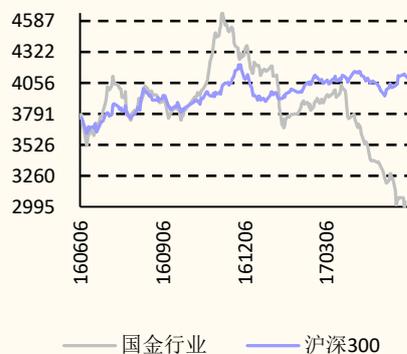


聚焦速冻调理肉制品，双品牌运作下沉渠道

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------|---------|
| 国金食品指数 | 3035.56 |
| 沪深300指数 | 3468.75 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.473 | 0.468 | 0.381 | 0.499 | 0.660 |
| 每股净资产(元) | 4.17 | 4.54 | 5.05 | 5.55 | 6.43 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.28 | 1.42 | 1.56 | 1.90 | 2.25 |
| 市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 行业优化市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 净利润增长率(%) | -30.02% | -1.09% | 8.63% | 30.77% | 32.34% |
| 净资产收益率(%) | 11.35% | 10.31% | 10.07% | 11.99% | 13.69% |
| 总股本(百万股) | 90.00 | 90.00 | 120.00 | 120.00 | 120.00 |

来源：公司年报、国金证券研究所

惠发股份主要从事包括速冻丸类、肠类、油炸类和串类制品等速冻调理肉制品的研发、生产和销售业务。公司现已形成了以山东为中心，覆盖全国的营销网络。公司2016年实现收入8.9亿元，同比+6.3%，实现归母净利润4,273万元，同比略下滑。从收入结构来看，约75%的收入来源于丸制品与油炸品。

投资逻辑

- **与日本相比速冻火锅制品有翻倍的可能**：据我们测算，日本人均速冻火锅制品消费量约为3.08kg而中国约为1.26kg，按日本成熟市场作为行业天花板计算，中国速冻火锅制品有翻倍的可能。
- **速冻肉制品行业集中度有望提升**：相比速冻米面行业，速冻调理肉制品行业尚未形成较为清晰的市场格局，行业内缺乏较为领先的全国品牌，区域性特征明显（安井近30亿收入、海霸王约20亿元收入、而海欣、惠发近9亿收入的规模，品牌集中度较低）。未来随着生产技术水平落后的加工企业正在逐步被淘汰，市场集中度有望逐渐提高。
- **产品双品牌运作，经销商主导渠道继续下沉**：惠发将品牌划分为“惠发”系列和“泽众”系列分别进行营销，两种品牌分别定位于大众化消费和清真市场。多品牌运营的经销商模式有助于实现产品销售的多渠道覆盖。渠道方面以经销商为主，公司鼓励信用良好的经销商做大做强，为经销商提供必要的指导和协调，有效提高了经销商对公司的忠诚度。近几年公司逐渐加大终端直销模式的销售力度，重视餐饮终端直接销售，拓展销售渠道。

投资建议

- 公司本次拟向社会公开发行人民币普通股3,000万股，占募集后总股本的25%，发行价7.63元，预计募集资金净额为1.83亿元，主要用于速冻食品年产8万吨项目、营销网络项目和高端立体库项目。
- 我们预计新建产能两年完成（现有产能11万吨），我们假设未来2017-2019年新增产能建设速度分别为20%/70%/100%，总产能利用率分别为65%/70%/80%，我们预计2017-2019年收入分别为9.28亿/11.8亿/14.5亿元，利润分别为4,575万/5,983万/7,918万元，对应EPS分别为0.381元/0.499元/0.660元，参考速冻火锅肉制品龙头安井食品18年PE 22X的估值水平，目标价10.9元。

风险

- 新建产能进度不达预期/食品安全风险/产品销售不达预期

于杰 分析师 SAC 执业编号：S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号：S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|----------------------------|----|
| 一、专注速冻火锅肉制品，引领细分行业 | 4 |
| 1.1 立足山东，专注速冻火锅肉制品 | 4 |
| 1.2 股权较为集中 | 4 |
| 1.3 募集资金扩产能、拓营销渠道 | 5 |
| 二、速冻食品行业发展迅速，未来集中度有望提升 | 6 |
| 2.1 行业发展迅速，区域性明显 | 6 |
| 2.2 与日本对比，速冻火锅制品有翻倍的可能 | 7 |
| 2.3 冷链+政策的完善将促进行业保持增速 | 9 |
| 三、产品：聚焦速冻调理肉制品 | 10 |
| 3.1 产品保证传统优势，探索新增长点 | 10 |
| 3.2 受品牌、定价及营销手段营销，毛利率略低于同行 | 11 |
| 3.3 持续稳定的研发投入，探索新增长点 | 12 |
| 四、渠道：双品牌运作，经销商为主，渠道持续下沉 | 12 |
| 4.1 经销商渠道是最主要的模式 | 13 |
| 4.2 双品牌运作，渠道下沉 | 15 |
| 五、募项目扩大产能，提升发货能力 | 17 |
| 5.1 年产8万吨速冻食品加工项目，提升产能 | 17 |
| 5.2 营销网络建设，应对市场竞争 | 18 |
| 六、盈利预测 | 18 |

图表目录

| | |
|---------------------------|---|
| 图表 1：公司发展历程 | 4 |
| 图表 2：收入回升和利润率下滑（百万元） | 4 |
| 图表 3：丸制品、油炸品收入占比高 | 4 |
| 图表 4：股权占比发行前后比较 | 4 |
| 图表 5：公司股权结构图 | 5 |
| 图表 6：募投项目概况（万元） | 5 |
| 图表 7：中国速冻食品行业产值（亿元） | 6 |
| 图表 8：鱼糜制品产量（万吨）CAGR>25% | 6 |
| 图表 9：速冻面米产量（万吨）CAGR 近 17% | 6 |
| 图表 10：速冻食品的区域性 | 7 |
| 图表 11：火锅制品主要公司比较 | 7 |
| 图表 12：日本速冻食品消费量（万吨） | 8 |
| 图表 13：日本速冻调理食品人均消费量 | 8 |
| 图表 14：中国速冻米面制品人均消费量 | 8 |

| | |
|---|----|
| 图表 15: 日本速冻调理食品产量结构 | 9 |
| 图表 16: 中日速冻食品龙头企业营业收入规模比较 (亿元人民币) | 9 |
| 图表 17: 丸制品、油炸品占比超过 75% (百万元) | 10 |
| 图表 18: 各产品收入同比增速 | 10 |
| 图表 19: 同行业营业收入规模对比 (百万元) | 10 |
| 图表 20: 火锅制品收入季节性明显 | 10 |
| 图表 21: 总体毛利率回落, 略低于同行业 | 11 |
| 图表 22: 各产品毛利率 | 11 |
| 图表 23: 毛利下降因素 (万元) | 11 |
| 图表 24: 综合毛利率主要由丸制品和油炸品贡献 | 12 |
| 图表 25: 主要原材料价格变动 (元/kg) | 12 |
| 图表 26: 持续稳定的研发投入 (百万元) | 12 |
| 图表 27: 研发支出占营业收入比例较高 | 12 |
| 图表 28: 经销商渠道模式图 | 13 |
| 图表 29: 经销商模式收入占比高达 90% | 13 |
| 图表 30: 经销商模式毛利率最高 | 13 |
| 图表 31: 公司销售渠道以经销商为主 (百万元) | 14 |
| 图表 32: 公司与经销商建立中长期关系 (家) | 14 |
| 图表 33: 长期合作伙伴收入贡献最大 | 14 |
| 图表 34: 安井食品不同性质经销商性质收入占比 | 15 |
| 图表 35: 惠发股份不同性质经销商性质收入占比 | 15 |
| 图表 36: 终端直销客户数量 (家) 及变动情况 | 15 |
| 图表 37: 终端直销客户收入占比 | 15 |
| 图表 38: 经销商数量 (家) 与变动情况 | 16 |
| 图表 39: 经销商变动对收入影响较小 | 16 |
| 图表 40: 各区域收入平稳 (百万元) | 16 |
| 图表 41: 华北、华东、华中地区收入占比超过 80% | 16 |
| 图表 42: 经销商布局 (家) | 17 |
| 图表 43: 募投项目基本信息(万元) | 17 |
| 图表 44: 公司产能到达瓶颈 (万吨) | 18 |
| 图表 45: 产品产能预计 (万吨) | 18 |
| 图表 46: 收入端假设 | 19 |
| 图表 47: 成本假设 | 20 |

一、专注速冻火锅肉制品，引领细分行业

1.1 立足山东，专注速冻火锅肉制品

惠发股份成立于 2005 年，公司主要从事包括速冻丸类、肠类、油炸类和串类制品等在内的速冻调理肉制品的研发、生产和销售业务。经过多年的市场开拓，公司已形成了以山东为中心，覆盖全国大多数省市和地区的营销网络，为国内主要的速冻调理肉制品生产企业之一。

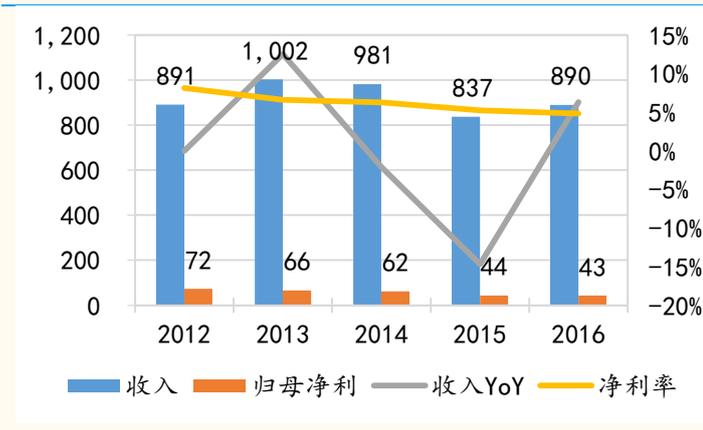
图表 1：公司发展历程

| 时间 | 事件 |
|---------|---------------------------|
| 2005.02 | 山东惠发食品有限公司成立 |
| 2008.10 | 山东惠发食品有限公司二期投产 |
| 2011.03 | 当选“2010 山东十大最具成长力品牌” |
| 2012.06 | 山东惠发食品股份有限公司创立 |
| 2014.05 | “年产 4.2 万吨营养素食品产业化项目”验收成功 |
| 2014.10 | 获得山东省“高新技术企业”荣誉 |

来源：公司网站，国金证券研究所

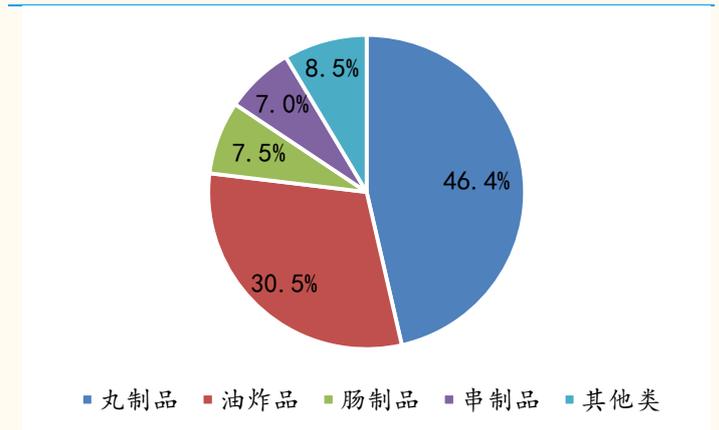
公司 2016 年度实现营业总收入 8.9 亿元，同比增长 6.3%，扭转前两年下跌的颓势，实现归母净利 4,273 万元，净利率为 4.8%。从收入结构来看，约 75% 的收入来源于丸制品与油炸品。

图表 2：收入回升和利润率下滑（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 3：丸制品、油炸品收入占比高



来源：招股说明书，国金证券研究所；其他类产品主要包括虾滑和鱼滑（包含定制产品）、手抓饼、礼盒、常温休闲食品及生鲜类产品等。

1.2 股权较为集中

公司控股股东为惠发投资，本次发行前持有公司 3,846.30 万股，持股比例为 42.74%。发行前，公司总股本 9,000 万股，拟发行不超过 3,000 万股，发行完成后总股本不超过 12,000 万股。公司董事长兼总经理惠增玉先生直接持有公司 26.46% 的股份，并持有公司控股股东惠发投资 79.91% 的股权；惠增玉先生的配偶赵宏宇女士持有公司控股股东惠发投资 10% 的股权。惠增玉和赵宏宇夫妇通过持有惠发投资 89.91% 的股权和直接持有公司 26.46% 的股份控制公司，为公司的实际控制人。

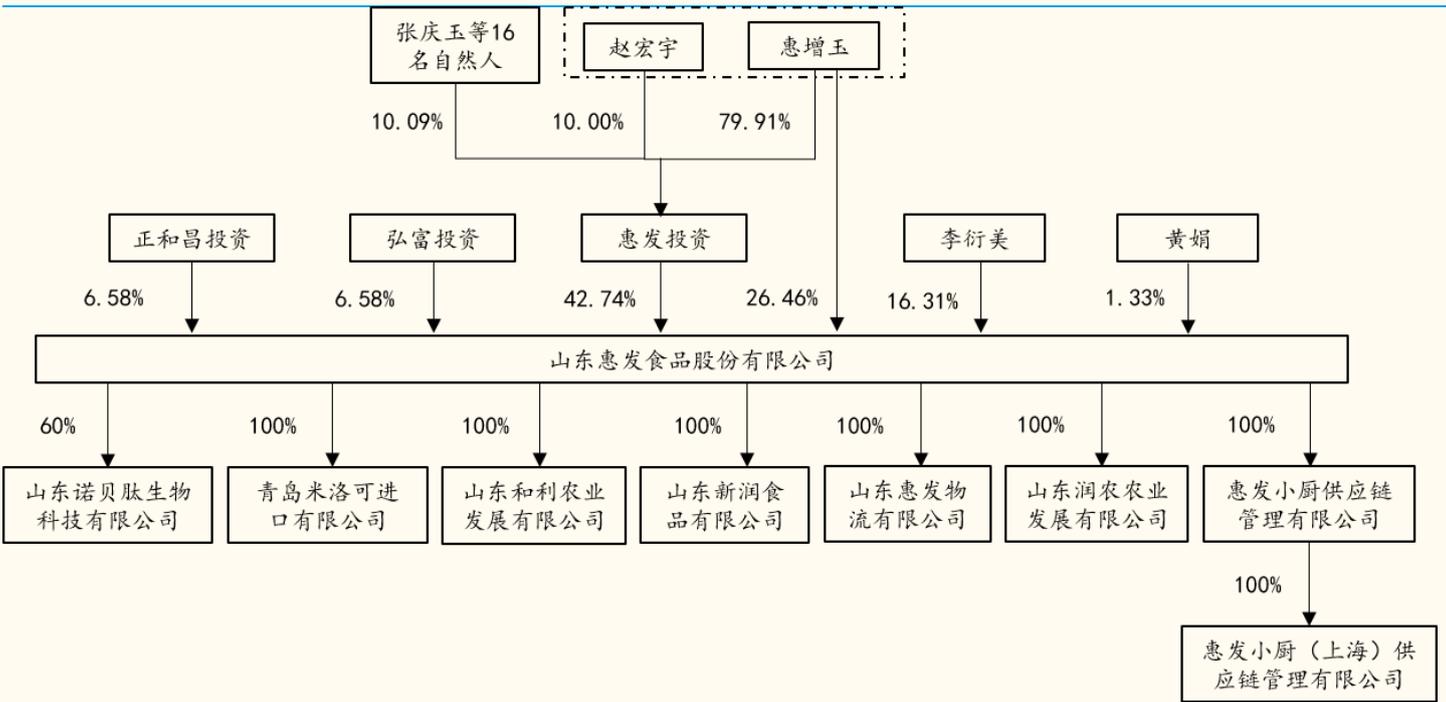
图表 4：股权占比发行前后比较

| 股东 | 发行前股本结构 | | 发行后股本结构 | |
|----------|-----------|---------|-----------|--------|
| | 持股数量 (万股) | 持股比例 | 持股数量 (万股) | 持股比例 |
| 有限售条件的股份 | 9,000.00 | 100.00% | 9,000.00 | 75.00% |
| 1、惠发投资 | 3,846.30 | 42.74% | 3,846.30 | 32.05% |

| | | | | |
|----------|----------|---------|-----------|---------|
| 2、惠增玉 | 2,381.89 | 26.46% | 2,381.89 | 19.85% |
| 3、李衍美 | 1,467.95 | 16.31% | 1,467.95 | 12.23% |
| 4、正和昌投资 | 591.94 | 6.58% | 591.94 | 4.93% |
| 5、弘富投资 | 591.94 | 6.58% | 591.94 | 4.93% |
| 6、黄娟 | 119.98 | 1.33% | 119.98 | 1.00% |
| 无限售条件的股份 | -- | -- | 3,000.00 | 25.00% |
| 合计 | 9,000.00 | 100.00% | 12,000.00 | 100.00% |

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：公司股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

1.3 募集资金扩产能、拓营销渠道

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 3,000 万股，占募集后总股本的 25%，发行价 7.63 元，预计募集资金净额为 1.83 亿元，主要用于速冻食品加工项目、营销网络项目和高端立体库项目。

图表 6：募投项目概况（万元）

| 项目名称 | 总投资 | 拟以募集资金投入金额 | 项目建设期 |
|-----------------|-----------|------------|-------|
| 年产 8 万吨速冻食品加工项目 | 35,856.30 | 8,546.85 | 2 年 |
| 营销网络项目 | 9,767.18 | 9,767.18 | 3 年 |
| 高端立体库项目 | 15,020.00 | 0 | 2 年 |
| 合计 | 60,643.48 | 18,314.03 | |

来源：招股说明书，国金证券研究所

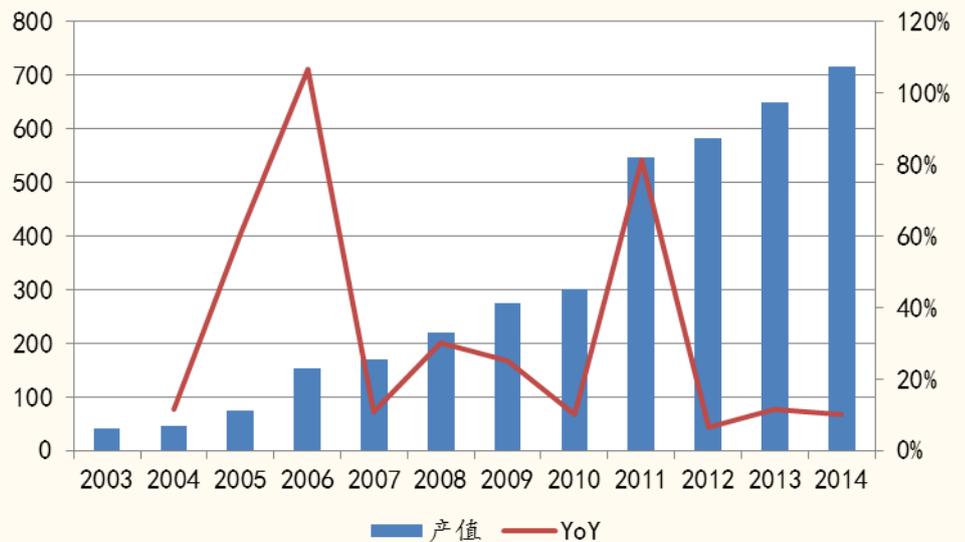
二、速冻食品行业发展迅速，未来集中度有望提升

在我国，速冻食品主要包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻面米制品、速冻菜肴制品等大类。其中速冻鱼糜制品和速冻肉制品均属于火锅料制品。由于速冻调制食品烹调方便，适合现在快节奏的生活，近年来发展迅速。

2.1 行业发展迅速，区域性明显

速冻食品行业发展迅速：我国速冻食品从 2003 年开始高速发展，2006 年销售额增长至 152 亿元，三年年均复合增速超 50%。到 2014 年速冻食品市场规模达 715 亿，十年年均复合增速超 30%。预计近三年受整体消费升级的影响，增速回落至 10% 左右，目前我国速冻食品市场规模预计约为 800 亿元。

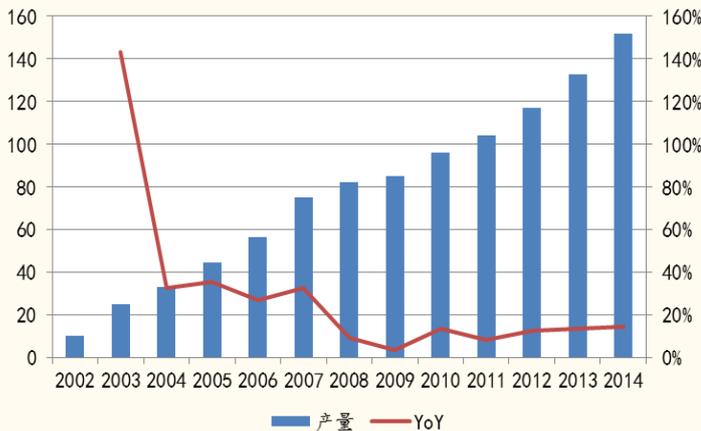
图表 7：中国速冻食品行业产值（亿元）



来源：安井食品招股说明书，国金证券研究所

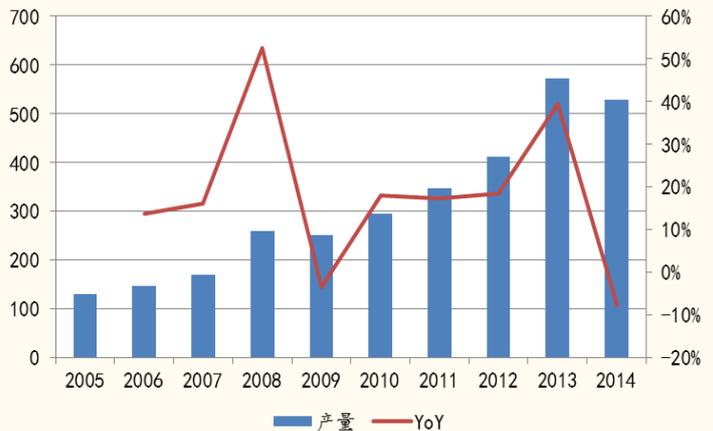
国内速冻鱼糜产品发展源于上世纪 90 年代初期，主要是以海霸王为代表的台资背景企业。90 年代后期，中小民营企业开始大量介入，销售区域也从福建、广东沿海一带向内陆市场渗透，用途仍以火锅配菜为主。2005 年以来，随着消费者生活节奏的加快，速冻食品逐步得到消费者的更广泛认可，全国消费市场的进一步扩大带动了浙江、广东等地区企业的强势介入，外围销售区域、全国化通道进一步打开和拓展。截至 2014 年，速冻鱼糜产量达 151.8 万吨，10 年年均复合增速达 16.5%。

图表 8：鱼糜制品产量（万吨）CAGR>25%



来源：中国渔业统计年鉴，国金证券研究所

图表 9：速冻面米产量（万吨）CAGR 近 17%



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

行业竞争格局：与速冻面米制品行业发展的成熟度不同，以速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主的火锅料制品行业形成的竞争格局也存在一定的差异。**火锅料制品行业，在福建、广东等东南沿海地区，已形成了寡头竞争**，包括安井、海霸王、海欣等大型生产企业占据了主要市场份额。近年来火锅料制品行业发展迅速，也吸引了一部分新进入者的加入，行业龙头与大量中小企业并存，市场较为分散。

图表 10：速冻食品的区域性

| | 生产区域 | 销售区域 |
|--------|----------|-------------|
| 速冻鱼糜制品 | 沿海城市等地区 | 福建、广东等沿海地区 |
| 速冻肉制品 | 山东、四川等地区 | 山东、江苏以及四川 |
| 速冻面米制品 | 河南一带 | 大中城市销售，商超为主 |

来源：安井食品招股说明书，国金证券研究所

根据中国食品科学技术学会数据显示，2013 年火锅料制品行业已经形成约 230 亿元的产值规模，安井 2013 年速冻鱼糜、肉制品、其他火锅制品的收入合计 13 亿元，估算市占率约为 5.66%，而海欣食品 2013 年收入 7.54 亿元，市占率约为 3.28%，CR5 预计不足 15%，行业较为分散，尚无绝对龙头老大企业。

图表 11：火锅制品主要公司比较

| 主要公司 | 主打产品 | 销售区域 | 主要渠道 | 收入 |
|--------------|---------------|----------|---------------|-----------------|
| 安井食品 | 霞迷饺、撒尿肉丸、千页豆腐 | 福建、华南、华东 | 超市、特通渠道 | 近 30 亿 |
| 海欣食品 | 鱼丸、撒尿牛肉丸、鱼皮脆 | 上海、华北及华东 | 农贸批发市场、超市、便利店 | 9.2 亿 |
| 海霸王 | 火锅饺系列 | 广东、西南、上海 | 超市、便利店 | 20 亿左右 (含米面) |
| 山东惠发 | 肉丸系列、肉肠系列、肉串 | 长江以北地区 | 农贸批发市场和超市 | 8.9 亿 |
| 福建海壹 (海旺) | 玉米香肠、亲亲肠、福州鱼丸 | 浙江、东北地区 | 农贸批发市场 | 4 亿左右 |

来源：招股说明书，中国食品网，公司网站，国金证券研究所

速冻火锅料行业分散，前景光明：与以三全食品、思念食品等为代表的速冻米面食品行业相比，速冻调理肉制品行业尚未形成较为清晰的市场格局，行业内缺乏较为领先的全国品牌，区域性特征明显。目前的速冻调理肉制品市场的主要竞争格局为“南福建北山东”，加上广东、浙江等沿海省份，构成了目前速冻调理肉制品行业的重点生产区域。目前我国速冻调理肉制品行业的集中度较低，随着行业卫生安全标准的逐渐提高，以及龙头企业的生产技术水平从传统的粗放式加工向现代化和规模化发展，规模较小、生产技术水平落后的加工企业正在逐步被淘汰，市场集中度有望逐渐提高。

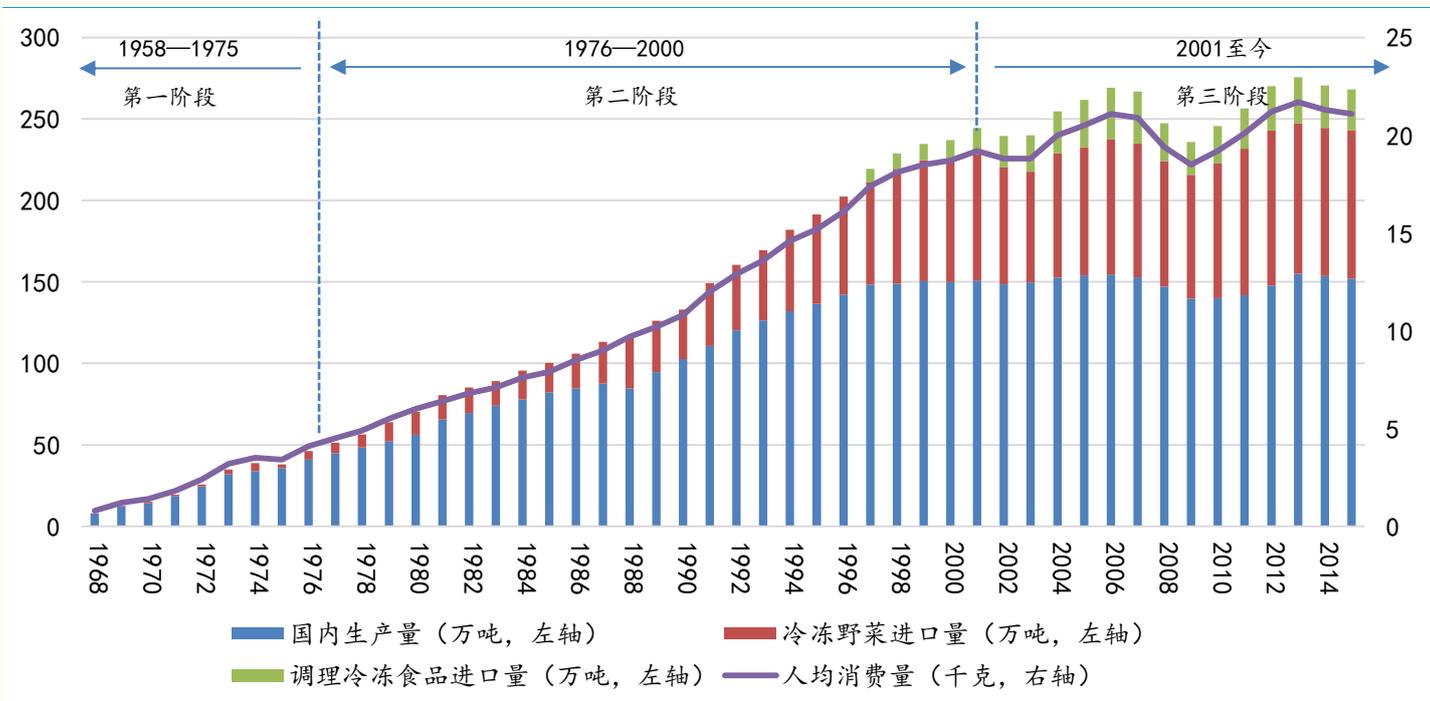
2.2 与日本对比，速冻火锅制品有翻倍的可能

根据行业需求的增速，可以将日本速冻调理食品市场的发展分为三个阶段：

- **第一阶段是行业导入期（1958-1975）**，由于发展初期行业规模较小，同期国民收入和城市化水平提高较快，行业实现了跨越式飞速发展，这一阶段的消费量年平均增速高达 38%。1967 年速冻炸虾、汉堡饼、土豆饼、烧卖和饺子等产品开始推向市场。1969 年日本冷冻食品协会成立。在该阶段速冻食品企业有日冷食品、日本水产、日朗渔业和大洋渔业等，其产品主要供应业务市场。
- **第二阶段是平稳发展期（1976-2000）**，经过之前的快速成长行业已形成一定规模，高基数下增速有所回落。依靠国民收入持续增长和城市化进程的不断推进，这一时期的行业平均增速约为 6.8%，依然显著高于 GDP 的增速，保持良好的发展势头。加卜吉、明治乳业、雪印乳业和味之素等新的企业也相继进入速冻食品领域。
- **第三阶段是发展成熟期（2001 至今）**，行业发展进入成熟期，前期增长的驱动因素逐渐减弱，增速明显放缓；由于受 2008 年底国际金融危机的影

响，2008 和 2009 两年消费量出现大幅下滑，随后在 2011 和 2012 年大幅回升，并创历史新高，近三年又趋于稳定。这一阶段行业平均增速与国内 GDP 增速基本趋同。2015 年日本速冻食品消费总量为 268.18 万吨，其中调理食品消费量为 131.07 万吨；进口所占比重稳定在 43%左右。

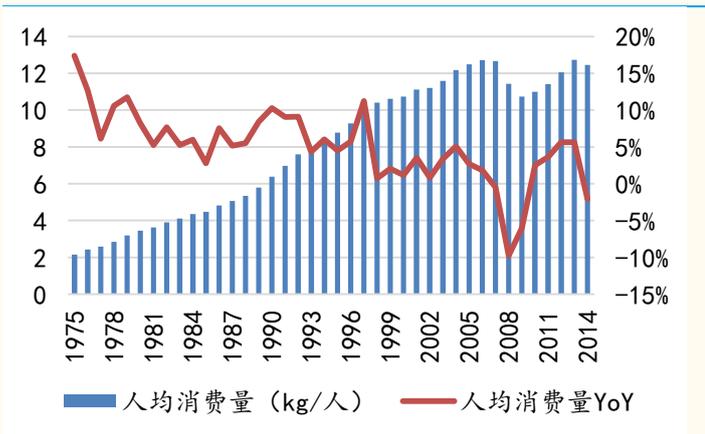
图表 12：日本速冻食品消费量（万吨）



来源：日本冷冻食品协会，国金证券研究所

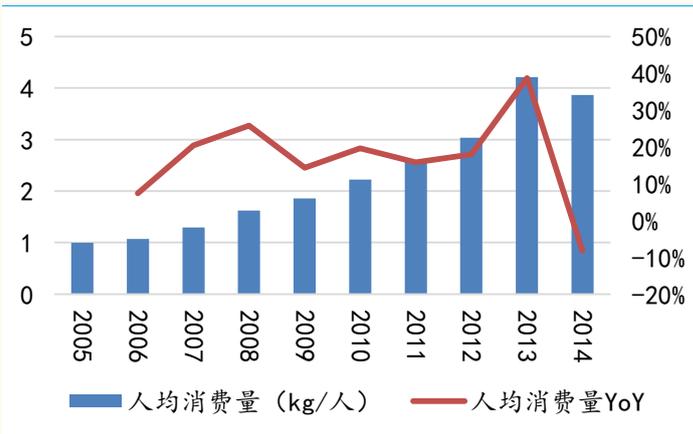
我国速冻米面食品 4kg 左右的人均消费量相当于日本上世纪八九十年代的水平，大约处于速冻调理食品增长第二阶段的初期；另一方面，我国目前购买力平价下的人均 GDP 相当于日本上世纪八九十年代的水平，现阶段城市化率仍然对应日本行业发展的第一阶段。由此判断我国速冻调理食品大约处于行业发展的第一向第二阶段过渡时期。

图表 13：日本速冻调理食品人均消费量



来源：日本冷冻食品协会，国金证券研究所

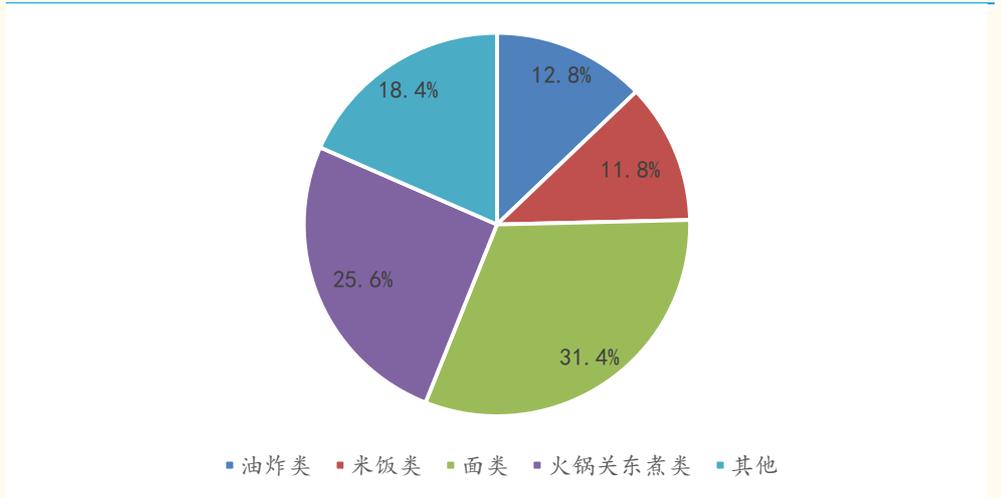
图表 14：中国速冻米面制品人均消费量



来源：同花顺，国家统计局，国金证券研究所

与日本对比，速冻火锅制品有翻倍的可能：2015 年日本共生产调理类冷冻食品 131 万吨，其中油炸类 34.2 万吨，米饭类 15.8 万吨，面类 30.7 万吨，非油炸其他类 50.3 万吨。按照我国商务部的分类标准，速冻米面为调理食品的一种，包括米饭、面条、水饺、汤圆、披萨类等。按照此类标准，日本速冻调理食品中约有 43%来自于米面产品，25%来自于火锅关东煮制品，12%来自于油炸类产品。

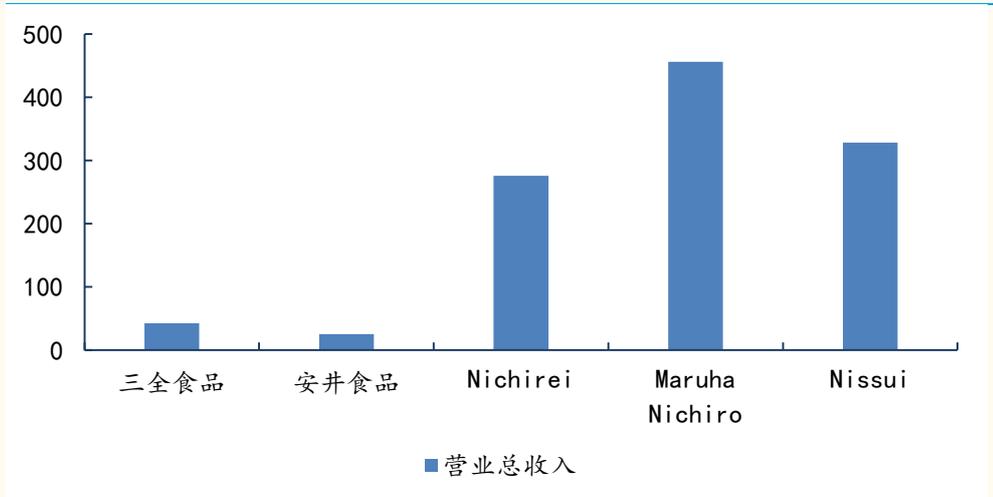
图表 15: 日本速冻调理食品产量结构



来源: 日本冷冻协会, 国金证券研究所

依据此估算口径, 日本人均米面消费量约为 5.75kg vs 中国人均米面消费量 3.84kg, 而日本人均速冻火锅制品消费量约为 3.08kg vs 中国人均 1.26kg 的人均消费量, 日本和国内消费习惯相近, 按日本成熟市场作为行业天花板计算, 中国速冻米面尚有 30% 的行业空间, 而速冻火锅制品有翻倍的可能。我们将日本公司 2015 年的营业收入按 100 日元=5.15 人民币的汇率 (2015 年平均价) 换算成人民币, 与国内速冻食品企业的收入进行对比可以发现, 中日企业的收入规模还不在于一个数量级上, 未来中国公司收入仍然有很大的提升空间。

图表 16: 中日速冻食品龙头企业营业收入规模比较 (亿元人民币)



来源: 公司公告, 国金证券研究所。注: 三全、安井的数据为 2015 年度, NICHIREI, Maruha Nichiro, Nissui 的数据为 Mar-2015—Mar-2016

2.3 冷链+政策的完善将促进行业保持增速

冷链促进市场全国化: 为确保速冻食品的鲜度和品质, 在储存、运输和销售的整个过程中, 都需要在低温环境中进行, 所以速冻食品行业受冷链物流的影响较大。根据《农产品冷链物流发展规划》, 到 2015 年年底冷库容量将新增 1,000 万吨 (2011 年为 900 万吨), 冷藏运输车新增 4 万辆, 在大中城市周围规划设立低温配送中心, 形成从生产到流通销售各个环节紧密联系的冷链物流体系。冷链物流的发展将有利于速冻食品由东南沿海地区继续向内陆地区拓展, 使得现有区域性市场发展成全国性市场。

政策法规逐步完善: 目前我国速冻行业的部分行业制定时间较为久远, 部分行业标准依然缺失, 部分不合格产品依然进入市场销售, 影响了整体行业集中度的提升。随着最新食安法颁布, 这部史上最严食安法要求建立最严监管制度、

设置罚则确保“重典治乱”、规定食品安全社会共治、强化互联网食品交易监管、强化企业主体责任、强化地方政府属地管理责任等，未来相关的法制法规会逐步完善，不合格的产品逐步清除后，将有利于规范的企业市场份额的提高，市场集中度进一步提升。

三、产品：聚焦速冻调理肉制品

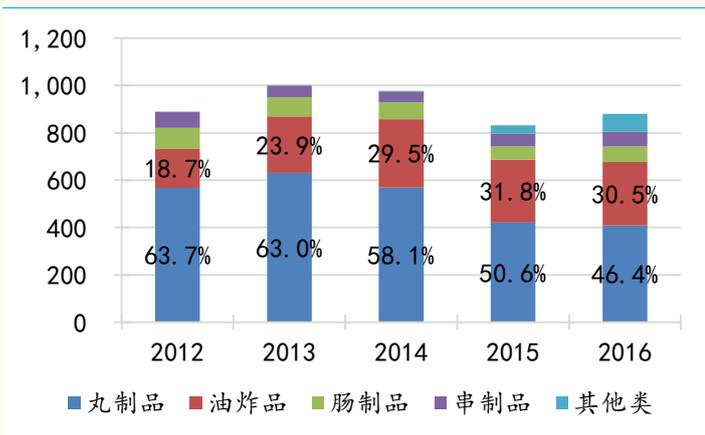
3.1 产品保证传统优势，探索新增长点

公司主要产品为速冻丸类制品、肠类制品、油炸类制品、串类制品等，合计占主营业务收入的比重在95%以上；尤其是丸制品和油炸品，占比超过80%。

受需求疲软以及竞争加剧影响，收入有起伏：2013-2015年从各产品收入增速来看，除串制品外其他产品增速都有下降，主要系市场需求疲软、行业内低价竞争加剧所致。

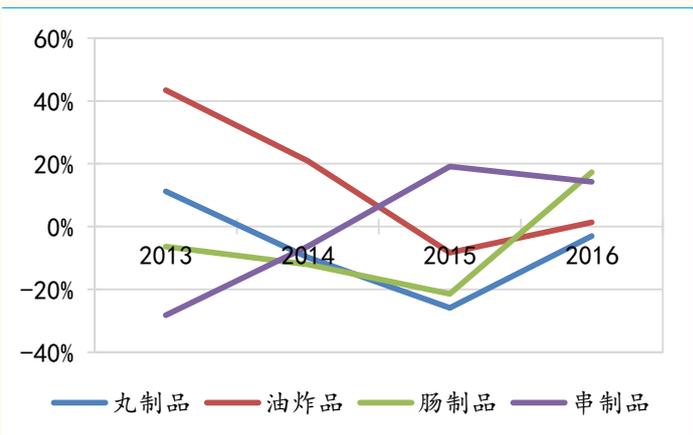
2016年，公司及时调整市场、营销策略，一方面，公司提出“抢占终端”销售策略，在巩固原有销售架构的基础上，深化销售渠道，帮助经销商加大了对二级商、三级商及终端市场的扶持和开拓力度；另一方面，公司对各销售区域团队提出了承包制薪酬方案，进一步调动销售人员的工作积极性，各产品收入都有回升。另外，近几年其他类产品（包括虾滑、鱼滑、礼盒类、定制类和常温休闲食品等）增长幅度较大，尤其在子公司青岛米洛可成立后，通过终端直销模式销售冷冻水产、生肉等产品，收入占比逼近10%，成为新的增长点。

图表 17：丸制品、油炸品占比超过75%（百万元）



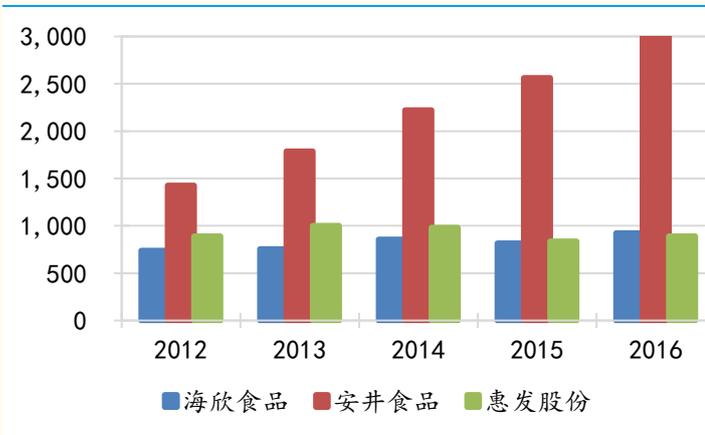
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 18：各产品收入同比增速



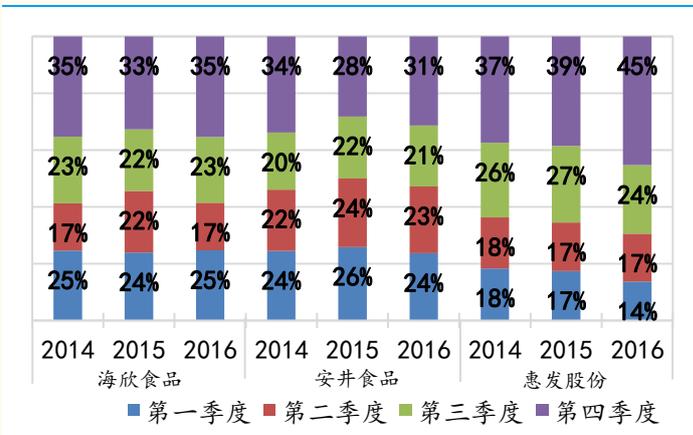
来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：同行业营业收入规模对比（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：火锅制品收入季节性明显

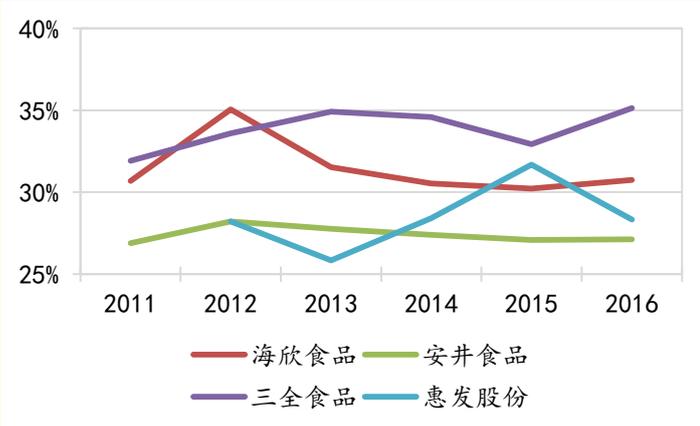


来源：招股说明书，国金证券研究所

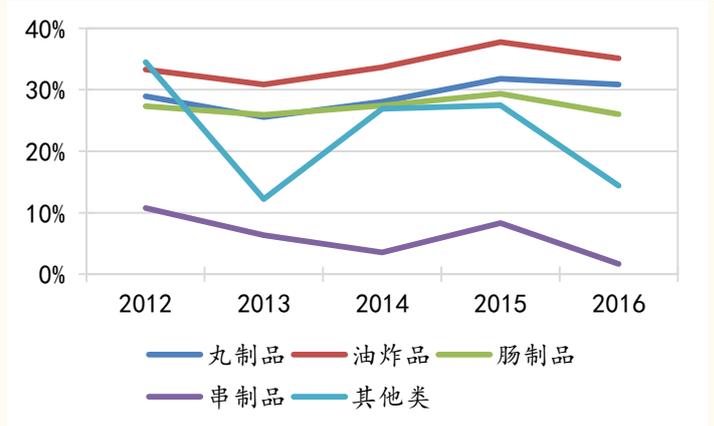
3.2 受品牌、定价及营销手段营销，毛利率略低于同行

毛利主要来自于丸制品：从 2012-15 年公司总体毛利率有一定幅度的跃升，2016 年则有所回落，约为 28%，略低于同行业竞争对手的水平，相应地主要产品毛利率也在 2016 年有所回落，主要受肉类等原材料价格上涨影响。公司的毛利率主要来源于丸制品和油炸品。其中，丸制品是公司传统的主打产品，其占公司总体销量和销售收入中均占比最高，是公司最主要的毛利来源；油炸品作为公司优势产品，市场竞争力较强，其占主营业务毛利额的比重持续增加。

图表 21：总体毛利率回落，略低于同行业



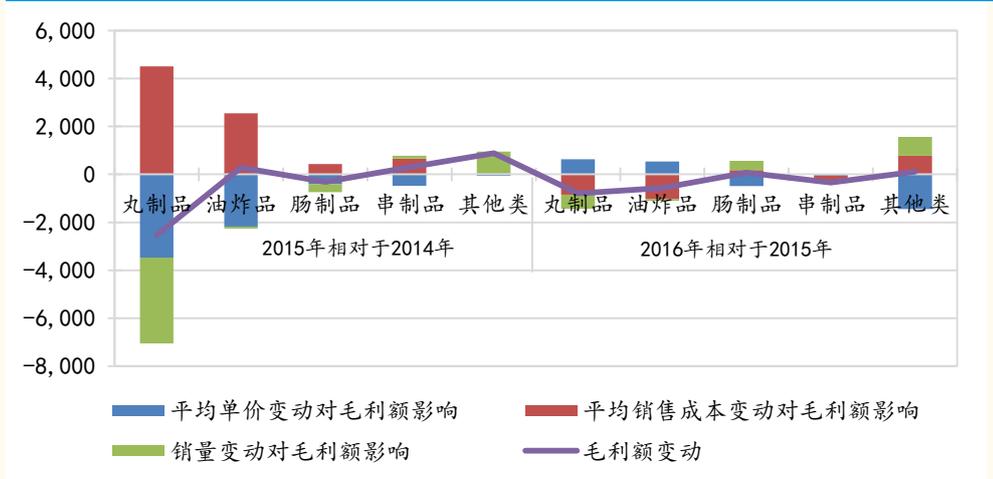
图表 22：各产品毛利率



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

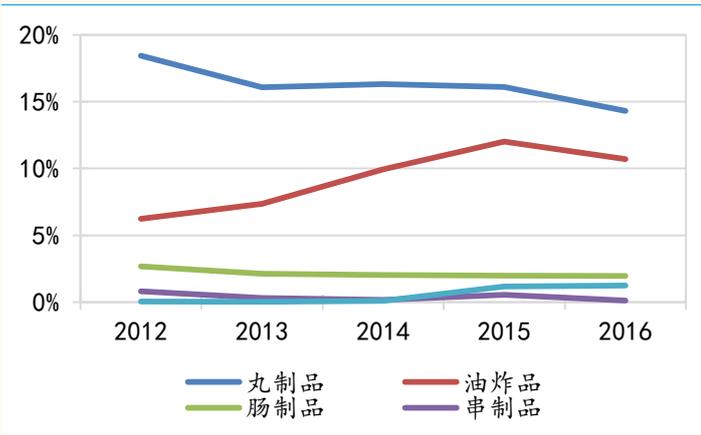
图表 23：毛利下降因素（万元）



来源：招股说明书, 国金证券研究所

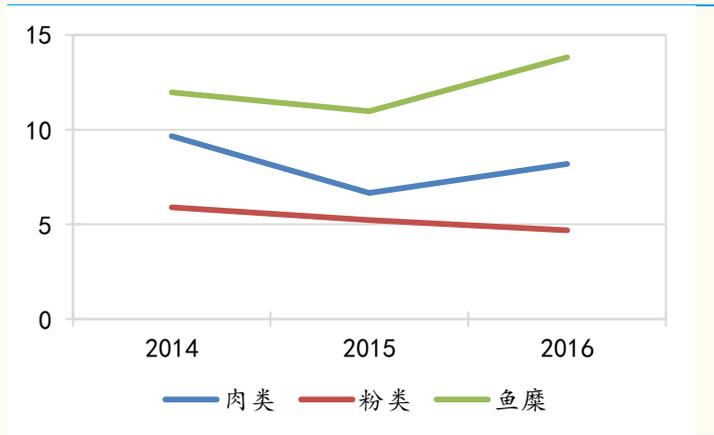
毛利率略低于同行：公司毛利率略低于同行，主要受品牌影响力、产品定价策略、销售模式及营销策略的影响。海欣食品属于速冻调理食品行业内首家上市公司，具有先天的竞争优势和品牌优势，产品定位高端，定价高于公司；而安井食品采取“在单位成本较高的情况下，定价仅略高于市场平均水平”的定价策略，受到原材料价格波动及市场开拓政策调整的影响，毛利率处于较低水平。

图表 24: 综合毛利率主要由丸制品和油炸品贡献



来源: 招股说明书, 国金证券研究所; 注: 综合毛利率=毛利率*收入占比

图表 25: 主要原材料价格变动 (元/kg)

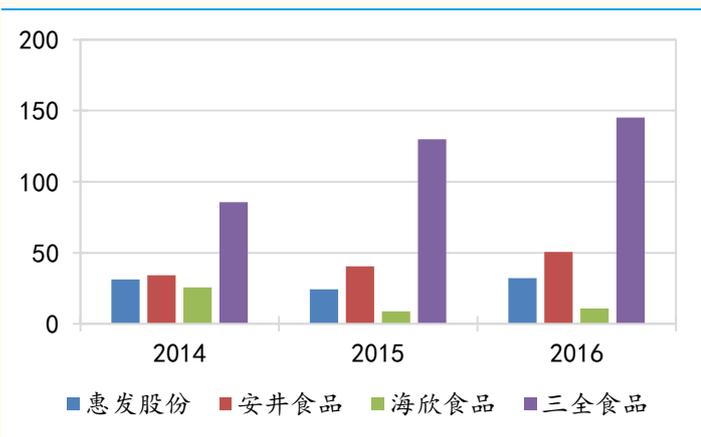


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

3.3 持续稳定的研发投入, 探索新增长点

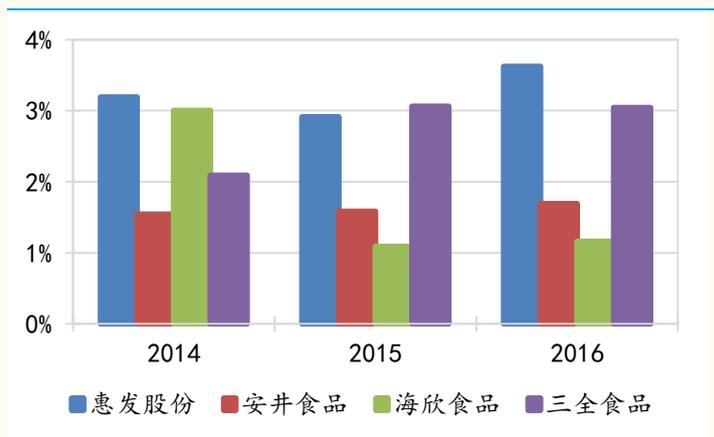
公司重视新产品、新口味的研发, 近三年来研发投入保持稳定, 研发支出占营业收入的比重维持在 3% 以上, 在行业中也居于高位。公司加大研发力度以优化材料配方并改进生产工艺, 降低产品的成本。特别是 2016 年, 由于鸡肉类、鱼糜原材料价格上涨的影响, 公司通过优化材料配方及调整工艺, 一定程度上消化原材料价格上涨带来的成本压力。

图表 26: 持续稳定的研发投入 (百万元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 27: 研发支出占营业收入比例较高

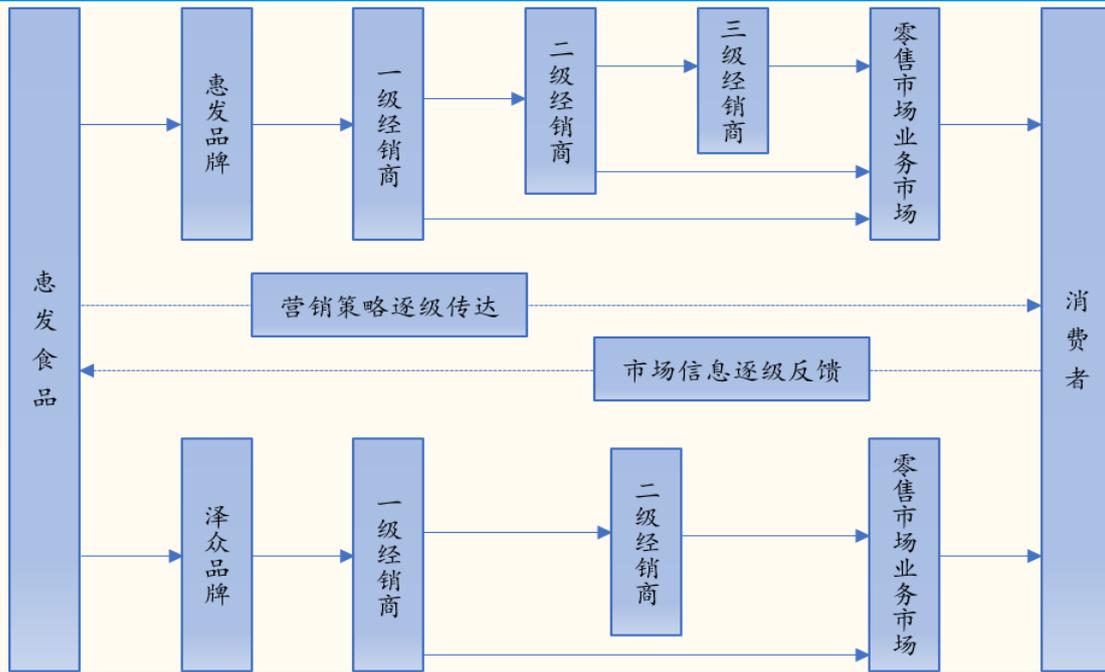


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

四、渠道: 双品牌运作, 经销商为主, 渠道持续下沉

公司的营销网络设有流通事业部和餐饮连锁事业部, 流通事业部下又设有商超运营部及 14 个营销大区具体实施营销工作。截至 2016 年, 公司共拥有一级经销商 540 家, 二级经销商逾万家, 与经销商保持持续稳定的合作关系, 实现了共赢的良性发展局面。

图表 28：经销商渠道模式图

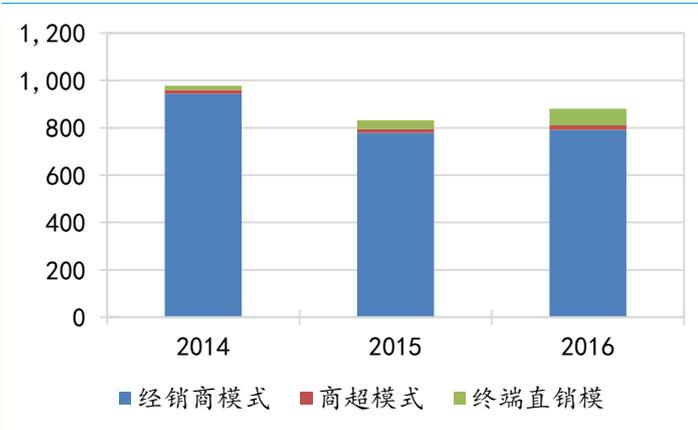


来源：招股说明书，国金证券研究所

4.1 经销商渠道是最主要的模式

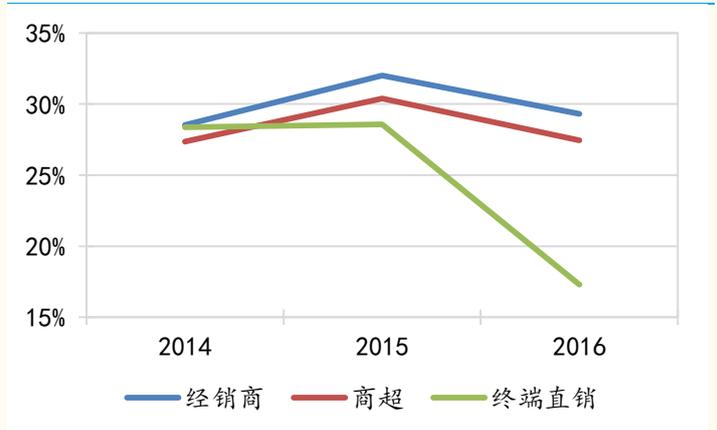
公司目前主要有三种销售模式：1. 经销商模式，2. 商超模式，3. 终端直销模式，其中经销商渠道是最主要的模式，占比高达90%，经销商模式更加便于扩大营销网络的广度和深度，对包括商超在内各种类型的渠道终端进行全方位覆盖和渗透。近几年公司逐渐加大终端直销模式的销售力度，重视餐饮终端直接销售，终端直销的收入占比从2014年的1.8%增长到2016年的8.0%。

图表 29：经销商模式收入占比高达 90%



来源：招股说明书，国金证券研究所

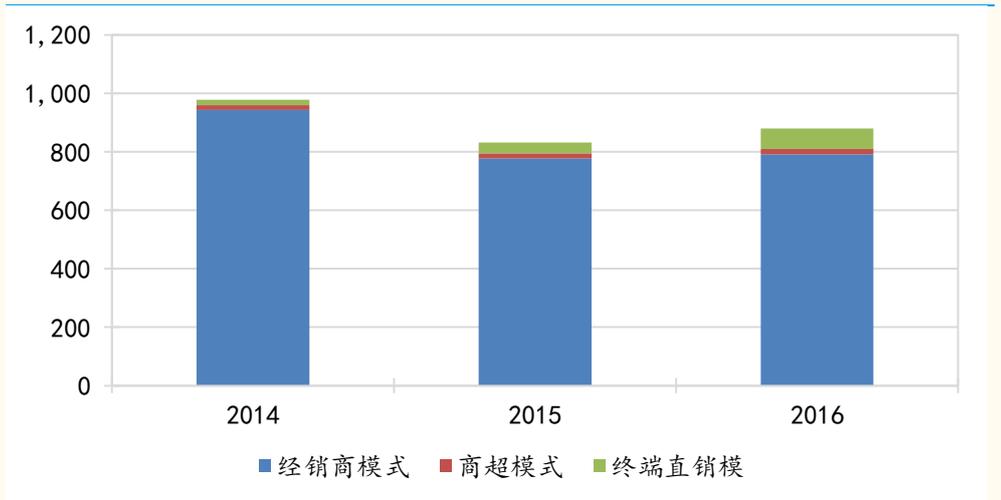
图表 30：经销商模式毛利率最高



来源：招股说明书，国金证券研究所

公司商超和终端直销模式下毛利率低于经销商模式，主要是由于公司商超规模较小，为拓展渠道公司进行了一定的让利，同时部分商超的渠道费用采用票折方式直接冲减销售收入，总体上影响了商超模式下毛利率水平。而 2016 年，青岛米洛可终端直销收入规模大幅增加，由于毛利率水平较低，使得终端直销模式下毛利率水平下降幅度较大。

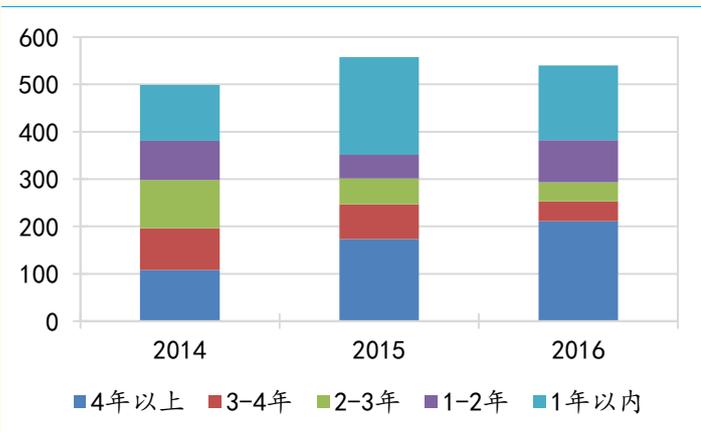
图表 31：公司销售渠道以经销商为主（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

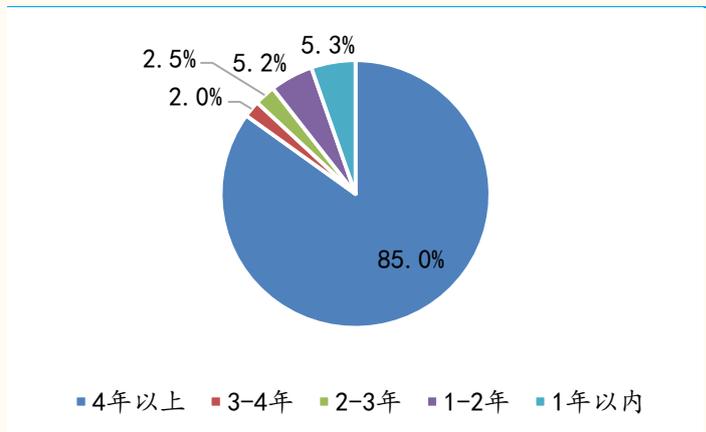
与经销商关系稳定：公司通过逐步强化对经销商的管控，公司鼓励信用良好的经销商做大做强，为经销商提供必要的市场开拓、业务开发、市场维护方面的指导和协调，并组织 and 开展各种营销活动和互动交流，有效提高了经销商对公司的忠诚度。公司与主要经销商建立了稳定的合作关系，与公司合作4年以上的经销商收入占比较高，经销商数量整体呈增长趋势，但不存在向单个经销商销售的比例超过营业收入50%或严重依赖少数经销商的情况。

图表 32：公司与经销商建立中长期关系（家）



来源：招股说明书，国金证券研究所

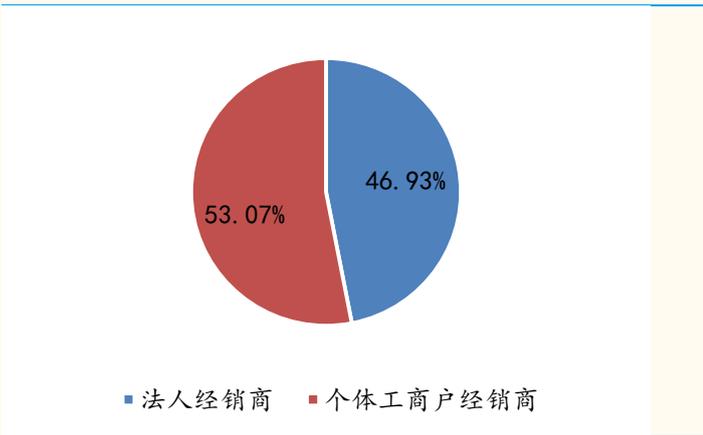
图表 33：长期合作伙伴收入贡献最大



来源：招股说明书，国金证券研究所

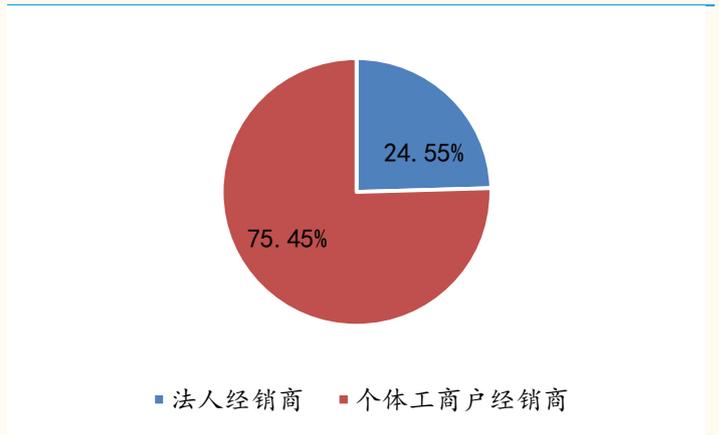
个体工商户经销商数量和收入占比较高：主要是由速冻食品行业的特性和消费终端多元化的特点决定的，目前公司流通渠道产品主要通过农贸批发市场流向终端客户，而此类市场中经营者多为个体工商户。

图表 34：安井食品不同性质经销商性质收入占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 35：惠发股份不同性质经销商性质收入占比

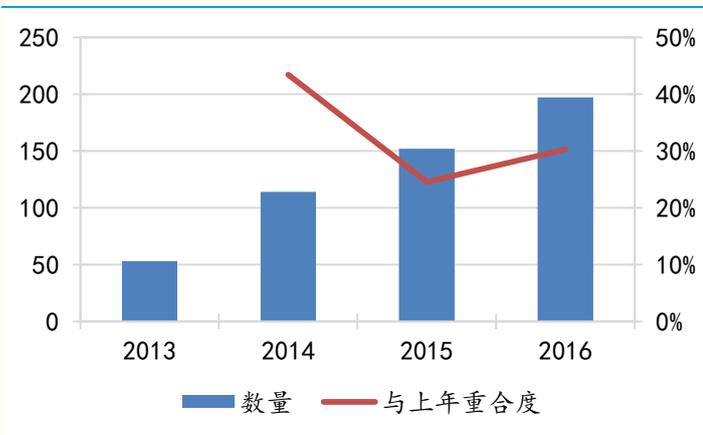


来源：招股说明书，国金证券研究所

终端直销模式快速发展：公司终端直销客户由 2014 年 114 家增长到 2016 年 197 家，客户稳定性方面，与公司合作三年以上的终端直销客户由 2014 年 2 家增长到 2016 年 11 家，增长较为明显，公司与上述客户逐渐建立了稳定的合作关系，未来随着公司在该渠道营销策略的逐步实施，预计该渠道的新老客户数量都呈增长趋势。但各年终端直销数量与上年重合度较低，主要有以下原因：

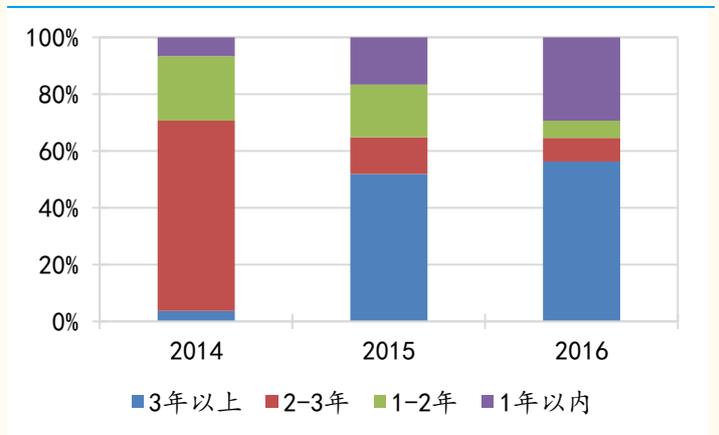
- 1) 公司为了实现营业收入的稳步回升，保持公司持续盈利能力，公司加大了终端直销模式的开拓力度，随着前期营销策略的逐步显现，终端直销客户数量和收入呈整体增长趋势；
- 2) 终端直销模式下部分团购客户和零散客户采购不具有连续性和稳定性，导致报告期各期终端直销客户存在一定当期减少数量。

图表 36：终端直销客户数量（家）及变动情况



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 37：终端直销客户收入占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

4.2 双品牌运作，渠道下沉

在公司目前的经销商模式下，经销商的销售渠道主要有批发流通渠道、商超渠道、酒店餐饮等团膳渠道、微终端渠道，不同销售渠道对应不同的产品品牌或品系、掌握不同的客户资源。

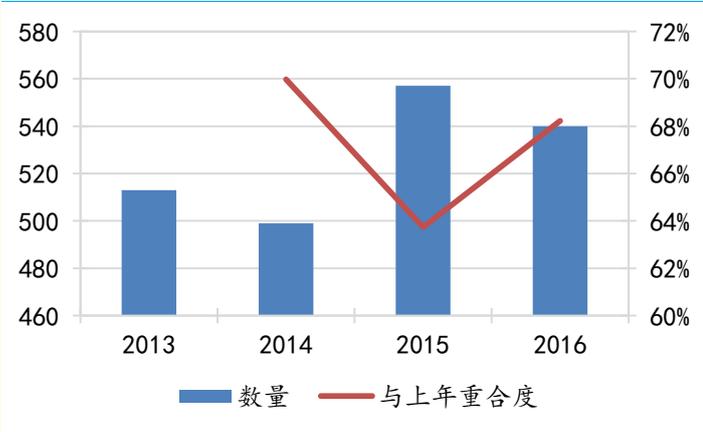
■ 双品牌运作

为了对经销商实施有效的管控，进一步扩大产品市场份额，公司实施多品牌运营，将品牌划分为“惠发”系列和“泽众”系列分别进行营销，两种品牌分别定位于大众化消费市场和清真市场。多品牌运营的经销商模式有助于激发市场的快速成长，实现产品销售向包括零售终端、便利店、全国性商超和餐饮渠道等在内的多渠道覆盖。同时，该种销售模式也避免了单一渠道和终端客户被经销商控制的风险，使公司在与经销商的合作中掌握更多的主动权。

■ 渠道继续下沉

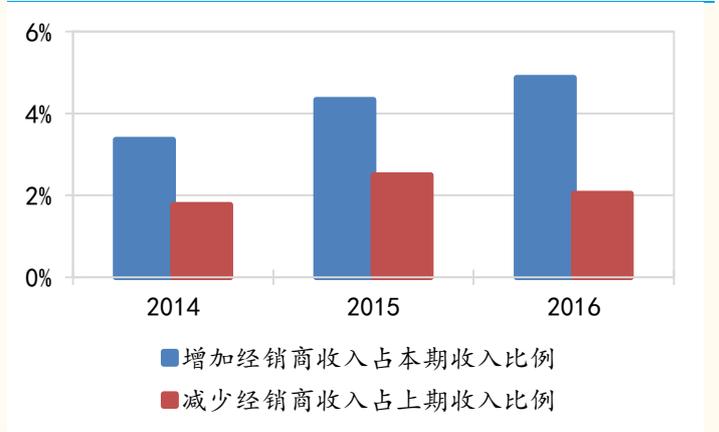
目前，“公司→省会级经销商→地市级经销商→县级经销商”的模式已经较为成熟。随着公司销售渠道下沉策略的实施，公司重点发展“公司→地市级经销商→县级经销商”和“公司→县级经销商”的经销商模式，公司直接管控的地市级经销商和县级经销商数量呈现增长趋势，销售渠道的深度得到进一步挖掘。

图表 38：经销商数量（家）与变动情况



来源：招股说明书，国金证券研究所；注：与上年重合度=（上期数量-本期减少）/上期数量

图表 39：经销商变动对收入影响较小

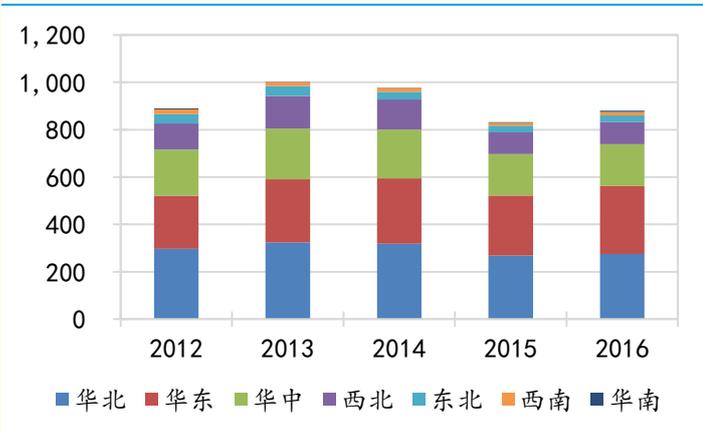


来源：招股说明书，国金证券研究所

■ 全国布局，市场稳定

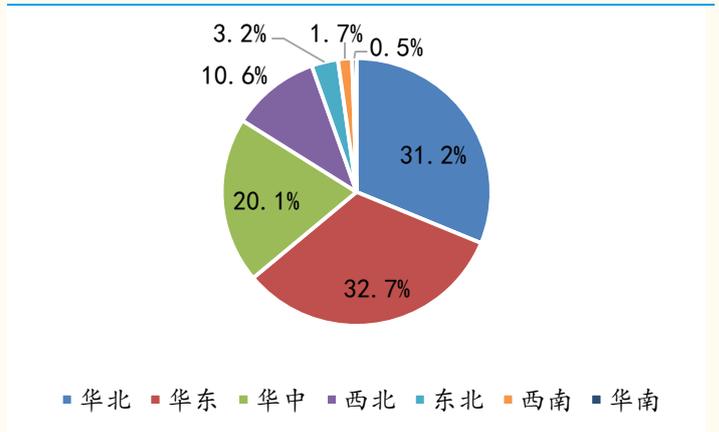
自 2012 年起，公司在全国范围内开展针对地市和县级城市的微终端渠道下沉策略，进一步挖掘渠道深度，扩大了终端市场份额。经过多年的市场开拓，随着公司品牌价值的逐步显现，公司已形成了以山东为中心，覆盖全国大多数省市和地区的营销网络，成为国内主要的速冻调理肉制品生产企业。报告期内，公司经销商客户主要集中在华东、华北、华中、东北等区域，随着营销网络布局的完善和营销渠道的下沉，市场划分趋于稳定。

图表 40：各区域收入平稳（百万元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

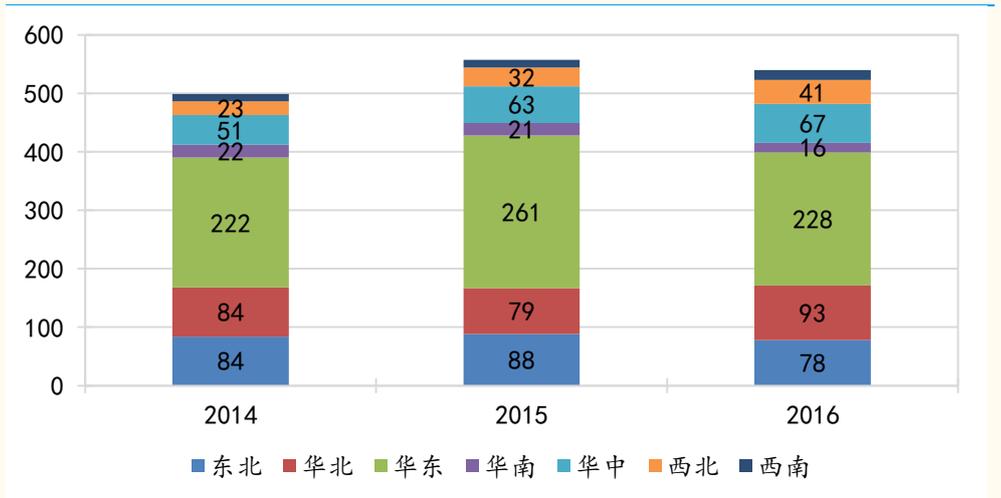
图表 41：华北、华东、华中地区收入占比超过 80%



来源：招股说明书，国金证券研究所

根据未来市场发展的需要，公司营销网络建设项目拟筹建以营销为核心的北京分公司，以及以区域管理、物流仓储为核心的陕甘宁运营中心、黑吉辽运营中心、华南运营中心、川渝运营中心四大运营中心，并将目前的部分营销机构升级为办事处，从而加强营销机构的管理能力，进一步提高市场运营效率。

图表 42: 经销商布局 (家)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

五、募集项目扩大产能, 提升发货能力

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股 3,000 万股, 主要用于扩大产能, 解决产能瓶颈, 提升旺季发货能力, 巩固营销网络, 提高营销能力, 以更好的应对市场竞争, 同时高端立体库项目有望提升公司发货能力, 保证产品出入库的准确性。

图表 43: 募投项目基本信息(万元)

| 项目名称 | 总投资 | 资金投入安排 | | |
|-----------------|--------|-----------|-----------|----------|
| | | 第 1 年 | 第 2 年 | 第 3 年 |
| 年产 8 万吨速冻食品加工项目 | 35,856 | 14,170.71 | 18,982.20 | 2,703.39 |
| 营销网络项目 | 9,767 | 4,743.95 | 3,575.16 | 1,448.07 |
| 高端立体库项目 | 15,020 | 8,229.14 | 6,790.86 | -- |
| 合计 | 60,643 | 27,143.80 | 29,348.22 | 4,151.46 |

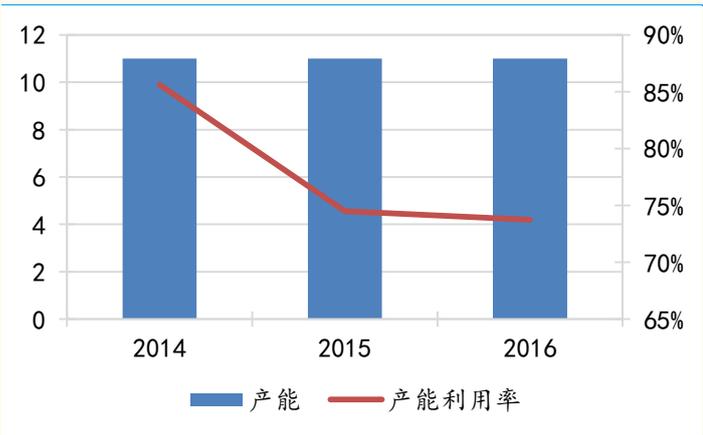
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

5.1 年产 8 万吨速冻食品加工项目, 提升产能

目前, 公司主要产品的年均销量达到 8.8 万吨, 产能 11 万吨, 在销售旺季公司生产设施达到满负荷运行, 甚至有时会出现产品供不应求的情况, 2014 年至 2016 年产能利用率分别为 85.61%、74.50%、73.75%, 销售旺季的产能瓶颈已经在一定程度上制约了公司产品销量和销售收入的增长。

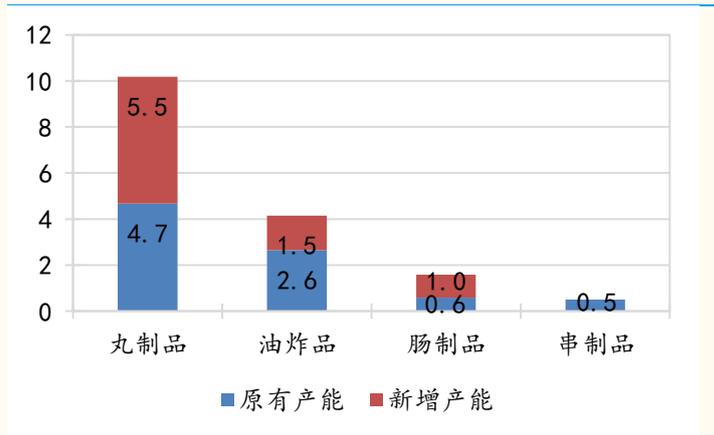
“年产 8 万吨速冻食品加工项目”将公司产能在目前的 11 万吨的基础上增加 8 万吨, 同时明显提升公司生产的自动化水平, 更好的保证产品质量和生产的稳定性。本项目建成后将生产丸制品、肠制品和油炸品三类产品, 年产能预计增加 8 万吨。本项目建设期 3 年, 已投入金额 4123.91 万元, 建成三栋车间的框架。

图表 44: 公司产能到达瓶颈 (万吨)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 45: 产品产能预计 (万吨)



来源: 历史数据按产量作为产能的基础, 招股说明书, 国金证券研究所

5.2 营销网络建设, 应对市场竞争

营销网络升级工程主要包括营销组织及销售网络建设、全面信息化平台网络建设、微终端销售网络建设、品牌推广与宣传、现代物流平台建设等五项内容, 预计在三年的建设期内全部完成。

■ 营销组织及销售网络建设

拟筹建以营销为核心的北京分公司和以区域管理、物流仓储为核心的陕甘宁运营中心、黑吉辽运营中心、华南运营中心、川渝运营中心, 设置以终端建设为核心的山东、河南、华南、晋冀、陕西、两湖、京津、安徽、辽宁、吉林、内蒙古、黑龙江、新疆、广西、云南等 15 个办事处, 组成全国营销体系的主核心管理架构, 对全国市场进行策略指挥及市场管理的工作。

■ 全面信息化

将目前以人工为主的传统管理模式, 升级为以电子商务管理为主的网络管理模式, 筹建全面信息化平台 (CRM) 网络, 为公司提供高效、规范的现代化管理网络平台。

■ 微终端销售网络

将产品的销售渠道从一线城市向二三线城市下沉, 筹建以展柜、烤丸机、冰柜、油炸机为载体的自主终端销售网络, 提升公司产品在二三线城市的覆盖率。

■ 现代物流平台建设

在四大运营中心设立大型物流中转仓库, 增配 64 辆冷藏车并配置相应司机, 以实现物流平台的全体建设, 增强公司在产品销售区域方面的辐射能力。

六、盈利预测

收入端: 公司预计募集资金用于在现有年 11 万吨产能的基础上, 新建年产能 8 万吨产能的速冻食品加工项目, 预计两年完成, 届时将新增丸制品/肠制品/油炸品产能分别为 5.5 万吨/1.0 万吨/1.5 万吨。我们假设未来 2017-2019 年新增产能建设速度分别为 20%/70%/100%, 总产能利用率分别 65%/70%/80%, 我们预计 2017-2019 年收入分别为 9.28 亿/11.8 亿/14.5 亿元, 同比增速分别为 4.3%/27.6%/22.6%。

成本端: 我们假设肉类成本单价 2017-2019 年分别同比-10%/+5%/-5%, 而粉类、鱼糜价格基本小幅波动, 预计 2017-2019 年毛利率分别为 28.6%/29.5%/30.3%。

费用端: 我们预计未来随着公司渠道的进一步下沉, 以及消化新增产能的需要, 销售费用率将保持上升的趋势, 2017-2019 年销售费用率预计为 8.0%/8.6%/9.0%。

图表 46: 收入端假设

| 收入估计 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 合计 | 产能 (吨) | 110,000 | 110,000 | 110,000 | 126,000 | 166,000 | 190,000 |
| | - 新增产能 | | | | 16,000 | 40,000 | 24,000 |
| | 产量 (吨) | 94,175 | 81,954 | 81,122 | 85,589 | 120,517 | 147,495 |
| | 产能利用率 | 85.61% | 74.50% | 73.75% | 67.9% | 72.6% | 77.6% |
| | 销量 (吨) | 96,960 | 85,113 | 87,836 | 91,198 | 115,196 | 139,827 |
| | 产销率 | | | | | | |
| 丸制品 | 产能 (吨) | 70,250 | 66,402 | 63,487 | 74,487 | 101,987 | 118,487 |
| | - 新增产能 | | | | 11,000 | 27,500 | 16,500 |
| | 产量 (吨) | 60,141 | 49,469 | 46,821 | 48,416 | 71,391 | 88,865 |
| | 产能利用率 | 85.61% | 74.50% | 73.75% | 65% | 70% | 75% |
| | 销量 (吨) | 61,446 | 48,501 | 46,351 | 48,416 | 64,252 | 79,979 |
| | 产销率 | 102.17% | 98.04% | 99.00% | 100% | 90% | 90% |
| | 销售收入 (万元) | 56,838 | 42,119 | 40,855 | 43,032 | 57,792 | 73,017 |
| | -YoY | | -25.90% | -3.00% | 5.33% | 34.30% | 26.34% |
| | 均价 (万元/吨) | 0.93 | 0.87 | 0.88 | 0.89 | 0.90 | 0.91 |
| | -YoY | | -6.45% | 1.15% | 1.00% | 1.20% | 1.50% |
| 油炸品 | 产能 (吨) | 31,208 | 34,850 | 35,925 | 38,925 | 46,425 | 50,925 |
| | - 新增产能 | | | | 3,000 | 7,500 | 4,500 |
| | 产量 (吨) | 26,718 | 25,963 | 26,495 | 25,302 | 32,498 | 38,194 |
| | 产能利用率 | 85.61% | 74.50% | 73.75% | 65% | 70% | 75% |
| | 销量 (吨) | 26,869 | 26,654 | 26,480 | 25,302 | 29,248 | 34,375 |
| | 产销率 | 100.57% | 102.66% | 99.94% | 100% | 90% | 90% |
| | 销售收入 (万元) | 28,863 | 26,465 | 26,826 | 25,938 | 30,523 | 36,591 |
| | -YoY | | -8.31% | 1.36% | -3.31% | 17.68% | 19.88% |
| | 均价 (万元/吨) | 1.07 | 0.99 | 1.01 | 1.03 | 1.04 | 1.06 |
| | -YoY | | -7.48% | 2.02% | 1.50% | 1.80% | 2.00% |
| 肠制品 | 产能 (吨) | 5,986 | 5,882 | 7,916 | 9,916 | 14,916 | 17,916 |
| | - 新增产能 | | | | 2,000 | 5,000 | 3,000 |
| | 产量 (吨) | 5,125 | 4,382 | 5,838 | 6,445 | 10,441 | 13,437 |
| | 产能利用率 | 85.61% | 74.50% | 73.75% | 65% | 70% | 75% |
| | 销量 (吨) | 5,288 | 4,406 | 5,661 | 6,445 | 9,397 | 12,093 |
| | 产销率 | 103.18% | 100.55% | 96.97% | 100% | 90% | 90% |
| | 销售收入 (万元) | 7,184 | 5,643 | 6,618 | 7,541 | 11,050 | 14,362 |
| | -YoY | | -21.45% | 17.27% | 13.96% | 46.52% | 29.98% |
| | 均价 (万元/吨) | 1.36 | 1.28 | 1.17 | 1.17 | 1.18 | 1.19 |
| | -YoY | | -5.88% | -8.59% | 0.00% | 0.50% | 1.00% |
| 串制品 | 产能 (吨) | 3,729 | 5,604 | 6,734 | 7,234 | 7,734 | 8,234 |
| | - 新增产能 | | | | 500 | 500 | 500 |
| | 产量 (吨) | 3,192 | 4,175 | 4,966 | 5,425 | 6,187 | 6,998 |
| | 产能利用率 | 85.61% | 74.50% | 73.75% | 75% | 80% | 85% |
| | 销量 (吨) | 3,271 | 4,357 | 5,029 | 5,425 | 5,568 | 5,976 |
| | 产销率 | 102.48% | 104.36% | 101.26% | 100% | 90% | 90% |
| | 销售收入 (万元) | 4,550 | 5,419 | 6,193 | 6,673 | 6,917 | 7,573 |
| | -YoY | | 19.11% | 14.28% | 7.74% | 3.66% | 9.48% |
| | 均价 (万元/吨) | 1.39 | 1.24 | 1.23 | 1.23 | 1.2423 | 1.267146 |
| | -YoY | | -10.79% | -0.81% | 0.00% | 1.00% | 2.00% |
| 其他类 | 销量 (吨) | 86 | 1,195 | 4,315 | 5,609 | 6,731 | 7,404 |
| | -YoY | | 1283% | 261% | 30% | 20% | 10% |
| | 销售收入 (万元) | 321 | 3,525 | 7,510 | 8,414 | 10,097 | 11,107 |
| | -YoY | | 998% | 113% | | | |
| | 均价 (万元/吨) | 3.72 | 2.95 | 1.74 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| | -YoY | | -21% | -41% | -14% | 0% | 0% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 47: 成本假设

| 成本估计 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------|----------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 合计 | 生产成本(万元) | 70,247 | 57,181 | 63,770 | 66,296 | 83,426 | 101,153 |
| 小计 | 成本(万元) | 44,888 | 33,651 | 37,962 | 39,115 | 49,638 | 60,692 |
| | 占比 | 63.90% | 58.85% | 59.53% | 59.00% | 59.50% | 60.00% |
| 肉类 | 肉类成本 | 28,661 | 20,242 | 24,271 | 24,200 | 30,313 | 37,011 |
| | 占生产成本比重 | 40.80% | 35.40% | 38.06% | | | |
| | 单价(元/千克) | 9.66 | 6.66 | 8.19 | 7.37 | 7.74 | 7.35 |
| | -YoY | | -31.06% | 22.97% | -10% | 5% | -5% |
| | 用量(吨) | 29,670 | 30,394 | 29,635 | 32,831 | 39,167 | 50,338 |
| | %销量 | 30.6% | 35.7% | 33.7% | 36.0% | 34.0% | 36.0% |
| | -YoY | | 2.44% | -2.50% | 10.79% | 19.30% | 28.52% |
| 粉类 | 粉类成本 | 10,397 | 9,343 | 8,156 | 8,487 | 10,459 | 12,505 |
| | 占生产成本比重 | 14.80% | 16.34% | 12.79% | | | |
| | 单价(元/千克) | 5.9 | 5.23 | 4.68 | 4.54 | 4.54 | 4.54 |
| | -YoY | | -11.36% | -10.52% | -3% | 0% | 0% |
| | 用量(吨) | 17,621 | 17,865 | 17,428 | 18,696 | 23,039 | 27,546 |
| | %销量 | 18.2% | 21.0% | 19.8% | 20.5% | 20.0% | 19.7% |
| | -YoY | | 1.38% | -2.45% | 7.27% | 23.23% | 19.56% |
| 鱼糜 | 鱼糜成本 | 5,831 | 4,066 | 5,535 | 6,428 | 8,866 | 11,176 |
| | 占生产成本比重 | 8.30% | 7.11% | 8.68% | | | |
| | 单价(元/千克) | 11.96 | 10.97 | 13.82 | 14.10 | 14.80 | 15.99 |
| | -YoY | | -8.28% | 25.98% | 2% | 5% | 8% |
| | 用量(吨) | 4,875 | 3,706 | 4,005 | 4,560 | 5,990 | 6,991 |
| | %销量 | 5.0% | 4.4% | 4.6% | 5.0% | 5.2% | 5.0% |
| | -YoY | | -23.98% | 8.07% | 13.85% | 31.37% | 16.71% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

我们预计 2017-2019 年公司利润分别为 4,575 万/5,983 万/7,918 万元, 考虑到发行后总股本为 12,000 万股, 则对应 EPS 分别为 0.381 元/0.499 元/0.660 元, 参考速冻火锅肉制品龙头安井食品 18 年 PE 22X 的估值水平, 目标价 10.9 元。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 主营业务收入 | 981 | 837 | 890 | 928 | 1,184 | 1,451 | 货币资金 | 172 | 182 | 161 | 185 | 217 | 256 |
| 增长率 | | -14.7% | 6.3% | 4.3% | 27.6% | 22.6% | 应收款项 | 70 | 52 | 53 | 54 | 71 | 89 |
| 主营业务成本 | -702 | -572 | -638 | -663 | -834 | -1,012 | 存货 | 111 | 80 | 98 | 118 | 149 | 180 |
| %销售收入 | 71.6% | 68.3% | 71.7% | 71.4% | 70.5% | 69.7% | 其他流动资产 | 7 | 16 | 11 | 14 | 16 | 19 |
| 毛利 | 279 | 265 | 252 | 265 | 350 | 440 | 流动资产 | 359 | 330 | 324 | 371 | 452 | 544 |
| %销售收入 | 28.4% | 31.7% | 28.3% | 28.6% | 29.5% | 30.3% | %总资产 | 33.8% | 32.3% | 33.2% | 30.9% | 33.3% | 35.8% |
| 营业税金及附加 | -7 | -8 | -15 | -15 | -20 | -24 | 长期投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| %销售收入 | 0.7% | 1.0% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 固定资产 | 606 | 575 | 538 | 734 | 816 | 888 |
| 营业费用 | -58 | -79 | -68 | -74 | -102 | -131 | %总资产 | 57.0% | 56.2% | 55.2% | 61.2% | 60.0% | 58.4% |
| %销售收入 | 5.9% | 9.4% | 7.6% | 8.0% | 8.6% | 9.0% | 无形资产 | 78 | 101 | 97 | 78 | 74 | 72 |
| 管理费用 | -98 | -96 | -88 | -92 | -118 | -147 | 非流动资产 | 703 | 693 | 652 | 828 | 907 | 976 |
| %销售收入 | 10.0% | 11.5% | 9.9% | 9.9% | 10.0% | 10.1% | %总资产 | 66.2% | 67.7% | 66.8% | 69.1% | 66.7% | 64.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 116 | 82 | 81 | 84 | 110 | 139 | 资产总计 | 1,062 | 1,023 | 976 | 1,199 | 1,359 | 1,520 |
| %销售收入 | 11.8% | 9.8% | 9.2% | 9.0% | 9.3% | 9.6% | 短期借款 | 300 | 314 | 282 | 435 | 504 | 538 |
| 财务费用 | -35 | -29 | -23 | -25 | -33 | -36 | 应付款项 | 164 | 115 | 93 | 114 | 144 | 175 |
| %销售收入 | 3.5% | 3.5% | 2.6% | 2.7% | 2.8% | 2.5% | 其他流动负债 | 48 | 52 | 60 | 63 | 79 | 95 |
| 资产减值损失 | -2 | 1 | -3 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 513 | 482 | 434 | 612 | 727 | 808 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 173 | 118 | 98 | 98 | 98 | 99 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 32 | 48 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 718 | 648 | 567 | 745 | 860 | 942 |
| 营业利润 | 79 | 54 | 55 | 58 | 77 | 103 | 普通股股东权益 | 344 | 375 | 408 | 454 | 499 | 578 |
| 营业利润率 | 8.0% | 6.4% | 6.2% | 6.2% | 6.5% | 7.1% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 4 | 6 | 3 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 1,062 | 1,023 | 976 | 1,199 | 1,359 | 1,520 |
| 税前利润 | 83 | 60 | 58 | 61 | 80 | 106 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 8.5% | 7.1% | 6.5% | 6.6% | 6.7% | 7.3% | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 所得税 | -22 | -17 | -16 | -15 | -20 | -26 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 26.9% | 28.5% | 27.4% | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 每股收益 | 0.676 | 0.473 | 0.468 | 0.381 | 0.499 | 0.660 |
| 净利润 | 61 | 43 | 42 | 46 | 60 | 79 | 每股净资产 | 3.824 | 4.167 | 4.538 | 5.046 | 5.546 | 6.425 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 1.083 | 1.281 | 1.420 | 1.562 | 1.905 | 2.253 |
| 归属于母公司的净利润 | 61 | 43 | 42 | 45.75 | 59.83 | 79.18 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 6.2% | 5.1% | 4.7% | 4.9% | 5.1% | 5.5% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 17.68% | 11.35% | 10.31% | 10.07% | 11.99% | 13.69% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 5.73% | 4.16% | 4.32% | 3.82% | 4.40% | 5.21% |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 投入资本收益率 | 10.36% | 7.26% | 7.50% | 6.36% | 7.48% | 8.57% |
| 净利润 | 61 | 43 | 42 | 46 | 60 | 79 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | -2.10% | -14.69% | 6.31% | 4.29% | 27.57% | 22.61% |
| 非现金支出 | 44 | 47 | 52 | 68 | 82 | 91 | EBIT 增长率 | 7.07% | -29.29% | -0.65% | 2.73% | 31.35% | 26.37% |
| 非经营收益 | 36 | 30 | 24 | 26 | 34 | 38 | 净利润增长率 | -7.95% | -30.02% | -1.09% | 8.63% | 30.77% | 32.34% |
| 营运资金变动 | -44 | -4 | 10 | 1 | -4 | -5 | 总资产增长率 | 17.66% | -3.63% | -4.67% | 22.93% | 13.35% | 11.82% |
| 经营活动现金净流 | 97 | 115 | 128 | 141 | 171 | 203 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -113 | -48 | -18 | -241 | -157 | -157 | 应收账款周转天数 | 15.6 | 21.0 | 19.1 | 19.0 | 19.5 | 20.0 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 53.1 | 61.0 | 51.1 | 65.0 | 65.0 | 65.0 |
| 其他 | 0 | 17 | 3 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 66.8 | 65.5 | 40.4 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 投资活动现金净流 | -113 | -31 | -15 | -241 | -157 | -157 | 固定资产周转天数 | 195.8 | 219.6 | 192.5 | 242.0 | 199.4 | 168.2 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | -15 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 74 | -10 | -36 | 153 | 69 | 34 | 净负债/股东权益 | 87.57% | 66.86% | 53.54% | 76.67% | 77.27% | 65.85% |
| 其他 | -57 | -59 | -67 | -29 | -37 | -41 | EBIT 利息保障倍数 | 3.3 | 2.8 | 3.5 | 3.3 | 3.3 | 3.8 |
| 筹资活动现金净流 | 16 | -70 | -103 | 125 | 18 | -7 | 资产负债率 | 67.58% | 63.34% | 58.14% | 62.13% | 63.28% | 61.95% |
| 现金净流量 | 1 | 14 | 10 | 24 | 32 | 39 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD