

爱普股份 (603020.SH)

食品行业

评级：增持 维持评级

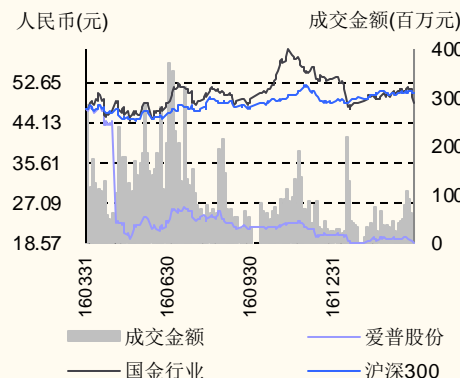
公司点评

市场价格(人民币)：18.57元

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)	5,942.40
年内股价最高最低(元)	47.89/18.57
沪深300指数	3436.76
上证指数	3210.24



相关报告

- 1.《食品配料稳增长，期待并购效应-爱普股份公司点评》，2016.8.28
- 2.《食品配料发力，叠加香精香料业务提升竞争力-爱普股份研究》，2016.5.31

于杰

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

岳思铭

分析师 SAC 执业编号：S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟

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

食品配料收入继续高增长，高毛利巧克力产能逐步提升

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.115	0.596	0.623	0.850	1.146
每股净资产(元)	11.03	5.71	6.14	6.54	7.49
每股经营性现金流(元)	1.18	0.49	0.56	0.64	0.97
市盈率(倍)	51.40	34.11	29.79	21.84	16.20
行业优化市盈率(倍)	123.42	99.47	93.84	93.84	93.84
净利润增长率(%)	15.35%	6.95%	4.54%	36.36%	34.80%
净资产收益率(%)	10.11%	10.43%	10.16%	13.00%	15.31%
总股本(百万股)	160.00	320.00	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 2016 年共实现收入 22.8 亿元，同比+24.6%，实现归母净利 1.9 亿元，同比+6.95%，公司决定派现金红利每股 0.2 元。16Q4 单季实现收入 5.37 亿元，同比+26.6%，实现净利 3,482 万元，同比+9.21%。

经营分析

- **食品配料收入继续高增长，香精香料增速转正：**随着一二线城市消费者健康意识的提升，以及生鲜配送网络逐渐发达，高品质的短保产品比长保产品更受欢迎。受益于此，爱普作为代理商的食品配料收入 2016 年继续保持高速增长，同比+32.5%录得 16.68 亿元，公司预计 2017 年依然能保持同比 30% 的增速。而以销定产的香精香料业务继 15 年收入负增长后，16 年增速转正，香精/香料收入分别同比+5.2%/19.0%，公司预计由于下游消费市场的饱和，此业务难以保持高速增长，未来预计维持在高个位数的增速水平。
- **食品配料收入占比提升侵蚀毛利：**截至 2016 年食品配料业务收入占比从 2015 年的 68.8% 提升至 73.1%，由于配料业务的毛利率不足香精香料业务的 1/3，拖累公司整体毛利率同比下滑 2.7ppt 至 21.2%，其中食品配料毛利率下滑 2ppt 至 12.6%，香料香精业务受益于香料毛利率提升，同比+0.4ppt 至 44.3%。
- **抢占市场份额+恒天然补贴减少，食品配料毛利下滑：**分季度看，16Q4 单季的毛利率环比+2.3ppt 至 20.8%，主要是由于 Q3 额外增加恒天然以外的经销商，为了先抢占市场份额，设置毛利率较低。同时国外原奶价格开始回升，恒天然补贴减少，造成食品配料的毛利率下降。由于食品配料收入比重不断提升，预计 2017 年毛利端压力依然较大。
- **未来看配料业务向上游产业链的延伸，提高盈利能力：**由于公司原有的香精香料业务以销定产，下游消费趋于饱和，增速放缓，未来公司更多的是发展食品配料上游端。爱普 16 年并购的杭州天舜巧克力企业 2016 年实现扣非后利润 647 万元，由于天舜目前产能、设备、技术多集中在冷饮巧克力端，要进军烘焙巧克力市场还需一段时间调整。
- **高毛利巧克力产能逐步提升：**公司计划冷饮巧克力方面，今年中期印尼 5,000 吨产能将于投产，杭州将投产 1 万吨产能，烘焙巧克力代可可和纯可

可方面，上海将在未来 3-5 年建设 5 万吨产能。公司估算国内巧克力市场正以年均 10%-15% 的增长率迅猛发展，而爱普借助现有的下游烘焙客户资源，将更加迅速的切入快速发展的巧克力市场，而烘焙巧克力相对较高的毛利有利于缓解配料带来的毛利下滑。

投资建议

- 我们预计公司香精增长放缓至 5% 左右；食品配料随着国内烘焙等相关行业消费升级收入将迎来高速发展时期，同时不断投资布局食品配料自有工厂长期将不断提高公司盈利能力。短期来看，公司净利率受食品配料影响增速将可能有所放缓。
- 我们预计 2017-2019 年公司收入为 27.9 亿元/33.6 亿元/39.3 亿元，同比增速分别为 22.2%/20.5%/16.9%，净利润分别为 2.0 亿元/2.7 亿元/3.7 亿元，对应 EPS 0.623 元/0.850 元/1.146 元，目前公司股价对应 2017 年 PE 29.8x，我们维持“增持”评级。

风险提示

- 食品配料业务竞争激烈/毛利继续下滑/巧克力产能建设不达预期

图表 1：财务预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,659	1,831	2,281	2,788	3,360	3,929
增长率		10.4%	24.6%	22.2%	20.5%	16.9%
主营业务成本	-1,271	-1,394	-1,799	-2,241	-2,650	-3,025
%销售收入	76.6%	76.1%	78.8%	80.4%	78.9%	77.0%
毛利	388	437	483	547	710	904
%销售收入	23.4%	23.9%	21.2%	19.6%	21.1%	23.0%
营业税金及附加	-5	-8	-11	-13	-16	-18
%销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-83	-101	-124	-149	-183	-218
%销售收入	5.0%	5.5%	5.4%	5.4%	5.5%	5.6%
管理费用	-118	-124	-137	-167	-205	-244
%销售收入	7.1%	6.8%	6.0%	6.0%	6.1%	6.2%
息税前利润（EBIT）	183	204	211	217	306	424
%销售收入	11.0%	11.2%	9.2%	7.8%	9.1%	10.8%
财务费用	0	12	16	22	24	27
%销售收入	0.0%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-8	-11	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	8	8	8	8
%税前利润	0.2%	3.1%	3.3%	3.1%	2.3%	1.7%
营业利润	175	212	232	247	339	459
营业利润率	10.5%	11.6%	10.2%	8.9%	10.1%	11.7%
营业外收支	15	16	13	13	13	13
税前利润	190	228	245	260	351	472
利润率	11.5%	12.5%	10.7%	9.3%	10.5%	12.0%
所得税	-35	-45	-51	-54	-73	-98
所得税率	18.3%	19.7%	20.7%	20.7%	20.7%	20.7%
净利润	155	183	194	206	279	374
少数股东损益	1	5	4	7	7	7
归属于母公司的净利润	155	178	191	200	272	367
净利率	9.3%	9.7%	8.4%	7.2%	8.1%	9.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	155	183	194	206	279	374
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	31	34	26	24	28	34
非经营收益	-1	-6	-8	-21	-21	-21
营运资金变动	-69	-23	-55	-29	-80	-76
经营活动现金净流	117	188	158	180	206	311
资本开支	-14	-13	-35	40	-27	-47
投资	-1	-864	185	0	0	0
其他	2	9	11	8	8	8
投资活动现金净流	-13	-869	162	48	-19	-39
股权募资	0	775	15	0	-79	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-44	-63	-134	0	-64	-64
筹资活动现金净流	-44	712	-119	0	-143	-64
现金净流量	60	31	200	227	44	208

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	342	947	927	1,155	1,198	1,407
应收款项	217	216	254	285	344	402
存货	279	306	325	399	472	539
其他流动资产	50	340	323	341	351	361
流动资产	888	1,809	1,829	2,180	2,365	2,708
%总资产	79.8%	88.2%	85.4%	89.2%	89.6%	90.0%
长期投资	36	66	59	59	59	59
固定资产	153	140	158	160	172	198
%总资产	13.7%	6.8%	7.4%	6.5%	6.5%	6.6%
无形资产	27	29	80	28	27	27
非流动资产	225	243	314	263	275	301
%总资产	20.2%	11.8%	14.6%	10.8%	10.4%	10.0%
资产总计	1,112	2,052	2,143	2,443	2,640	3,008
短期借款	0	0	1	0	0	0
应付款项	198	247	180	264	313	360
其他流动负债	23	24	49	124	136	148
流动负债	222	270	231	388	450	508
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	1	2	2	2
负债	223	272	232	390	451	510
普通股股东权益	877	1,765	1,829	1,964	2,093	2,396
少数股东权益	12	15	83	89	96	103
负债股东权益合计	1,112	2,052	2,143	2,443	2,640	3,008

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.289	1.115	0.60	0.623	0.850	1.146
每股净资产	7.307	11.031	5.715	6.138	6.540	7.486
每股经营现金净流	0.978	1.175	0.492	0.562	0.644	0.973
每股股利	0.000	0.300	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	17.64%	10.11%	10.43%	10.16%	13.00%	15.31%
总资产收益率	13.91%	8.70%	8.90%	8.17%	10.30%	12.19%
投入资本收益率	16.77%	9.21%	8.74%	8.39%	11.08%	13.45%
增长率						
主营业务收入增长率	12.62%	10.37%	24.60%	22.22%	20.51%	16.92%
EBIT增长率	-2.50%	11.84%	3.32%	3.05%	40.76%	38.53%
净利润增长率	3.01%	15.35%	6.95%	4.54%	36.36%	34.80%
总资产增长率	9.23%	84.50%	4.45%	14.00%	8.06%	13.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.2	40.3	35.9	36.0	36.0	36.0
存货周转天数	71.0	76.6	64.1	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	47.4	42.2	29.3	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	30.3	25.2	20.9	17.3	14.6	13.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.47%	-53.19%	-48.46%	-56.22%	-54.75%	-56.29%
EBIT利息保障倍数	1,697.6	-17.2	-12.9	-10.1	-12.6	-15.7
资产负债率	20.09%	13.27%	10.81%	15.95%	17.10%	16.94%

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	3
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.63

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
2	2016-08-28	增持	25.47	N/A

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