



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

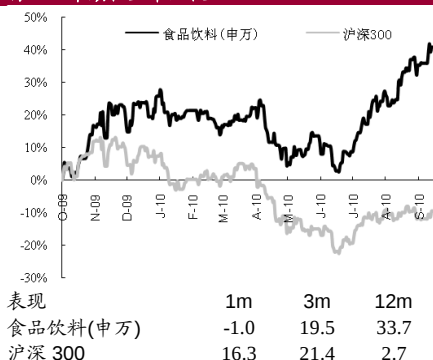
食品饮料
Food & Drink

2010 年 10 月 16 日

发行概况

发行价格(元)	——
发行股数(万股)	2600
发行后总股本(万股)	10400
发行方式	网下收购+网上申购
主承销商	国信证券
行业	食品饮料
大股东	林平涛
公司网址	www.Jialong88.com

行业一年期收益率比较



相关报告

黄黎明
+86 755 21515595
Huangliming@jyzq.cn

执业证书编号:
黄黎明: S0340208070036

佳隆股份 (002495)

——技术基础扎实，营销能力出众

投资评级: 无评级

赢利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	235	274	323	475
主营收入增长率(%)	32.9%	16.6%	18.0%	47.2%
归母公司净利(百万元)	57	61	79	119
净利润增长率(%)	37.2%	6.3%	29.4%	52.0%
每股收益(元)	0.55	0.58	0.76	1.15
每股净资产(元)	1.79	9.17	9.70	10.51
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 金元证券研究所

- **鸡精、鸡粉: 小产品, 大市场。**鸡精、鸡粉是传统鲜味料味精的升级产品, 在欧美等发达国家, 鸡精、鸡粉产品的消费量已占鲜味调味品总量的 80%以上, 我国尚不足10%。中国调味品协会预计未来3-5年年复合增长率可达25%。
- **拥有核心技术, 盈利能力稳定。**公司是国内极少数实现鸡膏等关键半成品自产自给的企业之一, 有自己的独家配方, 有较强的成本控制 and 转嫁能力, 毛利率也保持稳定。
- **竞争差异化、销售扁平化。**尽管在鸡精、鸡粉市场份额远低于太太乐和家乐, 但是公司实施差异化策略: 产品定价——主攻 12-20 元/公斤价格区间和中档餐饮市场; 市场——主攻华中、华北、东北和华南。

并且实施扁平化的销售模式, 深耕二三线城市。截至 2010 年 6 月末, 组建了 55 家营销分支机构, 668 家一级经销商 (2006 年 88 家)。公司计划在 3-5 年内, 一级经销商达 1500 家, 并开发试点潜力较大的家庭消费市场。

- **募投项目有望初步缓解产能瓶颈。**募投项目主要投向: 2万吨鸡精鸡粉项目、技术研发中心和营销网络建设。将使公司的产能由目前的1.2万吨提高至3.2万吨, 初步缓解产能瓶颈, 预计11年底完工。
- **盈利预测及估值探讨。**预计2010~2012年的每股收益分别为0.58元、0.76元和1.15元。

鸡精、鸡粉行业属于新兴的调味品行业, 成长性要好于传统品种, 而且佳隆营销能力出众, 未来高增长可期, 给与 11 年 30X~35X 的市盈率较为合理, 对应的价值区间为 22.8 元~26.6 元。

风险提示: 市场竞争激烈、原材料波动等等。

公司背景简介

佳隆食品的主要产品包括鸡精、鸡粉、鸡汁、吉士粉等等，以 2010 年上半年为例，鸡粉和鸡精收入占比分别约 58% 和 18.57%。（在实际用途、成份以及工艺上，鸡粉和鸡粉差别不大，可以归为一类产品）

佳隆食品股份公司起源于 1984 年成立的佳隆副食厂，实际控制人林平涛也是公司的创立者，发行前其家族实际控股比例合计为 83.33%。

表 1: 发行前后公司股权结构

名称	发行前股本		发行后股本	
	股数(万股)	比例	股数(万股)	比例
林平涛	2,250.3975	28.85%	2,250.3975	21.64%
林长浩	1,091.3955	13.99%	1,091.3955	10.49%
林长青	1,086.6245	13.93%	1,086.6245	10.45%
林长春	1,060.8390	13.60%	1,060.8390	10.20%
许巧婵	1,010.7435	12.96%	1,010.7435	9.72%
国信弘盛	500.00	6.41%	240.00	2.31%
社保基金会	—	—	260.00	2.50%
创发实业	350.00	4.49%	350.00	3.37%
陈泳洪	250.00	3.21%	250.00	2.40%
陆擎	200.00	2.56%	200.00	1.92%
本次发行的股份	—	—	2,600.00	25.00%
合 计	7,800.00	100.00%	10,400.00	100.00%

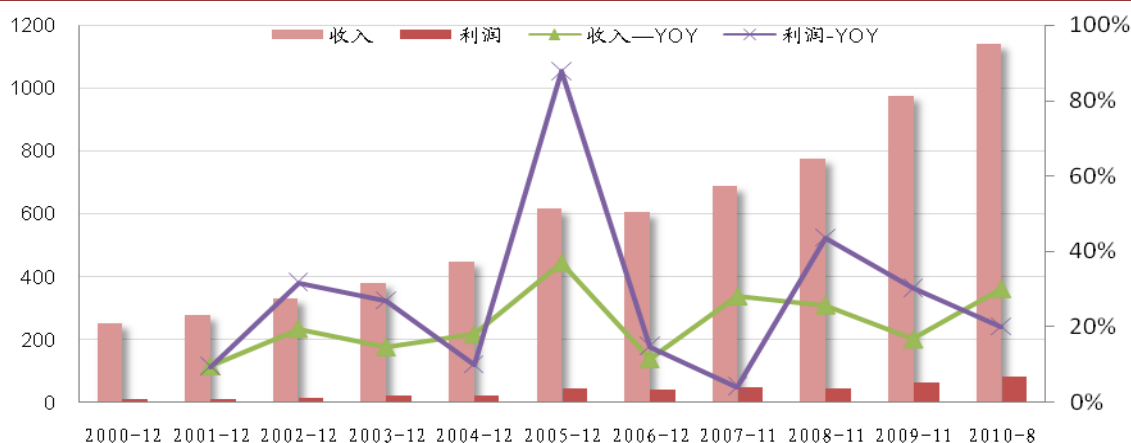
资料来源：公司公告

鸡精、鸡粉：小产品，大市场

■ 调味品行业持续高增长

调味品是指在烹调食品的过程中所添加的，能使食品产生独特色、香、味等特性，或改良食品品质结构、提高食品营养价值的食物辅助材料，主要有酱油、食醋、味精、酱类产品。

图 1: 近 10 年我国调味品收入和利润增速（亿元，%）



资料来源：WIND 资讯

改革开放初期，我国调味品主要为酱油、醋、味精及天然香辛料等简单调味品，品种较为初级、单一；生产企业多、散、小。随着居民收入水平的提高、健康消费观念的形成，调味品行业朝着品种多样化、复合方便化、营养健康化方向迈进，行业集中度不断提高，产品不断升级。

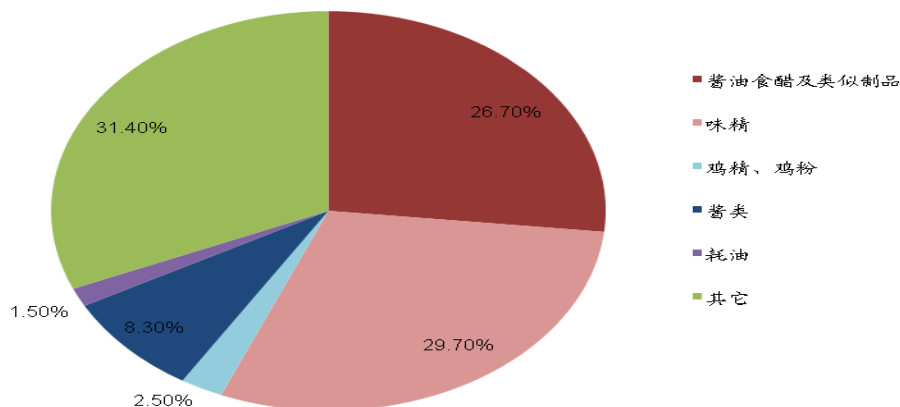
2010 年前 8 个月，我国调味品行业收入规模已达 1139 亿元，是 2000 年的全年 252 亿元的 4.52 倍，年均收入增速约 20%。

■ 鸡精、鸡粉：小产品，大市场

鸡精、鸡粉属于新型调味产品，是传统鲜味调味料味精的升级产品。在鲜味度较味精更高的基础上，以鸡肉等为核心原材料，增添了鸡肉的天然鲜香味，具有更为健康、天然、营养的优势。

中国调味品协会显示，在欧美等发达国家，鸡精、鸡粉产品的消费量已占鲜味调味品总量的 80% 以上，而我国的消费比例截至 2008 年底尚不足 10%。作为第三代鲜味调味品的鸡精、鸡粉产品，未来市场发展空间的广阔。

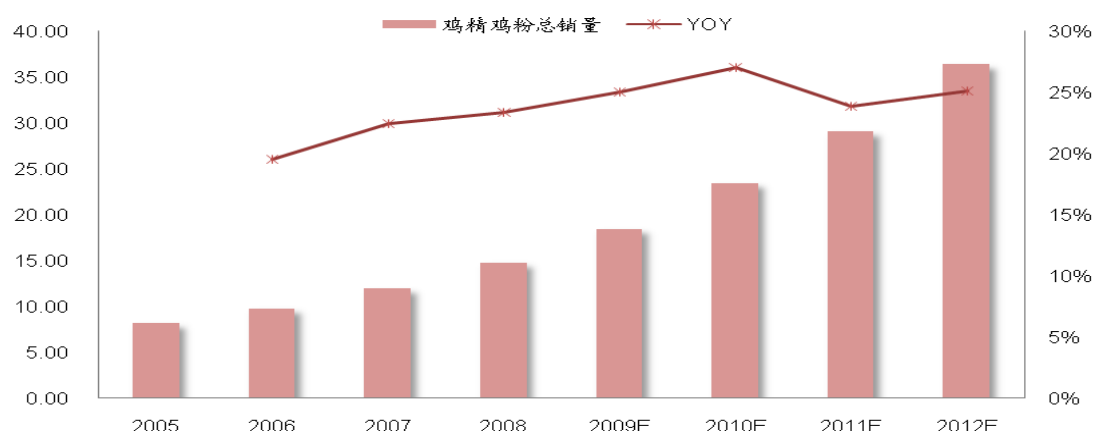
图 2：2008 年我国主要调味品收入比重（%）



资料来源：公司公告

根据中国调味品协会数据显示，2008 年度我国鸡精、鸡粉总销售量约为 14.8 万吨，其中鸡粉市场销售量约为 4.3 万吨。预计到 2012 年，达到约 36.4 万吨，年复合增长率约为 25% 左右，未来 3-5 年潜在市场空间 50 ~ 60 万吨。

图 3：我国鸡精、鸡粉销量及增速（万吨，%）



资料来源：公司公告

表 2: 鸡精、鸡粉与味精比较

对比项目	鸡精、鸡粉	味精
鲜度	相对较高	相对较低
成分	主要成分为鸡肉、鸡骨粉或其浓缩抽提物、食用盐、味精、呈味核苷酸钠及其它辅料等（属于复合调味品）	主要成分为谷氨酸钠（C5H8NO4Na）
口感	口感协调性好，具有鸡肉的鲜香味	口感相对单一
营养	含氨基酸、蛋白质及部分矿物质元素	无

资料来源：公司公告

公司竞争优势分析

■ 拥有核心技术，盈利能力稳定

董事长林平涛本身是公司的核心技术人员，公司系统地掌握了鸡精、鸡粉生产的各项核心技术，并拥有难以复制的独特配方，是国内极少数实现鸡膏等关键半成品自产自给的企业之一，有较强的成本控制能力。同时，由于市场对鸡精、鸡粉的价格敏感性很低，公司可以通过调整产品售价来维持稳定的盈利能力。

鸡粉、鸡精的生产成本构成如下图，其中，味精、鸡肉类以及 I+G 是主要原材料；从近三年公司吨成本和吨价格看，二者变动基本一致，毛利率也保持稳定。

图 4: 鸡粉生产成本构成（2010H1，%）

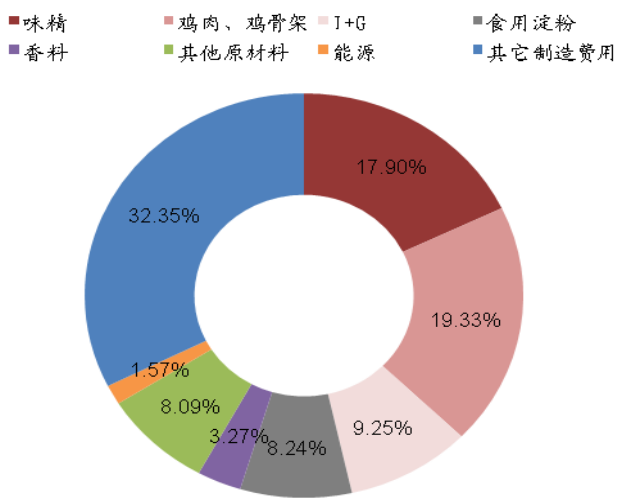
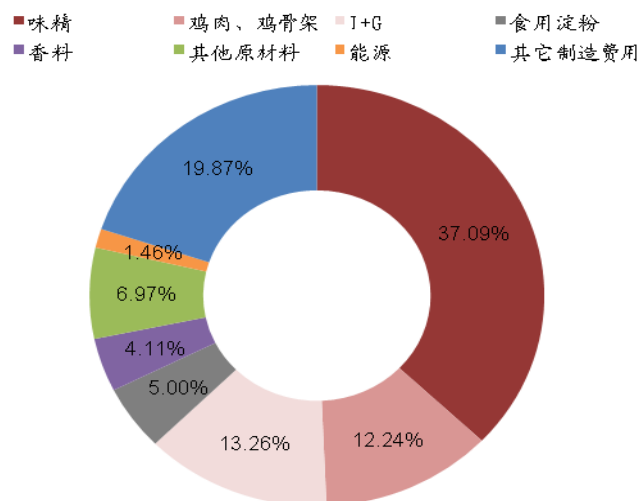
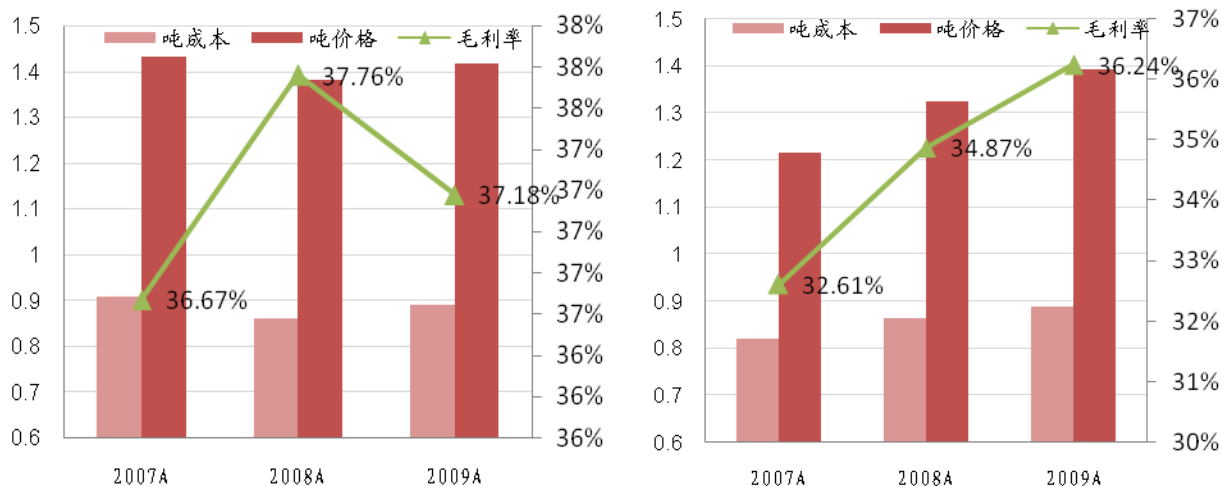


图 5: 鸡精生产成本构成（2010H1，%）



资料来源：公司公告

图 6: 鸡粉吨成本、价格及毛利率 (万吨, %) 图 7: 鸡精吨成本、价格及毛利率 (万吨, %)



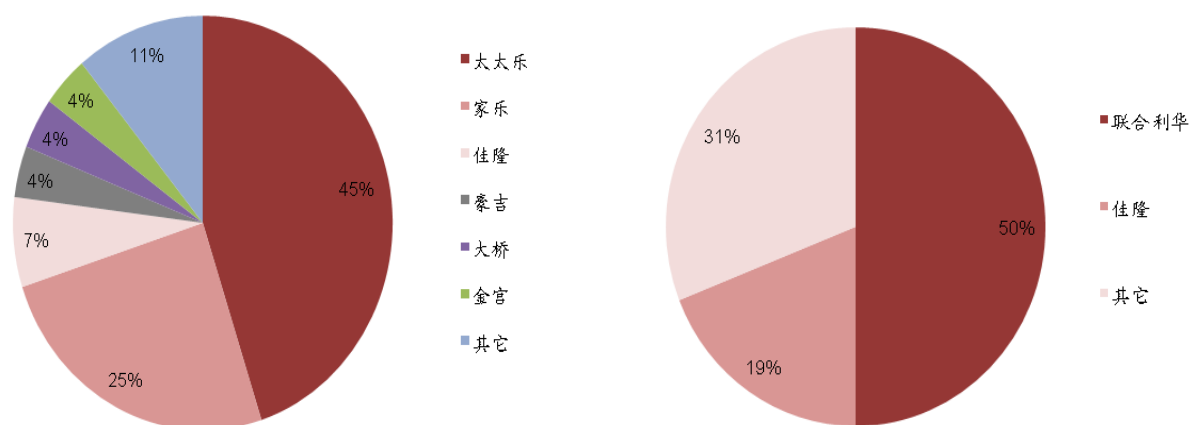
资料来源: 公司公告

■ 产品和市场定位差异化

目前, 鸡精、鸡粉的行业集中度较高, 前三位销量合计占比约 77% (2008 年), 其中, 雀巢旗下的太太乐和联合利华旗下的家乐规模优势明显, 佳隆排名第三, 但占比仅为 7%, 与前两位差距较大。公司优势产品鸡粉仅次于家乐鸡粉, 全国排名第二, 市场占有率达 19%。

尽管从目前的市场地位来看, 公司并无明显优势, 但是由于鸡精、鸡粉行业还处于起步阶段, 市场空间较大, 而且公司采取差异化竞争策略, 实际竞争并不激烈。

图 8: 2008 年我国鸡精鸡粉销量市场份额 (%) 图 9: 2008 年鸡粉销量占比 (%)



资料来源: 公司公告

◇ 产品定位差异化

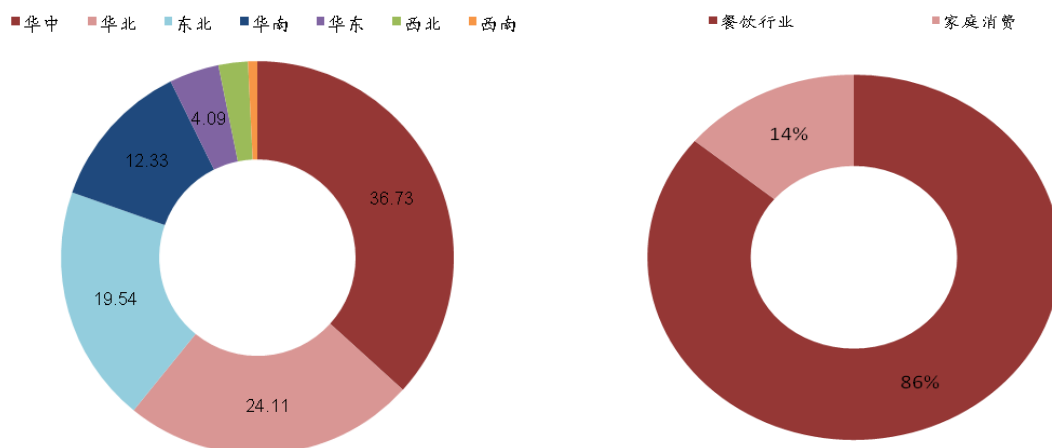
餐饮行业是我国鸡精、鸡粉消费的最主要渠道 (2008 年 69%), 其中, 中档餐饮业消费整个餐饮行业消费量的 50% 左右。公司分析, 认

为餐饮客户偏好价格主要介于 12-20 元/千克之间，约占总需求的 60% 左右，因此公司产品定位上实行差异化策略，目前在华中、华北、东北等优势区域的中高档餐饮市场占有率高达 70%。

◇ 市场差异化

为避开强势竞争对手，公司将重点市场放在华中、华北、东北和华南二三线城市，合计占比 92.71%，华东、西南占比极小。

图 10: 2008 年我国主要调味品收入比重 (%) 图 11: 佳隆销售渠道结构



资料来源: 公司公告

■ 销售扁平化、市场细分化

2006 年起，公司以河南省为试点，开始进行经销模式改革，实施营销渠道下沉战略，逐步改革原有省级总经销制度，将原来二、三级分销商升级为直接客户。

截至 2010 年 6 月末，公司营销网络已覆盖中国大陆除西藏外的所有省、自治区和直辖市，组建了 55 家营销分支机构，668 家一级经销商 (2006 年 88 家)，6000 家分销商，餐饮终端 10 万家。公司计划在 3-5 年内，一级经销商达 1500 家，市场人员 6000 人，餐饮终端 35 万家，并开发试点家庭消费市场，力争在 3-5 年内使家庭消费领域的销售比例达到 25% 左右。

募投项目分析

本次 IPO 公司拟发行 2600 万股，发行后总股本 10400 万股，发行募集资金主要用于以下三个项目。

表 3: 佳隆 IPO 募投项目

投资项目	投资总额	建设期	正常年收入	税后投资利润率(%)
2万吨鸡精、鸡粉项目	17837.2	1年	2.772亿元	27.73%
技术研发中心项目	3278.4	1年	—	—
市场营销网络项目	2771.9	1年	—	—
合计	23887.5	—	2.772亿元	

资料来源: 公司公告

图 12: 鸡粉产能、产量及销量(吨)

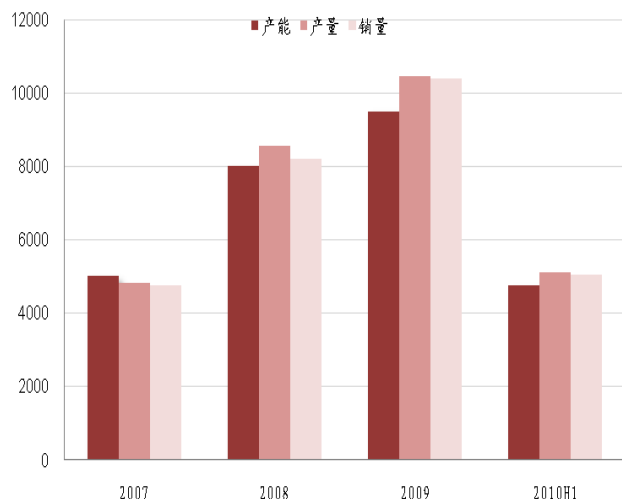
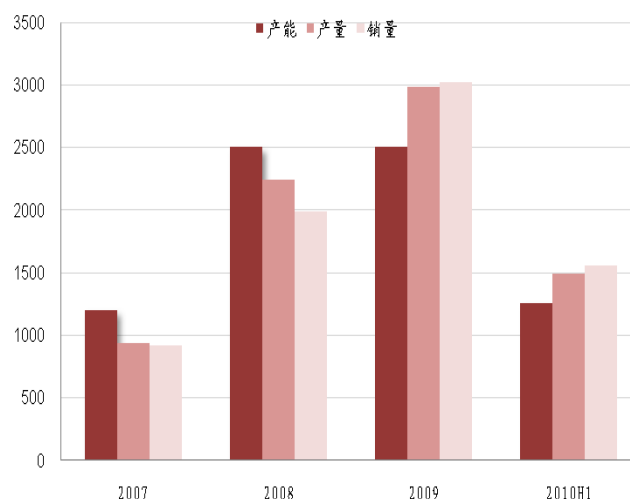


图 13: 鸡精产能、产量及销量(吨)



资料来源: 公司公告

近几年,公司的现有产能明显跟不上实际产销的快速增长步伐,处于超负荷生产状态,募投项目将使公司的产能由目前的1.2万吨提高至3.2万吨,初步缓解产能瓶颈。

其中,研发中心和营销网络主要是2万吨鸡精鸡粉项目的配套项目。鸡精鸡粉项目建成后第一年达产70%,第二年达产100%,达产后将年产8000吨鸡精产品和12000吨鸡粉产品。

盈利预测及投估值探讨

■ 盈利预测假设

目前公司鸡精、鸡粉产能基本达到饱和,由于产能瓶颈,预计今明两年二者增速大幅放缓。待募投项目2011年底完工后,2012年鸡粉、鸡精销量分别大幅增长约45%和65%;其它产品销量基本保持20%左右增速。

鸡精、鸡粉毛利率基本维持在36%~37%,综合毛利率基本稳定。

表 4: 主要盈利预测假设

产品分类	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
鸡粉						
销售收入(百万)	68.33	113.55	147.35	159.67	181.78	272.81
YOY(%)		66.18%	29.77%	8.36%	13.85%	50.08%
销售量(吨)	4770.00	8211.00	10405.00	10925.25	12017.78	17425.77

毛利率 (%)	36.67%	37.76%	37.18%	36.39%	36.70%	37.00%
鸡精						
销售收入 (百万)	11.19	26.32	42.06	49.97	58.20	98.92
YOY (%)		135.29%	59.78%	18.80%	16.48%	69.95%
销售量 (吨)	921.00	1986.00	3023.00	3325.30	3724.34	6145.15
YOY (%)		115.64%	52.22%	10.00%	12.00%	65.00%
毛利率 (%)	32.61%	34.87%	36.24%	37.30%	37.00%	36.70%
其它						
销售收入 (百万)	16.14	31.33	45.21	64.01	82.96	103.77
YOY (%)		94.15%	44.29%	41.60%	29.60%	25.08%
销售量 (吨)	2367.00	3156.00	5573.00	6576.14	7891.37	9311.81
毛利率 (%)	30.06%	37.65%	37.85%	36.30%	35.71%	35.10%
销售收入合计(百万)	95.65	171.20	234.62	273.65	322.95	475.49
销售收入同比增长 (%)		78.98%	37.04%	16.64%	18.01%	47.24%
销售成本合计 (百万)	62.10	107.35	147.48	173.67	205.08	301.83
销售成本同比增长 (%)		72.87%	37.38%	17.76%	18.08%	47.18%
销售量合计(吨)	8058.00	13353.00	19001.00	20826.69	23633.48	32882.74
销售量同比增长 (%)		65.71%	42.30%	9.61%	13.48%	39.14%
综合毛利率 (%)	35.08%	37.30%	37.14%	36.53%	36.50%	36.52%

资料来源: 金元证券研究所

■ 盈利预测及估值

根据以上假设, 预计 2010~2012 年的每股收益分别为 0.58 元、0.76 元和 1.15 元。

目前, 食品饮料行业对应 10 年和 11 年的平均动态市盈率分别为 34.07X 和 27.68X。其中, 主要食品配料公司由于所处细分行业不同, 估值参差不齐。不过, 我们认为, 鸡精、鸡粉行业属于新兴的调味品行业, 成长性要好于传统品种, 而且佳隆营销能力出众, 未来高增长可期, 给与 11 年 30X 和 35X 的市盈率较为合理, 对应的价值区间为 22.8 元~26.6 元。

风险提示: 市场竞争激烈、原材料波动等等。

表 5: 重点调味品公司及食品饮料行业估值比较 (截止日 10 月 15 日)

股票名称	股价	每股收益 (元)			市盈率		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
安琪酵母	35.92	0.69	1.05	1.40	52.30	34.21	25.66
保龄宝	24.25	0.38	0.50	0.80	64.22	48.50	30.31
恒顺醋业	16.25	0.24	0.35	0.45	66.71	46.43	36.11
星湖科技	12.44	0.43	0.64	0.70	28.87	19.44	17.77
均值					53.02	37.14	27.46
食品行业均值					47.29	34.07	27.68

资料来源: WIND 资讯, 金元证券研究所

附表: 盈利预测表

利润表:

现金流量表:

科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	235	274	323	475	净利润	57	61	79	119
营业成本	147	174	205	302	折旧与摊销	6	5	10	12
营业税金及附加	1	1	2	2	财务支出	1	0	0	0
销售费用	12	14	17	24	投资损失	0	0	0	0
管理费用	13	14	16	24	净营运资本变动	-21	2	-11	-36
财务费用	1	-1	-8	-16	经营性现金流	44	68	77	96
资产减值损失	1	0	0	0	资本支出	-29	-100	-50	-20
其他经营收益	0	0	0	0	其它投资	0	0	0	0
营业利润	59	71	92	139	投资性现金流	-29	-100	-50	-20
利润总额	67	71	92	139	股权融资	31	725	0	0
减 所得税	9	10	13	20	债券融资	20	-20	0	0
净利润	57	61	79	119	股利分配及其它	-38	-19	-24	-36
少数股东损益	0	0	0	0	筹资性现金流	13	687	-24	-36
归母公司净利润	57	61	79	119	货币资金变动	28	655	4	40
资产负债表:					主要财务比率:				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	51	706	709	749	成长能力 (YOY)				
应收账款	40	41	48	71	营业收入	32.9%	16.6%	18.0%	47.2%
预付账款	19	23	27	39	营业利润	38%	20.4%	29.4%	52.0%
存货	35	31	37	54	归母公司净利润	37.2%	6.3%	29.4%	52.0%
其它	4	1	2	2	盈利能力				
流动资产合计	149	802	823	916	销售毛利率	37.1%	36.5%	36.5%	36.5%
长期股权投资	0	0	0	0	销售净利率	24.3%	22.2%	24.3%	25.1%
固定资产合计	59	64	155	194	ROE	30.7%	6.4%	7.8%	10.9%
长期待摊费用	0	0	0	0	ROIC	31.0%	29.4%	7.4%	8.3%
其它	28	119	68	38	偿债能力				
非流动资产合计	88	183	223	231	资产负债率	21.2%	3.1%	3.5%	4.8%
资产总计	236	985	1,046	1,148	流动比率	2.96	26.11	22.23	16.69
短期借款	20	0	0	0	速动比率	2.27	25.09	21.24	15.70
应付账款	22	21	25	36	营运能力 (次)				
预收款项	1	1	2	2	资产周转率	1.14	0.45	0.32	0.43
其它	7	9	11	16	存货周转率	5.56	5.25	6.02	6.62
流动负债合计	50	31	37	55	应收账款周转率	6.69	6.73	7.22	7.94
长期借款	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其它	0	0	0	0	每股收益	0.55	0.58	0.76	1.15
非流动负债合计	0	0	0	0	每股经营现金流	0.42	0.65	0.74	0.92
负债合计	50	31	37	55	每股净资产	1.79	9.17	9.70	10.51
实收资本	78	104	104	104	每股股利	0.00	0.18	0.23	0.34
资本公积	30	729	729	729	估值指标 (倍)				
留存收益及其它	79	121	176	260	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	186	954	1,009	1,093	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和权益总计	236	985	1,046	1,148	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.