

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 appi_claret@hotmail.com

技术牵头，渠道领路，跑马圈地正当时

事件描述

12月30日，我们调研了广东佳隆食品股份有限公司，与公司高管进行了深入地交流。

事件评论

第一， 业绩展望：量价有望齐升，成本仍可下降，看好公司未来

量——受益于网络扁平化，河南省作为公司在全国最早的一批改革试点区域之一，率先取得了成功。07年开始河南的经验开始在全国其他地方进行推广，但在复制过程中发现产能出现瓶颈，经常供不应求；因此公司在09-10年逐渐放缓了终端扩张的节奏，转而在关键区域进行重点维护。受制于产能公司今年前三季度增速维持在20%左右，几乎和全行业的增速持平。伴随6000吨技改项目的完成，产能有所释放，预计四季度增速应该有所恢复。公司募投项目最快明年四季度达产，预计届时全国会有50-60个办事处来消化这块产能的增长。

价——价格方面来看鸡精产品2009年的价格涨幅为5%左右，而鸡粉的涨价幅度为2.5%左右，公司预计平均看来2010年涨价的幅度该在5%左右（因为去年1月份由于味精的强势表现已经涨过一次价）。支撑我们对于公司产品未来价格还会持续上涨这一论断的另一个原因在于调味品使用特点决定了餐饮企业对其价格敏感性非常低，提价对于走量的影响有限，因此公司有动机也有能力通过提价维持毛利率的稳定。

成本——通过调研反馈的信息我们了解到公司在生产成本方面仍有下降空间。一方面目前公司正在积极推广用袋装替代桶装，初步估计外包装的转变能够为单件产品节省1元钱的成本，这比同类型企业家乐的桶装成本更低；另一方面公司在06年推出的新品种——鸡汁来源于鸡汤的浓缩再调制，全产业链生产的意义在于不仅有效改进和控制产品的质量和安全，更重要的是产能利用率得以提升从而进一步摊薄了单位固定成本。

毛利——从历史上看公司一直维持着较高的毛利水平，这一方面由于鸡精要做成半成品包装需要很强的技术壁垒，另一方面营造餐饮业的特殊网络所要求的大量初期投入为新进入者设置了高昂的进入壁垒。由于公司在整个物流链条的起始端控制着产品的网络，产品的稀缺导致公司往往款到发货，其对于下游经销商的地位相当强势，因此我们认为公司在维持毛利率稳定的同时会把开拓市场放在重要位置。

费用——公司在启动市场的手段上和竞争对手存在着显著差异：在餐饮业这条链上公司一般会通过开设厨师联谊、酒店培训等定期举办活动的方式进行消费教育，很少做电视广告；而在家庭消费方面公司也不会沿用外资品牌由上而下的方式，很少做大型促销，更多将亲身体验转移到社区，走终端拦截之路。正因为没有高额广告费投入，公司的销售费用和同行业相比一直都维持在较低水平，在5个百分点左右。我们预计2011年公司的费用水平会有小幅上升，主要来自新招募的100多人的费用增加，初步测算对于费用的影响在1个百分点左右。

营收——公司预计今年河南能做到1个亿的销售规模，北京市场能做到6000万，东北市场可以做到7000-8000万，

全国加起来应该可以达到 2.80 个亿左右。如果营收按照未来两年 20%-30% 的增速,再加上一个 6000 万的新品推广(鸡精推广项目),估算 2011 年收入可达 3.5 亿元以上,2012 年可以做到 5 亿元左右。

盈利预测——我们预计公司 2010 年,2011 年,2012 年公司营业收入分别为 2.80 亿元,3.53 亿元和 5.02 亿元,归属于母公司的净利润分别为 6,401 万元,7,552 万元和 10,643 万元,对应的每股收益分别为 0.62 元,0.73 元和 1.02 元。

表 1: 公司收入成本假设

(万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,566	17,660	23,462	28,030	35,333	50,173
鸡精	1,119	2,632	4,206	4,782	9,731	14,441
鸡粉	6,833	11,355	14,735	17,824	19,092	27,920
其他产品	1,614	3,672	4,521	5,425	6,510	7,812
鸡精:						
产量(吨)	941	2242	2981	3125	6000	8400
产能利用率	78.42%	89.68%	119.24%	125%	100%	80%
产能(吨)	1200	2500	2500	2500	6000	10500
鸡粉:						
产量(吨)	4822	8559	10457	11875	12000	16555
产能利用率	96.44%	106.99%	110.07%	125%	100%	77%
产能(吨)	5000	8000	9500	9500	12000	21500
营业成本	6,210	11,075	14,748	17,526	22,076	29,079
鸡精	754	1,714	2,682	3,064	6,207	5,675
鸡粉	4,327	7,068	9,257	11,090	11,823	18,549
其他产品	1,129	1,953	2,810	3,372	4,046	4,855
收入合计	9,565	17,660	23,462	28,030	35,333	50,173
收入增长率		84.6%	32.9%	19.5%	26.1%	42.0%
成本合计	6,210	11,074	14,748	17,526	22,076	29,079
综合毛利率	35.1%	37.3%	37.1%	37.5%	37.5%	37.8%

资料来源:长江证券研究部

第二, 行业生态: 跑马圈地正当时

竞争格局——群雄割据

从整个鸡精类产品的竞争格局来看,呈现出群雄割据的局面,至今还没有出现一个全国性的行业领导者,各品牌都在加紧跑马圈地。尽管行业集中度高,但竞争尚不激烈:雀巢、联合利华自上而下;佳隆自下而上的策略。各家都力图扬长避短,深耕自己的优势渠道。所谓南有家乐,北有太太乐,内陆还潜伏着豪吉、大桥和金宫,这与“东西两翼用鸡精,南北两端用鸡粉”的产品区域分布相适应。

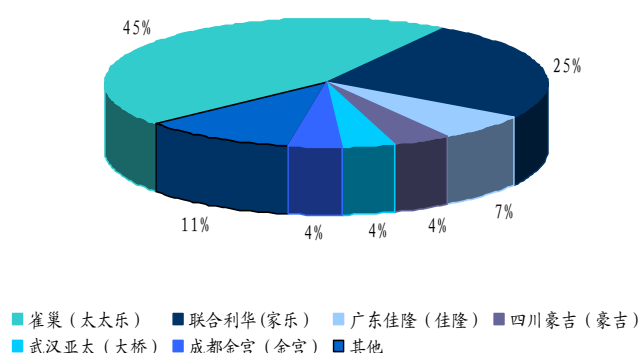
家乐 VS 佳隆——档次之争

在我国鸡粉行业的市场排名中联合利华旗下的家乐排名第一,占有率达到 50%,而排名第二的佳隆市场占有率为 20% 左右。家乐具备先发优势,产品在华南市场的号召力极强,而鸡粉在佳隆的产品结构中占到七成,未来也是公司的主导品种。因此两者本应面临激烈的市场竞争,然而公司反馈的信息是佳隆目前依旧专注于深耕自己的优势区域,如东北市场,而无意和家乐在其优势的华南市场分一杯羹,扬长避短才是佳隆目前的战略选择。在销售渠道上佳隆也刻意和家乐划清界限:尽管从目前来看餐饮业依旧是鸡粉的主要下游,然而家乐大都走的是三星级以上的高级酒店,佳隆则将目标定位在二三线城市的中档酒店,前者单位产品定价较高却不得不向层级架构冗杂的高级酒店支付高昂的公关

费用，后者尽管定价较低却在费用支出上大大节约。因此两者在利润率上目前看来相差不大，我们认为不同的渠道铺设选择实际上反映的是两者管理层对于鸡粉产品市场认知度的不同理解，而鉴于消费者对于鸡粉的价格敏感性并不高，走亲民路线的佳隆应该拥有更大的涨价空间进而在未来的竞争中获取更多的话语权。

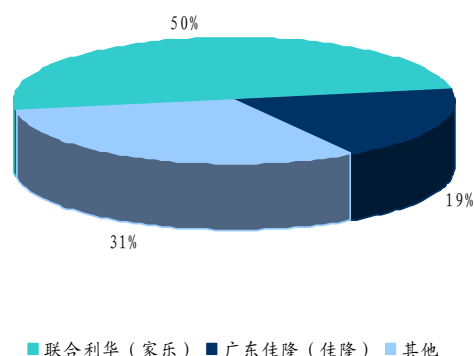
相比家乐，佳隆最主要的费用支出发生在前期，后期负责维护好渠道；由于不需要经过代理商渠道，公司通过在各地设立办事处开办厨师俱乐部进而对产品使用者进行消费教育。在这种模式下网络掌握在公司手里，代理商只负责配送，公司相对处于强势地位，只给经销商 5 到 8 个点(经销商最多二级)。

图 1：2008 年我国鸡精、鸡粉行业市场份额



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

图 2：2008 年我国鸡粉产品市场份额



资料来源：招股说明书，长江证券研究所

太太乐 VS 佳隆——区域之别

太太乐是国内生产鸡精产品的龙头，总营业额在 8 亿元左右，其中鸡精可达 5 亿元。而佳隆由于主打鸡粉(占比 7 成左右)，难说能与太太乐直面交锋。更重要的是，太太乐多年来盘踞在一线城市的大型商超，走的是家庭消费的路线，而佳隆不仅走的主要是餐饮业，即便 06 年起开始铺设商超渠道促进家庭消费也是将目标定位在二、三线城市和乡镇市场，专注于餐饮细分市场，扬长避短，避开雀巢、联合利华等在大城市以及家庭消费领域的直接竞争。

表 1：公司与主要竞争对手的比较

公司名称	公司主要产品	鸡精、鸡粉品牌	公司特点
雀巢（中国）有限 外资公司	奶粉、液体奶、早餐谷物、咖啡、冰淇淋、巧克力和糖果、瓶装水及饮品、鸡精和调味品等	“太太乐”、“豪吉”、“美极”	跨国公司，产品线丰富，产业链齐全程度优于佳隆，鸡精、鸡粉产品的销售收入占营业收入的比重不高
联合利华（中国）有限公司 外资	家庭护理用品、个人护理用品、冰淇淋、冷冻食品、涂抹酱、橄榄油、调味品等	“家乐”	比重不高
武汉亚太调味食品有限公司 外资	括鸡精、味精、胡椒、酱类、料酒、腊八豆、复合调料等	“大桥”、“厨师乐”、“多吉”系列品牌	产业链齐全程度和产品线丰富程度与佳隆较为相近
四川成都金宫味业食品有限公司 内资	鸡精、味精、复合调味料、火锅底料等	—	—

资料来源：中国调味品协会《中国鸡精、鸡粉行业研究报告》，长江证券研究部

第三，竞争优势：技术与渠道领先，继续复制河南模式

河南模式可复制

餐饮业和家庭消费是鸡精生产企业铺设下游渠道的两种主要选择。从整个行业趋势来看，餐饮消费还是占据主流，然而近年来其比重正在逐步下降，家庭消费比重则在逐年提升。而佳隆正是抓住了历史的契机，自 06 年起开始铺设家

庭消费渠道,主打二三线城市,力求借助二线城市近些年的消费升级逐步完善巩固家庭消费这一渠道,到目前为止 86% 的收入来自餐饮渠道,其他渠道贡献 14%。基本是和行业销售渠道现状一致(全行业 70%用于餐饮, 30%来自家庭消费)。以公司的重点销售区域——河南省为例,今年家庭消费可以做到 900 万左右,预计未来几年可以从 1000 多万达到 2000 万。

除河南外,东北 华北是公司近年来发展较快的市场。公司力图在区域市场里做好精细化管理,依靠渠道下沉和渠道扁平化一个省一个省打通,决胜资源的同时做到有的放矢。进一步的,公司计划逐步设立分装厂,预计在明年会有四个营销中心成为区域总部,分别是华中区(明年 2 个亿)、华南区(设在广州)、华北区和东北区(明年 8000 万到 1 个亿),这样物流成本得以大大降低。

营销模式——主动、深入、把控有力

公司区域优势主要集中于:二、三线城市以及乡镇市场。

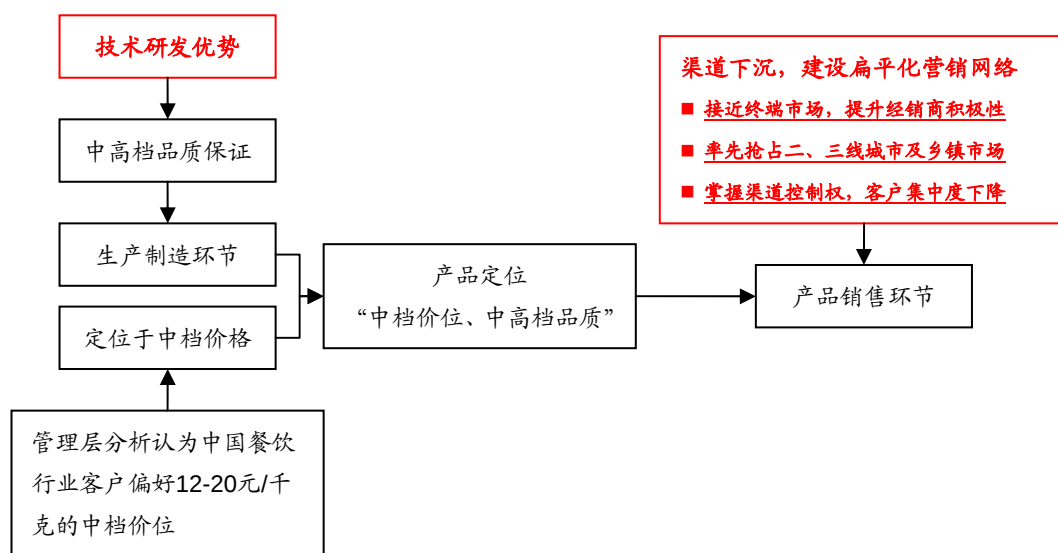
公司的营销模式具有特点:大牌外资企业通常使用砸广告赢市场,是一种至上而下的营销模式;而佳隆采取“终端拦截式”的营销模式,通过组织厨师交流会、培训班等活动来向厨师推荐产品,同时也是一种关系营销的过程。公司在全国具有很多的终端餐饮企业做为自己的客户。

公司在营销模式上具有一定的创新:为了不被强势经销商控制而失去市场控制权,公司从 02 年开始在河南等省市开展营销渠道扁平化的改革。不设省级代理商,而是分而代之,直接设立地区的经销商,公司牢牢把握住了渠道的控制权。

工艺壁垒已被攻破

核心半成品是公司自己做,技术难关(核心技术—热反应增香和骨架生物可控酶解;标准起草;技术工艺)已被攻破。

图 3: 公司竞争优势



资料来源:长江证券研究部

第四，中远期目标：打造成调味品系列产品的集成供应商

完备的终端对于公司来说是一笔宝贵的资源,特别是按照公司的目标在未来几年渠道将会被进一步沉降,大多数二三线城市和乡镇都在覆盖之列。因此,当找到一个没有市场导入期、不需要进行消费教育的互补标的塞入业已成熟的渠道体系,业绩的成倍增长是可以被预期的。整个调味品大类在目标客户上具有相似性,能否利用渠道资源进行横向拓展,应当是该领域企业的共同问题。

第五， 风险提示

产品梯队和后续的储备不明

即便新增鸡汁，公司目前的产品构成依然比较单调。这一方面不利于整个产业链的延续，同时也使得公司难以抵御由食品质量安全问题引发的潜在的系统性风险。

鸡精对于味精的替代之路漫漫

中国的鸡精消费还属于引导阶段，需要培育、教育消费者，而这个对于味精产品的替代过程似乎还要很长一段时间。至于鸡粉的引导之路似乎更显崎岖，由于目前的行业龙头家乐深耕华南市场，因此北方市场对于鸡粉的认知度不高，未来力图打开华北市场的佳隆要承担相当的风险。

表 3：鸡粉、鸡精与味精的对比

项目	鸡粉&鸡精	味精
共同点	用途	均主要作为鲜味调味品使用
	鲜度	相对较高
	成分	相对较低
差异	成分	主要成分为鸡肉、鸡骨粉或其浓缩抽提物、食用盐、主要成分为谷氨酸钠
	营养	味精、呈味核苷酸钠及其它辅料等（属于复合调味品（C5H8NO4Na）
	口味感受	品）
	营养	含有氨基酸、蛋白质及部分矿物质元素
	口味感受	无
	更重视鸡肉的自然鲜香	口感协调性好，具有鸡肉的鲜香味
	更重视鲜味	口感相对单一

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

市场开拓期的管理手段面临考验

应该说公司目前还是处于一个开拓市场的阶段，那么过往成功的管理经验能否无缝对接到不同的区域尚存疑问。相应的费用率的提升似乎也是不可避免的。

第六， 盈利预测

伴随着募投项目达产后产能逐步释放，以及产品价格的升值预期和生产成本的潜在下降空间，我们看好公司的未来。我们预计公司 2010 年，2011 年，2012 年公司营业收入分别为 2.80 亿元，3.53 亿元和 5.02 亿元，归属于母公司的净利润分别为 6,401 万元，7,552 万元和 10,643 万元，对应的每股收益分别为 0.62 元，0.73 元和 1.02 元，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

我们后续的跟踪重点将集中于成熟市场经验、新市场的渠道建设方面。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	235	280	353	502	货币资金	51	772	790	841
营业成本	147	175	221	311	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	87	105	133	190	应收账款	42	50	63	90
% 营业收入	37.1%	37.5%	37.5%	37.9%	存货	35	41	52	74
营业税金及附加	1	2	2	3	预付账款	19	22	28	39
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	2	3	4	6
销售费用	12	17	28	40	流动资产合计	149	888	937	1050
% 营业收入	5.3%	6.0%	8.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	13	15	19	27	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	-1	-4	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	-0.5%	-1.0%	-0.7%	固定资产合计	63	206	242	255
资产减值损失	1	0	1	1	无形资产	20	19	18	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	59	72	86	122	其他非流动资产	5	5	5	5
% 营业收入	25.1%	25.8%	24.3%	24.4%	资产总计	236	1118	1202	1327
营业外收支	8	3	3	3	短期贷款	20	0	0	0
利润总额	67	75	89	125	应付款项	22	26	33	46
% 营业收入	28.4%	26.9%	25.1%	25.0%	预收账款	1	2	2	3
所得税费用	9	11	13	19	应付职工薪酬	1	2	2	3
净利润	57	64	76	106	应交税费	6	7	8	11
归属于母公司所有者的净利润	57.1	64.0	75.5	106.4	其他流动负债	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	50	36	45	63
EPS (元/股)	0.73	0.62	0.73	1.02	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	44	60	68	83	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	50	36	45	63
收回现金					归属于母公司	186	1082	1158	1264
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-29	-153	-54	-35	股东权益	186	1082	1158	1264
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	236	1118	1202	1327
投资活动现金流净额	-29	-153	-54	-35	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	31	832	0	0	EPS	0.732	0.616	0.726	1.023
银行贷款增加 (减少)	0	-20	0	0	BVPS	2.39	13.87	11.13	12.16
筹资成本	38	1	4	4	PE	40.99	48.74	41.31	29.32
其他	-76	0	0	0	PEG	1.78	2.11	1.79	1.27
筹资活动现金流净额	-7	813	4	4	PB	12.57	2.16	2.69	2.47
现金净流量	7	721	18	51	EV/EBITDA	47.20	28.81	23.18	16.10
					ROE	30.7%	5.9%	6.5%	8.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。