

评级：增持 维持评级

公司点评

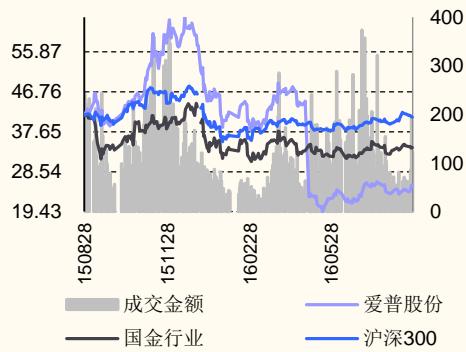
市场价格（人民币）：25.47元

食品配料稳增长，期待并购效应

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)	193.46
总市值(百万元)	8,150.40
年内股价最高最低(元)	63.75/19.43
沪深 300 指数	3307.09
上证指数	3070.31
人民币(元)	成交金额(百万元)

**相关报告**

1.《食品配料发力，叠加香精香料业务提升竞争力-爱普股份公司研究》，2016.5.31

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.289	1.115	0.704	0.808	0.927
每股净资产(元)	7.31	11.03	11.78	12.66	13.70
每股经营性现金流(元)	0.98	1.18	2.20	1.29	1.54
市盈率(倍)	N/A	51.40	36.18	31.54	27.48
行业优化市盈率(倍)	48.42	81.68	62.55	62.55	62.55
净利润增长率(%)	3.01%	15.35%	26.24%	14.72%	14.76%
净资产收益率(%)	17.64%	10.11%	11.95%	12.75%	13.53%
总股本(百万股)	120.00	160.00	320.00	320.00	320.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 爱普股份上半年录得收入 11.5 亿元，同比上升近 20%，归母净利录得 1.14 亿元，同比+12%，对应 EPS 0.356 元，业绩符合预期。

经营分析

- 受益于下游企业发展，食品配料业务稳步提升：爱普股份主要客户是高端连锁烘焙企业，由于下游企业主要市场在经济较为发达城市，近年来烘焙连锁企业无论是在规模扩大以及高端产品比例上升，均对上游原料在数量、品质方面提出更高要求。公司上半年食品配料收入录得 8.57 亿元，同比+28.8%，同时食品配料的收入占总销售比重提升至 74.3%，同比+5.5ppt。而传统香料香精业务收入同比基本持平，遏制了收入下滑的趋势。
- 食品配料毛利环比改善：公司食品配料业务 16H1 录得毛利率 14.9%，同比下滑 1.66ppt，但相比 15H2 环比+2.6ppt，而由于传统香料业务毛利下滑，使得整体香精香料业务毛利基本持平，略下降-0.23ppt。随着毛利较低的食品配料业务的占比上升，公司整体毛利率同比下滑 2.7ppt。由于下游客户本身升级，预计爱普股份食品配料业务将持续做大，但公司整体毛利率将随着经销业务比例的上升而略降。我们期待未来高端巧克力比重上升，将有助于拉动此块业务毛利提升。费用率方面，由于爱普并未作大规模营销，销售费用率基本保持稳定资产质量稳定。
- 公司进一步拓展巧克力业务：公司拟以自有资金投资杭州天舜食品，标的公司主要业务是工业巧克力，16H1 收入为 3,540 万元，净利为 477 万元，爱普有望未来持有天舜食品近 46% 的股权，进一步拓展毛利较高的工业巧克力业务。天舜承诺 2016/2017 年利润不低于 620 万元/1,000 万元，将对爱普的利润带来积极贡献。

投资建议

- 我们预计 2016-2018 年公司收入为 22.1 亿元/26.4 亿元/31.0 亿元，对应净利 2.25 亿元/2.58 亿元/2.97 亿元，对应 EPS 0.70 元/0.81 元/0.93 元。若考虑来年天舜贡献利润（今年若并表，贡献利润有限），则增厚爱普 2017/18 年利润至 2.63 亿元/3.05 亿，对应 EPS 0.82 元/0.95 元。目前公司股价 25.47 元，对应 2016 年 PE 36X, 2017 年(并表后) PE 31X。

申晟

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

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

业绩综述

爱普股份上半年录得收入 11.5 亿元，同比上升近 20%，归母净利录得 1.14 亿元，同比+12%，对应 EPS 0.356 元，业绩符合预期。

■ 受益于下游企业发展，食品配料业务稳步提升

爱普股份主要客户是高端连锁烘焙企业，由于下游企业主要市场在经济较为发达城市，近年来烘焙连锁企业无论是在规模扩大以及高端产品比例上升，均对上游原料在数量、品质方面提出更高要求。公司上半年食品配料收入录得 8.57 元，同比+28.8%，同时食品配料的收入占总销售比重提升至 74.3%，同比+5.5ppt。而传统香料香精业务收入同比基本持平，遏制了收入下滑的趋势。

图表 1：分拆业务占比

收入 (百万)	2011	2012	2013	2014	2015	16H1
食品配料	672	763	877	1,074	1,259	857
- 占比%	53.8%	57.8%	59.5%	64.7%	68.8%	74.3%
- 增速%		13.5%	15.0%	22.5%	17.3%	28.8%
香料香精	569	545	579	566	552	288
- 占比%	45.6%	41.3%	39.3%	34.1%	30.2%	25.0%
- 增速%		-4.2%	6.3%	-2.2%	-2.5%	0.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 食品配料毛利环比改善

公司食品配料业务 16H1 录得毛利率 14.9%，同比下滑 1.66ppt，但相比 15H2 环比+2.6ppt，而由于传统香料业务毛利下滑，使得香精香料业务毛利基本持平，略下降-0.23ppt。随着毛利较低的食品配料业务的占比上升，公司整体毛利率同比下滑 2.7ppt。由于下游客户本身升级，预计爱普股份食品配料业务将持续做大，但公司整体毛利率将随着经销业务比例的上升而略降。我们期待未来高端巧克力比重继续上升，将有助于拉动此块业务毛利提升。费用率方面，由于爱普并未作大规模营销，销售费用率基本保持稳定。

图表 2：分拆业务毛利

毛利 (百万)	2011	2012	2013	2014	2015	16H1
食品配料	79	87	120	124	183	128
- 毛利率	11.7%	11.4%	13.7%	11.6%	14.6%	14.9%
香料香精	247	244	264	254	243	128
- 毛利率	43.5%	44.7%	45.7%	44.8%	43.9%	44.5%

来源：

■ 公司进一步拓展巧克力业务

公司拟以自有资金投资杭州天舜食品，标的公司主要业务是工业巧克力，16H1 收入为 3,540 万元，净利为 477 万元，爱普有望未来持有天舜食品近 46% 的股权，进一步拓展毛利较高的工业巧克力业务。天舜承诺 2016/2017 年利润不低于 620 万元/1,000 万元，将对爱普的利润带来积极贡献。

■ 投资杭州天舜公司

事件：同时公司公布，拟以 2,000 万元人民币受让原股东胡剑敏持有天舜食品的 16.67% 股权（出资额 250 万元），拟出资 6,400 万元人民币认购天舜食品新增 800 万元注册资本，以取得天舜食品增资完成后 34.78% 的股权，其余 5,600 万元计入资本公积。增资及股权转让后，爱普股份将持有天舜食品 45.65%，为第一大股东。

公司简介：天舜食品为目前国内规模较大的巧克力生产企业，产品以工业巧克力为主，还有部分巧克力面向汇总单消费者销售。公司产品主要包括冷冻饮品用巧克力、烘焙用巧克力和成品巧克力三大类。其中：冷冻饮品用巧克力为天舜食品主导产品，占收入的 70% 左右，主要客户为冷冻饮品生产商；烘焙用巧

巧克力为近年新推出产品，占整体销售收入的 25%左右，主要用于蛋糕涂层、蛋糕 DIY 等；成品巧克力占总收入的 5%左右，主要通过天猫以及淘宝等电商渠道直接销售给个人消费者。2015 年全年收入 3,431 万元，利润 115 万元，利润率约为 3.37%。公司业绩上升明显，16H1 录得收入 3,540 万元，利润 477 万元，利润率上升至 13.5%。

业绩承诺：标的公司承诺 2016 年度经审计扣非净利润不低于人民币 620 万元；2017 年度经审计扣非净利润不低于人民币 1,000 万元；2018 年度经审计扣非净利润不低于人民币 1,880 万元；2016 年至 2018 年三年累计经审计扣非净利润不低于 3,500 万元。

图表 3：财务预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,473	1,659	1,831	2,210	2,635	3,098							
增长率		12.6%	10.4%	20.7%	19.2%	17.5%							
主营业务成本	-1,079	-1,271	-1,394	-1,705	-2,040	-2,397							
% 销售收入	73.2%	76.6%	76.1%	77.1%	77.4%	77.4%							
毛利	394	388	437	505	595	700							
% 销售收入	26.8%	23.4%	23.9%	22.9%	22.6%	22.6%							
营业税金及附加	-5	-5	-8	-9	-11	-13							
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%							
营业费用	-79	-83	-101	-116	-139	-165							
% 销售收入	5.4%	5.0%	5.5%	5.3%	5.3%	5.3%							
管理费用	-123	-118	-124	-139	-169	-201							
% 销售收入	8.3%	7.1%	6.8%	6.3%	6.4%	6.5%							
息税前利润（EBIT）	187	183	204	241	276	321							
% 销售收入	12.7%	11.0%	11.2%	10.9%	10.5%	10.4%							
财务费用	6	0	12	23	28	30							
% 销售收入	-0.4%	0.0%	-0.6%	-1.1%	-1.1%	-1.0%							
资产减值损失	-12	-8	-11	0	0	0							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0							
投资收益	1	0	7	7	7	7							
% 税前利润	0.3%	0.2%	3.1%	2.4%	2.1%	1.9%							
营业利润	182	175	212	271	311	359							
营业利润率	12.4%	10.5%	11.6%	12.3%	11.8%	11.6%							
营业外收支	7	15	16	17	18	19							
税前利润	189	190	228	288	329	378							
利润率	12.9%	11.5%	12.5%	13.0%	12.5%	12.2%							
所得税	-37	-35	-45	-57	-65	-74							
所得税率	19.6%	18.3%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%							
净利润	152	155	183	231	264	303							
少数股东损益	2	1	5	6	6	7							
归属于母公司的净利润	150	155	178	225	258	297							
净利率	10.2%	9.3%	9.7%	10.2%	9.8%	9.6%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金净流	145	117	188	351	206	246							
资本开支	-27	-14	-13	1	-8	-13							
投资	-90	-1	-864	0	0	0							
其他	0	2	9	7	7	7							
投资活动现金净流	-118	-13	-869	8	-1	-6							
股权募资	0	0	775	0	2	0							
债权募资	-29	0	0	2	0	0							
其他	-26	-44	-63	0	-106	-118							
筹资活动现金净流	-55	-44	712	2	-104	-119							
现金净流量	-28	60	31	361	101	122							

来源：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	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-05-31	增持	22.69	24.00~24.00

来源：国金证券研究所

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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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：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