

桂发祥 (002820)

公司研究/简评报告

糕点业务增厚业绩，产能释放促进内生增长

简评报告/食品饮料

2017年04月17日

一、事件概述

公司发布2017年一季度报告，实现营业收入1.51亿元，同比增长8.35%；实现归母净利润0.31亿元，同比增长1.89%。

二、分析与判断

➤ 糕点业务增厚业绩，业务开拓导致费用增加

今年一季度公司营业收入同比增长8.35%，环比增长57.71%。受春节旺盛需求拉动，一季度麻花与糕点等主营业务均实现了增长。作为“新支柱”产品，糕点销售收入占比不断增加，将成为新的业绩增长点。一季度公司发生销售费用2600万元，同比增加30.04%；发生管理费用900万元，同比增加0.9%。主要是由于食品广场项目处于装修施工和招商推广阶段，导致销售费用、管理费用有所增加。

➤ 新增产能将增加1亿左右收入，产品结构继续优化

2017年空港经济区生产项目计划投产3条麻花生产线（约1500吨），以及约230吨糕点产能，考虑到天津市场的旺盛需求，按照100%的产能利用率，新增生产线有望增加约1亿收入。

公司迎合健康食品发展趋势，推出高纤麻花和益糖麻花两类新品，以及明星产品夹馅小麻花，糕点类推出了台式绿豆皇、喜饼、桃果子、鲜果酥等四大系列30种新品，产品结构不断优化。公司将不断降低麻花产品占比，培育糕点为“新支柱”产品，将休闲食品等作为成长产品，利用品牌、渠道优势，开发更多产品系列，满足消费者的多样需求。

➤ 优化升级渠道，构建多元化营销网络体系

公司不断优化升级渠道，直营、经销商、电商齐头并进，建立全方位覆盖市场的多元化营销网络体系。2016年在津、京等地设有45家直营店，其中天津地区43家，基本覆盖市区商业圈和郊区商业中心，17年将继续增加直营店，扩充营销网络。同时改造装修直营店铺，改善购物环境，通过管理、培训、考核等方式提升直营店销售服务能力。整合线上线下资源，强化销售渠道优势，加强对电子商务的投入，积极与第三方食品类电商企业合作。未来还将打造综合性食品广场，多种渠道齐头并进。

三、盈利预测与投资建议

休闲食品年均增速在17%以上，且行业集中度低，发展空间较大。公司作为“中华老字号”企业，兼具内生增长和外延发展：1)今年新产能投产有望增厚收入业绩1亿元左右，随着项目陆续投产，将带动公司内生增长，未来盈利能力会继续改善；2)区域龙头地位稳固，品牌溢价优势明显；3)未来公司将积极发展以业务驱动为主的投资并购，整合产业链上下游资源。我们预计公司17/18/19年营收将保持14%以上的增长，EPS分别为0.82/0.93/1.08元，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

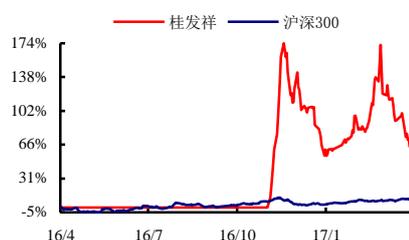
原材料价格波动风险；单一市场依赖度高；食品安全问题。

强烈推荐 维持评级

合理估值：41.00—45.10元

交易数据	2017-4-14
收盘价(元)	39.09
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)	50.04
流通市值(亿元)	50.04

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

1.《桂发祥(002820)2016年年报点评：全年业绩企稳，老字号品牌溢价显著》
 20170406

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	458	524	602	699
增长率 (%)	0.1%	14.5%	15.0%	16.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	92	105	119	138
增长率 (%)	-2.4%	14.5%	13.3%	15.8%
每股收益 (元)	0.93	0.82	0.93	1.08
PE (现价)	42	48	42	36
PB	5.1	4.6	4.2	3.7

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)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	458	524	602	699
营业成本	218	247	283	328
营业税金及附加	7	8	9	10
销售费用	82	91	106	123
管理费用	40	42	49	58
EBIT	110	135	155	180
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	135	154	180
营业外收支	14	5	5	5
利润总额	123	140	159	185
所得税	31	35	40	47
净利润	92	105	119	138
归属于母公司净利润	92	105	119	138
EBITDA	123	142	161	185

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	635	714	792	890
应收账款及票据	18	21	24	27
预付款项	14	14	17	20
存货	37	36	43	50
其他流动资产	5	5	5	5
流动资产合计	716	798	889	1002
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	1181	1301	1448
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	20	24	27	31
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	46	80	81	90
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	98	99	108
股本	128	128	128	128
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	978	1083	1202	1340
负债和股东权益合计	1041	1181	1301	1448

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	0.1%	14.5%	15.0%	16.0%
EBIT 增长率	-10.6%	23.5%	14.5%	16.1%
净利润增长率	-2.4%	14.5%	13.3%	15.8%
盈利能力				
毛利率	52.3%	52.8%	53.0%	53.1%
净利润率	20.1%	20.1%	19.8%	19.7%
总资产收益率 ROA	8.8%	8.9%	9.2%	9.5%
净资产收益率 ROE	9.4%	9.7%	9.9%	10.3%
偿债能力				
流动比率	15.7	9.9	11.0	11.1
速动比率	14.9	9.5	10.5	10.6
现金比率	14.0	8.9	9.8	9.9
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	8.5	9.4	10.5
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	55.7	49.1	42.4
PB	6.0	5.4	4.9	4.4
EV/EBITDA	42.5	36.2	31.5	26.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	92	105	119	138
折旧和摊销	13	6	6	5
营运资金变动	(8)	32	(13)	(6)
经营活动现金流	98	138	107	132
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	79	78	98

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。