

桂发祥 (002820)

公司研究/简评报告

全年业绩企稳，老字号品牌溢价显著

—桂发祥 2016 年年报业绩点评

简评报告/食品饮料

2017 年 03 月 31 日

一、事件概述

公司发布 2016 年年报，2016 年实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 0.09%；归母净利润 0.92 亿元，同比降低 2.42%；扣非归母净利润为 0.81 亿元，同比降低 12.37%；每股收益为 0.93 元。单四季度，实现营业收入 0.96 亿元，环比降低 20.77%；归母净利润为 0.14 亿元，环比降低 47.33%。

二、分析与判断

➤ 业绩低于预期，麻花及其他休闲食品业务扩展

公司 2016 年营业收入同比增长 0.09%，归母净利润降低 2.42%，低于市场预期。其中麻花业务营收 3.28 亿元，同比降低 0.99%，占总收入 71.80%；糕点等节令食品业务实现营收 0.47 亿元，同比增长 13.03%。

营收企稳的主要原因是：1) 休闲食品市场规模逐年提升，麻花及其他休闲食品业务受旅游、节日送礼需求增加影响，稳定增长；2) 作为认定的“中华老字号”产品，品牌溢价效应显著；3) 深耕天津市场，辐射华北、东北等周边市场，区域优势明显，销量稳定；4) 麻花设计产能居行业前列，产量逐年增加，重视新产品开发，不断满足消费者差异化需求；5) 重视营销网络建设，建立以直营模式为主，普通经销商、商超、电子商务平台等经销模式为辅的营销网络体系，全方位覆盖市场。

➤ 毛利率水平高于行业平均水平，净利润增长略微下滑

公司 2016 年实现归母净利润 0.92 亿元，同比下降 2.42%，净利润略微下滑，食品毛利率高达 52.31%，居于行业前列。净利润下滑主要原因有：1) 营业成本中主要原材料成本占比高，食用油、面粉等原料价格上涨使得成本增加；2) 相对依赖天津地区这一单一市场，津外市场扩张缓慢；3) 募投项目建成投产，资产、业务规模均迅速扩大，短期三大费用大幅增长，但长期将促进盈利能力增长。

➤ 建设募投项目，突破产能瓶颈，业绩有望继续提升

上市后，公司募集资金，用于空港生产基地建设项目、营销网络建设项目以及偿还银行贷款和补充营运资金。通过建设募投项目，可以解决公司市场份额快速增长与生产产能相对不足的矛盾。16 年空港生产基地 3 条麻花新生产线投产，产量达 1500 多吨，可增厚收入业绩 7500 万元。新增的 8 条麻花和 8 条糕点生产线也在陆续调试中，全部投产后，产能会大量释放；营销网络建设项目完成，公司直营店新增 19 家，总计达到 59 家，有利于公司拓展销售网络，有望增厚公司业绩。

三、盈利预测与投资建议

公司业绩安全边际高，业绩增长点主要有：1) 休闲食品市场容量大，未来会保持 15% 左右的增速，旅游、礼品消费等高端需求增加，产品提价空间较大；2) 公司深耕天津市场，以天津为中心向周边辐射，天津市场尚有较大下沉空间；3) 作为地方传统食品，具有较高知名度和市场影响力，品牌溢价显著；4) 募投项目释放产能，拓展营销网络，提升公司核心竞争力。我们预计公 17/18/19 年营收将保持 12% 以上的增长，EPS 分别为 0.80/0.92/1.07 元，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

原材料价格波动风险；单一市场依赖度高；食品安全问题。

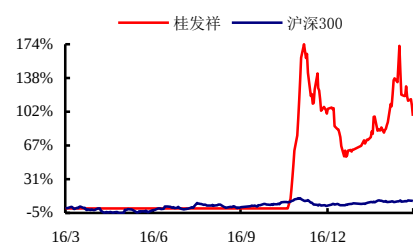
强烈推荐 首次评级

合理估值： 48.00—51.20 元

交易数据 2017-3-30

收盘价(元)	45.73
近 12 个月最高/最低	68.19/19.92
总股本(百万股)	128
流通股本(百万股)	32
流通股比例(%)	25
总市值(亿元)	58.53
流通市值(亿元)	58.53

该股与沪深 300 走势比较



分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
电话： 010-85127729
邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：孟斯硕

执业证号： S0100116050010
电话： 010-85127604
邮箱： mengsishuo@mszq.com

研究助理：黄瑞云

执业证号： S0100116070069
电话： 010-85127728
邮箱： huangruiyun@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	458	512	589	684
增长率 (%)	0.1%	12.0%	15.0%	16.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	92	103	118	137
增长率 (%)	-2.4%	11.7%	15.1%	16.1%
每股收益 (元)	0.93	0.80	0.92	1.07
PE (现价)	49.2	57.1	49.6	42.7
PB	6.0	5.4	4.9	4.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	458	512	589	684
营业成本	218	240	275	318
营业税金及附加	7	8	9	10
销售费用	82	90	104	120
管理费用	40	42	48	56
EBIT	110	133	154	179
财务费用	1	1	1	1
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	109	132	153	178
营业外收支	14	5	5	5
利润总额	123	137	158	183
所得税	31	35	40	46
净利润	92	103	118	137
归属于母公司净利润	92	103	118	137
EBITDA	123	139	159	184

资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	635	712	789	886
应收账款及票据	18	21	23	27
预付款项	14	13	17	19
存货	37	35	41	48
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	716	793	883	995
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	46	41	36	31
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	325	384	412	446
资产合计	1041	1177	1295	1441
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	20	23	26	30
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	46	78	79	88
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	18	18	18	18
负债合计	64	96	97	106
股本	128	128	128	128
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	978	1080	1198	1335
负债和股东权益合计	1041	1177	1295	1441

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	0.1%	12.0%	15.0%	16.0%
EBIT 增长率	-10.6%	21.0%	15.7%	16.4%
净利润增长率	-2.4%	11.7%	15.1%	16.1%
盈利能力				
毛利率	52.3%	53.1%	53.4%	53.5%
净利润率	20.1%	20.0%	20.0%	20.0%
总资产收益率 ROA	8.8%	8.7%	9.1%	9.5%
净资产收益率 ROE	9.4%	9.5%	9.8%	10.3%
偿债能力				
流动比率	15.7	10.1	11.2	11.4
速动比率	14.9	9.7	10.7	10.8
现金比率	14.0	9.1	10.0	10.1
资产负债率	0.1	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	14.0	14.7	14.2	14.3
存货周转天数	58.7	53.2	54.8	55.6
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.8	0.9	1.1
每股净资产	7.6	8.4	9.4	10.4
每股经营现金流	0.8	1.1	0.8	1.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.2	57.1	49.6	42.7
PB	6.0	5.4	4.9	4.4
EV/EBITDA	42.5	36.9	31.8	27.0
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	92	103	118	137
折旧和摊销	13	6	6	5
营运资金变动	(8)	32	(12)	(6)
经营活动现金流	98	136	106	131
资本开支	59	60	29	34
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(50)	(59)	(29)	(34)
股权募资	494	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	454	0	0	0
现金净流量	503	76	77	97

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

孟斯硕，北京航空航天大学经济学学士，长江商学院FMBA，2016年加入民生证券，从事食品饮料研究。

黄瑞云，中国社会科学院金融学硕士，2016年加入民生证券研究院，从事食品饮料行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。