

内部调整盼收尾，大力度激励迈向新征程

■事件一：公司发布 2016 年年报。2016 年实现营业收入 5.12 亿元，同比增长 41.76%，归属于上市公司股东净利润 3155.25 万元，同比增长 111.39%；事件二：公告限制性股票激励计划。公司拟向 71 名激励对象通过定向发行的方式授予限制性股票 1200 万股，公司层面业绩考核条件为 2017-2019 年公司收入不低于 8、12、16 亿元；事件三：公告员工持股计划草案。该计划拟筹集资金不超过 1.2 亿，拟认购的信托计划合计筹集资金不超过 3.6 亿。

■奶酪业务仍处于调整期，中长期成长空间较好。目前公司的奶酪业务仍主要通过妙可蓝多子公司展开，妙可蓝多在电商渠道销量排名领先且品牌影响力较强，具有一定先发优势。妙可蓝多 2016 年实现收入 1.27 亿，同比增长 48%，净利润 2508 万，净利率高达 20%左右，成长性和盈利性兼具；扣非后净利润 2464 万略低于此前 2500 万的业绩承诺，主要原因是公司目前仍处于深度调整中，且 2016 年下半年以来原奶价格持续反弹导致原材料成本上升明显。根据年报披露信息，未来公司仍将战略聚焦奶酪业务，积极拓展餐饮、零售和工业等线下渠道，加大品牌宣传推广与营销投入，并开发多渠道针对性产品，中长期成长空间仍然较好，未来发展值得期待。

■液态奶主动进行产品升级仍有空间。公司主动调整产品结构，推出多系列特色高端新品，希望借此实现产品升级和区域扩张；并在吉林省范围内开发巴氏奶业务，拓展较常温更具潜力的低温奶业务。广泽作为吉林省知名品牌，在省内已具备较强品牌影响力，主动进行产品升级有望改善盈利能力；而全国化扩张则可与奶酪业务齐头并进，渠道共享优势较大。

■股权激励及员工持股有望实现管理层利益绑定，高业绩考核目标充分彰显公司信心。本次推出的股权激励和员工持股计划有望使公司与核心高管形成利益绑定，对中层管理者及核心员工也有一定激励作用，有利于提升公司凝聚力，加快调整速度；而较高业绩考核目标也彰显了公司对未来发展的信心。

■投资建议：我们预计公司 2017 年-2018 年的收入增速分别为 59%、51%，净利润增速分别为 4%、145%，维持买入-A 的投资评级，考虑到 17 年仍处于扩张及费用投入阶段，略下调 6 个月目标价至 13.00 元。

■风险提示：定增推进缓慢，奶酪业务拓展不达预期，原材料成本上涨。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	360.9	511.6	812.5	1,226.5	1,670.0
净利润	-274.9	32.2	33.5	82.2	151.3
每股收益(元)	-0.69	0.08	0.08	0.21	0.38
每股净资产(元)	2.69	2.91	2.54	2.74	3.12

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-16.1	137.3	132.0	53.8	29.2
市净率(倍)	4.1	3.8	4.4	4.0	3.5
净利润率	-76.2%	6.3%	4.1%	6.7%	9.1%
净资产收益率	-25.6%	2.8%	3.3%	7.5%	12.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-23.3%	7.0%	4.7%	7.7%	13.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

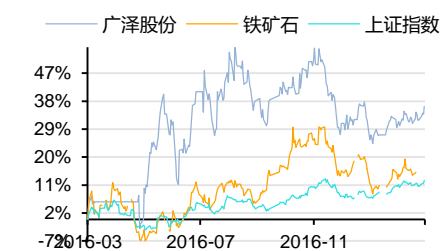
6 个月目标价： 13.00 元

股价 (2017-03-16) 11.08 元

交易数据

总市值(百万元)	4,423.56
流通市值(百万元)	4,423.56
总股本(百万股)	399.24
流通股本(百万股)	399.24
12 个月价格区间	7.88/12.63 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.01	-0.54	18.16
绝对收益	5.22	4.14	32.04

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静

报告联系人
bixj@essence.com.cn
021-35082689

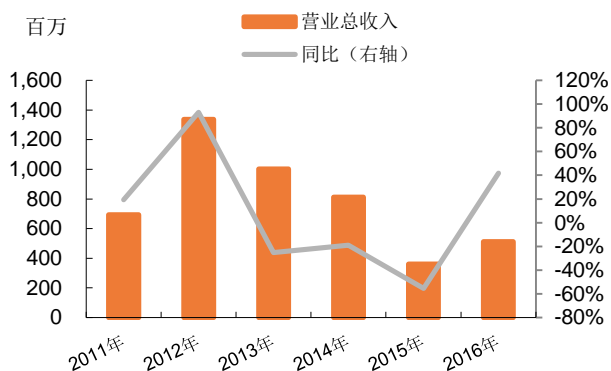
相关报告

广泽股份：转型乳品脱胎换骨，奶酪黑马呼之欲出 2016-12-27

1. 转型乳业脱胎换骨

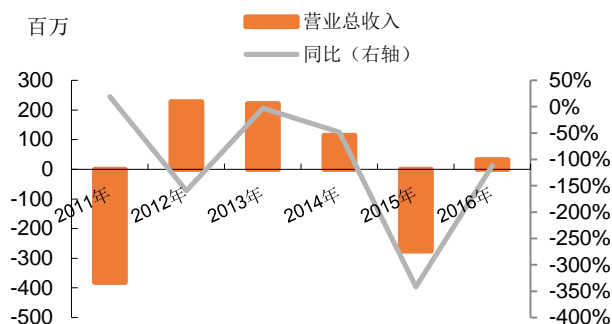
公司于2016年7月31日完成重大资产重组,置出原所持有的全部华联股份及源成咨询股权,置入广泽乳业及吉林乳品100%股权,至此公司已转型为乳制品企业。根据公司发布的年报数据,公司于2016年实现营业收入5.12亿元,同比增长41.76%,归属于上市公司股东净利润3155.25万元,同比增长111.39%,实现扭亏为盈。主要财务数据同比变化较大主要系重大资产重组导致2015年数据不具有可比性,其次公司对乳制品主业的积极推进也对公司财务状况改善有所贡献。

图 1: 2016 年收入同比增长 41.76%



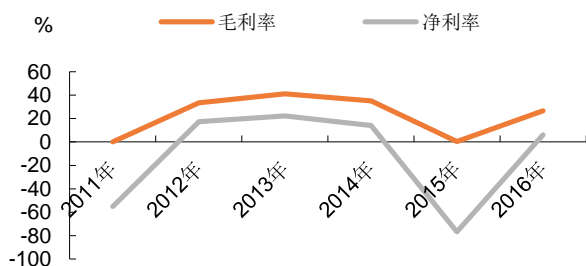
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 2: 2016 年净利润同比增长 111.39%



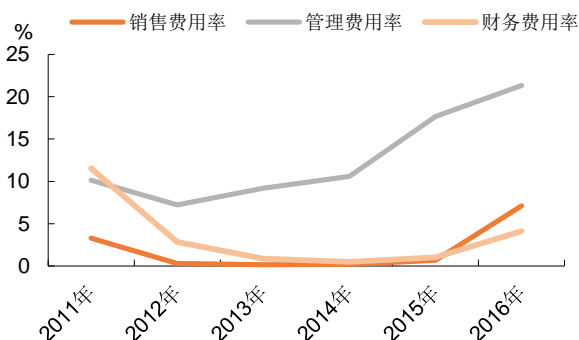
资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 3: 2016 年毛利率、净利率同比明显提升



资料来源: wind

图 4: 2016 年三费率同比亦有明显提升

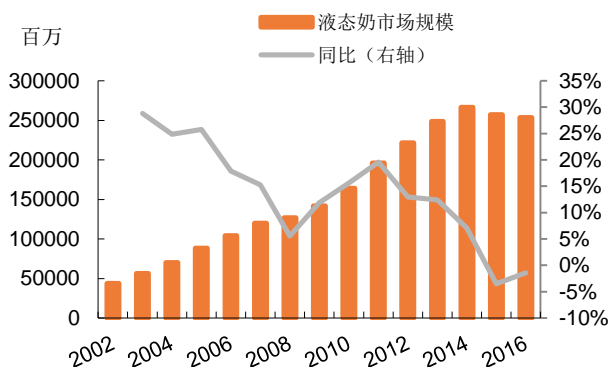


资料来源: wind

2. 奶酪业务潜力可观, 液奶业务主动转型仍有空间

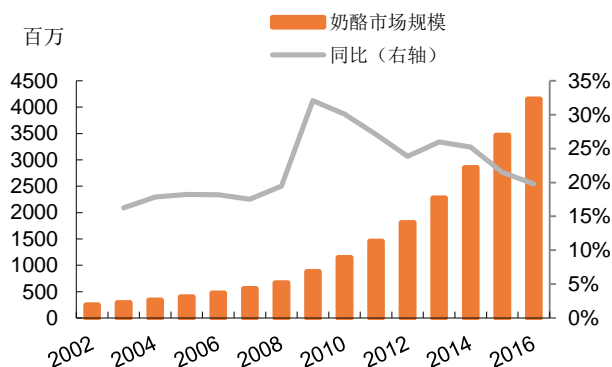
液奶增速放缓, 奶酪消费正在兴起。乳制品消费升级的轨迹可概括为“奶粉-液态奶-奶酪/黄油”三个主要阶段, 在液态奶消费逐渐成熟增速放缓后, 奶酪作为高阶乳制品消费则逐渐加速。从欧睿数据来看, 2009至2016年间, 液态奶行业增速有较为明显的放缓, 而奶酪则每年都保持了20%以上的快速成长; 而据此前草根调研数据, 近年来餐饮用奶酪的实际增速也在20-30%之间, 下游需求增长迅速。奶酪作为乳品消费升级和生活方式西化的共同产物, 有望于未来5-10年内均保持快速成长。

图 5：液态奶行业增速近年来明显放缓



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

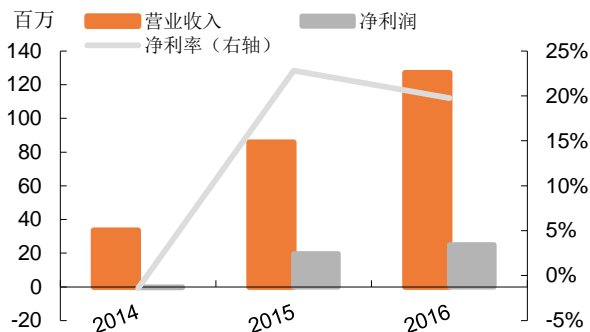
图 6：奶酪行业近年来仍保持 20% 以上的较高增速



资料来源：Euromonitor，安信证券研究中心

奶酪业务仍处调整期，中长期成长性较好。目前公司的奶酪业务仍主要通过妙可蓝多子公司展开，妙可蓝多在电商渠道销量排名领先且产品性价比高于多数进口品牌，已具有较强的品牌影响力，具有一定的先发优势。妙可蓝多 2016 年实现收入 1.27 亿，同比增长 48%，净利润 2508 万，净利率高达 20% 左右，成长性和盈利性兼具；扣非后净利润 2464 万略低于此前 2500 万的业绩承诺，主要原因是公司目前仍处于深度调整中，且 2016 年下半年以来原奶价格持续反弹导致原材料成本上升明显。根据年报披露信息，未来公司仍将聚焦奶酪业务，计划在未来三到五年积极拓展销售网络，除原有的电商渠道外，还会积极拓展餐饮、零售和工业等线下渠道，加大品牌宣传推广与营销投入，并为不同渠道开发针对性产品，中长期成长性仍然较好。

图 7：妙可蓝多成长性和净利率双高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：妙可蓝多明星产品马苏里拉



资料来源：天猫

液态奶主动进行产品升级仍有空间。液态奶行业增速近年来有所放缓，且竞争格局非常激烈，公司也在积极谋求突破。一方面，公司主动调整产品结构，推出长白山人参奶、时光驿站等特色高端新品，希望借此实现产品升级和区域扩张，未来还将推出澳醇牧场系列来进一步巩固提升公司的品牌形象及产品定位；另一方面，公司进行经销商整合，在吉林省范围内开发巴氏奶新鲜日配业务，拓展较常温更具潜力的低温奶业务。我们认为广泽作为吉林省知名品牌，在省内已具备较强品牌影响力，主动进行产品升级并发力高附加值产品有望改善盈利能力；而全国化扩张则可与奶酪业务齐头并进，渠道共享优势明显。

图 9：广泽高端新品长白山人参奶



资料来源：公司官网

图 10：广泽高端新品澳醇牧场系列



资料来源：公司官网

3. 拟推出股权激励及员工持股实现管理层利益绑定，高业绩考核目标充分彰显高管信心

根据公司发布的相关公告，公司拟向 71 名激励对象通过定向发行的方式授予限制性股票数量 1200 万股，占公司总股本的 3.01%，授予价格为 5.52 元/股，激励对象包括 6 名公司高管及 65 名中层管理人员及核心技术人员，对应公司层面业绩考核条件为 2017-2019 年公司收入不低于 8、12、16 亿元；此外公司还拟设立员工持股计划，该计划拟筹集资金不超过 1.2 亿元，拟认购的信托计划筹集资金总额不超过 3.6 亿元，其中 7 名核心高管持有份额占员工持股计划比例为 81.7%。

我们认为公司此次推出的股权激励和员工持股计划有望对核心高管形成充分激励，实现利益绑定，同时对中层管理者及核心员工也会起到一定激励作用，有利于提升公司凝聚力和运营效率，加快调整速度；而从股权激励的业绩考核目标来看，2017-2019 年公司收入增速需分别达到 59%、50%和 33%，较高的考核目标体现了公司对未来发展的信心。

4. 投资建议：

我们预计公司 2017 年-2018 年的收入增速分别为 59%、51%，净利润增速分别为 4%、145%，维持买入-A 的投资评级，考虑到 17 年仍处于扩张及费用投入阶段，略下调 6 个月目标价至 13.00 元。

风险提示：定增推进缓慢，奶酪业务拓展不达预期，原材料成本上涨。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	360.9	511.6	812.5	1,226.5	1,670.0	成长性					
减:营业成本	359.5	374.7	520.2	773.3	1,040.9	营业收入增长率	-55.5%	41.8%	58.8%	51.0%	36.2%
营业税费	3.1	7.0	8.1	12.3	16.7	营业利润增长率	-295.0%	-101.7%	457.7%	181.6%	93.2%
销售费用	2.5	36.4	80.4	115.3	146.9	净利润增长率	-341.5%	-111.7%	4.0%	145.3%	84.1%
管理费用	63.7	109.1	146.9	206.1	256.3	EBITDA 增长率	-213.2%	-123.2%	86.0%	77.7%	58.0%
财务费用	3.7	21.1	20.5	25.4	31.8	EBIT 增长率	-288.5%	-108.2%	93.8%	119.2%	78.0%
资产减值损失	262.1	13.7	10.0	11.0	12.0	NOPLAT 增长率	-323.2%	-120.2%	-21.7%	119.2%	78.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-32.3%	16.7%	32.6%	1.9%	22.1%
投资和汇兑收益	2.5	56.2	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	-20.6%	6.4%	-12.6%	8.2%	13.9%
营业利润	-331.3	5.6	31.3	88.2	170.4	利润率					
加:营业外净收支	5.0	9.4	8.5	9.5	9.5	毛利率	0.4%	26.7%	36.0%	37.0%	37.7%
利润总额	-326.3	15.0	39.8	97.7	179.9	营业利润率	-91.8%	1.1%	3.9%	7.2%	10.2%
减:所得税	-49.3	-16.5	6.0	14.7	27.0	净利润率	-76.2%	6.3%	4.1%	6.7%	9.1%
净利润	-274.9	32.2	33.5	82.2	151.3	EBITDA/营业收入	-72.6%	11.9%	13.9%	16.4%	19.0%
						EBIT/营业收入	-90.8%	5.2%	6.4%	9.3%	12.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	609	286	167	163	157
货币资金	366.1	796.6	81.2	122.7	167.0	流动营业资本周转天数	143	16	49	38	29
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	604	585	348	162	148
应收账款	135.7	91.3	247.2	161.6	302.3	应收帐款周转天数	108	80	75	60	50
应收票据	62.6	-	112.8	50.7	162.7	存货周转天数	83	43	32	29	26
预付帐款	21.3	50.1	22.2	83.1	55.7	总资产周转天数	1,642	1,337	846	506	434
存货	53.2	67.9	76.6	121.0	121.8	投资资本周转天数	997	615	485	370	305
其他流动资产	5.4	11.0	11.6	13.0	14.0	投资回报率					
可供出售金融资产	82.9	180.0	-	-	-	ROE	-25.6%	2.8%	3.3%	7.5%	12.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-17.0%	1.5%	2.1%	4.6%	6.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-23.3%	7.0%	4.7%	7.7%	13.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	526.3	286.0	466.4	644.4	812.4	销售费用率	0.7%	7.1%	9.9%	9.4%	8.8%
在建工程	12.0	94.7	53.8	29.3	17.1	管理费用率	17.6%	21.3%	18.1%	16.8%	15.3%
无形资产	258.3	109.8	104.2	98.7	93.1	财务费用率	1.0%	4.1%	2.5%	2.1%	1.9%
其他非流动资产	105.5	483.4	470.9	477.5	483.0	三费/营业收入	19.4%	32.6%	30.5%	28.3%	26.1%
资产总额	1,629.5	2,170.8	1,647.0	1,801.9	2,229.1	偿债能力					
短期债务	210.0	595.5	306.6	295.0	398.7	资产负债率	33.1%	46.6%	38.4%	39.1%	43.9%
应付帐款	211.0	150.3	225.4	303.0	367.8	负债权益比	49.5%	87.2%	62.5%	64.3%	78.4%
应付票据	28.0	21.0	36.8	40.5	63.6	流动比率	1.32	1.23	0.90	0.81	0.93
其他流动负债	37.4	58.9	42.0	43.6	52.5	速动比率	1.22	1.15	0.78	0.63	0.80
长期借款	9.8	152.4	-	-	72.9	利息保障倍数	-89.32	1.27	2.53	4.47	6.36
其他非流动负债	43.1	32.8	22.3	23.0	24.0	分红指标					
负债总额	539.3	1,010.9	633.2	705.1	979.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	15.0	-	0.3	1.2	2.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	399.2	399.2	399.2	399.2	399.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	628.4	760.7	614.2	696.4	847.7						
股东权益	1,090.2	1,159.9	1,013.8	1,096.8	1,249.7						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-277.0	31.6	33.5	82.2	151.3	EPS(元)	-0.69	0.08	0.08	0.21	0.38
加:折旧和摊销	65.9	34.0	61.1	87.0	114.7	BVPS(元)	2.69	2.91	2.54	2.74	3.12
资产减值准备	262.1	13.7	-	-	-	PE(X)	-16.1	137.3	132.0	53.8	29.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.8	4.4	4.0	3.5
财务费用	1.6	33.2	20.5	25.4	31.8	P/FCF	13.4	9.8	-6.1	93.8	91.5
投资损失	-2.5	-56.2	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	12.3	8.6	5.4	3.6	2.6
少数股东损益	-2.1	-0.7	0.3	0.8	1.5	EV/EBITDA	-16.2	67.0	41.3	22.9	14.9
营运资金的变动	166.9	-15.0	-160.6	117.3	-135.9	CAGR(%)	-166.9%	69.2%	-33.4%	-166.9%	69.2%
经营活动产生现金流量	190.5	90.0	-50.1	307.8	158.5	PEG	0.1	2.0	-4.0	-0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-119.1	133.6	-10.0	-230.0	-260.0	ROIC/WACC	-2.3	0.7	0.5	0.7	1.3
融资活动产生现金流量	211.1	200.0	-655.3	-36.4	145.8	REP	-2.3	6.4	8.2	4.8	2.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034