



果蔬加工行业

田野股份 (832023)

打造全产业链果蔬加工龙头企业

投资评级 买入

目标价格: 8.25-11.00

公司信息 (2016年03月15日)

成立日期	2007-01-23
挂牌日期	2015-02-13
转让方式	做市转让
总股本 (百万)	120
流通股本 (百万)	88.15
总市值 (亿元)	8.06
流通市值 (亿元)	5.92
3月15日收盘价格	6.72
12个月最高/低价	14.44/5.13

九州新三板研究团队

王朗其

证书编号: S1350515070001

Email: wanglq@jzsec.com

熊波

证书编号: S1350115080055

Email: xiongbo@jzsec.com

朱艺泓

证书编号: S1350116030011

Email: zhuyihong@jzsec.com

林红垒

证书编号: S1350515120002

Email: linhonglei@jzsec.com

汪晓波

证书编号: S1350115120021

Email: wangxb@jzsec.com

徐曼

证书编号: S1350115090051

Email: xuman@jzsec.com

夏利

证书编号: S1350115110031

Email: xiali@jzsec.com

果蔬加工产业引领者

公司主要从事热带果汁初加工、速冻果蔬、罐头的生产, 产品种类丰富, 下游客户信赖程度高, 在行业内形成正向规模效应。公司产品原料覆盖菠萝、芒果、甘蔗、西番、香蕉等多种水果, 其中芒果、西番莲产品独特性强、市场占有率高。公司与下游终端果汁产品制造商形成了稳定的合作关系, 客户中不乏农夫山泉、可口可乐、汇源果汁等国内外知名品牌。

打造全产业链龙头企业

公司在扩张产能的同时, 注重向上下游延伸建立完备业务体系, 打造行业内的全产业链龙头企业。公司自有子公司采取租赁+自有土地种植的原料供应模式, 保障上游原料品质和数量; 同时通过收购向其他区域扩张业务, 将被收购公司的种植、生产和销售优势整合进自有体系; 公司通过研发投入探索深入终端客户和推出新产品的可能性。

果汁行业持续增长

我国果汁行业 1200 亿的市场规模已经形成, 但与发达国家人均消费水平相比还有较大成长空间, 随着健康理念的不断深入, 果汁市场拥有长期增长潜力。公司产品种类丰富, 下游客户稳定, 未来成长空间除了得益于稳定的果汁终端需求外, 更多的是来自规模效应形成后的品牌效应和议价能力。

盈利预测与估值

公司下游客户需求稳定, 自身产能扩张带来规模效应, 预计公司 2015 至 2017 年营业收入为 1.91 亿元、2.49 亿元和 3.11 亿元, 净利润为 5044 万元、6619 万元和 8281 万元, 摊薄每股收益为 0.42、0.55、0.69 元/股, 对应 PE 分别为 15.99 倍、12.18 倍、9.74 倍。根据港股可比公司的估值, 考虑到公司的持续成长性, 给予公司 15-20 倍 PE 估值, 对应 2016 年 EPS, 合理股价在 8.25-11.00 元/股。

风险提示

竞争风险; 食品安全; 疫情、自然灾害等非可控因素。

财务数据及盈利指标

项目	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	151.26	159.50	191.40	248.82	311.02
同比增幅 (%)	48.09%	5.45%	20.00%	30.00%	25.00%
净利润 (百万元)	34.24	38.02	50.44	66.19	82.81
同比增幅 (%)	48.84%	11.06%	32.67%	31.22%	25.11%
毛利率 (%)	38.69%	41.14%	45.00%	45.00%	45.00%
每股收益	0.29	0.32	0.42	0.55	0.69
ROE	14.45%	13.80%	15.47%	16.88%	17.43%

资料来源: Wind, 九州研究



目 录

一、果蔬加工产业引领者	4
1、主营业务突出，果蔬品类丰富	4
2、产品质量可信，下游客户稳定	6
3、技术成熟可靠，起飞基础稳固	7
二、打造全产业链龙头企业	7
1、上游整合进行时	8
2、下游渠道谋扩张	8
3、收购整合促发展	9
4、股权激励保增长	10
三、果汁行业持续增长	11
1、软饮料的过去、现在与将来	11
2、健康理念支撑果汁行业可持续发展	12
3、横向对比凸显公司潜力	14
四、盈利预测与估值	15
五、风险提示	16



图目录

图 1 主营业务构成（万元）	4
图 2 各项产品毛利率水平（%）	5
图 3 股权结构图	8
图 4 公司主营业所处产业链	9
图 5 公司致力于打通产业链	10
图 6 软饮料产量及增速	11
图 7 饮料行业收入及利润	11
图 8 热门饮料种类演变	12
图 9 软饮料各子行业收入占比	12
图 10 果汁市场规模情况	12
图 11 果蔬罐头市场规模情况	12
图 12 中低浓度果汁占果汁饮料市场份额在 90%以上	13
图 13 饮料各细分行业前四名份额集中度指标(CR4)	13
图 14 果菜汁及果菜汁饮料制造企业单位数（个）	13
图 15 2012 年人均果汁消费额（美元）	14
图 16 果汁饮料产业链上的主要企业	14

表格目录

表格 1 公司产品种类丰富	4
表格 2 公司对前五大客户销售收入情况	6
表格 3 公司目前获得 15 项专利	7
表格 4 授予的期权行权期及各期行权时间安排	10
表格 5 激励对象行使股票期权的业绩考核要求	10
表格 6 可比公司主要财务数据	15
表格 7 公司盈利预测表（单位：百万元）	15



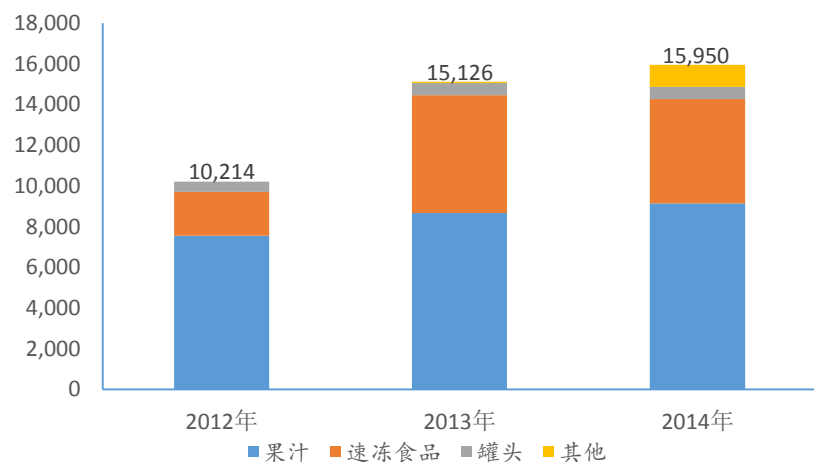
一、 果蔬加工产业引领者

公司主要从事热带果汁的初加工和速冻果蔬、罐头的生产，产品种类丰富，下游客户信赖程度高，在行业内形成正向规模效应。公司产品原料覆盖菠萝、芒果、甘蔗、西番、香蕉等多种水果，其中芒果、西番莲产品独特性强、市场占有率高。公司与下游终端果汁产品制造商形成了稳定的合作关系，客户中不乏农夫山泉、可口可乐、汇源果汁等国内外知名品牌。

1、主营业务突出，果蔬品类丰富

公司的主营业务是热带果蔬的加工，主要产品包括原料汁、速冻热带果蔬和果蔬罐头。2014年公司果汁产品、速冻果蔬、罐头产品和其他产品（主要为鲜果销售）的收入占比分别为57.3%、32.14%、3.78%和6.78%。

图 1 主营业务构成（万元）

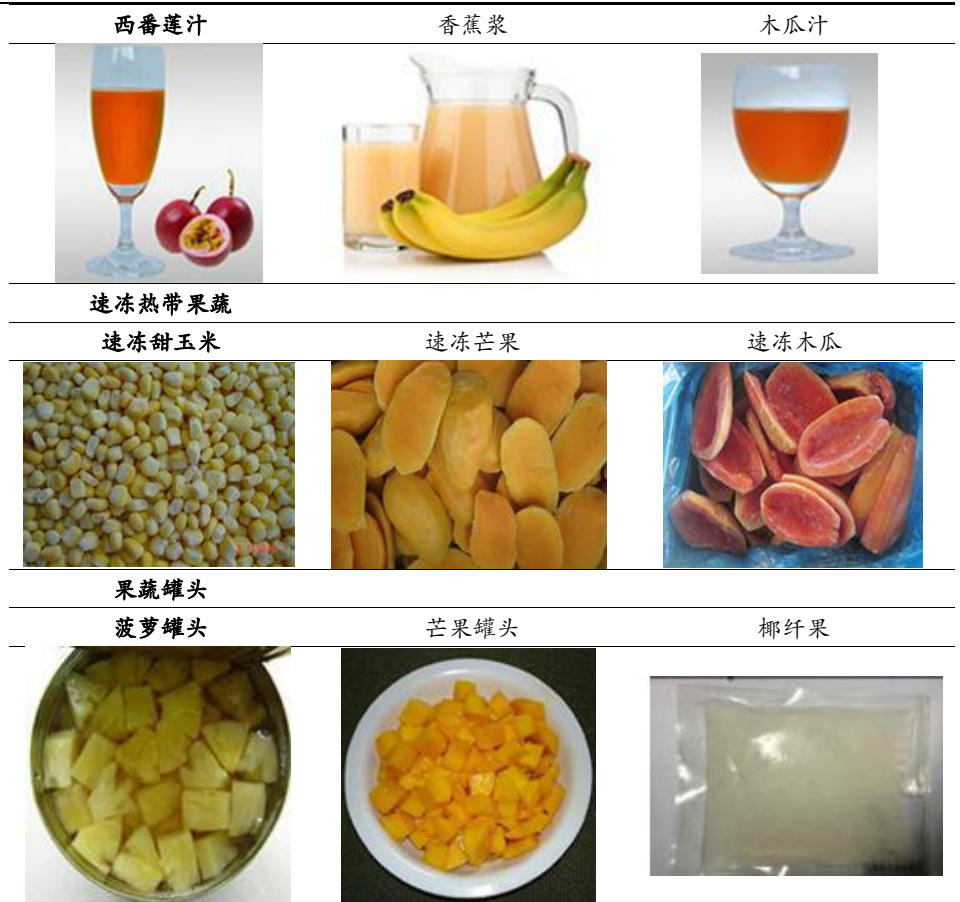


资料来源：公开转让说明书，2014年年度年报，九州研究

公司的热带果蔬加工业务具有原料多样、产品形态丰富的特点。果蔬原料覆盖菠萝、芒果、甘蔗、西番莲、香蕉、木瓜、玉米、椰果等。产品形态丰富，围绕多种水果形成浓缩汁/果浆、原汁原浆、速冻类和罐头等各类产品。

表格 1 公司产品种类丰富

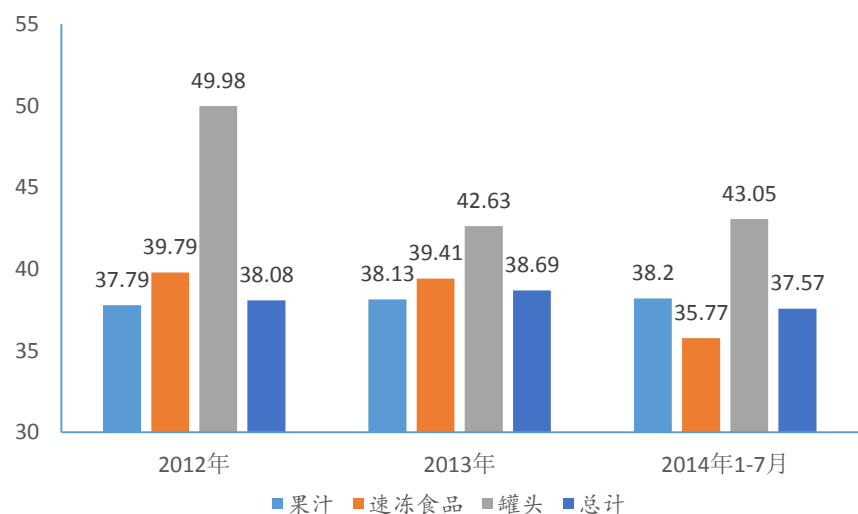
热带原料果汁		
菠萝汁	芒果浆	甘蔗汁



资料来源：公开转让说明书，公司官网，九州研究

公司主要产品毛利率保持稳定。公司果蔬罐头主要为椰纤果粒、糖水椰果等，毛利率较高。2014年1至7月公司速冻热带果蔬毛利率较2013年度有所下降，主要原因是受原料供应等因素影响，公司速冻热带果蔬产销量有所下降，产品单位成本增加。

图 2 各项产品毛利率水平 (%)



资料来源：公开转让说明书，九州研究



2、产品质量可信，下游客户稳定

公司果蔬产品质量有保障，下游客户稳定，具有较强的渠道优势。公司经过多年的发展和积累，形成了较为成熟的技术和运营模式，产品的品质和稳定性值得信赖。公司与下游客户关系维系紧密，形成了一批行业内知名度较高、信誉较好的客户群，其中包括农夫山泉、可口可乐、汇源果汁、娃哈哈、健力宝、德乐等国内外众多知名企业。

同时，公司注重下游渠道的拓展，不存在对单一客户依赖度过高的问题。公司的前五大客户并非一成不变，但保持了合理的延续性，如与农夫山泉的合作关系一直十分稳定。总体来说，公司对大客户的销售收入占公司总收入的占比呈稳定下降趋势，主要原因是公司收入总规模不断扩大以及公司致力于继续拓展下游渠道。

表格 2 公司对前五大客户销售收入情况

2014 年度		
客户名称	营业收入（万元）	占全部营业收入比例（%）
农夫山泉股份有限公司	1,271.33	7.97
格瑞果饮工业（天津）有限公司	1,003.31	6.29
上海御果食品销售有限公司	547.03	3.43
定安德盛食品有限公司	537.32	3.37
湛江市康达食品有限公司	470.43	2.95
合计	3,829.41	24.01
2013 年度		
客户名称	营业收入（万元）	占全部营业收入比例（%）
杭州大宏农业开发有限公司	2889.36	19.10
农夫山泉股份有限公司	1097.45	7.26
北京海泰食品有限公司	1059.36	7.00
可口可乐饮料（上海）有限公司	640.43	4.23
定安德盛食品有限公司	556.43	3.68
合计	6243.04	41.27
2012 年度		
客户名称	营业收入（万元）	占全部营业收入比例（%）
无锡市世通食品有限公司	1,474.36	14.43
杭州大宏农业开发有限公司	912.48	8.93
德乐食品饮料配料（上海）有限公司	608.76	5.96
农夫山泉股份有限公司	492.59	4.82
金玉田食品厂	299.00	2.93
合计	3,787.19	37.07

资料来源：公开转让说明书，2014 年年度年报，九州研究



3、技术成熟可靠，起飞基础稳固

公司于 2012 年取得高新技术企业认定¹，截至 2015 年已取得发明专利 3 个、实用新型专利 6 个。公司通过研发和自主创新，掌握了加工甘蔗汁、西番莲汁、菠萝汁等核心技术，生产的果汁口感好、色泽鲜、成本低。公司积极参与下游客户产品创新，根据下游客户要求的色泽和口感研发新的原料果汁配方，并开始为下游客户提供混合果汁和主剂。

表格 3 公司目前获得 15 项专利

专利名称	专利权人	专利号	有效期限	专利类型
一种浓缩甘蔗汁的制备方法	田野食品	201010505561.9	2010.10.12 至 2030.10.11	发明专利
一种用甘蔗渣生产低聚木糖的方法	田野食品	201110075106.4	2011.3.26 至 2031.3.25	发明专利
一种水酶法提取西番莲籽油的方法	田野食品	201110093742.X	2011.4.13 至 2021.4.12	发明专利
一种果浆过滤机	田野股份	201020559475.1	2010.10.12 至 2020.10.11	实用新型
菠萝削皮机	田野股份	201020559470.9	2010.10.12 至 2020.10.11	实用新型
菠萝通心去皮机的分度导向装置	田野股份	201020650214.0	2010.12.8 至 2020.12.7	实用新型
菠萝通心去皮机的二次去皮装置	田野股份	201020650212.1	2010.12.8 至 2020.12.7	实用新型
菠萝通心去皮机	田野股份	201020650213.6	2010.12.8 至 2020.12.7	实用新型
一种荔枝去皮脱核机	田野股份	201320429813.3	2013.7.19 至 2023.7.18	实用新型
一种玉米热烫机	田野股份	201420034217.X	2014.1.21 至 2024.1.20	实用新型
食品包装袋(百至冻干桂圆)	田野股份	201330337621.5	2013.7.18 至 2023.7.17	外观设计
食品包装袋(百至冻干榴莲脆)	田野股份	201330337622.X	2013.7.18 至 2023.7.17	外观设计
食品包装袋(百至冻干菠萝蜜脆)	田野股份	201330337598.X	2013.7.18 至 2023.7.17	外观设计
食品包装袋(百至冻干菠萝)	田野股份	201330337596.0	2013.7.18 至 2023.7.17	外观设计
食品包装袋(百至冻干番石榴脆片)	田野股份	201330337600.3	2013.7.18 至 2023.7.17	外观设计

资料来源：公开转让说明书，九州研究

二、打造全产业链龙头企业

公司股权结构明晰，目前已经有 18 家做市商提供报价，流动性较好。田野种业为公司第一大股东，持有公司 2740 万股股份，占公司股份总额的 32.24%。姚玖志、姚麟皓、姚久壮三人为兄弟关系，均为田野种业股东。

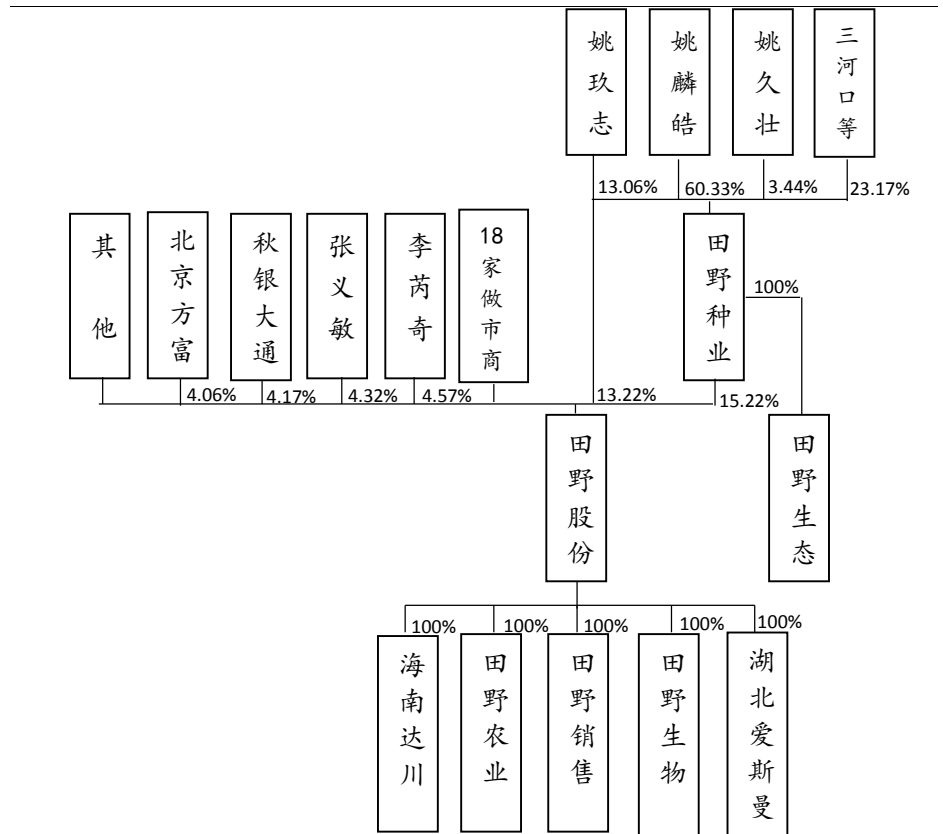
公司目前下设 5 家全资子公司，覆盖种植、研发、生产、销售等产业链各环节。5 家全资子公司分别为海南达川食品有限公司（以下简称海南达川）、广西田野创新农业科技有限公司（以下简称田野农业）、海南田野果饮食品销售

¹ 高新技术企业证书有效期三年，公司于 2015 年 8 月再次取得高新技术企业证书，有效期至 2018 年 8 月。根据相关规定，在证书有效期内，公司可享受国家对高新技术企业的相关优惠政策，即按 15%税率缴纳企业所得税。



有限公司（以下简称田野销售）、湖北爱斯曼食品有限公司（以下简称湖北爱斯曼）和湖北田野农谷生物科技有限公司（以下简称田野生物）。

图 3 股权结构图



资料来源：公开转让说明书，公司公告，Wind，九州研究

1、上游整合进行时

公司全资子公司田野农业 2013 年 6 月在南宁市区租赁土地 9079.14 亩用于种植部分原料果蔬，保证公司原材料的供应。2014 年田野农业实现营业收入 1943 万元，营业成本 781 万元，实现营业利润 711 万元。

公司自建种植基地不断扩张成熟，进一步保障公司生产原料供应。2015 年公司种植业务挂果面积大幅增长，有望达到 4000 亩，较 2014 年的 1500 亩有大幅增加，预计每亩综合产值约 5000 元。

2016 年，公司拟增资 2500 万元注入田野农业，旨在促进子公司更有效地发展其农业种植基地，进一步完善公司主营业务布局。

未来，公司将持续加大对南宁种植基地的投入，计划用三年时间完成万亩果蔬原料基地建设。战略上，公司拟优先种植西番莲、南瓜、甘蔗等生长周期短、见效快的果蔬，稳步推进种植芒果、番石榴等生长周期长的果蔬，实现种植基地的滚动发展。

2、下游渠道谋扩张

公司计划加大研发投入，不断开发新产品，逐步向下游终端延伸业务体系。原料果汁方面，公司将根据市场需求开发新的原料果蔬产品，探索原料果汁更深入下游客户供应链，提高混配果汁、主剂占原料果汁的销售比例。速冻产品



方面，公司拟加强与下游冷链物流服务商的合作，根据最终用户需求持续开发新产品，开发直接面向终端消费者的热带果蔬冻干产品。此外，公司计划研发NFC（非浓缩还原果汁）、果糖、酵素、植物花青素、植物蛋白酶等新产品，提高对果蔬原料的综合利用，提升公司产品科技含量。

公司通过踏实努力和探索，目前已经形成稳定的客户群，下游客户均为著名食品饮料制造商等企业。未来3到5年，公司在继续巩固现有市场同时，加大渠道和品牌的投入，择机开发海外市场并推出面向普通消费者的终端产品。

图4 公司主营业所处产业链

热带原料果汁：



速冻热带果蔬：



资料来源：公开转让说明书，九州研究

3、收购整合促发展

公司全资子公司海南达川拥有定安工厂和北海工厂占地240亩的二个厂区、建成投入使用标准厂房仓库5万多平方米，包括面积达到1万多平米的全封闭式原料处理车间、4个冷冻库、2个冷藏库、3个速冻间；拥有水果浓缩汁加工生产线三条、水果浆汁生产线三条、速冻生产线五条、罐头生产线六条。日最大可加工原料鲜果达600-800吨。其中，海南达川拥有蒸发量达到12吨/小时的五效浓缩果汁生产线一条。

2015年公司加大固定资产投资，扩大公司产能。公司于2014年下半年新增在建一条速冻产品生产线，并正在研究扩建定安生产基地，新建南宁生产基地。公司要在保持原有业务稳定的基础上，扩大公司产能。

公司于2015年10月收购湖北爱斯曼食品有限公司，实现业务整合扩张。标的公司爱斯曼的主营业务为果蔬罐头以及速冻果蔬产品的生产、加工和销售，是湖南省农业产业化龙头企业，也是所处的屈家岭管理区唯一一家大型果蔬加工企业。该次收购可以快速实现公司在中部地区的产能布局，扩充公司的产品线，并整合双方的管理、渠道以及资金优势，充分利用当地资源，进而提升公司业绩。

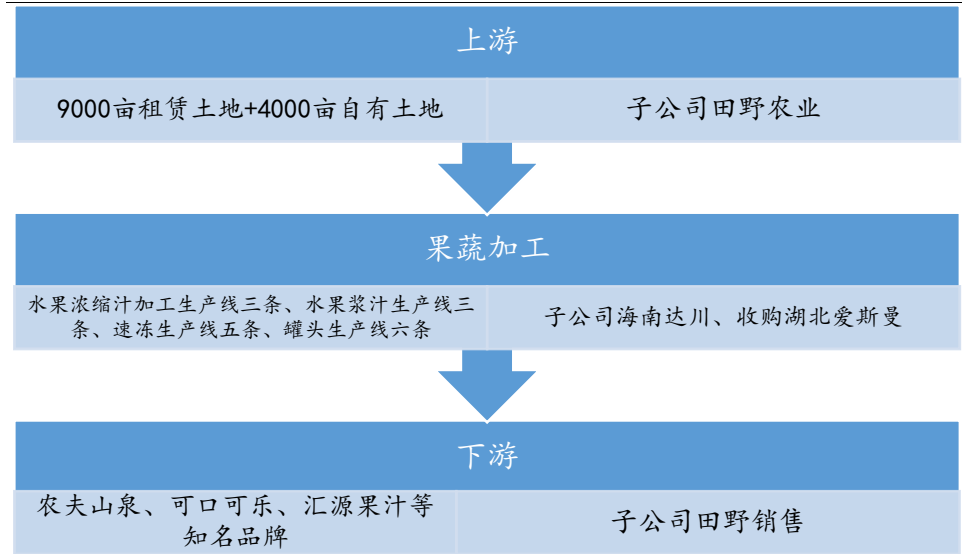
未来，公司将继续扩建北海、海南生产基地，扩大生产规模，实现规模效益。公司将优化生产基地区域布局，在广东、云南、越南等果蔬原料集中产地新建加工厂，横向扩大生产规模。

另外，公司于2015年出资9900万元人民币（占99%）与北京方富资本管理股份有限公司（出资100万元，占1%）共同设立产业投资并购母基金天津方



富田野投资中心（有限合伙），主要用于投资公司产业上下游的现代农业、农副产品加工、健康食品、消费连锁等领域，有助于推动公司未来发展和扩张。

图 5 公司致力于打通产业链



资料来源：公开转让说明书，九州研究

4、股权激励保增长

公司董事会于 2015 年 12 月审议通过公司股票期权计划议案，拟向公司董事会、监事、中高层管理人员及核心骨干人员授予 185 万股票期权，涉及的标的股票种类为公司普通股，约占本激励计划签署时股本总额 12000 万股的 1.54%；另外预留 265 万股用于激励本计划业绩考核期内核心员工、新增人才以及突出贡献人员，由董事会负责具体的考核和分配工作。

本激励计划授予的股票期权行权价格为：不低于董事会通过本激励计划前六十个交易日收盘价的平均价，即不低于 7.76 元/股。

在可行权日内，若达到本计划规定的行权条件，每次被授予股票期权的激励对象应在股票期权授予日起满 12 个月后的未来 36 个月内分三期行权。

表格 4 授予的期权行权期及各期行权时间安排

行权期	行权时间	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个行权期	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个行权期	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

资料来源：公司公告，九州研究

值得注意的是，在行权期，激励对象行使已获授的股票期权需满足公司业绩考核要求：

表格 5 激励对象行使股票期权的业绩考核要求

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2015 年营业收入不低于 1.8 亿元，净利润不低于 5,000 万元
第二个行权期	2016 年营业收入不低于 2.4 亿元，净利润不低于 6,500 万元



第三个行权期 2017 年营业收入不低于 3.0 亿元，净利润不低于 7,500 万元

资料来源：公司公告，九州研究

公司推出限制性股权激励计划有利于锁定核心员工，振奋公司军心、提升干劲，其中的业绩考核目标条件更是彰显了公司在快速可持续发展方面的决心，公司未来三年业绩值得期待。

三、果汁行业持续增长

现代消费者日益注重健康饮食与生活，果汁饮品因其口感纯正、营养健康而在中国软饮料市场中占据重要席位并且呈稳定增长态势。公司在果汁初加工和冷冻果蔬生产方面已经形成规模效应，未来成长空间来源于下游市场需求稳定以及公司自身产能扩张。

1、软饮料的过去、现在与将来

2011 年至 2015 年，我国软饮料产量由 11762 万吨增长至 17661 万吨，年均复合增长率为 12.34%，呈稳步增长态势。2011 年至 2014 年，我国饮料行业累计实现收入由 4256 亿元增长至 5785 亿元，累计实现利润总额由 318 亿元增长至 482 亿元，呈稳步增长态势。

图 6 软饮料产量及增速



资料来源：Wind，九州研究

图 7 饮料行业收入及利润



资料来源：Wind，九州研究

热门饮料种类不断变化，消费趋势向着健康发展。根据 Wind 数据，近年来热门饮料种类不断变换。碳酸饮料从 2003 年以来收入占比逐年下滑，茶饮料近年销售占比整体变化不大，瓶装饮用水、果菜汁饮品以及含乳饮料和植物蛋白饮料成为增速最快的品类，其销售收入占比逐年提升。随着碳酸饮料市场份额逐年降低，饮料主流品种从更加注重口感和解渴的碳酸饮料向更加注重营养和功能的品类发展，人们在追求口感的同时也形成了针对健康类饮品的消费需求。

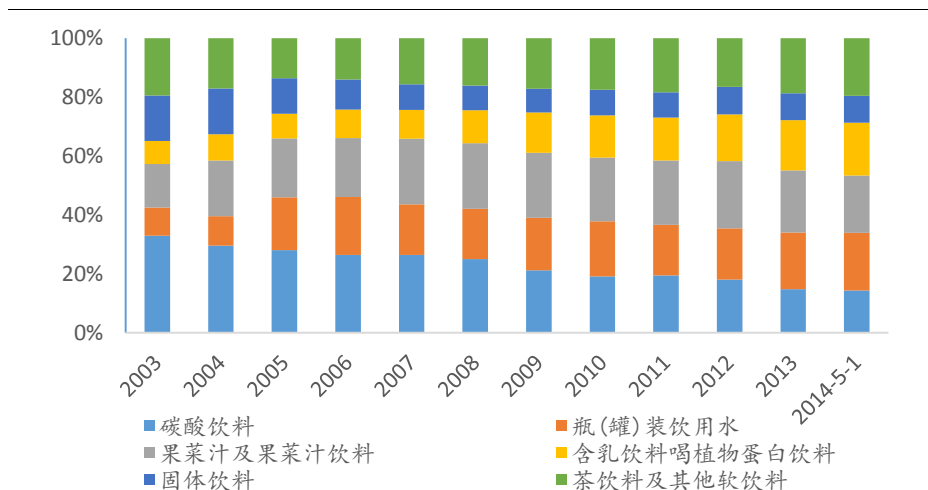


图 8 热门饮料种类演变



资料来源：Wind，九州研究

图 9 软饮料各子行业收入占比



资料来源：Wind，九州研究

2、健康理念支撑果汁行业可持续发展

果汁市场规模已达到约 1200 亿元，行业近两年保持个位数增长。

图 10 果汁市场规模情况



资料来源：Wind，九州研究

图 11 果蔬罐头市场规模情况

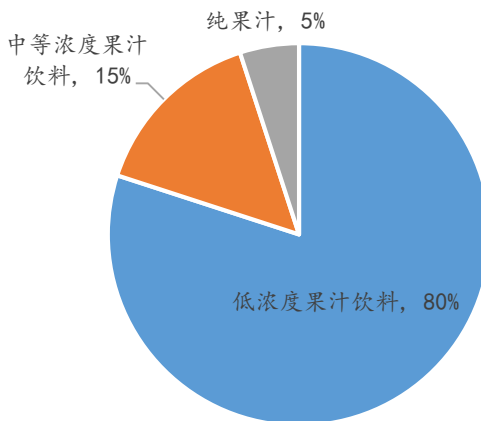


资料来源：Wind，九州研究



目前国内的果汁消费以低浓度的果汁饮料为主，我国纯果汁市场占有率仅为 5%-6%左右，其余 90%以上的市场份额由中低浓度果汁饮料所占据，其中低浓度果汁饮料占据 80%左右的市场份额。

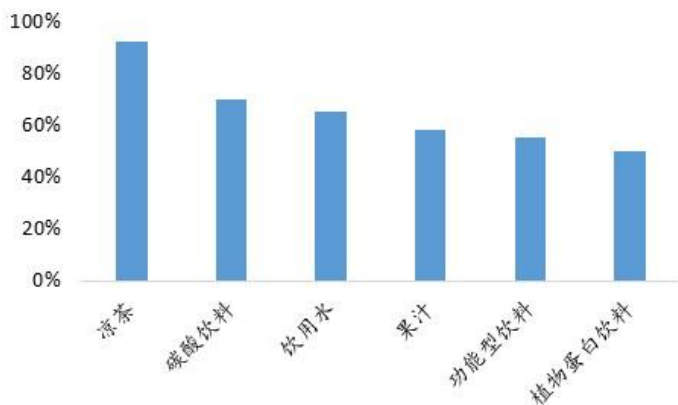
图 12 中低浓度果汁占果汁饮料市场份额在 90%以上



资料来源: Wind, 九州研究

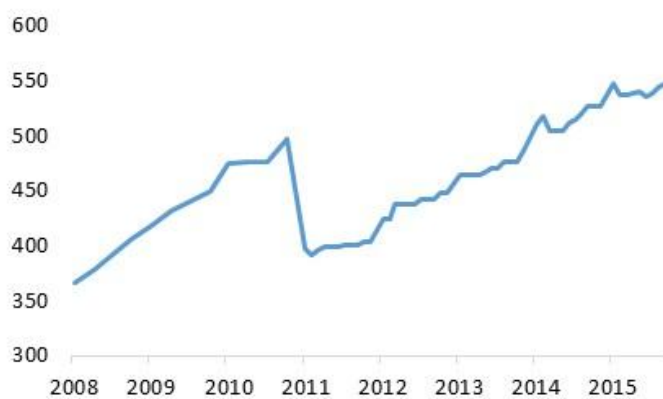
果汁行业消费品牌格局已稳定，寡头格局已经形成，前四大果汁饮料企业份额约为 60%。果汁消费市场预计未来几年仍将保持较稳定增长。

图 13 饮料各细分行业前四名份额集中度指标(CR4)



数据来源: Wind, 九州研究

图 14 果菜汁及果菜汁饮料制造企业单位数 (个)



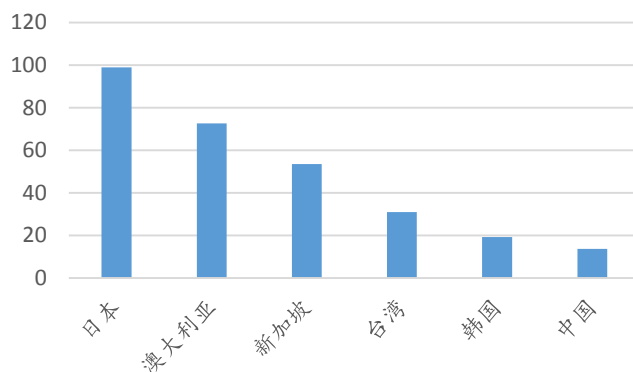
数据来源: Wind, 九州研究

在我国 80%以上的水果用于鲜果销售，而发达国家则用 40%—70%的水果进行加工，个别国家加工量占水果总产量的 70%—80%。因此，我国果蔬产量虽然很高，但加工比例很小，仍以鲜果销售为主。

中国人均果汁消费额以及百分百果汁消费占比大幅低于其他国家。2012 年中国人均果汁消费额仅为中国台湾的 44.2%;中国百分百果汁消费占比 4.5%，而中国台湾、韩国、日本的占比分别为 12.0%、35.2%和 69.6%，伴随中国生活水平以及健康意识的提高，预计中高浓度果汁未来有较大市场空间。



图 15 2012 年人均果汁消费额（美元）

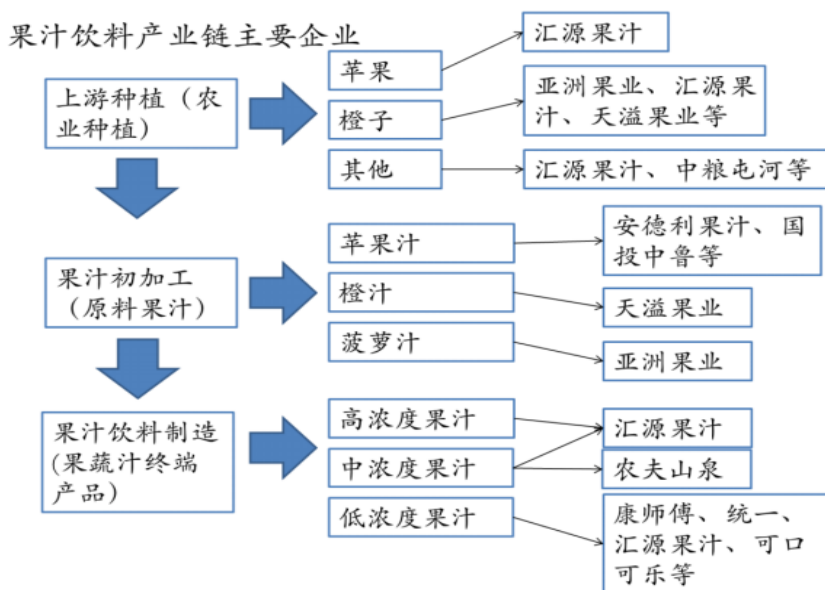


资料来源：Wind，九州研究

3、横向对比凸显公司潜力

公司主体业务处于果汁饮料生产链的果汁初加工环节，与天溢果业、亚洲果业业务相似，为汇源果汁、农夫山泉、可口可乐等果汁终端产品制造生提供原料果汁。

图 16 果汁饮料产业链上的主要企业



数据来源：公开转让说明书，九州研究

公司毛利率和净利率水平较高，未来营收还有很大成长空间。与在香港上市的天溢果业、亚洲果业相比，公司收入规模尚小，14 年收入只占天溢果业的 1/3，占亚洲果业的 1/7。但天溢果业与亚洲果业 14 年收入均有不同幅度的下滑，亚洲果业甚至出现亏损，田野股份则保持了稳定的增长，且毛利率和净利率具有优势。


 表格 6 可比公司主要财务数据²

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE	收入 (亿元)		净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
					2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
天溢森美	0756.HK	15.64	1.16	16.64	5.69	4.86	0.75	0.98	36.91	36.21	13.18	20.16
亚洲果业	0073.HK	6.62	0.53	-0.44	13.42	11.07	-6.46	-15.28	22.86	-8.83	-48.14	-138.03
田野股份	832023.OC	8.06	6.72	21.47	1.51	1.59	0.34	0.38	38.69	41.14	22.63	23.84

数据来源: Wind, 九州研究

四、盈利预测与估值

核心假设:

1、收入增速:

2015 年软饮料产量同比增长 6.2%，其中果汁饮料受到其他饮品的竞争影响下，2015 年上半年国内果汁饮料的产量为负增长。公司所处的热带果蔬加工行业也将受到一定影响，但是随着健康饮品需求的不断提升，行业增速将有望提高。加之公司在上下游拓展方面的发力以及品牌的累积效应，公司收入规模有望大幅增长。综合考虑，选取未来三年收入增速分别为 20%、30%和 25%。

2、毛利率在公司向上游拓展以及高利润产品研发的背景下有望增长。

3、所得税率维持在 2014 年的水平。

预计公司 2015 至 2017 年营业收入为 1.91 亿元、2.49 亿元和 3.11 亿元，归属母公司股东净利润为 5044 万元、6619 万元和 8281 万元，摊薄每股收益为 0.42、0.55、0.69 元/股，对应 PE 分别为 15.99 倍、12.18 倍、9.74 倍。

根据港股可比公司的估值，考虑到公司的持续成长性，给予公司 15-20 倍 PE 估值，对应 2016 年 EPS，合理股价在 8.25-11.00 元/股。

表格 7 公司盈利预测表 (单位: 百万元)

财务和估值数据摘要					
单位: 百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	151.26	159.50	191.40	248.82	311.02
增长率 (%)	48.09%	5.45%	20.00%	30.00%	25.00%
归属母公司股东净利润	34.24	38.02	50.44	66.19	82.81
增长率 (%)	48.84%	11.06%	32.67%	31.22%	25.11%
每股收益 (EPS)	0.29	0.32	0.42	0.55	0.69
市盈率 (P/E)	23.55	21.21	15.99	12.18	9.74
市净率 (P/B)	3.40	2.93	2.47	2.06	1.70
EV/EBITDA	11.31	8.71	8.07	6.53	5.08

资料来源: 公司资料, 九州研究

² 市值和收盘价为截至 2016 年 3 月 15 日市场数据，PE 基于 2014 年净利润和 2016 年 3 月 15 日收盘价计算而得，港股财报报告期与三板不同，已经转化为与三板一致，表中的 2013 年度指 2013 年 1 月 1 日至 12 月 31 日数据。



五、风险提示

- 1、竞争风险；
- 2、食品安全；
- 3、疫情、自然灾害等非可控因素。



附表：三表预测（单位：百万元）

利润表						现金流量表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	151.26	159.50	191.40	248.82	311.02	经营性现金净流量	51.71	38.59	58.29	29.42	84.78
减：营业成本	92.73	93.88	105.27	136.85	171.06	投资性现金净流量	-57.48	-23.41	-30.00	-50.00	-50.00
营业税金及附加	0.56	0.73	0.88	1.14	1.43	筹资性现金净流量	19.77	10.66	-36.29	0.34	0.51
营业费用	4.33	5.65	5.18	6.73	8.41	现金流量净额	13.97	25.83	-8.00	-20.24	35.29
管理费用	16.58	17.34	20.28	26.36	32.95	财务分析					
财务费用	2.84	3.41	0.45	-0.14	-0.25		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
资产减值损失	0.04	0.87	0.00	0.00	0.00	收益率					
加：投资收益	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	38.69%	41.14%	45.00%	45.00%	45.00%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	15.70%	16.55%	13.54%	13.24%	13.22%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	25.92%	26.57%	31.16%	31.16%	31.16%
营业利润	34.27	37.61	59.34	77.87	97.42	EBITDA/销售收入	33.09%	39.70%	33.92%	33.51%	32.30%
加：其他非经营损益	2.20	1.39	0.00	0.00	0.00	销售净利率	22.63%	23.84%	26.35%	26.60%	26.62%
利润总额	36.47	39.00	59.34	77.87	97.42	资产获利率					
减：所得税	2.24	0.98	8.90	11.68	14.61	ROE	14.45%	13.80%	15.47%	16.88%	17.43%
净利润	34.24	38.02	50.44	66.19	82.81	ROA	13.07%	12.13%	16.18%	17.55%	18.27%
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	18.34%	17.11%	19.80%	23.64%	22.52%
归属母公司股东净利润	34.24	38.02	50.44	66.19	82.81	增长率					
资产负债表						销售收入增长率	48.09%	5.45%	20.00%	30.00%	25.00%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	EBIT 增长率	51.44%	8.11%	40.72%	30.00%	25.00%
货币资金	47.24	72.33	64.33	44.09	79.39	EBITDA 增长率	62.43%	26.49%	2.54%	28.41%	20.49%
应收和预付款项	38.81	51.01	51.63	81.81	84.99	净利润增长率	48.84%	11.06%	32.67%	31.22%	25.11%
存货	29.79	34.24	36.22	55.38	59.12	总资产增长率	25.27%	16.46%	5.53%	19.87%	20.07%
其他流动资产	0.33	0.28	0.28	0.28	0.28	股东权益增长率	16.89%	16.28%	18.31%	20.31%	21.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	21.00%	21.12%	11.57%	11.24%	10.47%
固定资产和在建工程	148.48	159.51	189.51	238.96	285.40	带息债务/总负债	64.78%	69.41%	35.65%	30.59%	27.37%
无形资产和开发支出	19.64	19.17	19.17	19.17	19.17	流动比率	1.87	2.70	5.56	5.26	5.55
其他非流动资产	15.66	12.76	7.46	2.17	2.17	速动比率	1.38	2.11	4.23	3.65	4.07
资产总计	299.95	349.31	368.61	441.85	530.52	资产管理效率					
短期借款	40.80	36.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.50	0.46	0.52	0.56	0.59
应付和预收款项	21.48	19.37	24.23	31.28	37.14	固定资产周转率	1.03	1.04	1.24	1.57	1.68
长期借款	0.00	15.20	15.20	15.20	15.20	应收账款周转率	4.82	3.22	5.07	3.29	4.70
其他负债	0.70	3.20	3.20	3.20	3.20	存货周转率	3.11	2.74	2.91	2.47	2.89
负债合计	62.98	73.77	42.63	49.68	55.54	业绩和估值指标					
股本	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
资本公积	102.01	102.56	102.56	102.56	102.56	EBITDA	50.06	63.32	64.93	83.38	100.46
留存收益	49.95	87.97	138.42	204.61	287.41	PE	23.55	21.21	15.99	12.18	9.74
归属母公司股东权益	236.96	275.54	325.98	392.17	474.98	PEG	0.96	0.72	0.49	0.39	0.39
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	3.40	2.93	2.47	2.06	1.70
股东权益合计	236.96	275.54	325.98	392.17	474.98	EV/EBITDA	11.31	8.71	8.07	6.53	5.08
负债和股东权益合计	299.95	349.31	368.61	441.85	530.52	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，九州研究



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

九州证券研究中心秉承九鼎投资国内顶尖的PE投研基因，坚守价值投资理念，从整体上聚焦新三板，对三板股票覆盖面广，是国内三板研究力量最多的券商之一，目前三板团队成员包括：

熊波 西南财经大学金融学硕士，9年金融监管和证券从业经验，现任战略和研究中心负责人。

王朗其 美国阿拉巴马大学商学院硕士，5年证券从业经验，2010-2014年在方正证券研究所任社会服务业分析师。新三板研究领域：文化传媒及社会服务业。

林红垒 工学学士，经济学硕士，先后供职于广发证券研发中心、民生证券研究院。新三板研究领域：能源环保。

汪晓波 北京大学管理学硕士，信息技术与金融复合专业背景，曾任职于全球100强企业、亚太区知名金融研究机构。新三板研究领域：TMT。

徐曼 英属哥伦比亚大学经济学硕士，沈阳药科大学药事管理硕士。曾就职知名央企，世界500强企业。新三板研究领域：医药生物。

夏利 工学、金融学双硕士，曾先后任职于央企研究院、央企资产管理公司。新三板研究领域：材料。

朱艺泓 约翰·霍普金斯大学国际经济学硕士，中国人民大学国际政治经济学学士。新三板研究领域：消费。



投资评级体系

类别	评级	说明
股票评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

法律声明

本报告由九州证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作，仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载内容，均基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性和完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测，仅供客户作参考之用，不构成对所述证券买卖的出价或征价。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所刊载信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司或关联机构将来可能会寻求持有本报告中所提及的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。

根据法律法规要求，我公司各部门及分支机构之间已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并进行证券交易（**田野股份为九州证券做市股票**）。由此可能因利益冲突，产生管理风险或道德风险，请客户了解并关注相关风险，自主审慎做出投资决策并自行承担投资后果。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

联系方式

机构销售：

李哲 座机 010-5767-2102 手机 13810325959

研究中心：

孙霖 座机 010-5665-8738 手机 18701299522