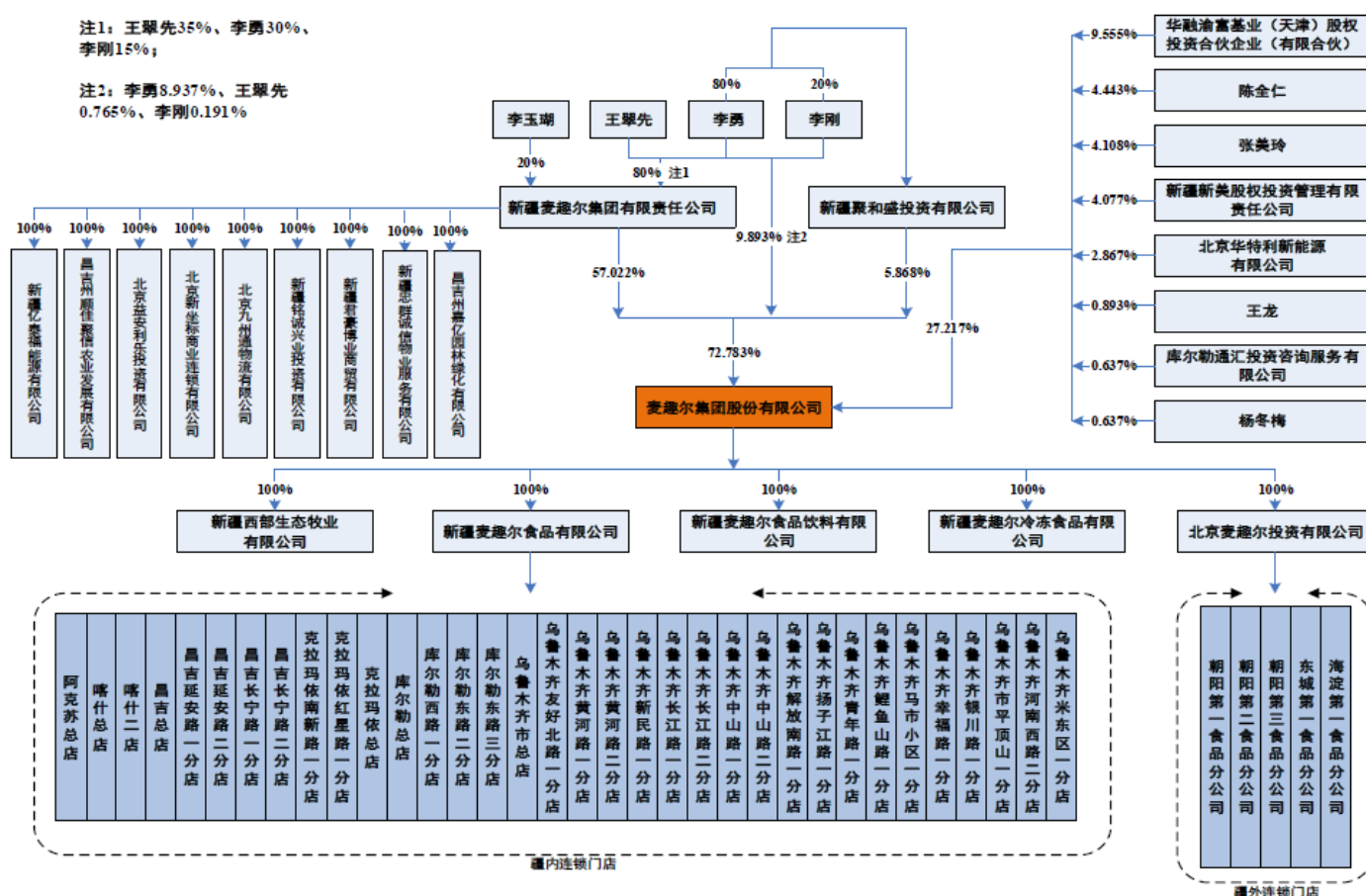
销售渠道	2013年1-6月	2012年	2011年	2010年
烘焙连锁店	32.47	32.85	28.96	22.08
经销商	57.93	54.51	57.59	62.72
大型商超	5.79	6.72	7.60	8.41
其他渠道	3.81	5.91	5.85	6.79
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

来源: 招股书, 国金证券研究所

2、股权结构

- 本次发行前, 李氏家族控股 73% 的股权。控股股东麦趣尔集团, 董事及高级管理人员控制新疆聚和盛投资有限公司, 实际控制人李玉瑚、王翠先、李勇、李刚 (李玉瑚、王翠先为夫妻关系, 李勇为李玉瑚、王翠先之长子, 李刚为李玉瑚、王翠先之三子)。本次发行前通过直接和间接方式合计持有本公司 72.783% 的股份。本次发行总股数 2290 万股, 其中新股数 1311 万股, 旧股 979 万股, 发行后总股本达到 9160 万股。

图表11: 本次发行前公司的股权结构

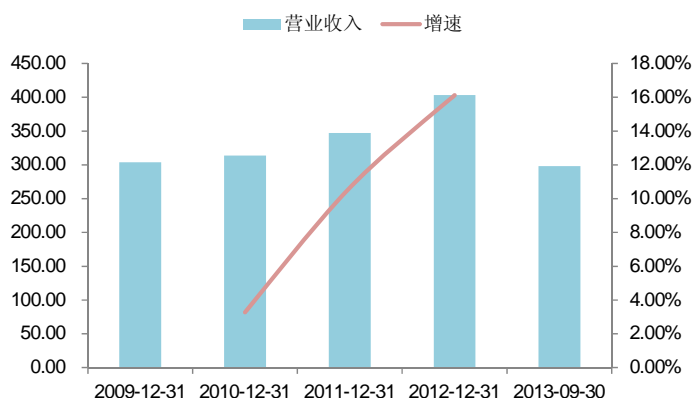


来源: 招股书, 国金证券研究所

3、财务状况和成长性

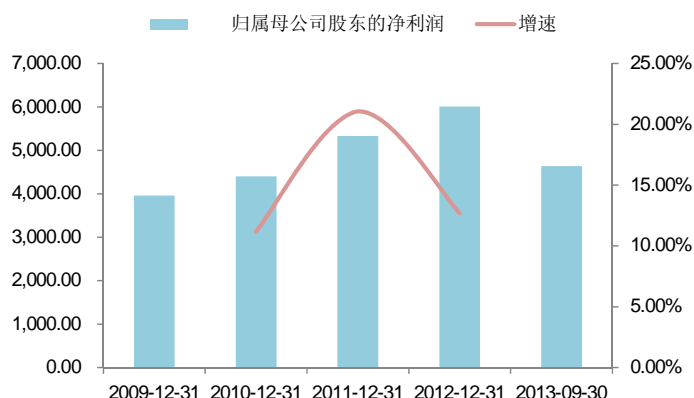
- 公司收入增速近 2 年成加快趋势, 符合消费升级过程中, 对高端奶制品消费逐步提升的特点。

图表12: 收入增速近两年逐步提升



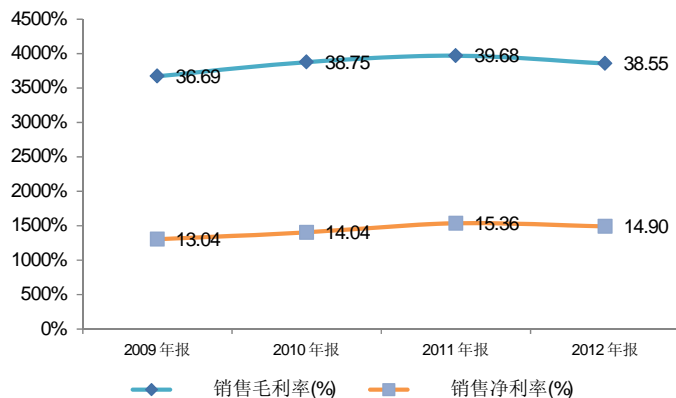
来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 利润增速多高于收入增速



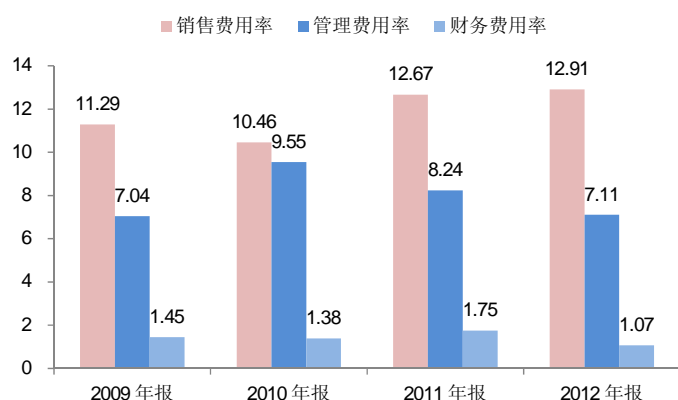
- 毛利率和净利率水平呈现稳中有升趋势, 符合公司高端产品的定位, 对于价格有一定的自我调节能力。从三项费用率来看, 公司营收规模较小, 对应的三项费用率有 1-2 个百分点的波动。

图表14: 毛利率和净利率水平都呈稳中有升趋势



来源: 招股书, 国金证券研究所

图表15: 公司的三项费用率水平



4、本次发行与募投项目

- 本次发行总股数 2290 万股, 新股数 1311 万股, 旧股 979 万股, 发行后总股本达到 9160 万股。每股发行价格 25.38 元。本次募集资金投资项目中 2,000 头奶牛生态养殖基地建设项目由于奶牛生长周期的因素, 在短期内不能立即产生收益; 截至招股说明书签署日, 公司已经通过自有资金投入新开连锁门店 11 家。

图表16: 募投资金的投入项目

项目名称	项目投资金额	项目核准(备案)情况
日处理 300 吨生鲜乳生产线建设项目	14,990	新疆维吾尔自治区发展和改革委员会新发改产业[2011]4278 号
2,000 头奶牛生态养殖基地建设项目	6,205	昌吉国家农业科技园区产业发展局昌农科产字[2011]41 号
烘焙连锁新疆营销网络项目	5,649	昌吉市发展和改革委员会昌市发改综合[2010]370 号
企业技术中心建设项目	2,685	昌吉市发展和改革委员会昌市发改综合[2010]369 号
合计	29,529	—

来源: 招股书, 国金证券研究所

图表17: 募投项目投入的时间进度

项目名称	募投项目投资计划			
	第1年	第2年	第3年	总投资额
日处理 300 吨生鲜乳生产线建设项目	4,412	8,680	1,898	14,990
2,000 头奶牛生态养殖基地建设项目	1,214	4,991	-	6,205
烘焙连锁新疆营销网络项目	3,242	2,331	76	5,649
企业技术中心建设项目	2,685	-	-	2,685
合计	11,553	16,002	1,974	29,529

二、产品线主打高端，乳制品和烘焙连锁行业成长性强

1、乳制品定位中高端，消费升级推动公司产品在新疆区域扩张

- 公司产品定位中高端，产品高品质是高定价的基础。利乐枕系列的零售价格高于定位中端的西域春~50%，高于蒙牛、伊利的价格，高端奶系列定价参照蒙牛特仑苏、伊利金典，而含乳饮料的零售价格高于新疆主要奶企蒙牛和伊利。

图表18：定位中高端，零售价格普遍高于其他奶企

类别	品种	2013年1-6月 零售价格	2012年 零售价格	2011年 零售价格	2010年 零售价格
百利包系列	西域春200ml百利包纯奶（1*20P）	30-31	31	30	30
利乐枕系列	西域春200ml利乐枕百利包纯奶（1*20P）	33	33.6	31	30-32
	麦趣尔200ml利乐枕百利包纯奶（1*20P）	48	42	42	42
高端奶	蒙牛特仑苏（250ml*1*12）	59-70	59-68	59-68	60
	伊利金典（250ml*1*12）	58-69.6	58-68	56-66	56
	蒙牛新养道（250ml*1*12）	46-48	46-48	48	42-45
	伊利营养舒化奶（250ml*1*12）	46.8-52.8	46.8-52.8	46.8	42-45
	麦趣尔3.1蛋白含量纯牛奶（250ml*1*12）	58	58	58	
	麦趣尔牛奶故乡营养舒态奶（250ml*1*12）	68	68	68	68
	麦趣尔黑谷（或红色养生）牛奶（250ml*1*12）	60	60	60	60
含乳饮料	蒙牛酸酸乳（250ml*1*24）	27.6-40.5	30-40.5	36	38-42
	伊利优酸乳（250ml*1*24）	36-43.2	40.8	46.8	38-45
	麦趣尔品酸乳（250ml*1*24）	48-50	45-60	45-60	60

来源：招股书，国金证券研究所

- 优质奶源保障公司产品的口感和品质，新疆本地奶源完全不涉及三聚氰胺事件。新疆乳制品市场主要企业包括蒙牛、伊利、麦趣尔、西域春，其中只有麦趣尔和西域春选用的是新疆本地的优质奶源，这也保障了以公司为代表的新疆本地奶企完全不涉及三聚氰胺事件。
- 2008年“三聚氰胺事件”发生后，以公司为代表的新疆地区35家当地企业生产的66个批次的液态奶均未检测出三聚氰胺。2011年“黄曲霉素事件”发生后，公司对进厂的生鲜乳和出厂的产成品批批检测，保证出厂产品批批经过检测，批批合格。公司的产品质量优势将成为公司走出新疆参与全国竞争的重要优势。

图表19：麦趣尔与疆内主要竞争对手的对比情况

项目	发行人	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	新疆西域春乳业有限责任公司
产品种类	灭菌乳、调制乳、含乳饮料等	酸酸乳、未来星儿童奶、高钙奶、果蔬奶、新养道等	奶粉、优酸乳、高钙奶（营养舒化奶）、QQ星儿童奶等	巴氏保鲜奶杯装及桶装酸奶、利乐枕等
售价	UHT 灭菌：48-68 元 含乳饮料：48-60 元	UHT 灭菌：38-73 元 含乳饮料：36-40.8 元	UHT 灭菌：42-73 元 含乳饮料：36-43.2 元	UHT 灭菌：31-60 元
品牌影响力	疆内	全国	全国	疆内
品牌定位	中高端市场	中高端市场	中高端市场	中端市场
营销模式	经销商+自营连锁店+商超	经销商+商超	经销商+商超	经销商+商超
包装	瑞典利乐枕、砖	瑞典利乐枕、砖	瑞典利乐枕、砖	百利包、瑞典利乐枕、砖
奶源	本地优质奶源	疆外奶源	疆外奶源	本地优质奶源
产地	本地生产	本地生产奶粉；液态乳产品来自于疆外	本地生产奶粉；液态乳产品来自于疆外	本地生产
生产成本	正常	正常	正常	正常
销售运输成本	相对低	相对高	相对高	相对低

来源：招股书，国金证券研究所

- 新疆奶源具有重要优势，乳牛存栏量占全国比例高但乳制品产量低，存在加工能力不足的特点。新疆地域广阔，饲草料资源丰富，在天山、昆仑山、阿尔泰山和准噶尔、塔里木盆地周围，拥有大片优良的牧场。而新疆天然草场总面积 5,139.77 万公顷，占全国草场总面积的约 20%，居全国第二位，人均占有草场面积达 44.04 亩。世界著名的优良品种牧草在新疆均有大面积野生分布。此外，新疆气候、水质条件均非常适合高产荷斯坦奶牛的养殖，生产出来的生鲜乳受污染程度低。故新疆具有发展乳制品制

造业得天独厚的自然条件，2011 年末乳牛存栏数达到 150.70 万头，占全国的比例为 10.47%，是全国重要的奶源基地。

图表20：新疆乳牛存栏数占比约占全国的 10%

项目	2011 年	2010 年	2009 年
全国乳牛年末存栏数（万头）	1,440.00	1,420.10	1,260.33
新疆乳牛年末存栏数（万头）	150.70	148.20	170.40
新疆乳牛年末存栏数占比	10.47%	10.44%	13.52%

来源：招股书，国金证券研究所

图表21：新疆生鲜乳产量不到全国的 4%

项目	2011 年	2010 年	2009 年
全国生鲜乳产量（万吨）	3,656.00	3,575.62	3,520.88
新疆生鲜乳产量（万吨）	130.50	128.60	120.88
新疆生鲜乳产量占比	3.57%	3.60%	3.43%

- 麦趣尔的奶源全部来自新疆本地，大型牛场、奶牛合作社和个体养殖户是主要的三大配套奶源基地。公司与大型牛场、奶牛合作社和个体养殖户签订合同后，由公司收购其生鲜乳。大型牛场完全自主经营，奶牛合作社和个体养殖户则由当地政府部门提供便利条件，自行投资基础设施。公司与上述奶源基地均有长期良好的合作，在签订长期生鲜乳收购合同的基础上，再根据实际情况对收购的数量和价格进行调整。公司长期与优质的大型牛场、奶牛合作社和个体养殖户维持着稳定的合作，目前通过与大型牛场和奶牛合作社之间签订的生鲜乳购销意向书，意向合作的奶牛头数为 34,469 头。

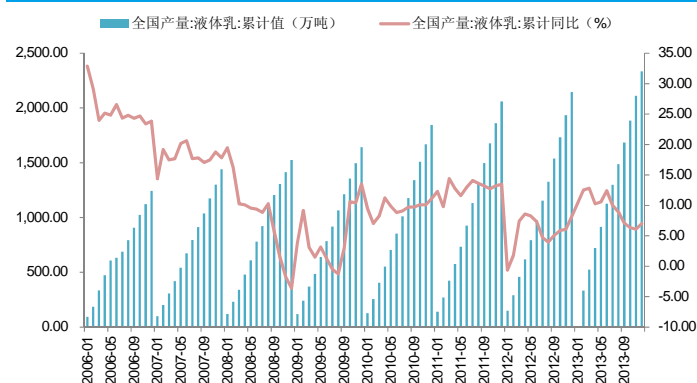
图表22：三大配套奶源基地的收购占比情况，大型牛场占比增速很快

年度	大型牛场	奶牛合作社	个体养殖户	合计
2010 年	17.00	26.42	56.58	100.00
2011 年	39.22	16.78	44.00	100.00
2012 年	61.13	15.54	23.33	100.00
2013 年 1-6 月	67.07	12.82	20.11	100.00

来源：招股书，国金证券研究所

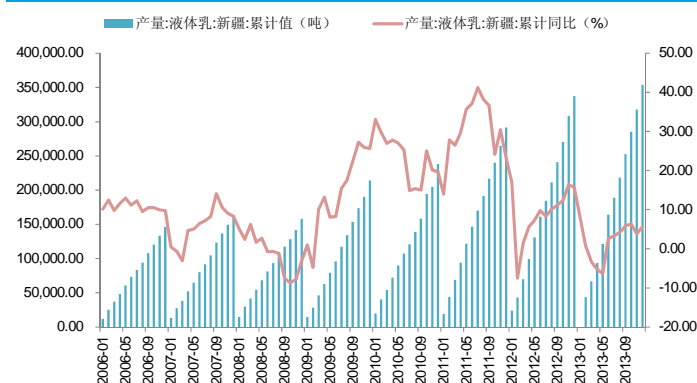
- 麦趣尔在新疆本地的品牌知名度高，在外地旅游者心中也是典型的新疆特色乳业的代表。公司及其前身在新疆地区耕耘多年，建立了以“麦趣尔”为主品牌的品牌架构，麦趣尔品牌成为疆内广受消费者认可的品牌。公司曾先后获得“中国名牌”、“中国烘焙最具竞争力十大品牌”、“新疆名牌产品”、“中国名饼”等诸多荣誉，麦趣尔品牌月饼曾连续被评为“国饼十佳”，是国内唯一一家获此殊荣的清真食品品牌。
- 我国液态奶行业整体增速在 5-10%，新疆从 2009 年开始增速逐步超过全国平均水平。乳制品是消费升级产品，在我国行业发展潜力巨大。就液态奶而言，2009 年、2010 年、2011 年、2012 年和 2013 年我国液态奶产量分别达到 1,641.64 万吨、1,845.59 万吨、2,060.79 万吨、2,146.57 万吨和 2,335.97 万吨，同比增长 7.63%、12.42%、11.66%、8.12%、7.01%。我国乳制品行业保持了稳定的高增长的态势。从新疆来看，2009 年三聚氰胺事件后，常量增速开始超过全国平均水平。

图表23: 全国液体乳产量增速稳定在 5-10%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 新疆液体乳产量增速从 09 年逐步快于全国



- 新疆的乳制品消费特点是消费时间长、消费成熟度高，高收入地区有消费升级和多元化的需求，同时，新疆 GDP 增速超过全国平均水平，乳制品这种消费升级正向产品将明显受益收入的快速增长。新疆的各地区发展较为不平衡，有多个地区的人均 GDP 超过全国人均 6089 美元的水平，同时，新疆是多民族聚居地区，饮（食）用奶历史悠久，需求量大。其中，哈萨克、蒙古、俄罗斯等民族几乎一日三餐均饮用牛奶、羊奶或奶茶，食用奶酪、黄油等乳制品，牛奶消耗水平和奶业发达国家非常接近。

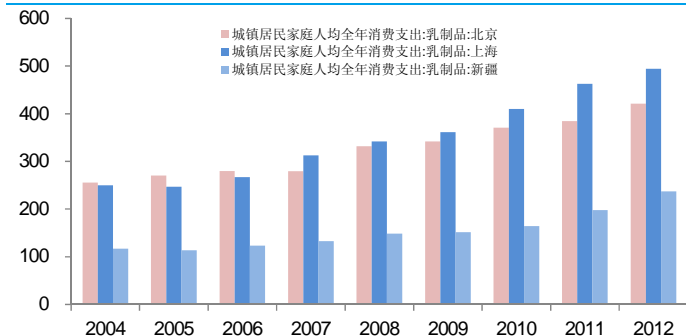
图表25: 2012 年新疆各地级市的人均 GDP 水平，蓝色为超过全国平均的区域

GDP 排名	地级市	2012年GDP (亿元)	2011年常住人口 (万)	人均GDP (元)	人均GDP (美元)	人均GDP排名
1	乌鲁木齐市	2060	335	61492.54	9783.24	3
2	巴音郭楞州	906	127.85	70864.29	11274.25	2
3	昌吉州	826	142.86	57818.84	9198.77	4
4	克拉玛依市	810	37.82	214172.4	34074.04	1
5	伊犁州直属县	602	248.26	24248.77	3857.89	10
6	喀什地区	517.3	397.94	12999.45	2068.16	12
7	阿克苏地区	455.6	237.09	19216.33	3057.25	11
8	塔城地区	409.3	121.92	33571.19	5341.05	7
9	哈密地区	274.61	57.24	47975.19	7632.68	5
10	吐鲁番地区	244.6	62.27	39280.55	6249.39	6
11	阿勒泰地区	185.87	60.33	30808.88	4901.58	9
12	和田地区	145.44	201.44	7220.02	1148.68	14
13	博尔塔拉州	145.2	44.37	32724.81	5206.4	8
14	克孜勒苏州	61.41	52.56	11683.79	1858.85	13

来源: 统计局, 国金证券研究所

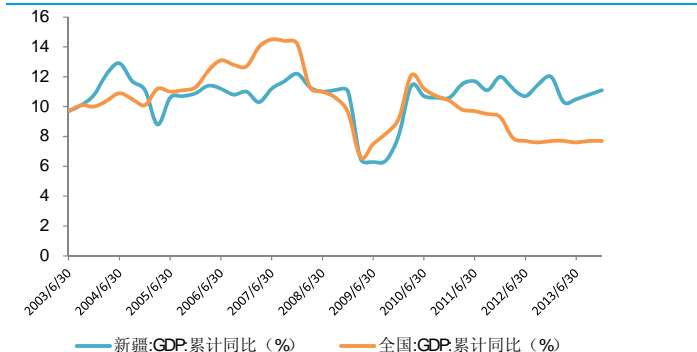
- 根据中国奶业协会 2005 年 6 月发表的《中国奶业发展战略研究》，国内人均奶类占有量增长速度与人均 GDP 增长速度成正相关，其相关系数达 0.935。

图表26: 乳制品是明显的消费升级正向产品



来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 新疆 GDP 增速在 2011 年后明显高于全国平均



- 公司日处理 300 吨的奶制品生产线将在 2015 年开始贡献产能，2000 头奶牛的奶源基地建设项目将保障公司高端产品的稳步扩张。受益于国家产业调控与政策指导，新疆地区乳制品制造行业稳定发展，同时受疆内居民消费能力提高的影响，全疆液态乳制品产量在 2009-2011 年间逐渐提高。与此对应的公司液态乳产量增长缓慢，由此导致公司乳制品产量在全疆乳制品产量份额中占比逐年降低，主要原因是公司生产线产能有限。在公司 300 吨/日的液态奶生产线于 15 年投产后，将大大缓解公司的产能瓶颈；同时，2000 头奶牛的奶源基地项目也将支持公司高端产品的有力扩张。

图表28：2009 年新疆区内液态乳制品产量与公司液态乳制品产量表

项目	2011 年	2010 年	2009 年
新疆液态乳制品产量（万吨）	29.15	23.81	21.40
公司液态乳制品产量（万吨）	2.77	2.70	2.69
公司产量占有率	9.50%	11.34%	12.57%

来源：招股书，国金证券研究所

2、烘焙连锁是支持公司 14 年增长的主要来源，节日食品的成长具有波动性

- 公司定位于中高端烘焙连锁行业，在新疆地区处于行业领先地位。目前，公司的主要竞争对手包括爱里食品有限公司、面包新语食品集团等。截至招股说明书签署日，公司共有 39 家烘焙连锁门店，其中 3 家门店为自有门店，其余均为租赁取得。新疆烘焙连锁市场主要由低端市场和中高端市场组成。其中，低端市场门槛较低，行业进入者众多，竞争激烈；中高端市场门槛较高，行业竞争相对集中。

图表29：2009-2011 年新疆省内烘焙连锁行业销售情况及麦趣尔的销售情况

项目	2011 年	2010 年	2009 年
新疆烘焙连锁行业销售额	-	9.02	7.41
公司疆内烘焙连锁销售额	0.89	0.71	0.72
公司疆内市场占有率	-	7.65%	9.72%

来源：招股书，烘焙连锁行业发展情况报告，国金证券研究所

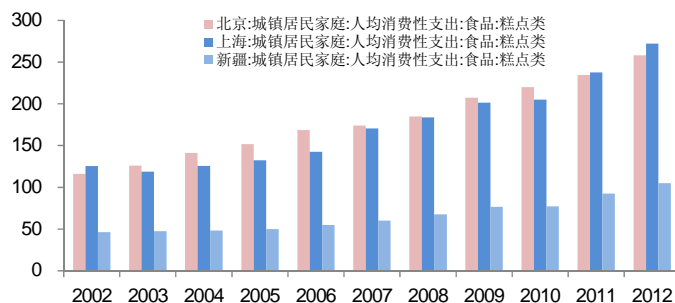
- 我国糕点的人均消费仍在低水平，目前烘焙制品行业的增速很高，在发展的快车道。根据国家统计局《2010 年统计年鉴》统计数据，国内平均每人每年糕点消耗量约为 5.09 公斤。而根据中国焙烤食品糖制品工业协会的统计数据，与内地饮食习惯相近的韩国、香港等地区，平均每人每年仅面包消费量就已达 8 公斤。随着中国城市化进程的加快及居民饮食习惯的逐步西化，国内烘焙连锁行业市场消费潜力巨大。
- 烘焙连锁行业在国内的扩张速度快，尚未形成全国性的连锁企业。截至 2010 年底，国内烘焙连锁店铺数量估计在 8-10 万家之间，而且正以每年 10%-20% 的速度在扩张。由于我国主要烘焙企业均处于区域性扩张向全国性扩张的过渡阶段，尚未形成具备全国影响力的行业龙头企业。以台湾 85 度 C、面包新语食品集团为代表的海外品牌在完成其所在的国内主要一线城市的布局后，开始向周边的二、三线城市扩张。而以公司为代表的区域性龙头企业，凭借多年的经营，已基本确定其所在区域的绝对优势地位。
- 随着我国西部大开发战略的深入推进，新疆经济快速发展，为高端食品消费打下基础。根据《新疆统计年鉴 2010》统计数据，2009 年新疆地区城镇人口为 860.21 万人，占总人口的 39.85%，新疆生产总值为 4,277.05 亿元。城镇人口占比迅速提高，人均 GDP 大幅攀升，新疆地区已经拥有了较好的经济基础和一定的购买能力，该地区烘焙连锁行业发展已具备良好的基础。

图表30：中国烘焙制品行业的行业增速很高



来源：Wind，国金证券研究所

图表31：糕点类产品也属于消费升级的正向产品



- 公司烘焙连锁门店经营具有季节性特点，在新疆地区新开门店一般在开业当年的中秋节左右实现盈利，在开业后第 2-3 年可达到成熟门店的盈利水平，规模化特征明显。2011 年新开的 6 家连锁门店中开业当年即实现盈利的有 5 家，1 家亏损，共实现盈利 85.42 万元；2012 年新开的 1 家连锁门店开业当年亏损 17.01 万元；2013 年新开 4 家连锁门店，其中上半年新开的 3 家连锁店中实现盈利的有 2 家，1 家亏损，2013 年上半年合计共实现盈利 2.20 万元。
- 节日食品主要包括中秋节月饼、端午节粽子和元宵节元宵三大类。其中月饼和粽子的节日特征尤为显著，元宵作为一种速冻方便食品，除元宵节销量较大外，平时也有稳定的销量。月饼为节日食品的主要品种，2010 年至 2012 年占节日食品营业收入的比例均超过 80%，麦趣尔月饼在新疆享有较高的知名度。公司曾先后获得“中国名牌”、“新疆名牌产品”、“中国名饼”等诸多荣誉，并连续被中国食品工业协会评为“国饼十佳”，是唯一获此殊荣的清真月饼品牌。

图表32：节日食品销售明细情况表（万元）

节日食品	2013 年 1-6 月		2012 年		2011 年		2010 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
月饼	-	-	6,336.11	82.71	5,825.90	85.77	4,776.95	87.07
元宵及粽子	1,416.68	100.00	1,324.86	17.29	966.23	14.23	709.66	12.93
合计	1,416.68	100.00	7,660.97	100.00	6,792.13	100.00	5,486.61	100.00

来源：招股书，国金证券研究所

- 公司的节日食品销售采用以直销为主，经销为辅的销售模式，为高毛利高仓位用模式。公司主要通过自营的烘焙连锁店、大客户集中采购两个渠道实现节日产品在短时间内的快速销售；此外，代理商、大型超市、商场等销售渠道亦起到良好的效果。由于节日食品的销售均集中于各个节日前一段时间，因此造成全年各月份间和各季度间销售收入和毛利率具有一定的波动性

图表33：节日食品毛利率水平较高

项目	2013 年 1-6 月	2012 年	2011 年	2010 年
节日食品收入（万元）	1,416.68	7,660.97	6,792.13	5,486.61
节日食品平均单价（元/吨）	96,013.61	159,689.96	183,056.60	154,796.69
节日食品毛利率（%）	54.01	60.29	58.07	49.12

来源：招股书，国金证券研究所

三、估值和投资建议

- 公司收入预测情况如下：预测 2013-2015 年公司营业收入增速分别为 6.25%，22.15%，25.25%；归属于母公司的净利润同比增长 11%，19.2%，26.59%。每股收益达到 0.728 元/0.868 元/1.098 元。采用相对估值法，公司的合理价值在 30x2014E PE，目标价 26.25 元，相当于 23.90x2015E EPS，增持评级。

图表34: 收入预测情况

项 目	2012	2013E	2014E	2015E
乳制品				
销售收入（百万元）	252.24	269.90	318.48	398.10
增长率（YOY）		7.00%	18.00%	25.00%
毛利率	29.00%	29.50%	29.50%	29.50%
销售成本（百万元）	179.09	190.28	224.53	280.66
增长率（YOY）		6.25%	18.00%	25.00%
毛利（百万元）	73.15	79.62	93.95	117.44
增长率（YOY）		8.84%	18.00%	25.00%
占总销售额比重	62.60%	63.00%	60.86%	60.74%
占主营业务利润比重	47.16%	48.24%	46.13%	46.10%
烘焙				
销售收入（百万元）	70.11	77.12	111.83	150.96
增长率（YOY）		10.00%	45.00%	35.00%
毛利率	50.40%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本（百万元）	34.77	38.56	55.91	75.48
增长率（YOY）		10.89%	45.00%	35.00%
毛利（百万元）	35.34	38.56	55.91	75.48
增长率（YOY）		9.13%	45.00%	35.00%
占总销售额比重	17.40%	18.00%	21.37%	23.03%
占主营业务利润比重	22.78%	23.37%	27.45%	29.63%
节日食品				
销售收入（百万元）	76.61	77.38	88.98	102.33
增长率（YOY）		1.00%	15.00%	15.00%
毛利率	60.30%	60.00%	60.00%	60.00%
销售成本（百万元）	30.41	30.95	35.59	40.93
增长率（YOY）		1.76%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	46.20	46.43	53.39	61.40
增长率（YOY）		0.50%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	19.01%	18.06%	17.00%	15.61%
占主营业务利润比重	29.78%	28.13%	26.21%	24.10%
其他				
销售收入（百万元）	4.00	4.00	4.00	4.00
增长率（YOY）		0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.70%	10.70%	10.70%	10.70%
销售成本（百万元）	3.57	3.57	3.57	3.57
增长率（YOY）		0.00%	0.00%	0.00%
毛利（百万元）	0.43	0.43	0.43	0.43
增长率（YOY）		0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.99%	0.93%	0.76%	0.61%
占主营业务利润比重	0.28%	0.26%	0.21%	0.17%
销售总收入（百万元）	402.96	428.39	523.29	655.39
销售总成本（百万元）	247.85	263.36	319.60	400.65
毛利（百万元）	155.11	165.03	203.68	254.75
平均毛利率	38.49%	38.52%	38.92%	38.87%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	314	347	403	428	523	655
增长率		10.6%	16.1%	6.3%	22.2%	25.2%
主营业务成本	-192	-209	-248	-263	-320	-401
%销售收入	61.2%	60.3%	61.5%	61.5%	61.1%	61.1%
毛利	122	138	155	165	204	255
%销售收入	38.8%	39.7%	38.5%	38.5%	38.9%	38.9%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-4	-5	-6
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-33	-44	-52	-55	-73	-92
%销售收入	10.5%	12.7%	12.9%	12.9%	14.0%	14.0%
管理费用	-30	-29	-29	-32	-42	-52
%销售收入	9.5%	8.2%	7.1%	7.5%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	57	62	71	74	84	105
%销售收入	18.1%	17.9%	17.6%	17.2%	16.0%	16.0%
财务费用	-4	-6	-4	-1	3	6
%销售收入	1.4%	1.8%	1.1%	0.2%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	-3	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	50	55	66	73	87	111
营业利润率	15.9%	15.7%	16.3%	17.0%	16.7%	16.9%
营业外收支	1	4	2	2	2	2
税前利润	51	59	67	75	89	113
利润率	16.2%	17.0%	16.7%	17.5%	17.1%	17.2%
所得税	-7	-6	-7	-8	-10	-12
所得税率	13.5%	9.6%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润	44	53	60	67	79	101
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	44	53	60	67	79	101
净利率	14.0%	15.4%	14.9%	15.6%	15.2%	15.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	44	53	60	67	79	101
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	22	24	23	29	36
非经营收益	3	5	4	1	-2	-2
营运资金变动	-37	-7	-18	2	-4	-6
经营活动现金净流	31	74	70	93	103	129
资本开支	-12	-17	-10	-107	-107	-108
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-12	-17	-10	-108	-107	-108
股权募资	0	7	0	0	319	0
债权募资	45	-10	-7	-70	0	1
其他	-32	-32	-5	-2	-39	0
筹资活动现金净流	13	-35	-12	-72	280	1
现金净流量	33	22	48	-88	275	22

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	49	74	123	35	310	332
应收款项	43	60	61	62	76	95
存货	32	38	41	43	53	66
其他流动资产	13	7	12	15	18	22
流动资产	138	179	236	156	457	515
%总资产	42.8%	46.8%	55.5%	36.1%	56.3%	54.6%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	157	165	154	233	306	373
%总资产	48.8%	43.2%	36.1%	54.1%	37.7%	39.5%
无形资产	26	37	35	39	47	54
非流动资产	184	204	190	275	355	429
%总资产	57.2%	53.2%	44.5%	63.9%	43.7%	45.4%
资产总计	322	383	426	431	812	944
短期借款	87	76	69	0	0	0
应付款项	67	87	78	85	103	129
其他流动负债	36	14	13	54	18	23
流动负债	190	177	160	139	121	152
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	1	1	0	0	0
负债	190	178	161	139	121	153
普通股股东权益	131	205	265	292	691	791
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	322	383	426	431	812	944

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.587	0.679	0.766	0.728	0.868	1.098
每股净资产	1.753	2.609	3.375	3.724	7.540	8.638
每股经营现金净流	0.418	0.940	0.892	1.185	1.121	1.404
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.50%	26.04%	22.69%	22.82%	11.51%	12.72%
总资产收益率	13.70%	13.92%	14.11%	15.48%	9.79%	10.66%
投入资本收益率	22.50%	19.94%	19.03%	22.46%	10.80%	11.76%
增长率						
主营业务收入增长率	3.27%	10.65%	16.12%	6.25%	22.15%	25.25%
EBIT增长率	5.16%	9.40%	14.60%	3.82%	13.64%	24.82%
净利润增长率	11.19%	21.06%	12.70%	11.00%	19.16%	26.59%
总资产增长率	20.02%	19.12%	11.23%	1.17%	88.32%	16.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.0	44.2	45.6	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	55.7	60.9	57.9	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	73.3	71.9	71.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	182.6	#DIV/0!	#DIV/0!	154.2	142.1	122.8
偿债能力						
净负债/股东权益	28.66%	1.10%	-20.22%	-12.00%	-44.93%	-41.82%
EBIT利息保障倍数	13.1	10.2	16.5	87.9	-24.3	-16.4
资产负债率	59.11%	46.53%	37.82%	32.17%	14.90%	16.17%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

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 20% 以上;

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;

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% 以下。

特别声明:

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为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。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD