

科迪乳业 (002770) \ 食品饮料

——产能释放+科迪便利+低费用率助业绩腾飞

投资建议: **推荐**
 首次覆盖

当前价格: 10.32 元

目标价格: 元

事件:

近期我们对科迪乳业进行了实地调研, 与公司高管们就公司经营管理、销售情况以及未来战略进行了深层次的交流。

投资要点:

➢ 公司整体营收稳健, 低温奶增长迅猛

公司2016年实现营收8.05亿元, 同比增长17.82%; 实现归母净利润8949.53万元, 同比下降7.43%, 增收不增利主要因为科迪2015年对洛阳巨尔的收购导致各项费用增加。其中较为亮眼的低温乳制品同比增长166%, 实现营收1.8亿元, 一方面源于2015年收购以销售低温乳制品为主的洛阳巨尔, 另一方面公司的新品“网红牛奶”在河南、山东以及华东新市场呈现高速增长, 单日销量超过150吨, 预计今年有望到达300吨每日销量。

➢ IPO募投和定增项目打开产能瓶颈

公司的新厂房在前处理和辅助设备方面已具备了加工40万吨常温奶的能力, 其中IPO募投的20万吨液态奶项目已于2016年5月完成, 公司争取在今年下半年满产; 老厂房的10万吨产能目前已改建为低温乳制品加工, 预计在今年4月投产, 5月满产。同时为加快低温奶布局, 公司将在华东地区找寻有奶源的区域性品牌乳企作为并购标的。

➢ 未来科迪便利将成为渠道建设亮点

公司为了和龙头企业形成错位竞争, 主要占领四线及以下乡镇市场, 目前产品主要覆盖了河南、山东、安徽、江苏四省300多个县城。公司还将建设全国性连锁社区便利店, 主要投放科迪的主要产品, 目前在河南和山东已发展了1000家, 计划从下半年开始用三年时间在豫鲁苏皖四省周边建设科迪便利1万家。

➢ 定位乡镇市场销售费用支出减少

公司2016年期间费用率为16.55%, 同比减少1.19%。其中销售费用率为6.86%, 同比减少1.78%, 主要因为公司产能受限而相应降低了广告的投入; 管理费用率为4.05%, 费用相比2015年增加了28.37%, 主要源于完成对巨尔的并购导致工资福利费及社保费的增加; 财务费用同比增加23.53%, 主要因为公司自建项目较多贷款上升加重利息支出。

在同行业公司中, 公司销售费用占比较低, 这主要因为销售模式销售区域决定的。公司的销售模式为经销商模式, 基本没有直销业务, 不需要直接送货至终端客户, 也不需要配备大量销售物流人员, 因此公司的销售费用相对较少。其次公司的销售终端主要位于四线城市以下的县、乡市场, 以100平米以下的小超市为主, 进场费、堆头费、广告促销费和人工成本都较低。但是随着公司产能的进一步释放, 公司将提升品牌媒体宣传费用已

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	576/271
流通A股市值 (百万元)	2,915
每股净资产 (元)	2.69
资产负债率 (%)	41.87
一年内最高/最低 (元)	16.09/10.20

一年内股价相对走势



王承 分析师
 执业证书编号: S0590513090004
 电话: 0510-85630532
 邮箱: wangc@glsc.com.cn

陈骊
 电话: 13921539076
 邮箱: cl@glsc.com.cn

相关报告

成本都较低。但随着公司产能进一步释放，公司将提升品牌媒体宣传费用以弥补公司在品牌力上的短板，提高市占率和铺货率，预计公司后期的销售费用将有可能大幅度增长。

➤ **盈利预测与估值**

我们预计公司2017-2019年收入增速分别为60.26%、35.60%和34.26%，摊薄EPS分别为0.32/0.48/0.68元股，对应估值2017、2018年估值33倍、22倍，看好公司未来低费用率高增速成长，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**

产能扩张投产后效益不达预期；食品安全问题。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	579.78	980.68	386.91	524.65	785.76	营业收入	683.06	804.76	1,289.71	1,748.8	2,347.9
应收账款+票据	67.35	86.34	149.49	170.30	259.05	营业成本	440.59	550.63	869.26	1,160.5	1,517.2
预付账款	75.91	19.48	52.96	24.41	76.74	营业税金及附加	3.14	6.74	6.34	8.59	11.54
存货	46.40	74.17	110.00	154.00	200.00	营业费用	59.07	55.23	96.73	136.41	187.84
其他	0.00	0.60	0.60	0.60	0.60	管理费用	25.41	32.62	58.04	82.20	117.40
流动资产合计	769.44	1,161.2	699.96	873.95	1,322.1	财务费用	36.67	45.30	20.43	4.90	1.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.57	26.21	1.60	1.60	1.60
固定资产	331.08	1,063.9	1,148.2	1,163.4	1,112.36	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	776.75	198.49	140.00	80.00	80.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	25.93	51.03	48.98	46.94	44.90	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	87.33	136.43	132.80	129.17	129.17	营业利润	116.61	88.03	237.31	354.61	511.23
非流动资产合计	1,221.0	1,449.8	1,470.0	1,419.5	1,366.4	营业外净收益	6.23	32.31	10.00	10.00	10.00
资产总计	1,990.5	2,611.11	2,170.0	2,293.4	2,688.5	利润总额	122.83	120.34	247.31	364.61	521.23
短期借款	690.00	776.42	129.99	1.16	0.00	所得税	26.16	30.84	61.83	91.15	130.31
应付账款+票据	33.93	62.23	97.84	115.86	163.53	净利润	96.68	89.50	185.48	273.46	390.92
其他	101.78	122.84	134.87	136.60	152.83	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	825.71	961.49	362.69	253.62	316.35	归属于母公司净	96.68	89.50	185.48	273.46	390.92
长期带息负债	23.31	67.79	67.79	67.79	67.79						
长期应付款	45.31	31.35	31.35	31.35	31.35						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	68.62	99.14	99.14	99.14	99.14						
负债合计	894.33	1,060.6	461.83	352.76	415.49						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	273.40	576.25	576.25	576.25	576.25						
资本公积	448.31	524.94	524.94	524.94	524.94						
留存收益	374.49	449.30	607.01	839.52	1,171.9						
股东权益合计	1,096.2	1,550.4	1,708.2	1,940.7	2,273.0						
负债和股东权益总	1,990.5	2,611.11	2,170.0	2,293.4	2,688.5						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	93.19	84.50	177.98	265.96	383.42
折旧摊销	26.54	58.08	118.19	128.96	131.48
财务费用	38.61	46.58	19.66	4.13	0.34
存货减少	12.51	-16.92	-35.83	-44.00	-46.00
营运资金变动	1.31	10.92	-49.00	27.51	-77.20
其它	-4.64	30.14	1.60	1.60	1.60
经营活动现金流	167.51	213.30	232.60	384.15	393.65
资本支出	157.45	58.50	140.00	80.00	80.00
长期投资	0.00	118.59	0.00	0.00	0.00
其他	10.09	20.31	7.50	7.50	7.50
投资活动现金流	-147.37	-156.78	-132.50	-72.50	-72.50
债权融资	280.59	102.19	-646.43	-128.83	-1.16
股权融资	406.98	379.48	0.00	0.00	0.00
其他	-197.02	-107.38	-47.44	-45.08	-58.88
筹资活动现金流	490.55	374.29	-693.87	-173.91	-60.04
现金净增加额	510.70	430.81	-593.77	137.74	261.11

主要财务比率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	2.53%	17.82	60.26%	35.60%	34.26%
EBIT	9.93%	0.38%	61.93%	38.12%	41.45%
EBITDA	11.27%	16.86	72.75%	29.22%	31.22%
归属于母公司净	22.81	-7.43%	107.25	47.43%	42.96%
获利能力					
毛利率	35.50	31.58	32.60%	33.64%	35.38%
净利率	14.15	11.12%	14.38%	15.64%	16.65%
ROE	8.82%	5.77%	10.86%	14.09%	17.20%
ROIC	11.84%	6.88%	11.64%	14.12%	19.09%
偿债能力					
资产负债率	44.93	40.62	21.28%	15.38%	15.45%
流动比率	0.93	1.21	1.93	3.45	4.18
速动比率	0.88	1.13	1.62	2.84	3.55
营运能力					
应收账款周转率	14.68	10.96	11.64	12.58	11.95
存货周转率	9.50	7.42	7.90	7.54	7.59
总资产周转率	0.34	0.31	0.59	0.76	0.87
每股指标 (元)					
每股收益	0.17	0.16	0.32	0.47	0.68
每股经营现金流	0.29	0.37	0.40	0.67	0.68
每股净资产	1.90	2.69	2.96	3.37	3.94
估值比率					
市盈率	63.48	68.57	33.09	22.44	15.70
市净率	5.60	3.96	3.59	3.16	2.70
EV/EBITDA	17.04	28.00	16.45	12.47	9.38
EV/EBIT	19.79	37.86	23.73	16.83	11.74

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

