

## 爱普股份 (603020)

公司研究/简评报告

# 营业收入显著增长 巧克力业务未来可期

—爱普股份 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 22.81 亿元，同比增长 24.60%；归母净利润 1.91 亿元，同比增加 6.95%；每股收益为 0.60 元。单四季度，实现营业收入 5.36 亿元，环比下降 9.30%，同比增长 26.42%；归母净利润为 0.35 亿元，环比下降 17.28%，同比增长 9.21%。

### 二、分析与判断

#### ➤ 营业收入显著增长，2017 年有望保持 20% 以上增速

2016 年度，公司实现营业收入 22.81 亿元，同比增长 24.60%。从产品结构上看，食品配料业务表现突出，全年实现收入 16.68 亿，同比增长 32.46%。从国内巧克力和奶酪市场年均 10% 以上的增幅上看，公司营收有望继续保持两位数的增速。

#### ➤ 毛利与净利润增速放缓，结构调整或带动二者回升

主供应商恒天然在国内建立仓库所，使得优惠政策消失，导致毛利下滑。加上香精业务毛利的降低，导致公司净利润增速有所放缓。未来公司积极将调整产品结构，以原有业务为基础，推动产品升级，积极开拓潜在市场，日化香精、可可和奶酪等产品有望成为新的增长点，带动二者回升。

#### ➤ 巧克力产能今年落地，日化香精突破值得期待

公司今年收购的天舜新增 2 万吨产能有望在今年年底建成，届时将有 3 万吨产能，成为国内最大的工业巧克力生产商。随着大型冰淇淋公司逐渐由巧克力自供转向对外采购、烘焙行业快速发展，产能的落地将进一步推进业务模式转型并拉升业绩。香精制造方面，公司是国内龙头，在食用香精板块常年排名第一，但在日化香精业务较为薄弱，2017 年公司将研发一些日化香精产品，若被客户接受将成为一个新的增长点。

### 三、盈利预测与投资建议

在消费升级的引致需求下，高端配料日渐成为烘焙产品差异化的风口，并伴随公司巧克力等产品产能建设的逐步扩张，公司盈利能力将继续提升；香精香料产品结构日渐升级，新客户开发促进业务恢复，预计未来增速会持续提升。预计公司 17-19 年营业收入为 28.52/37.07/45.60 亿元，净利润为 2.09/2.46/2.94 亿元，EPS 为 0.65/0.77/0.92 元，维持“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示

经济下行导致消费疲软；项目建设进度不及预期；食品安全问题。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,281	2,852	3,707	4,560
增长率 (%)	24.6%	25.0%	30.0%	23.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	191	209	246	294
增长率 (%)	6.9%	9.3%	18.2%	19.2%
每股收益 (元)	0.60	0.65	0.77	0.92
PE (现价)	31.1	28.5	24.1	20.2
PB	3.2	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

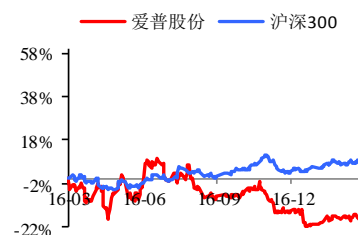
### 强烈推荐 维持评级

合理估值： 19.50—22.75 元

#### 交易数据 2017-3-30

收盘价 (元)	18.57
近 12 个月最高/最低	48.98/18.45
总股本 (百万股)	320
流通股本 (百万股)	193
流通股比例 (%)	60.46
总市值 (亿元)	59
流通市值 (亿元)	36

#### 该股与沪深 300 走势比较



#### 分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003  
电话： 010-8512 7729  
邮箱： chenbairu@mszq.com

#### 研究助理：孟斯硕

执业证号： S0100116050010  
电话： 010-8512 7604  
邮箱： mengsishuo@mszq.com

#### 研究助理：黄瑞云

执业证号： S0100116070069  
电话： 010-8512 7728  
邮箱： huangruiyun@mszq.com

#### 相关研究

1.《爱普股份 (603020) 简评：巧克力产能扩张，日化香精或有突破》20170221

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,281	2,852	3,707	4,560
营业成本	1,799	2,254	2,907	3,576
营业税金及附加	11	12	19	23
销售费用	124	151	234	296
管理费用	137	189	247	304
EBIT	211	246	301	360
财务费用	(16)	(9)	(8)	(9)
资产减值损失	3	6	6	6
投资收益	8	6	3	3
营业利润	232	255	306	366
营业外收支	13	10	10	10
利润总额	245	265	316	376
所得税	51	52	63	76
净利润	194	213	253	301
归属于母公司净利润	191	209	246	294
EBITDA	234	267	323	382

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	927	1140	1277	1472
应收账款及票据	251	320	403	489
预付款项	37	62	85	92
存货	325	436	561	670
其他流动资产	285	285	285	285
流动资产合计	1829	2254	2622	3022
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	130	127	127	125
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	314	261	252	245
资产合计	2143	2514	2874	3267
短期借款	1	1	1	1
应付账款及票据	121	245	295	346
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	231	383	484	570
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债合计	232	384	485	571
股本	320	320	320	320
少数股东权益	83	87	93	100
股东权益合计	1911	2124	2377	2678
负债和股东权益合计	2143	2508	2862	3249

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	24.6%	25.0%	30.0%	23.0%
EBIT 增长率	3.3%	16.4%	22.6%	19.7%
净利润增长率	6.9%	9.3%	18.2%	19.2%
盈利能力				
毛利率	21.2%	21.0%	21.6%	21.6%
净利润率	8.4%	7.3%	6.6%	6.4%
总资产收益率 ROA	8.9%	8.3%	8.6%	9.0%
净资产收益率 ROE	10.4%	10.2%	10.8%	11.4%
偿债能力				
流动比率	7.9	5.9	5.4	5.3
速动比率	6.5	4.7	4.3	4.1
现金比率	4.0	3.0	2.6	2.6
资产负债率	0.1	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	35.9	39.8	38.7	38.1
存货周转天数	64.1	70.5	70.4	68.4
总资产周转率	1.1	1.2	1.4	1.5
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.7	0.8	0.9
每股净资产	5.7	6.4	7.1	8.1
每股经营现金流	0.5	0.5	0.4	0.6
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	31.1	28.5	24.1	20.2
PB	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	21.4	18.0	14.5	11.7
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	194	213	253	301
折旧和摊销	26	28	28	28
营运资金变动	(55)	(59)	(131)	(118)
经营活动现金流	158	166	136	197
资本开支	35	(41)	3	5
投资	185	0	0	0
投资活动现金流	162	47	0	(2)
股权募资	15	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(123)	0	0	0
现金净流量	196	213	136	195

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。