

佳隆股份 (002495)

营销能力优异的本土企业

合理价值区间

30.5-34.8

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001

021-68498639 hongting@lhqz.com

逄海燕

SAC 执业证书编号:S1000210080005

021-68498637 luhay@lhqz.com

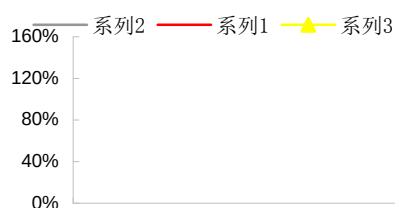
相关研究

基础数据

总股本(百万股)	78.00
流通A股(百万股)	0.00
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	0.00

- **家族控制的鸡精、鸡粉企业。**公司成立于2001年，主营鸡粉、鸡精生产，综合市场占有率7%，其中，鸡粉市场占有率19%。公司参与了鸡粉、鸡精行业标准起草工作，核心技术优势明显。此次发行2600万股，发行后总股本10400万股，公司实际控制人林平涛家族，发行后持股比例62.5%。
- **鸡精、鸡粉行业成长空间广阔。**得益于餐饮行业的快速发展，我国调味品行业收入增速很快，产品精细化和复合调料是调味品行业趋势。鸡精、鸡粉口感营养明显优于味精，未来将逐渐替代味精，发展空间巨大。鸡精、鸡粉历年销量增速高于调味品行业平均水平，也充分证明了这点。
- **营销能力优异的本土企业龙头。**公司收入、利润快速增长，我们认为，除了鸡精、鸡粉隶属朝阳行业以外，更主要是公司优秀的市场营销能力带来的。1) 精准的差异化市场定位，公司市场调研后，结合自身条件和行业竞争现状，精准定位于空间巨大的二、三城市中档餐饮市场；2) 超前的渠道布局眼光，公司从2006年起即实行渠道下沉，大幅增加经销商数量，以全面有效的控制餐饮终端，形成强大的渠道壁垒。精准市场定位和渠道扁平化背后的是不断扩张的营销人员和严格的市场反馈制度，公司每周市场信息汇总报告，使其培养出灵敏的市场嗅觉。
- **募集资金项目。**公司此次募集资金约2.4亿元，用于新建产能、技术研发中心建设、营销网络建设。公司现有产能1.2万吨，产能利用率超过100%，募投项目达产后，产能从1.2万吨增加至3.2万吨。
- **盈利预测与投资建议。**我们判断公司销量增速略高于行业平均水平、优秀的营销水平能消化新增产能、具有一定的成本转嫁能力。在此基础上，假设销售平稳增长，毛利率稳中有升。我们预计2010-2012年摊薄后每股收益0.68、0.87、1.10元，参考调味品行业平均市盈率，以及公司优异的营销能力，给予2011年公司35-40倍市盈率，合理价值在30.5-34.8元。

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	234.6	127.1	272.8	331.6	406.3
(+/-%)	32.9	0.0	16.3	21.5	22.5
归属母公司净利润(百万元)	57.1	26.3	71.0	90.8	114.4
(+/-%)	37.2	0.0	24.3	28.0	26.0
EPS(元)	0.73	0.34	0.68	0.87	1.10
P/E(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

一、家族控制的鸡精、鸡粉企业

公司成立于 2001 年，前身是董事长林平涛先生 1984 年成立的佳隆副食厂，1993 年演变为罐头食品公司。公司主导产品为鸡粉、鸡精，上述两种产品合计销售收入占比 76.5%。其中，鸡粉销售收入占比 57.9%，占据主导地位。

公司先后参与了我国《鸡精调味料行业标准》、《鸡粉调味料行业标准》、《鸡汁调味料行业标准》的起草工作。公司核心技术优势明显，开发出国内唯一、国际领先的“浓缩鸡粉及制作工艺”发明专利，以及填补国内空白的“酵母抽提物与鲜鸡肉粉热反应增香技术”。

林平涛家族是公司的实际控制人，持股比例 83.3%，发行后持股比例下降为 62.5%。发行前公司总股本 7800 万股，此次拟发行 2600 万股，发行后总股本 10400 万股。

表 1 公司发行后股权结构

股东及高管名称	职务	持股数（万股）	占比
林平涛	董事长	2250	21.6%
许巧婵	副董事长	1011	9.7%
林长春	董事、总经理	1061	10.2%
林长浩	董事、副总经理、生产总监	1091	10.5%
李青广	董事、营销总监		
陈鸿鑫	董事、生产部长		
林长青	监事会主席	1087	10.4%
赖庆好	财务总监		
翁明辉	技术总监		
王钰明	董事会秘书		

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

二、鸡精、鸡粉行业市场前景广阔

精细化、复合调味品是发展趋势

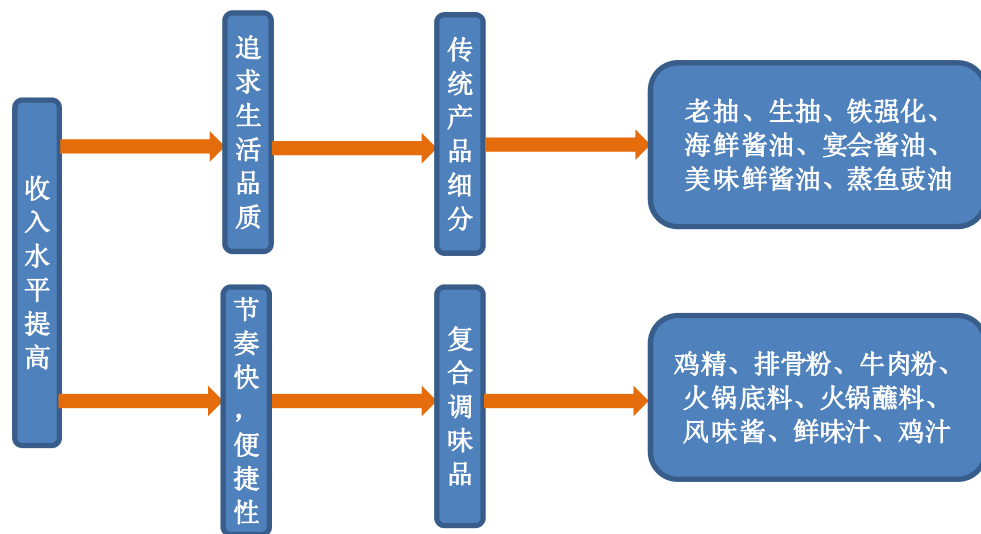
我国调味品的发展大致分为三个阶段：传统调味品、高浓度（新颖）调味品、复合调味品。随着人们生活水平的提高，健康意识和便捷性要求增强，精细化、复合调味品成发展趋势。

表 2 我国调味品发展阶段

发展阶段	类型	产品举例
第一阶段	传统调味品	酱油、食醋、味精、腐乳、八角
第二阶段	高浓度产品	超鲜味精、食用香精、酵母抽提物
第三阶段	复合调味品	鸡精、鸡粉、牛肉粉、鲜味汁

资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

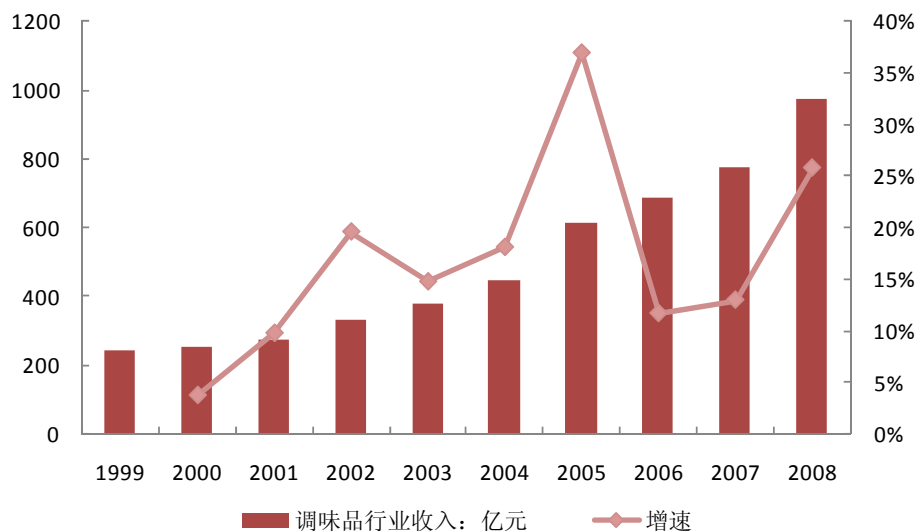
图 1 调味品行业发展驱动力



资料来源：华泰联合证券研究所整理

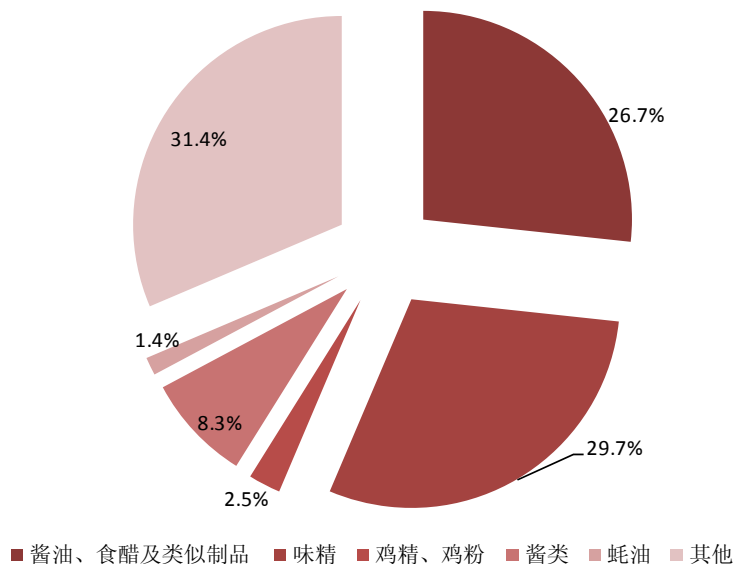
我国调味品行业增长较快，近几年增速均在 20% 左右，餐饮市场快速发展为调味品提供广阔空间。我国调味品种类较多，销量、收入位居前列的是味精、酱油、醋、香辛调味料和酱。鸡精、鸡粉的出现时间相对较短，目前占比不大。

图 2 调味品行业收入及增速



资料来源：中国调味品协会，华泰联合证券研究所整理

图 3 2008 年度我国调味品行业应用领域比重统计



资料来源：中国调味品协会、华泰联合证券研究所整理

鸡精、鸡粉口感营养优势明显

鸡精、鸡粉面市时间不长，一线城市普及率较高，但很多二三线市场仍处于导入期。作为鲜味剂，鸡精、鸡粉在口感、营养健康等方面，明显高于味精，产品竞争力强劲。

表 3 鸡精、鸡粉与味精的比较

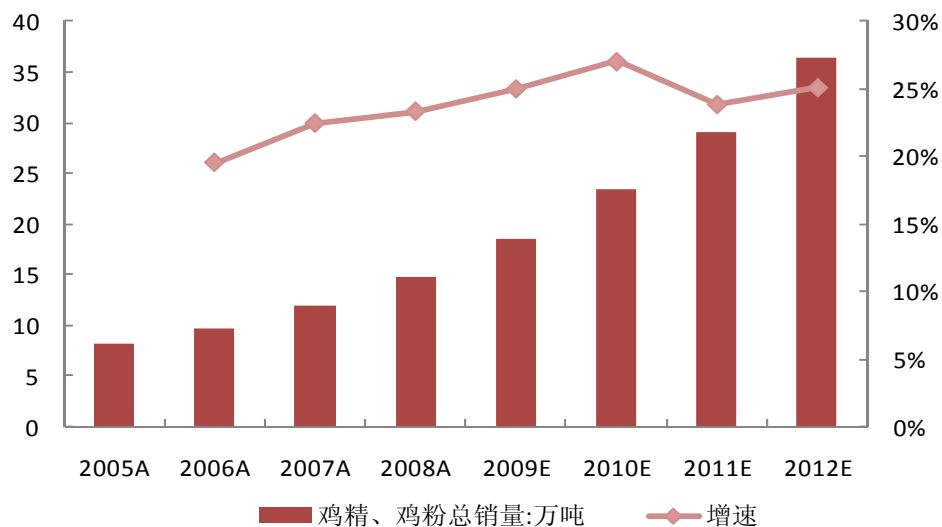
对比项目	鸡精、鸡粉	味精
鲜度	相对较高	相对较低
成分	主要成分为鸡肉、鸡骨粉或其浓缩抽提物、食用盐、味精、呈味核苷酸钠及其他辅料等（属于复合调味品）	主要成分为谷氨酸钠
口感	口感协调性好，具有鸡肉的鲜香味	口感相对单一
营养	含有氨基酸、蛋白质及部分矿物质元素	无

资料来源：招股说明书、华泰联合研究所整理

饮食结构、饮食习惯，更多是生活水平提高和健康意识增强的反映。在此背景下，鸡粉、鸡精作为复合调味料的典型代表，再加上鲜味作用的基本功能，替代或者补充味精的趋势显而易见。

参考发达国家鲜味剂市场，其鸡精、鸡粉占比高达 80%。而我国鸡精、鸡粉消费占比不到 10%，未来逐步替代味精的话，发展空间广阔。近几年，鸡精、鸡粉行业销量增长很快，也充分证明了这点。

图 4 鸡精、鸡粉行业销量及增速 单位：万吨

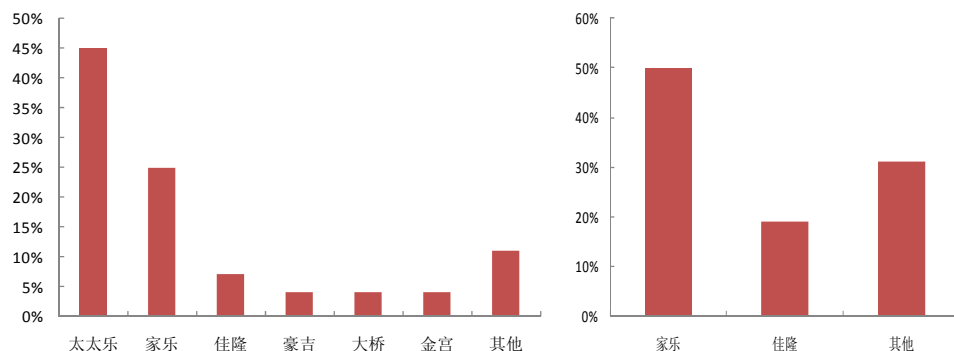


资料来源：中国调味品协会、华泰联合证券研究所整理

鸡精、鸡粉行业集中度高

根据调味品协会报告，2008 年公司鸡粉、鸡精的综合市场占有率达 7%，优势产品鸡粉销量全国第二，市场占有率达 19%。外资巨头抢占了大部分市场份额，本土大型厂商凭借差异化市场定位和渠道覆盖能力，在二、三线城市及农村市场占据一定市场份额并具有较强的竞争优势。其他地方小型厂商，主要专注周边市场，生存空间有限。

图 5 我国鸡精、鸡粉行业各品牌市场份额



资料来源：中国调味品协会、招股说明书、华泰联合证券研究所整理

表 4 鸡精、鸡粉各类厂商比较

企业类型	具体企业	品牌	特点	目标市场
外资企业	雀巢、联合利华	太太乐、豪吉、美极、家乐	资金、营销、品牌优势	一线城市家庭市场
本土大企业	佳隆、武汉亚太、四川金宫	佳隆、大桥、金宫	差异化市场竞争、渠道优势	二三线城市及农村市场
地方小企业	口感协调性好, 具有鸡肉的鲜香味		低端产品、低廉价格	周边区域市场

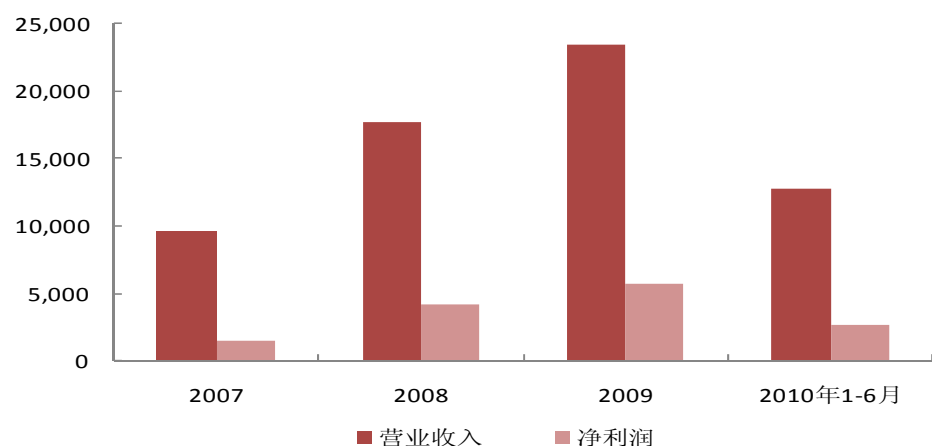
资料来源：招股说明书、华泰联合研究所整理

三、竞争优势明显的本土大型企业

营销能力优异

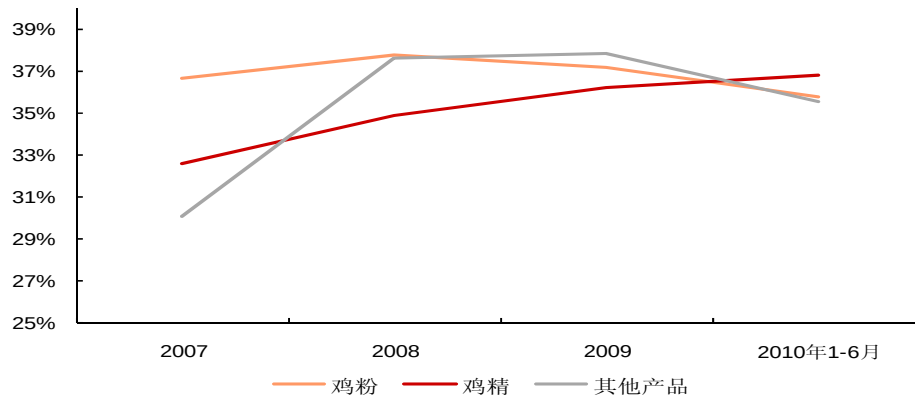
公司收入、利润快速增长，2007 年、2008 年甚至出现爆发式增长，2010 年上半年增速放缓，主要是产能瓶颈。我们认为，除了鸡精、鸡粉隶属朝阳行业以外，更主要是公司优秀的市场营销能力带来的。

1) 精准的差异化市场定位，公司市场调研后，结合自身条件和行业竞争现状，精准定位于空间巨大的二、三城市中档餐饮市场；2) 超前的渠道布局眼光，公司从 2006 年起即实行渠道下沉，大幅增加经销商数量，以全面有效的控制餐饮终端，形成强大的渠道壁垒。精准市场定位和渠道扁平化背后的是不断扩张的营销人员和严格的市场反馈制度，公司每周市场信息汇总报告，使其培养出灵敏的市场嗅觉。

图 6 公司历年收入、净利润 单位：万元


资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

图 7 公司分产品毛利率



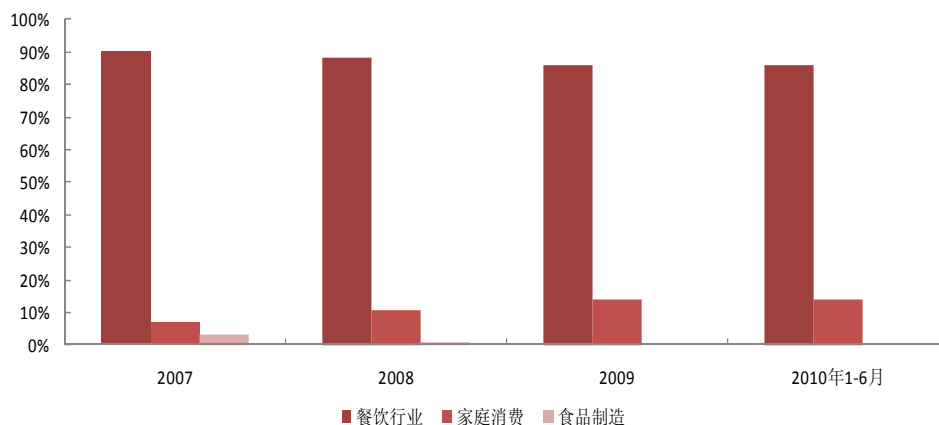
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

差异化定位抢占中档餐饮市场

根据调味品协会报告，我国鸡精、鸡粉市场集中在餐饮业，2008 年度，餐饮、家庭消费、食品制造领域采购量占比分别为 69%、27%和 4%，其中，中档餐饮业消费占整个餐饮行业消费量的 50%左右。

公司认为我国餐饮行业客户偏好价格主要介于 12-20 元/千克之间，此价格区间内市场需求约占总需求的 60%左右。公司产品更偏向于餐饮市场，2010 年上半年餐饮消费占比高达 86%，家庭消费占比 14%。

图 8 公司产品销售领域占比

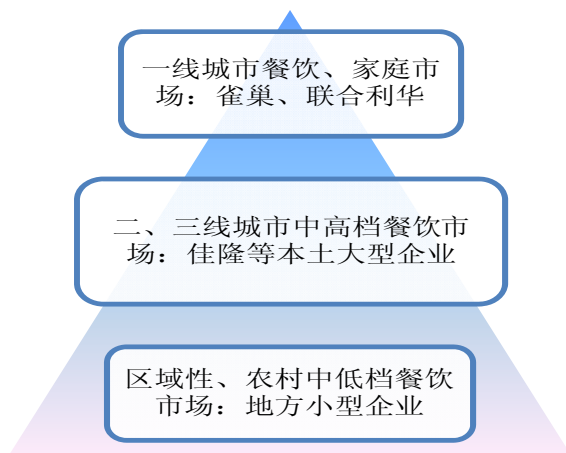


资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

公司定位于二三线城市的餐饮市场，坚持“中档价位、中高档品质”的定位，适应市场主流需求，实行差异化竞争。通过厨师协会、培训班、俱乐部、创新菜等，性价比优势明显的产品赢得了厨师的信赖，公司已在中高档餐饮行业领域占据较高的市场份额。

为开发细分市场，公司根据市场需求特点，开发出耐煎熬高级专用鸡粉、厨房（家用）专用鸡粉、烘烤型高级鸡粉和火锅专用鸡精等新型产品。以专业化产品绑定细分市场需求，一方面扩大了市场容量，另一方面形成了坚实的壁垒。

图 9 公司差异化市场定位



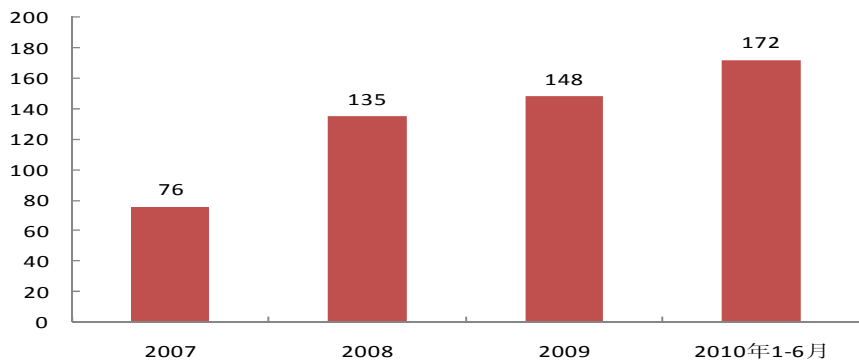
资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

渠道下沉控制餐饮终端

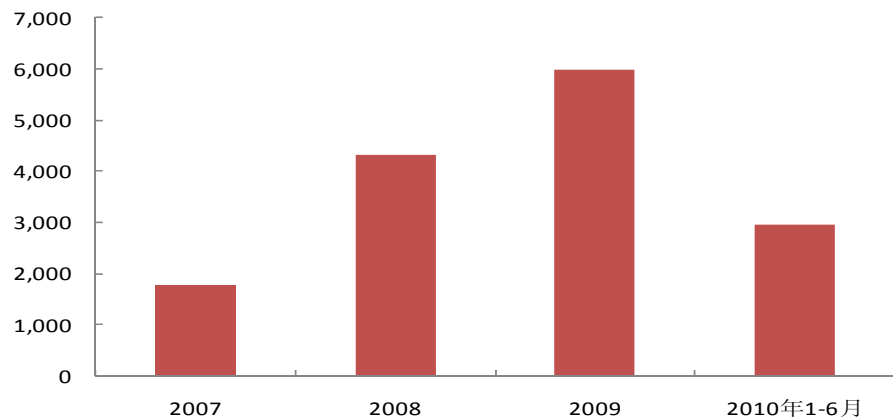
为全面控制市场，2004 年起公司开始探索经销模式改革，公司细化、扁平化运作市场，实行渠道下沉战略，不断增加经销商数量。一级经销商总数由 2006 年末的 88 家增加至 2010 年 6 月末的 668 家，未来三年计划扩张到 1500 家。市场人员数量急剧增加，餐饮终端计划从现在的 10 万家扩张到 35 万家。直销方面，公司与餐饮企业、食品制造企业等长期客户签订购销合同并直接供货，2010 年 1-6 月，公司直销客户达 39 家。

以渠道改革试点省份河南为例，2006 年公司实施渠道下沉战略，带来收入、利润大幅增长。2007 年，公司在全国范围内推行渠道下沉战略，形成了巨大的市、县级经销商网络，成效显著。未来公司将持续推进扁平化渠道，为鸡汁等新产品推广奠定基础，以此形成坚实的竞争壁垒。

图 10 河南历年经销商数量



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

图 11 河南历年营业收入 单位：万元


资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

四、募投项目解决产能瓶颈

公司此次募集资金接近 2.4 亿元，主要用于 2 万吨鸡精、鸡粉生产基地建设、技术研发中心建设和市场网络建设。

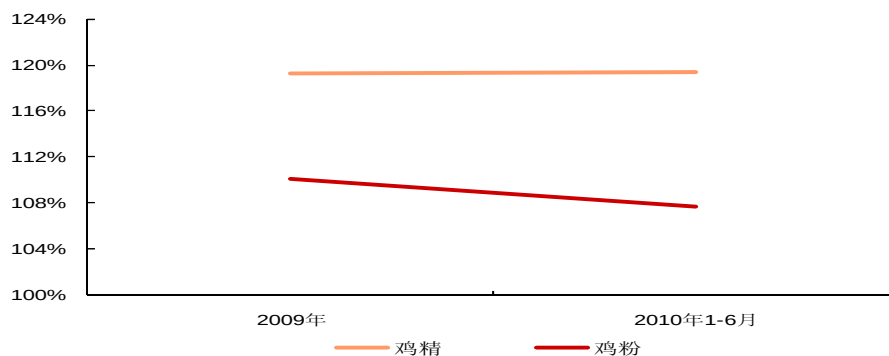
表 5 募投项目简介

项目名称	总投资（万元）	建设期
2 万吨鸡精、鸡粉生产基地建设	17837	1 年
技术研发中心建设	3278	1 年
市场营销网络建设	2772	1 年

资料来源：招股说明书、华泰联合研究所整理

公司现有产能 1.2 万吨，产能利用率超过 100%，募集资金投放后，产能达到 3.2 万吨，充分解决产能瓶颈。根据公司营销规划和销售预测，未来五年内，公司将扩张产能至 6 万吨。

图 12 公司鸡精、鸡粉产能利用率



资料来源：招股说明书、华泰联合证券研究所整理

五、盈利预测与投资建议

我们判断公司销量增速略高于行业平均水平、优秀的营销水平能消化新增产能、具有一定的成本转嫁能力。在此基础上，假设销售平稳增长，毛利率稳中有升。我们预计2010-2012年摊薄后每股收益0.68、0.87、1.10元，参考调味品行业平均市盈率，以及公司优异的营销能力，给予2011年公司35-40倍市盈率，合理价值在30.5-34.8元。

风险提示：

- 1) 食品安全风险；
- 2) 技术更新替代风险；
- 3) 市场拓展风险；

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	149	992	1165	1480	营业收入	235	273	332	406
现金	51	897	1050	1339	营业成本	147	172	208	254
应收账款	40	15	19	23	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	2	3	3	4	营业费用	12	14	16	17
预付账款	19	8	9	11	管理费用	13	14	15	16
存货	35	69	83	101	财务费用	1	-2	-6	-7
其他流动资产	2	1	1	1	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	88	804	1220	1517	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	59	547	907	1147	营业利润	59	74	97	124
无形资产	20	28	36	44	营业外收入	8	7	7	7
其他非流动资产	9	229	277	327	营业外支出	0	0	0	1
资产总计	236	1796	2386	2998	利润总额	67	81	104	131
流动负债	50	211	219	247	所得税	9	10	13	16
短期借款	20	10	10	20	净利润	57	71	91	114
应付账款	22	26	31	38	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	8	175	178	189	归属母公司净利润	57	71	91	114
非流动负债	0	22	22	22	EBITDA	65	91	135	181
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.68	0.87	1.10
其他非流动负债	0	22	22	22					
负债合计	50	233	242	269	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	78	104	104	104	成长能力				
资本公积	30	810	810	810	营业收入	32.9%	16.3%	21.5%	22.5%
留存收益	79	150	240	355	营业利润	37.9%	26.6%	30.5%	27.8%
归属母公司股东权益	186	1063	1154	1268	归属于母公司净利润	37.2%	24.3%	28.0%	26.0%
负债和股东权益	236	1296	1396	1538	获利能力				
					毛利率 (%)	37.1%	36.9%	37.3%	37.6%
					净利率 (%)	24.3%	26.0%	27.4%	28.2%
					ROE (%)	30.7%	6.7%	7.9%	9.0%
					ROIC (%)	33.2%	8.8%	7.0%	7.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	21.2%	18.0%	17.3%	17.5%
					净负债比率 (%)	39.87%	12.88%	12.42%	14.86%
					流动比率	2.96	4.71	5.31	5.99
					速动比率	2.27	4.38	4.93	5.58
					营运能力				
					总资产周转率	1.14	0.27	0.16	0.15
					应收账款周转率	7	10	18	18
					应付账款周转率	8.77	7.24	7.29	7.33
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.68	0.87	1.10
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	2.00	1.13	1.56
					每股净资产 (最新摊薄)	1.79	10.22	11.10	12.20
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0

数据来源: 华泰联合证券研究所.

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com