

科迪乳业 (002770) \ 食品饮料

——深耕乡镇，新增产能放量，营收高增可期

投资建议：**推荐**
 首次覆盖

当前价格：**10.33元**

目标价格：**元**

投资要点：

► 区域性乳业龙头，股权集中。

公司是河南省乳业的龙头企业，主营以调制乳和灭菌乳为代表的常温乳制品和爱克林包装系列的低温乳制品。公司2016年实现销售收入8.02亿元，较2015年同比增长17.42%。公司第一大股东为科迪集团持股44.27%，属于民营企业，制度灵活，有利于公司对市场变化做出快速合理的决策。

► 行业稳步上升，三四线城市具有成长空间。

2016年生鲜乳价格在8月份接近底部，之后受国外奶价的传导价格呈现稳步回升态势。随着人均收入和消费结构的改变，中国已成为液态奶产量（39.05百万吨）和消费（39.49百万吨）大国。农村乳制品销量远低于城镇居民，空间巨大，公司未来将受益于农村居民可支配收入的提升和消费结构升级。

► 渠道下沉+独特产业链模式+产能释放助业绩增长。

(1) 公司在产品结构升级中将不断提高毛利率较高的低温乳制品和调制乳系列。(2) 公司与乳企龙头蒙牛伊利形成错位竞争，主要覆盖豫鲁苏皖四省的乡县市场，并以电商及科迪便利店走向全国。“一县一商”的经销模式省去了多层费用，保障了经销商的利润。(3) 公司采用独特的“种、养、加”全产业链模式，在降低原材料的同时保障了食品安全问题。公司的销售费用率在全行业最低，主要因为公司的经销商模式及经销区域所决定。

(4) 公司IPO募投项目“20万吨液态奶”在2016年下半年投产，10万吨低温奶改建项目今年预计达产；“现代牧场”的建成将降低公司原材料成本。

► 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。

► 风险提示：产能扩张投产后效益不达预期；食品安全问题

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)	2,804
每股净资产 (元)	2.69
资产负债率 (%)	41.87
一年内最高/最低 (元)	16.09/10.05

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：0510-85630532
 邮箱：cl@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	683.06	804.76	1,289.71	1,748.84	2,347.99
增长率 (%)	2.53%	17.82%	60.26%	35.60%	34.26%
EBITDA (百万元)	190.78	222.96	385.16	497.70	653.06
净利润 (百万元)	96.68	89.50	185.48	273.46	390.92
增长率 (%)	2.34%	-7.43%	107.25%	47.43%	42.96%
EPS (元/股)	0.17	0.16	0.32	0.47	0.68
市盈率 (P/E)	63.48	68.57	33.09	22.44	15.70
市净率 (P/B)	5.60	3.96	3.59	3.16	2.70
EV/EBITDA	17.04	28.00	16.45	12.47	9.38

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	区域性乳企龙头，股权较为集中	3
1.1.	民营企业，制度相对灵活	3
1.2.	公司产品丰富，发力低温乳制品	3
1.3.	销售渠道覆盖四线以下城市	5
2.	行业稳步上行，三四线城市具有成长空间	5
2.1.	原奶供给趋缓，价格稳步回升	5
2.2.	液态奶产量消费量稳步上升	7
2.3.	农村收入增长拉动三四线城市的乳制品消费	8
3.	渠道采用“农村包围城市”，扩产能助业绩增长	9
3.1.	公司保持稳健增长	9
3.2.	常温乳和低温乳为公司主营构成	9
3.3.	销售渠道下沉+科迪便利店+线上线下协同	11
3.4.	独特的产业链，低费用率叠加高毛利	12
3.5.	新增产能释放，带动业绩增长	14
4.	盈利预测	15

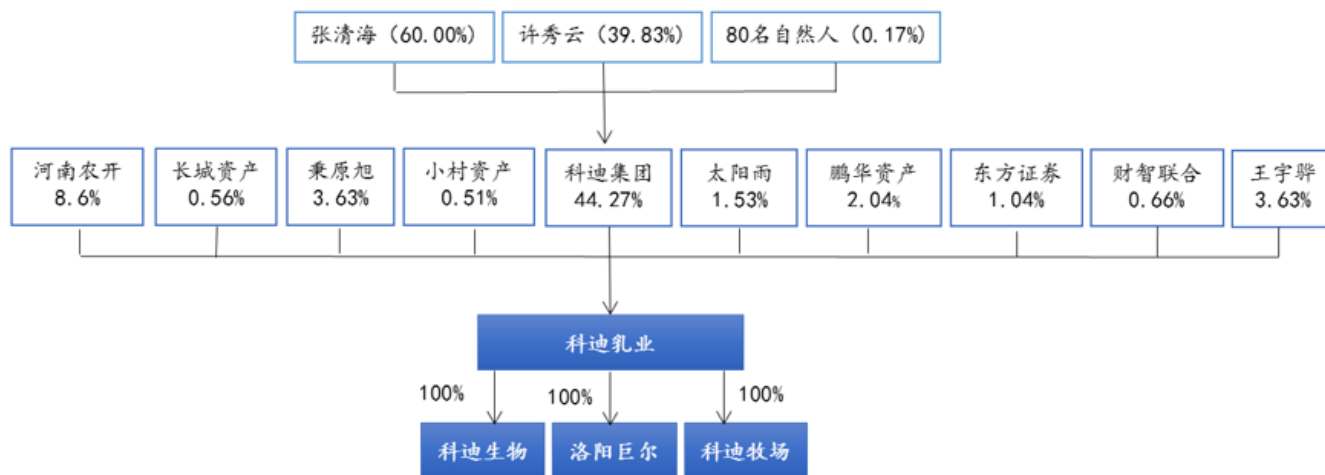
1. 区域性乳企龙头，股权较为集中

科迪乳业（002770.SZ）成立于 2005 年，于 2015 年在深圳交易所上市。公司是河南省最重要的乳制品加工企业之一，主营乳制品、乳饮料、饮料的生产与销售，奶牛的养殖、繁育及销售，目前的主营产品主要是常温乳制品和低温乳制品。

1.1. 民营企业，制度相对灵活

公司实际控制人为张清海、许秀云夫妇，其通过持有公司第一大股东科迪集团 99.83% 的股份，间接控制科迪乳业 46.65% 的股份。2016 年 12 月 28 日，定增落地后，科迪集团持股比例由 46.65% 降至 44.27%，科迪集团仍为公司控股股东，张清海、许秀云夫妇仍为公司实际控制人。公司属于民营企业，制度灵活，有利于公司对于市场变化做出快速合理的决策。

图表 1：公司股权结构



来源：Wind，国联证券研究所

1.2. 公司产品丰富，发力低温乳制品

公司产品主要包括常温乳制品和低温乳制品两大类。公司的**常温乳制品**以荷兰斯坦牛奶为主要原料，涵盖了常温灭菌乳、调制乳、含乳饮料、乳味饮品等二十多个单品、一百多种规格的液态乳制品；产品同时采用了以利乐砖、利乐枕、百利包为主的多种包装形式。**低温乳制品**包括巴氏奶和低温发酵乳，采用屋顶包和爱克林两种主要包装形式。公司丰富的产品种类满足了消费者多方面的需求。

图表 2: 常温乳品和低温乳制品主要产品

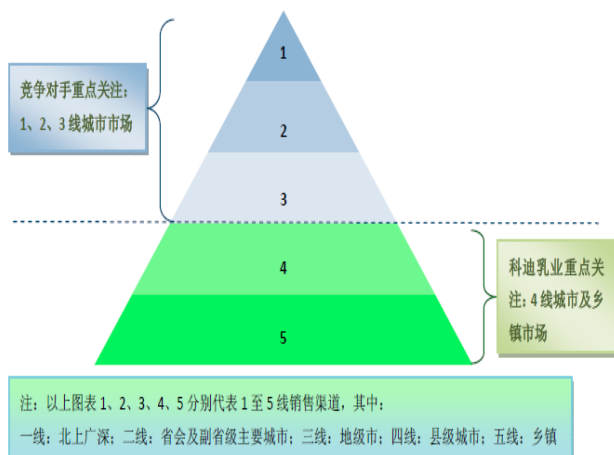
常温乳制品	灭菌乳					
	利乐砖纯牛奶		利乐枕纯牛奶		百利包纯牛奶	
	调制乳					
	利乐砖		生态五谷奶		红豆五谷奶	特浓高钙奶
	含乳饮料					
	科迪早餐奶		鸡蛋早餐奶			
	乳味饮品					
鲜鲜果乳系列		酸优+乳系列				
低温乳制品	爱克林包装					
	巴氏鲜奶		爱克林酸奶系列			
屋顶盒包装						
巴氏鲜奶		低温发酵乳		活性乳		

来源: 招股说明书, 国联证券研究所

1.3. 销售渠道覆盖四线以下城市

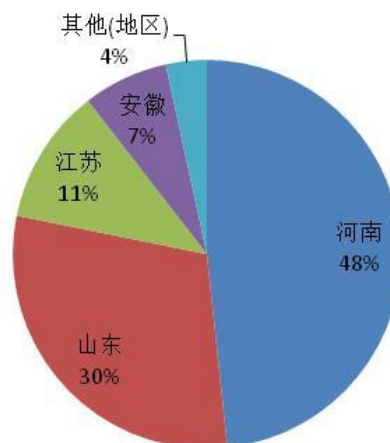
全国性大型乳制品企业重点覆盖三线以上城市的销售渠道, 主要因为三线以上城市具有消费能力强、消费人群集中的特点。科迪作为一个区域性品牌的乳制品企业, 为应对伊利蒙牛行业龙头企业的市场垄断, 利用大型乳制品企业和主要竞争对手尚未充分投入四线以下城市及县乡市场的契机, 巩固市场地位和区域竞争优势。河南和山东是其主要布局区域, 其中河南营业收入占比 48%, 山东营业收入占比 30%。

图表 3: 科迪与竞争对手销售渠道比较



来源: 招股说明书, 国联证券研究所

图表 4: 公司销量区域分布



来源: 公司年报, 国联证券研究所

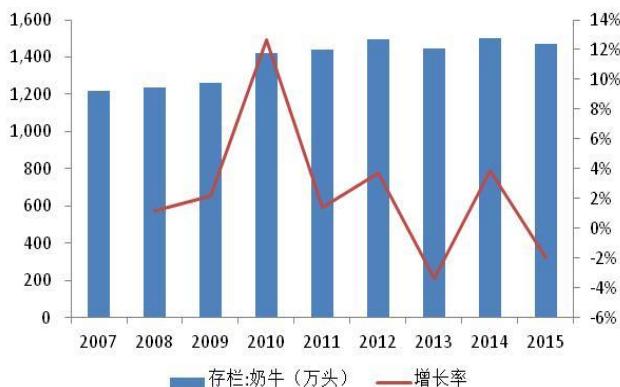
2. 行业稳步上行, 三四线城市具有成长空间

2.1. 原奶供给趋缓, 价格稳步回升

2015 年全国奶牛存栏量 1465 万头, 同比去年下滑 2.01%。奶牛单产从 11-14 年几乎不变, 维持在 5500kg 左右。2015 年奶牛单产达到 6000kg, 同比增长 9.09%。

从产量来看, 中国的牛奶产量从迅速上升到逐渐趋缓平稳态势, 2000-2007 年, 牛奶产量从 919 万吨增长到 3633 万吨, 年复增长率 20%, 是国内乳制品行业迅速发展阶段。07-15 年牛奶产量趋稳, 15 年奶类产量 3870 万吨, 同比增长 0.76%。中国奶类产量与全球产量基本保持同一趋势, 15 年全球奶类产量达到 800 百万吨, 增长率 1.55%。我们预计, 随着人口红利的走弱, 我国奶类产量还将继续保持趋稳态势。

图表 5: 奶牛存栏



来源: 中国奶业年鉴, 国联证券研究所

图表 6: 奶牛单产



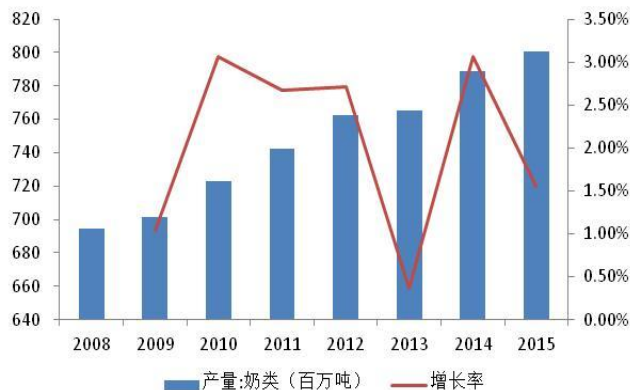
来源: 中国奶业统计年鉴, 国联证券研究所

图表 7: 中国奶类产量



来源: 国家统计局, 国联证券研究所

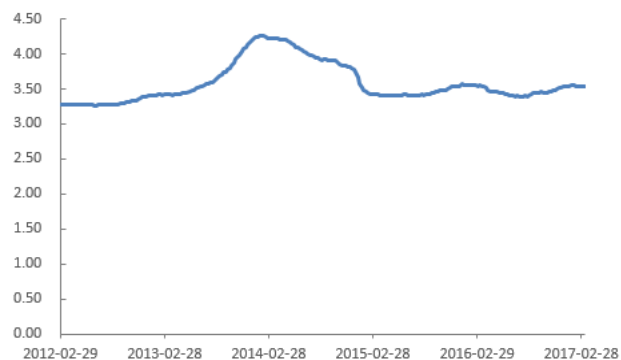
图表 8: 全球奶类产量



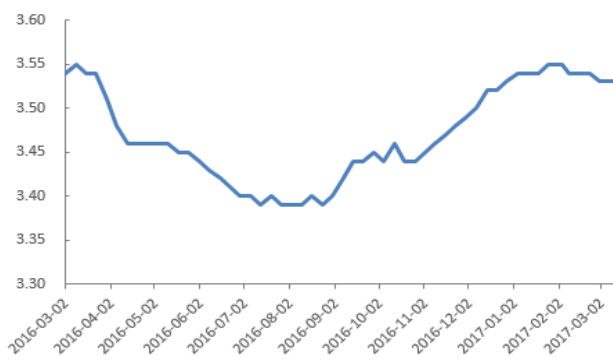
来源: 中国奶业统计年鉴, 国联证券研究所

生鲜乳是乳制品加工的主要原材料,国内大部分乳制品企业通过向外部养殖企业来收购生鲜乳,一些大型企业拥有独立的牧场可直接提供生鲜乳,从而减少采购环节的成本。国内生鲜乳的价格在13年底经历过一次涨幅,14年2月份达到历史峰值4.26元/公斤,之后价格一度回落,15-16年维持在3.40-3.50元/公斤。16年生鲜乳价格在8月份接近底部,之后呈现稳步回升态势,价格在3.53元/公斤左右。

图表 9: 国内主产区生鲜乳价格 (元/公斤)



图表 10: 国内主产区生鲜乳价格 (元/公斤)



来源：农业部，国联证券研究所

来源：农业部，国联证券研究所

2.2. 液态奶产量消费量稳步上升

➢ 我国液态奶产量从 2000-2007 年步入快速增长期，年复增长率 18.75%，2008 年受高 CPI 指数及乳制品数次涨价和三聚氰胺事件影响，产量下滑后步入缓慢增长期，16 年液态奶产量达到 37300 千吨。液态奶消费量与产量保持高度一致，我国液态奶产销量基本平衡。

➢ 从全球来看，2000-2015 年液态奶产量一致处于缓慢增长期，增长率在 1-2% 上下，2016 年液态奶产量和消费量达到 5.96 亿吨。预计 17 年可突破 6 亿吨。

图表 11：我国液态奶产量(千吨)



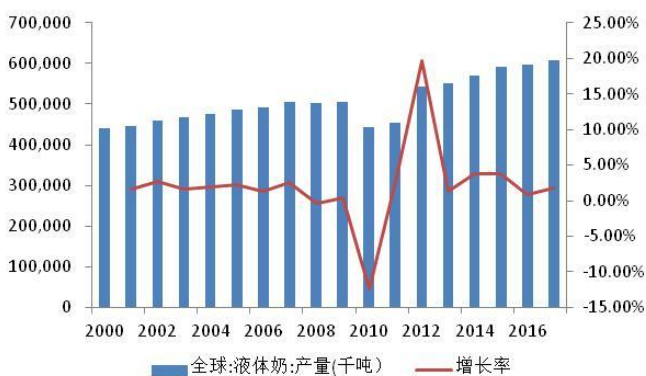
图表 12：我国液态奶消费量(千吨)



来源：美国农业部，国联证券研究所

来源：美国农业部，国联证券研究所

图表 13：全球液态奶产量(千吨)



图表 14：全球液态奶消费量(千吨)

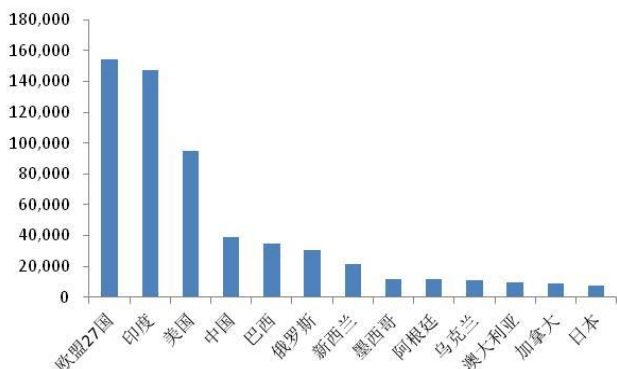


来源：美国农业部，国联证券研究所

来源：美国农业部，国联证券研究所

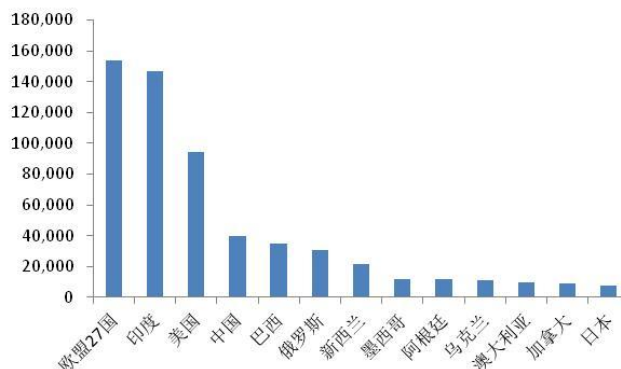
➢ 随着人们收入水平的提高，消费结构的改善，我国已经成为液态奶产量大国和消费大国。2015 年全球液态奶产量最大的分别是欧盟 27 国 (154.55 百万吨)、印度 (147 百万吨)、美国 (94.62 百万吨)、中国 (39.05 百万吨)。消费量最大的国家分别是欧盟 27 国 (153.84 百万吨)、印度 (147 百万吨)、美国 (94.53 百万吨)、中国 (39.49 百万吨)。中国在改革开放以后经济发展迅速，奶类需求旺盛，05 年时液态奶产量超过俄罗斯，位居全球第四。

图表 15: 全球液态奶产量 (千吨)



来源: 美国农业部, 国联证券研究所

图表 16: 全球液态奶消费量 (千吨)

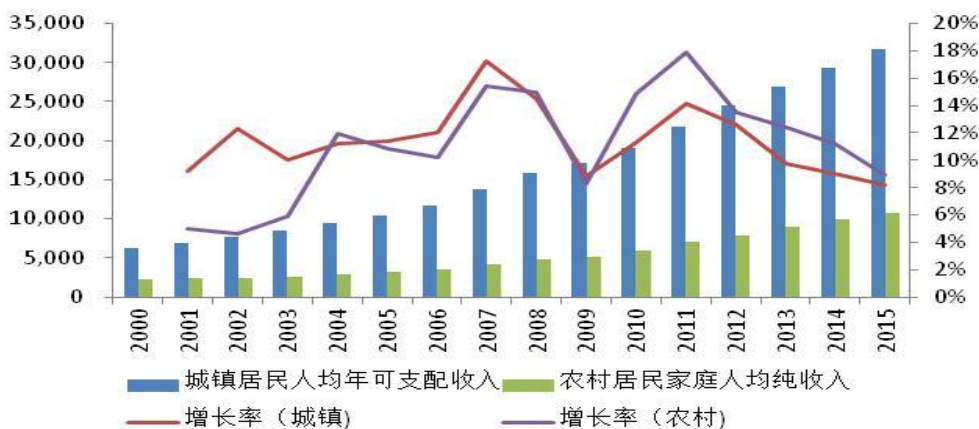


来源: 美国农业部, 国联证券研究所

2.3. 农村收入增长拉动三四线城市的乳制品消费

居民收入水平提高将拉动乳制品的消费量。城镇居民人均年可支配收入 2000-2015 年稳步增长, 复合增长率 10.67%, 2012 年以来增速放缓, 2015 年城镇居民人均年可支配收入达到 31790 元, 增长率 8.20%。农村居民家庭人均纯收入 2010 年之后增长速度超过城镇居民收入, 2015 年农村居民家庭人均纯收入达到 10772 元, 增长率 8.90%。

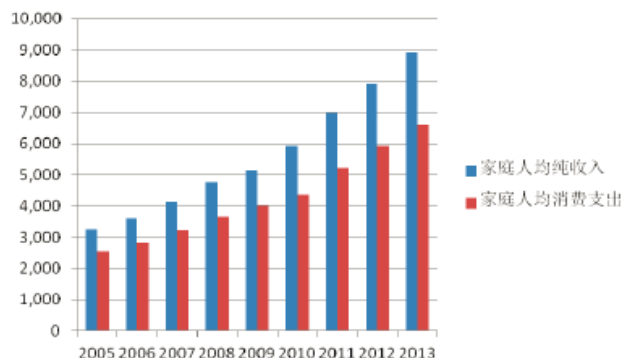
图表 17: 居民可支配收入 (元)



数据来源: 国家统计局, 国联证券研究所

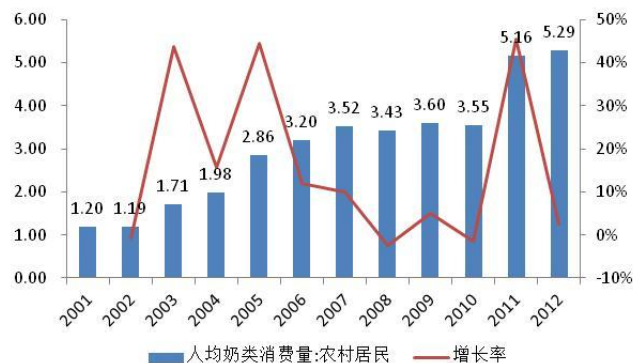
农村家庭人均消费支出随着收入的增加也保持快速增长态势, 消费支出从 2005 年的 2555 元增长到 2013 年的 6626 元, 复合增长率达到 26%。农村生活质量改善不仅体现在家庭人均消费支出增加, 同时表现在膳食结构调整上(粮油消费量减少, 有利于健康的其他食品消费量增加), 其中 2013 年乳制品消费量比 2008 年增长 54.23%, 其增速远高于蛋类、水产品和瓜果类的增速, 已逐渐成为农村居民饮食结构的重要组成部分。目前, 一线城市的乳制品市场已经接近饱和, 三四线城市将成为未来乳制品销售布局的新增长点。科迪乳业一直深入三四线城市的营销网络布局, 将受益于农村消费增长和消费结构升级。

图表 18: 农村居民家庭人均收入和消费支出(元)



来源: 招股说明书, 国联证券研究所

图表 19: 农村奶类消费量(千克)



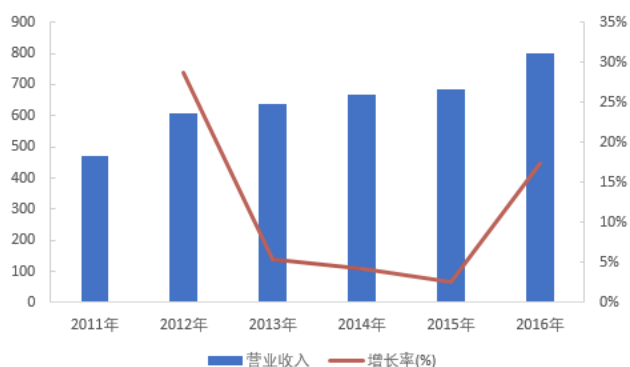
来源: Wind, 国联证券研究所

3. 渠道采用“农村包围城市”，扩产能助业绩增长

3.1. 公司保持稳健增长

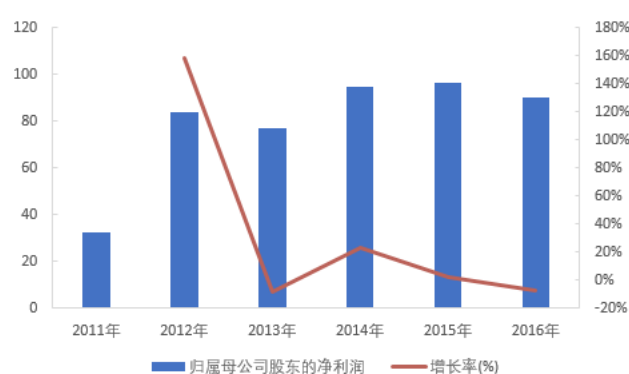
公司 2016 年实现销售收入 8.02 亿元, 较 2015 年同比增长 17.42%。实现净利润 8996.46 万元, 较去年同期减少 6.94%, 主要由于公司 20 万吨液态奶投产初期, 折旧摊销大幅增加, 同时加上公司自建项目较多贷款上升导致利息支出增加。12 年到 15 年公司营业收入增长缓慢, 主要原因是公司生产已经接近满负荷。2016 年 5 月, 公司在建的 20 万吨液态奶项目已经投入使用, 产能释放带来销售收入的快速攀升。

图表 20: 公司营业收入及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 公司归母净利润及增速



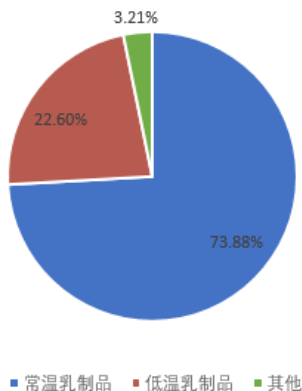
来源: Wind, 国联证券研究所

3.2. 常温乳和低温乳为公司主营构成

公司的主营业务收入来源于常温乳制品、低温乳制品和牛奶业务。2012-2014 年常温乳制品收入增长较快, 占比 74%, 是公司最重要的收入来源。2015 年由于公司产能受限, 营收增速略有回落。同时公司开始加大低温乳制品的布局投入, 随着 2012 年爱克林包装低温乳制品的上市, 该项业务也开始逐年增长, 现在已经成为公司的新利润增长点。公司在 2014 年已经停止牛奶业务, 这主要是因为公司的生鲜乳供应可以供内部消化, 另外牛奶业务的毛利率逐年走低。合理调整公司的业务结构, 有利于

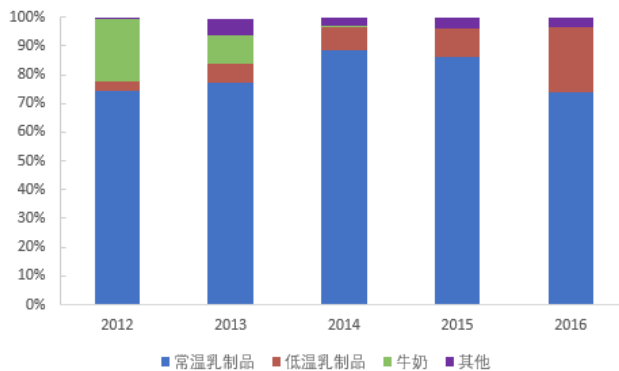
公司迎合市场需求，推动业绩增长。其他收入主要由青贮销售、牛犊销售和饮用水销售构成。

图表 22：2016 年各主营业务所占比例（万元）



来源：Wind，国联证券研究所

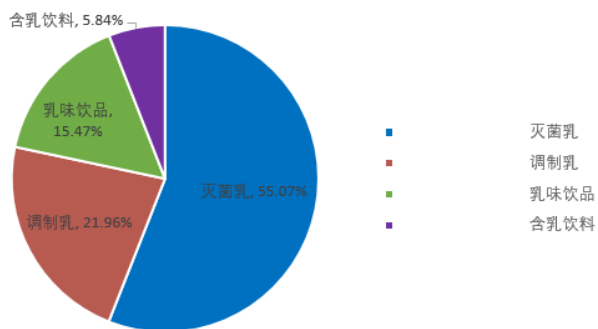
图表 23：主营业务结构比例变化



来源：Wind，国联证券研究所

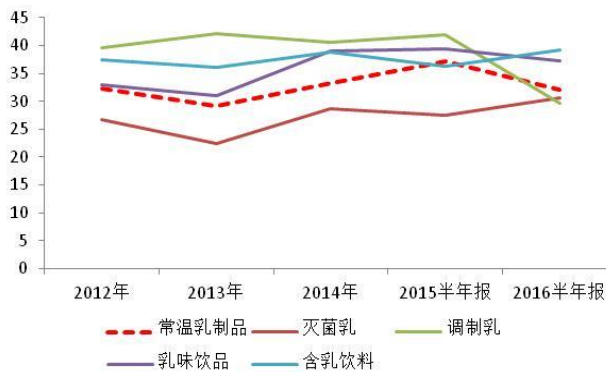
常温乳制品主要分为灭菌乳、含乳饮料、乳味饮品、调制乳。其中 2016H1 灭菌乳占比 55.07%，调制乳 21.96%，乳味饮品 15.47%，含乳饮料 5.84%。其中，灭菌乳市场最大，调制乳毛利率最高。公司近几年由于产能受限，为保障灭菌乳和调制乳的生产、销售的增长，战略性地减少了含乳饮料和乳味饮品的份额。

图表 24：常温乳制品主要产品比例（2016H1）



来源：公司年报，国联证券研究所

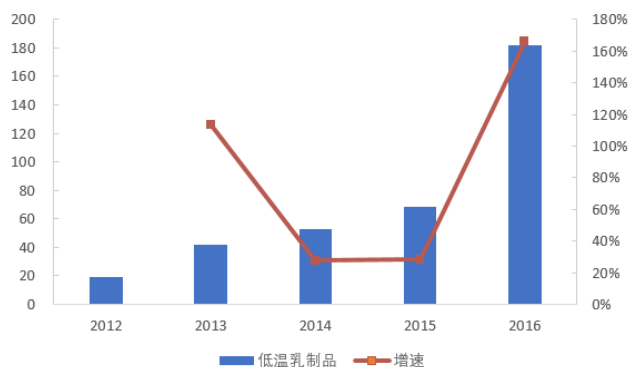
图表 25：常温乳制品主要产品毛利率



来源：公司年报，国联证券研究所

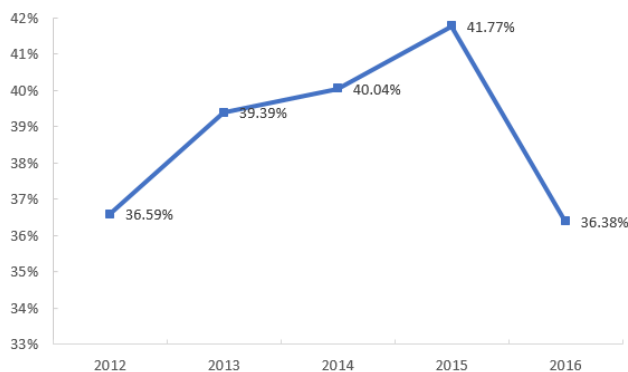
低温乳制品包括酸牛奶，巴氏鲜牛奶等。公司近几年低温乳制品发展较快，2012-2016 年营业收入从 1951.85 万元增加到 1.8 亿元，2016 年增长率达到 166%，远高于公司整体营业收入增长 17.42%。这一方面主要是 2016 年完成了对巨尔的并购，而巨尔主要销售低温乳产品，另一方面公司新品透明枕“网红奶”在河南山东以及华东新市场呈现高速增长，单日销量超过 150 吨，2017 年有望接近 300 吨/日。

图表 26: 低温乳制品 (百万元)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 毛利率 (%)



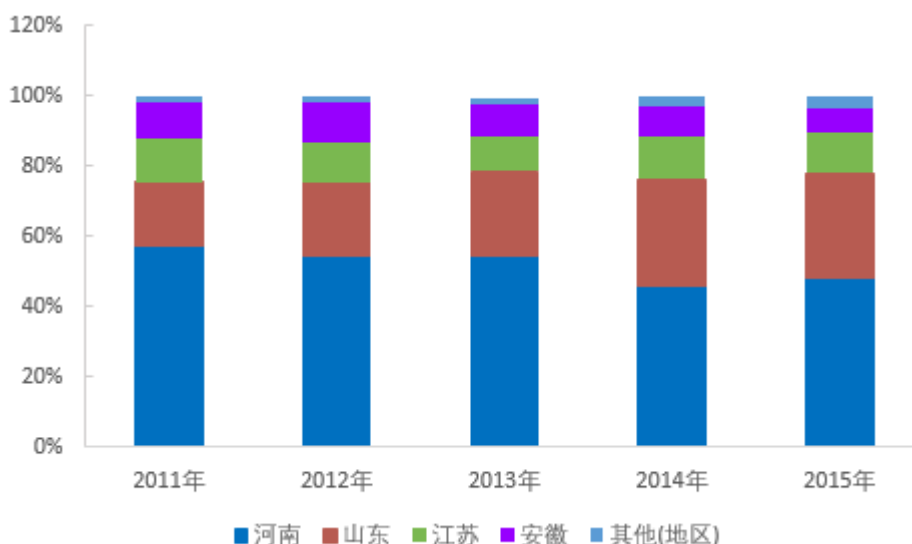
来源: Wind, 国联证券研究所

3.3. 销售渠道下沉+科迪便利店+线上线下协同

在渠道布局方面,科迪乳业注重占领县城及乡镇市场。公司在主要销售区的选定上也与龙头企业形成错位竞争,公司选择河南东部、山东西南、安徽东北、江苏北部等远离省份市场中心的区域进行布局。公司的产品目前覆盖了豫、鲁、苏、皖四省的300多个县城,并逐渐向河北、湖北等市场拓展,扩大销售网络覆盖范围。

根据销售区域分布的特点,公司采用“一县一商”的经销商制度,该模式省去多级批发产生的销售和市场费用,增加了经销商的利润,提高了经销商的积极性,同时缩短了铺货期和货架期。截至2014年年底,公司共有经销商270家,终端网点99055个。

图表 28: 科迪销售渠道分布



数据来源: Wind, 国联证券研究所

其次,公司在郑州、商丘已有几十家个体电商销售公司产品;在华东地区,公司通过电商推广“网红奶”和其他明星产品,在成功吸引当地经销商主动到公司经销产品后,借助这些经销商深入当地的线下渠道,实现线上拉动线下,区域走向全国市场的发展路径。除了线上电商业务外,公司还将围绕米、面、盐、酱、醋等每日必需品

建设全国性连锁社区便利店，投放科迪系列产品，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建设科迪便利 1 万家。

图表 29：科迪便利和部分产品



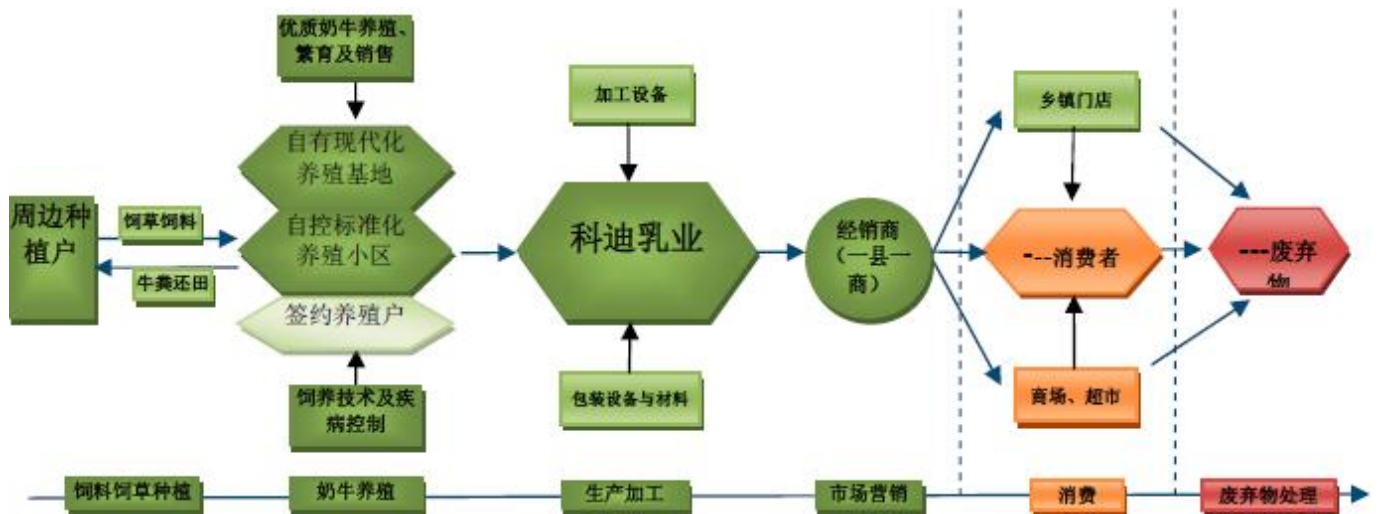
数据来源：国联证券研究所

公司还将进一步在三线城市拓展销售区域，协助经销商在重点城市建立科迪乳业工厂店网络。工厂店主要在大型社区、学校和医院等人口密集地段布局并直接投放公司产品。公司利用工厂店丰富的产品线、可靠的质量、新鲜的品质等特点，从而达到稳固公司在重点城市的市场份额，提高品牌知名度的目的。

3.4.独特的产业链，低费用率叠加高毛利

不同于其他乳企的“公司+基地+农户”的生产经营模式，公司采用“种、养、加”结合的产业链模式，将饲草饲料种植、奶牛养殖和乳制品加工实现一体化，在将产业链延伸的同时，也将各利益主体绑定在一起。目前公司拥有自有现代化奶牛养殖基地 2 个、自控标准化奶牛养殖小区 21 个。截止至 2014 年，公司通过奶牛养殖实现内购率 68.31%，提高的公司对生产端的掌控力度，降低了食品安全的风险，同时使原材料的成本维持在一个较低的水平。

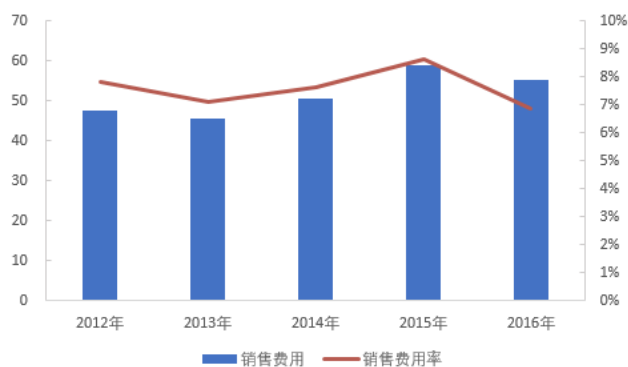
图表 30：“种、养、加”结合的产业链模式



数据来源：招股说明书，国联证券研究所

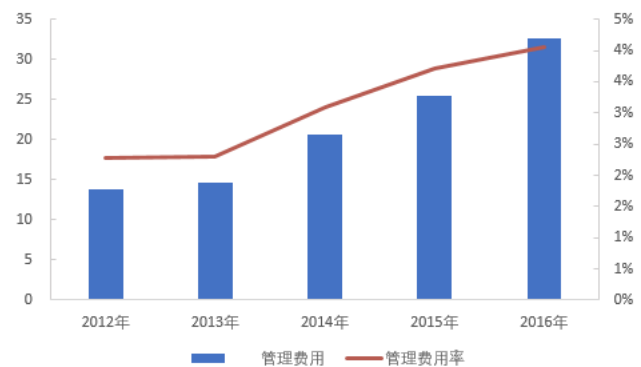
公司的销售费用占收入比例在同行业公司里面较低，只有 7-8%左右。这主要是因为公司的销售模式销售区域决定的。公司的销售模式为经销商模式，基本没有直销业务，不需要直接送货至终端客户，也不需要配备大量销售物流人员，因此公司的销售费用相对较少。其次公司的销售终端主要位于四线城市以下的县、乡市场，以 100 平方米以下的小超市为主，进场费、堆头费、广告促销费和人工成本都较低。但是随着公司产能的进一步释放，公司将提升品牌媒体宣传费用以弥补公司在品牌力上的短板，提高市占率和铺货率，预计公司后期的销售费用将有可能大幅度增长。公司 2016 年管理费用同比增长了 28.37%，主要是因为 2016 年并购洛阳巨尔后工资福利费及社保费的增加。

图表 31：公司 2012-2016 年销售费用比例



来源：公司公告，国联证券研究所

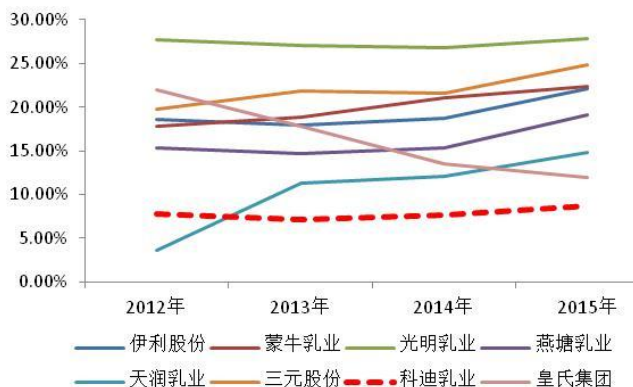
图表 32：公司 2012-2016 年管理费用比例



来源：公司公告，国联证券研究所

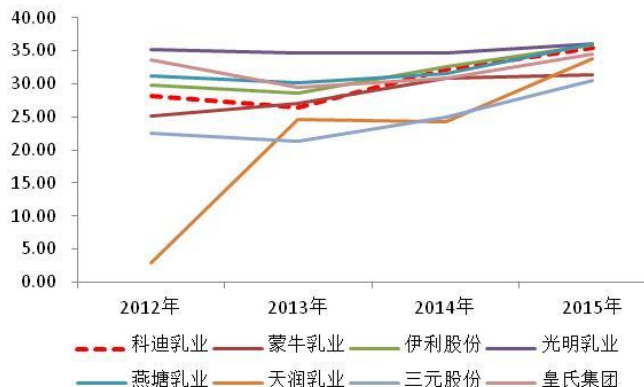
公司由于常温乳制品占比接近 90%，而常温乳制品的毛利率通常低于低温乳制品，所以毛利率低于以生产低温乳制品为主的燕塘乳业和光明乳业。但公司常温乳制品中毛利较高的调制乳、乳味饮品和含乳饮料占比达到 43%，近几年又准备大力发展低温乳制品，所以公司毛利率在同行业中盈利能力依然较强并呈上升趋势。

图表 33: 主要公司销售费用比例



来源: 各公司公告, 国联证券研究所

图表 34: 销售毛利 (%)



来源: 各公司公告, 国联证券研究所

3.5. 新增产能释放, 带动业绩增长

目前公司重点建设项目有“20 万吨液态奶项目”、“低温乳品改建及冷链物流建设项目”“科迪乳业现代牧场建设项目”。其中“20 万吨液态奶项目”和“科迪乳业现代牧场建设项目”是通过 2015 年上市 IPO 实施的重点筹资项目。“20 万吨液态奶项目”于 2016 年 5 月份建成, 但是生产初期收入较低, 费用较高, 截止 2016 年半年报尚未盈利。

并购巨尔乳业, 市场扩张和品牌加力。公司于 2016 年 6 月完成支付现金方式收购其所持巨尔乳业。此次并购科迪乳业将消化巨尔乳业 6 万吨的产能。巨尔乳业旗下的“巨尔”“白马寺”两个乳品品牌将进一步提升公司在河南省的品牌地位, 增强企业的市场竞争力。

“20 万吨液态奶”产能释放。公司 2012-15 年营业收入增长缓慢, 我们认为主要原因是产能受限。公司目前在新厂区设有前期处理共计 40 万吨产能, 后期罐装生产 20 万吨产能, 预计 20 万吨产能在下半年满产, 有效缓减产能受限的情况, 此外公司通过了非公开发行募投项目“低温乳品改建及冷链物流建设项目”, 将老厂房 10 万吨产能改建为低温奶生产, 预计 4 月投产后公司低温乳制品日产能将达到 340 吨, 有望大幅提高毛利率相对较高的低温乳制品的销量, 从而增加公司的营业收入。因此, 我们认为随着公司新增产能的释放, 将更大程度的分享市场需求增长及产能扩张带来的发展机会, 公司的营业收入或将在 2017 年、2018 年实现大幅度的增长。

“现代牧场”建成, 降低原料成本。公司的直接材料成本占主营业务成本的比例为 92%左右, 其中生鲜乳是直接材料的主要组成部分, 占比 50%左右。公司的生鲜乳来源主要来自于自有现代化奶牛养殖基地和 21 个自控养殖小区以及外部奶牛养殖户。自有牧场奶牛存栏量超过 6000 头, 其中全资子公司科迪生物拥有 4000 头、现代牧场目前拥有 2000 头, 未来规划超过 1 万头, 与新增产能相匹配。近几年公司由于乳制品销量增长, 科迪生物和自控养殖小区提供的生鲜乳已经不能满足公司的需求, 公司逐年加大生鲜乳外部采购量。公司目前为提升奶农积极性, 外部原奶收购合约价约 3.7 元/公斤, 非合约收购价为 3.2 元/公斤。外部采购量的加大直接导致公司毛利率的减少。

4. 盈利预测

公司目前产品覆盖了豫、鲁、苏、皖四省的各个县乡，及部分三线城市，未来公司将继续深耕河南本土，并逐渐向河北、湖北等市场拓展，同时未来电商和科迪便利店发力以及工厂店的模式逐渐渗透进三线城市，提高市场占有率。常温乳制品和低温乳制品将分别受益于 20 万吨液态奶 IPO 募投项目和低温乳品改建定增募投项目以及现代牧业的建成，投产后将带来产能的大幅增加和对原材料价格较强的把控能力。同时随着低温乳制品和调制乳占比的扩大，公司的毛利率将进一步提升。另外，2015 年底公司对巨尔乳业的收购后，协同效应有望助力公司未来业绩稳步增长。

图表 35：公司营业收入和成本预测（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
常温乳制品					
销售收入	586.97	594.55	740.48	977.43	1283.50
增速	-0.31%	1.29%	24.54%	32.00%	31.31%
销售成本	369.16	405.69	510.93	664.65	847.11
毛利率	37.11%	31.77%	31.00%	32.00%	34.00%
低温乳制品					
销售收入	68.35	181.86	523.00	744.84	1037.61
增速	28.54%	166.07%	187.58%	42.42%	39.31%
销售成本	39.80	115.71	332.11	469.25	643.32
毛利率	41.77%	36.38%	36.50%	37.00%	38.00%
其他					
销售收入	27.04	25.83	26.22	26.61	27.01
增速	36.84%	-4.47%	1.50%	1.50%	1.50%
销售成本	30.2	27.5	26.22	26.61	27.01
毛利率	-11.69%	-6.47%	0.00%	0.00%	0.00%
总营收					
总营收	683.07	804.76	1289.70	1748.88	2348.12
增速	2.53%	17.82%	60.26%	35.60%	34.26%
总成本					
总成本	440.59	716.73	869.26	1160.51	1517.44
毛利率	35.50%	31.58%	32.60%	33.64%	35.38%

数据来源：Wind，国联证券研究所

根据以上假设，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。

图表 36：同行业公司估值比较

	收盘价(元)	EPS			PE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
燕塘乳业	29.94	0.67	0.78	0.99	44.69	38.38	30.24
三元股份	8.27	0.17	0.25	0.44	48.65	33.08	18.80
光明乳业	12.68	0.47	0.6	0.7	26.98	21.13	18.11
伊利股份	18.55	0.9	1	1.13	20.61	18.55	16.42
均值					35.23	27.79	20.89
科迪乳业	10.32	0.16	0.32	0.48	68.57	33.09	22.44

数据来源: Wind, 国联证券研究所注: 股价取 2017 年 4 月 18 日收盘价。

5. 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 37：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

