

加加食品 (002650)

“淡酱油” + “茶籽油” 双轮驱动

——加加食品 IPO 询价定价分析报告


胡春霞
 021-38676186
 huchunxia@gtjas.com
 S0880511010015

本报告导读：

预测 11-13 年公司 EPS 分别为 0.92、1.28、1.74 元，给予公司 2012 年 20-23 倍估值，对应询价区间为 25.60-30.00 元。

投资要点：

- 公司的主要产品为“盘中餐牌”食用植物油和“加加牌”酱油等调味品。2010 年公司酱油销量位居酱油行业第三，收入位居调味品行业第五，酱油和食用植物油的营业收入占比分别为 52.0%、35.9%。08 年-10 年，公司的营业收入增长率为 11.1%，年复合增长率 36.8%。
- **盈利能力：**2008 年至 2011 年上半年，公司毛利率分别为 23.31%、23.58%、24.19%和 24.34%，稳中略升。销售投入加大使 11 年上半年净利率较 2010 年下降 2.5 个百分点，为 6.9%。**销售模式：**高额的自建渠道成本以及二三线县市的市场定位使公司选择独家经销模式。目前已实现经销渠道的扁平化，经销商数量近 1,200 家，覆盖全国 80% 以上的县。
- **公司竞争优势：**1) **品牌优势：**03 年公司投标央视广告创调味品行业先河；2011 年在央视和湖南地方强势媒体均有较大的广告投入。2) **创新优势：**持续创新产品品类和营销策略。90 年代末公司首创带孔酱油瓶盖；01 年提出“一瓶当作两瓶用”的战略；2010 年实施“淡酱油”战略。3) **渠道优势：**渠道扁平化，覆盖全国 80% 以上的县区。
- **公司未来增长看点：**1) 公司作为调味品酱油行业的龙头企业将受益于行业集中度提升带来盈利能力和市场影响力的上升。2) 公司在做强做大酱油和食用植物油的基础上，共享渠道优势，实现多品类协同发展。3) 20 万吨优质酱油项目再造一个酱油市场；4) 1 万吨优质茶籽油项目掘金茶籽油蓝海市场。
- **盈利预测与投资建议：**预计 11-13 年公司收入增速分别为 19.9%、22.8%、25.5%；净利润增速分别为 13.8%、38.8%、35.9%。按照发行后的总股本计算，EPS 分别为 0.92、1.28、1.74 元。我们给予公司 2012 年业绩 20-23 倍估值，对应询价区间为 25.60-30.00 元，给予上市首日 2012 年 23-25 倍估值，首日定价区间为 29.44-32.00 元。

建议询价区间

25.60-30.00

上市首日定价区间

29.44-32.00

2011.12.22

发行上市资料

总股本 (万股)	12,000
发行量 (万股)	4,000
发行日期	2011.12.23
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.36
净资产收益率 (%)	14.0%
资产负债率 (%)	50.7%

主要股东和持股比例

湖南卓越投资有限公司	53.41%
南京点量一期投资中心(有限合伙)	7.13%
湖南天恒投资管理有限公司	6.88%
嘉华卓越(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	6.43%
苏州大道成长投资中心(有限合伙)	6.36%
嘉华致远(天津)股权投资合伙企业(有限合伙)	4.47%
深圳市鼎源成长投资合伙企业(有限合伙)	3.64%
嘉华优势(天津)投资企业(有限合伙)	3.57%
杨子江	2.88%
长沙盈盛投资管理有限公司	1.75%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,202	1,376	1,649	2,025	2,541
(+/-)%	8%	14%	20%	23%	25%
经营利润 (EBIT)	127	176	205	286	389
(+/-)%	16%	39%	17%	40%	36%
净利润	81	130	148	205	279
(+/-)%	17%	60%	14%	39%	36%
每股净收益 (元)	1.46	1.08	0.92	1.28	1.74
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.20	0.20	0.20

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 公司盈利模式及行业地位	3
1.1. 公司概况与股权结构	3
1.2. 公司业务概况	3
1.2.1. 产品结构: 酱油和食用植物油是公司收入的主要来源	3
1.2.2. 成长能力: 净利润保持较快增长, 年复合增长率为 36.8%	4
1.2.3. 盈利能力: 毛利率稳中略升, 销售投入加大使 11 年净利率有所下降	5
1.2.4. 销售模式: 独家经销商模式, 扁平化渠道管理	5
1.3. 行业分析	6
1.3.1. 调味品和食用植物油行业保持较快增长态势	6
1.3.2. 酱油行业竞争格局: 三分天下	7
1.3.3. 传统食用植物油寡头垄断, 新兴油品百花齐放	7
2. 公司的竞争优势	8
2.1. 品牌优势: 03 年投标央视广告, 创调味品行业先河	8
2.2. 创新优势: 持续创新产品品类和营销策略	8
2.3. 渠道优势: 渠道扁平化, 覆盖全国 80% 以上的县区	8
3. 未来增长看点	9
3.1. 调味品行业集中度有待提高, 龙头公司受益	9
3.2. 共享渠道优势, 丰富产品结构	10
3.3. 淡酱油——再造一个酱油市场	10
3.4. 茶籽油——引领健康潮流	11
4. 募投项目分析	11
5. 盈利预测和估值: 建议询价区间 25.6-30.0 元	12
6. 风险提示	12
表 1: 2010 年酱油行业竞争格局	7
表 2: 2010 年调味品行业前 10 名企业销售收入情况	9
表 3: 2010 年酱油行业前 5 名企业销量与收入情况	10
表 4: 募集资金投资项目	11
图 1: 公司股权结构图	3
图 2: 收入构成	4
图 3: 各产品毛利率	4
图 4: 公司收入及其增速 (百万元; %)	4
图 5: 公司净利润及其增速 (百万元; %)	4
图 6: 各产品单价 (吨/元)	5
图 7: 各产品销量 (吨)	5
图 8: 公司盈利指标	5
图 9: 各项费用率	5
图 10: 调味品行业收入及其增速	6
图 11: 08 年调味品行业产品类别及分布情况	6
图 12: 酱油产量及其增速	6
图 13: 07 年酱油行业产品销量占比	6
图 14: 食用植物油行业收入及其增速	7
图 15: 10 年食用植物油行业产品产量占比	7
图 16: 加加食品经销商数量	9

1. 公司盈利模式及行业地位

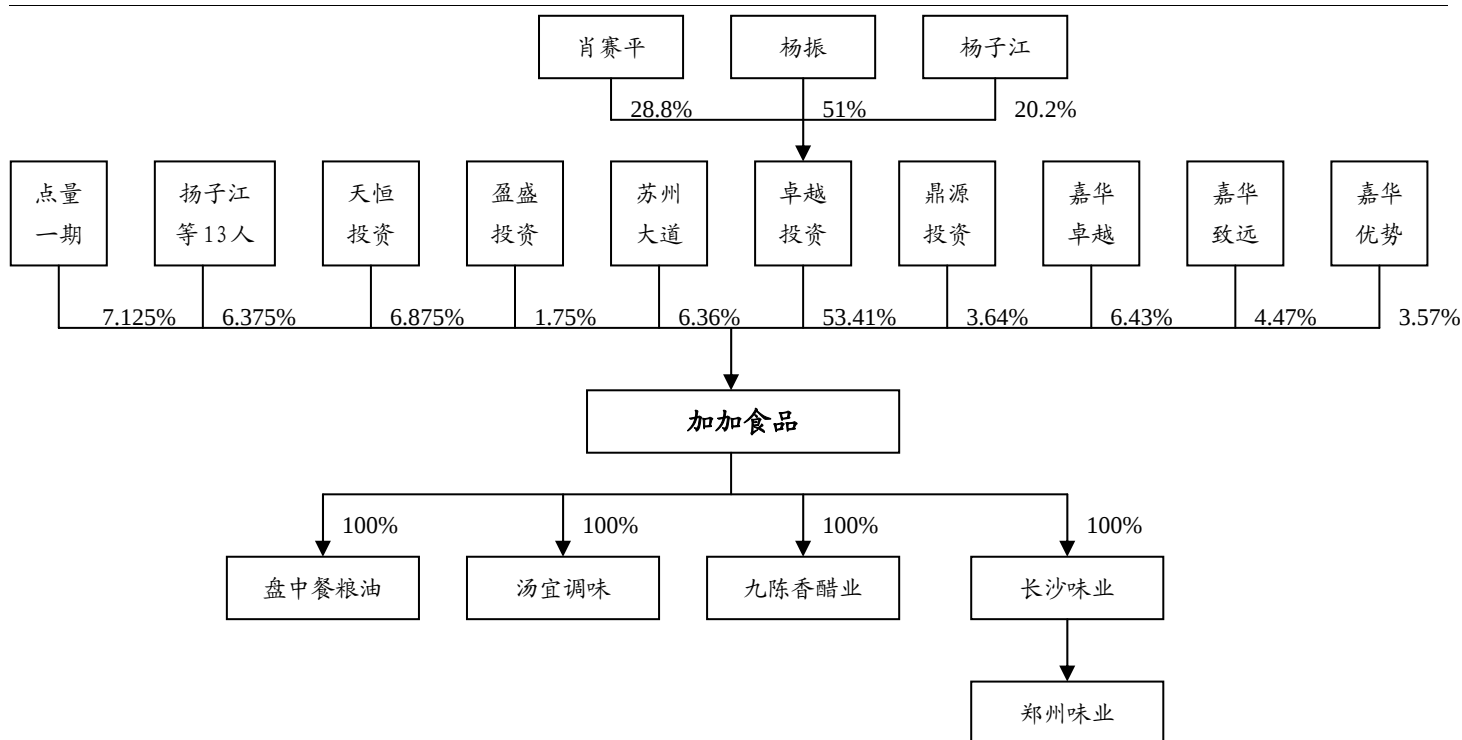
1.1. 公司概况与股权结构

公司的主要产品为“加加牌”酱油和“盘中餐牌”食用植物油，同时生产食醋、味精和鸡精等产品。2010 年公司酱油产量 192,436 吨，市场占有率为 3.3%；食用植物油产量 50,701 吨，市场占有率为 0.24%。根据中国调味品协会公布的数据显示，2010 年公司酱油销量位居酱油行业第三，收入位居调味品行业第五。

杨振家族（杨振、杨振之妻肖赛平、杨振之子杨子江）为公司实际控制人，其直接和间接持股比例为 56.28%，其余股东持股比例如下，其中嘉华卓越、嘉华致远、嘉华优势的执行事务合伙人委派代表皆为公司董事宋向前先生，这三家合计持有公司 14.47%的股份；天恒投资为公司核心营销人员出资成立，持股比例为 6.875%。

公司原有股本 12,000 万股，本次 IPO 公开发行拟发行 4,000 万股，发行后杨振家族持股比例由 56.28%下降至 42.21%，仍未公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

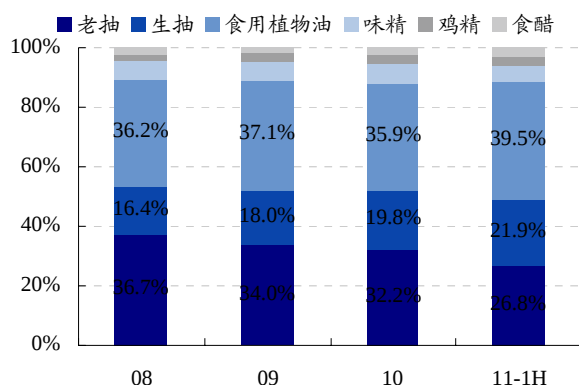
1.2. 公司业务概况

1.2.1. 产品结构：酱油和食用植物油是公司收入的主要来源

酱油和食用植物油是公司收入的主要来源：2010 年酱油（生抽、老抽）和食用植物油的营业收入占比分别为 52.0%、35.9%，其中老抽和生抽的

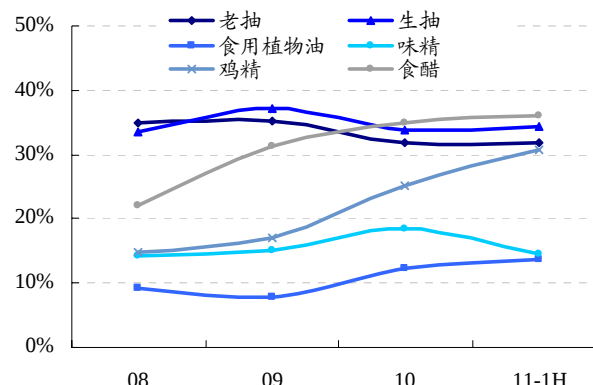
营收占比分别为 26.8%、21.9%。

图 2: 收入构成



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 3: 各产品毛利率



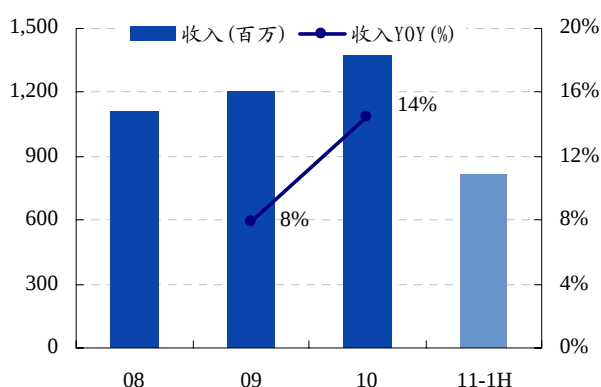
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

酱油毛利率高于食用植物油: 2010 年酱油毛利率为 32.5%，其中生抽为 33.7%，老抽 31.8%；随着公司茶油等高端食用植物油销售占比的提升，08 年-10 年食用植物油毛利率稳中有升，2010 年达 12.4%，较 08 年上升 3 个百分点；酱油毛利率高于食用植物油。

1.2.2. 成长能力: 净利润保持较快增长, 年复合增长率为 36.8%

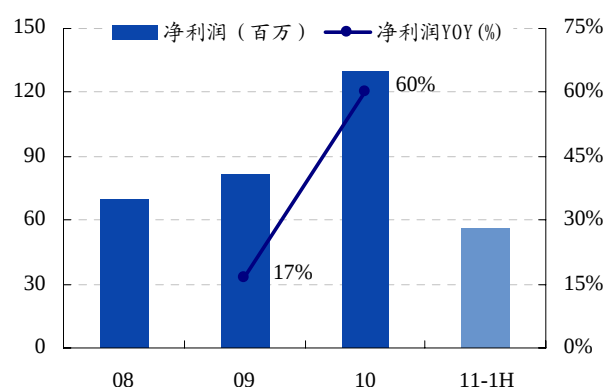
净利润年复合增长率为 36.8%: 2008-2010 年, 公司的营业收入分别为 11.14 亿、12.01 亿、13.76 亿, 年复合增长率为 11.1%; 公司净利润分别为 0.69 亿、0.81 亿、1.30 亿, 年复合增长率 36.8%。

图 4: 公司收入及其增速 (百万元; %)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

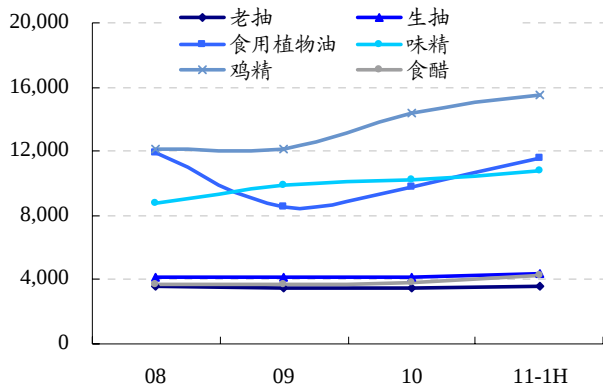
图 5: 公司净利润及其增速 (百万元; %)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

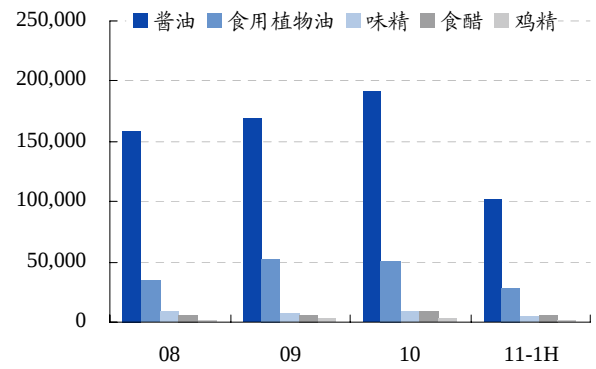
产品销售单价平稳, 收入增长主要源于销量的提升: 08-10 年酱油销售单价增长平稳, 植物食用油销售单价略降, 收入的增长主要源于销量的提升, 08-10 年酱油和植物食用油销量的复合增长率分别为 9.8% 和 22.2%。

图 6: 各产品单价 (吨/元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 7: 各产品销量 (吨)



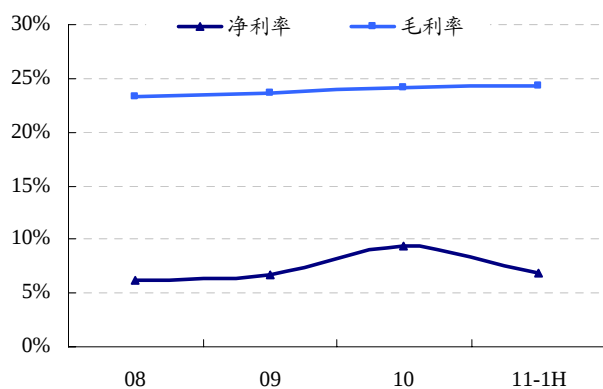
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

1.2.3. 盈利能力: 毛利率稳中略升, 销售投入加大使 11 年净利率有所下降

毛利率稳中略升: 2008 年至 2011 年上半年, 公司主营业务综合毛利率分别为 23.31%、23.58%、24.19%和 24.34%, 稳中略升。

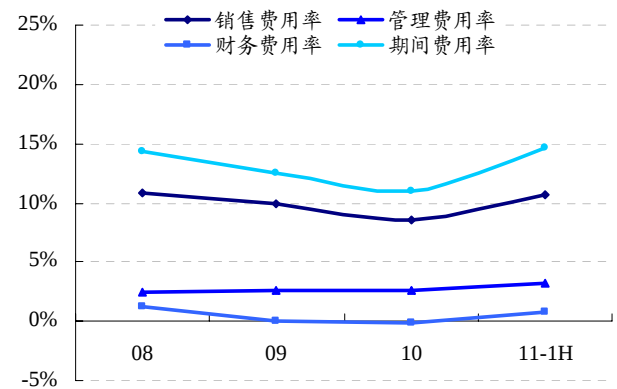
销售投入加大使 11 年净利率有所下降: 受产销规模效应、费用控制及运输费用结算方式 (经销商承担运输费用的销售区域逐渐增多) 等因素影响, 08 年-10 年销售费用率略有下降。2011 上半年, 基于不断提高公司产品和品牌的知名度及为消化新增产能和奠定消化募投项目产能基础考虑, 公司加大了营销团队的建设及产品宣传推广和促销方面的投入, 使得 2011 年上半年广告费及业务宣传费大幅上升, 促使销售费用占比上升, 净利率较 2010 年下降 2.5 个百分点, 为 6.9%。

图 8: 公司盈利指标



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 9: 各项费用率



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

1.2.4. 销售模式: 独家经销商模式, 扁平化渠道管理

高额的自建渠道成本以及二三线县市的市场定位使公司选择独家经销模式: 1) 调味品价值低, 运输成本高, 价格竞争力不足, 因而对销售成本控制很严。若自建渠道则需要承担商超渠道的进场费、堆头费、促销费、海报费以及产品配送的物流费等高额费用, 而采用经销商渠道能够有效降低成本。2) 公司以二、三线城市及县、乡 (镇) 市场为重点

目标市场，乡镇市场大型商场和超市的影响力很小，终端较为分散，大多数生产商无法做到渠道低端的物流。采用经销商模式能够利用其健全的销售网络，更好地覆盖差异性极大的二、三级区域市场，增强竞争力。

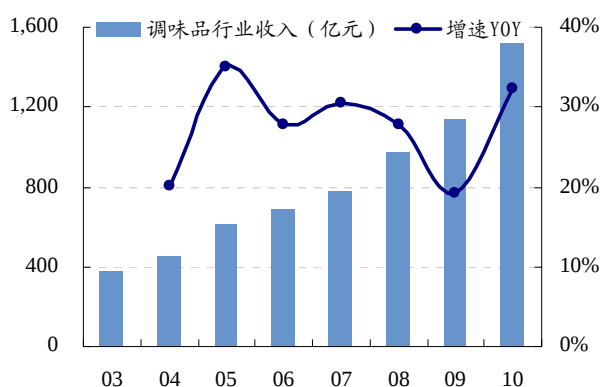
扁平化渠道管理：公司一直致力于对传统经销渠道的精耕细作，目前已实现经销渠道的扁平化，营销网络下沉到县一级，经销商数量近 1,200 家，覆盖全国 80%以上的县。

1.3. 行业分析

1.3.1. 调味品和食用植物油行业保持较快增长态势

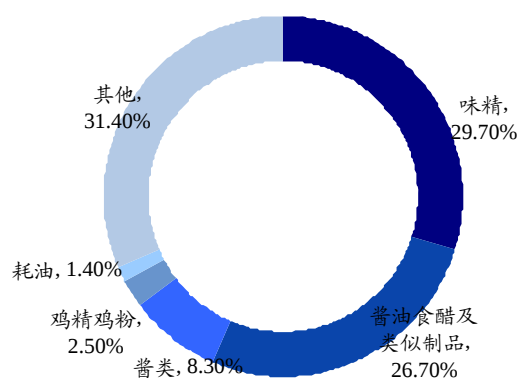
公司主营产品酱油归属调味品行业，2003 年以来我国调味品行业进入了高速发展的阶段，03 年-10 年收入复合增长率为 21.8%；其中酱油食醋及类似制品在调味品行业中占比为 26.7%，位列第二。食用植物油近 10 年来均保持增长态势，03 年-10 年收入复合增长率为 21.8%。

图 10: 调味品行业收入及其增速



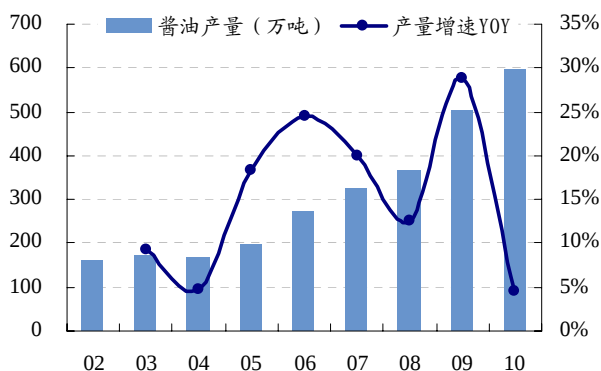
数据来源：国泰君安证券研究

图 11: 08 年调味品行业产品类别及分布情况



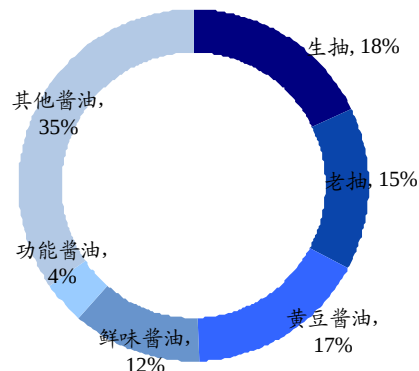
数据来源：中国调味品协会，国泰君安证券研究

图 12: 酱油产量及其增速



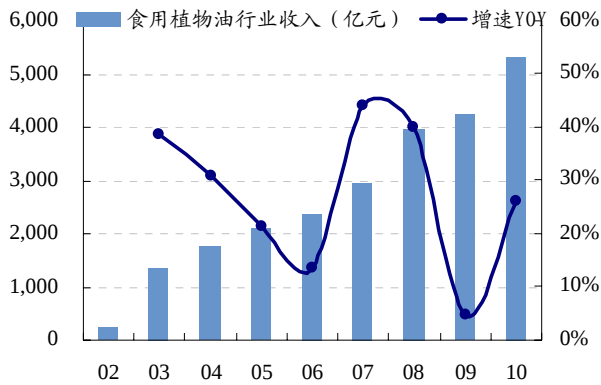
数据来源：国泰君安证券研究

图 13: 07 年酱油行业产品销量占比



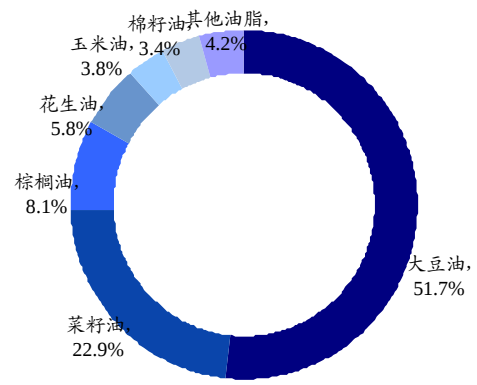
数据来源：福达市场研究（引自央视 TNS 消费者指数全国样组数据），国泰君安证券研究

图 14：食用植物油行业收入及其增速



数据来源：国泰君安证券研究

图 15：10 年食用植物油行业产品产量占比



数据来源：中国粮食协会，国泰君安证券研究

1.3.2. 酱油行业竞争格局：三分天下

我国酱油行业的竞争格局分为三个层次，一是全国性大品牌，如海天、加加、李锦记和美味鲜等，市场区域涉及全国多个省份，品牌营销意识强，营销策略成熟；二是地方性强势品牌和外企品牌，包括以广东致美斋为代表的粤派酱油厂商，以上海老蔡、家乐为代表的沪派酱油厂商，以北京金狮、老才臣为代表的京派酱油厂商，以及石家庄珍极、天津天立、福州民天、湖南龙牌、山东欣和等地方知名品牌，外资品牌则以雀巢美极、龟甲万、和田宽、淘大等为代表；三是小规模工厂或家庭作坊，一般采取自产自销，包装多为散装、袋或瓶等简易包装，产品价格低廉，主攻农村、乡镇市场。

表 1：2010 年酱油行业竞争格局

序号	对应层次	对应品牌	特点
1	全国性大品牌	海天、加加、李锦记和美味鲜	市场区域涉及全国多个省份，品牌营销意识强，营销策略成熟
2	地方性强势品牌 外企品牌	以广东致美斋为代表的粤派酱油厂商，以上海老蔡、家乐为代表的沪派酱油厂商，以北京金狮、老才臣为代表的京派酱油厂商，以及石家庄珍极、天津天立、福州民天、湖南龙牌、山东欣和等地方知名品牌；外资品牌则以雀巢美极、龟甲万、和田宽、淘大等为代表；	在区域市场具有强势地位
3	小规模工厂或家庭作坊	——	采取自产自销，包装多为散装、袋或瓶等简易包装，产品价格低廉，主攻农村、乡镇市场

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

1.3.3. 传统食用植物油寡头垄断，新兴油品百花齐放

在豆油、菜籽油、花生油等传统品种领域，以益海嘉里和中粮集团为代表的行业巨头在下游控制了品牌小包装油的大多数市场份额，在上游掌握了大豆、棕榈油等主要原料的来源，在中游则掌握了 70%以上的大豆压榨产能，对国内的食用植物油行业形成全面控制之势。在一线城市市

场，国内中小企业很难在主流食用油品种上与领先者竞争。

在玉米油、葵花籽油、茶籽油等新兴油品领域，伴随普通油向健康油的升级换代，以山东三星集团、西王集团、佳格、湖南金浩为代表的一批中小型油企，通过在健康油细分领域加大投入，大力发展自有品牌的小包装油，取得较好效果。2008 年山东三星集团食用玉米油产量为 7.66 万吨，占中国总产量的 30.6%，其旗下“长寿花”自有品牌与“金龙鱼”、“福临门”三者合计占据中国小包装玉米油 50%以上的市场份额。

2. 公司的竞争优势

2.1. 品牌优势：03 年投标央视广告，创调味品行业先河

加强广告投入，树立品牌形象：为不断提高消费者对公司产品的认知度，实现销售持续快速的增长，公司还有针对性地加强广告投放力度。2003 年加加酱油投放央视黄金段广告，首创调味品行业之先河。2011 年公司在 CCTV3《我要上春晚》栏目、CCTV2《对话》栏目、《潇湘晨报》、湖南经视综合、湖南都市频道均有较大规模的广告投入，这为树立公司品牌形象，配合全国化发展战略有非常重要的意义。

公司每年保持 4000 万元左右的广告费投放，占当年营业收入的比例在 3%左右；08 年至 11 年上半年广告费用占当期销售费用的比重为 31.59%、30.84%、34.10%、33.84%，整体成上升趋势。

2.2. 创新优势：持续创新产品品类和营销策略

公司力求在产品品类和营销策略上突变创新，特别是在酱油行业公司引领了几次革命性的风潮：

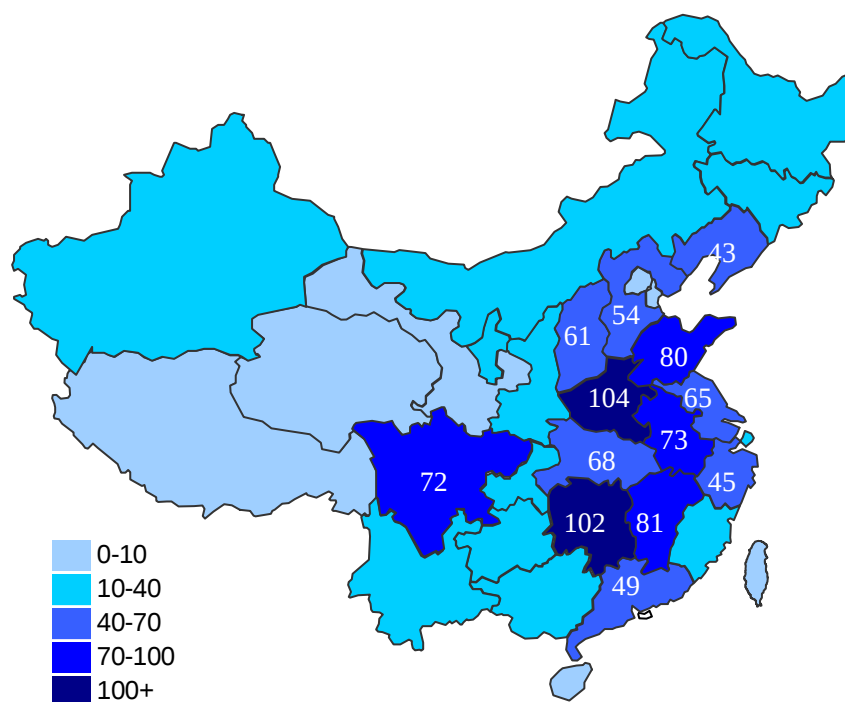
- **1997 年-2000 年瓶盖创新战略。**公司突破传统，采用一种带孔的酱油瓶盖，使用方便卫生，借此迅速打开湘、鄂、赣市场。
- **2001 年-2004 年实惠拓市战略。**以浓酱油上色为特征，配合“加加酱油，一瓶当作两瓶用”的营销策略，建立起覆盖全国市场的营销网络。
- **2005 年-2009 年市场细分战略。**根据市场消费需求并借鉴港、澳、台消费情况，将酱油市场进行细分，根据其功能特点，提出“炒菜用加加老抽、凉拌用加加生抽”的营销策略，引导家庭消费同时使用两瓶酱油。
- **2010 年始至今实施“淡酱油”战略。**适时推出全新的酱油品类“面条鲜”酱油，以此为契机做强做大“淡酱油”品类市场。

2.3. 渠道优势：渠道扁平化，覆盖全国 80%以上的县区

公司以二、三线城市及县、乡（镇）市场为重点目标市场，该等市场具有人口数量大、渠道成本低的特点，公司用十多年时间完成了在该市场销售网络的布局，已形成以长沙、郑州两大生产基地为中心，在全国各

地发展了近 1200 家总经销商，并以省级区域为单位对经销商进行管理，目前已实现经销渠道的扁平化，覆盖全国 80%以上的县区。

图 16: 加加食品经销商数量



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

3. 未来增长看点

3.1. 调味品行业集中度有待提高，龙头企业受益

2010 年我国调味品行业前 10 家企业收入的市场占有率仅为 11.18%，地方性品牌众多，具有全国性品牌和渠道优势的企业并不多；而酱油行业中前四家全国性大品牌海天、加加、李锦记、美味鲜的销量占比也只仅为 38%左右，其余 62%的市场由各个区域品牌和小规模生产企业占领。在未来几年，随着国家对食品行业监控力度的不断强化和消费者对产品品质要求的提高，市场集中度必将进一步提高，将最终形成由几大强势品牌主导市场，另外几家作为补充的格局。加加食品作为行业的龙头企业将受益于行业集中度提升带来盈利能力和市场影响力的上升。

表 2: 2010 年调味品行业前 10 名企业销售收入情况

排名	单位名称	销售收入（万元）	收入市场占有率
1	佛山市海天调味食品股份有限公司	545,475	3.60%
2	上海太太乐食品有限公司	257,211	1.70%
3	李锦记（新会）食品有限公司	216,068	1.42%
4	广东美味鲜调味食品有限公司	159,185	1.05%
5	加加食品集团股份有限公司	137,377	0.91%
6	王守义十三香调味品集团有限公司	90,011	0.59%

7	沈阳红梅企业集团有限责任公司	79,020	0.52%
8	江苏苏美食品有限公司	75,700	0.50%
9	江苏恒顺醋业股份有限公司	70,285	0.46%
10	武汉亚太调味食品有限公司	65,946	0.43%
行业总计		15,166,223	11.18%

数据来源：中国调味品协会，国泰君安证券研究

表 3：2010 年酱油行业前 5 名企业销量与收入情况

排名	单位名称	销量 (万吨)	销量市场占有率	销售收入 (万元)
1	佛山市海天调味食品股份有限公司	123.5	20.74%	545,475
2	广东美味鲜调味食品有限公司	53.6	8.99%	159,185
3	加加食品集团股份有限公司	26.4	4.43%	137,377
4	李锦记 (新会) 食品有限公司	22.9	3.84%	216,068
5	鹤山市东古调味食品有限公司	13.4	2.25%	-
总计		595.7	40.26%	-

数据来源：中国调味品协会，国泰君安证券研究

3.2. 共享渠道优势，丰富产品结构

公司目前的收入主要以酱油和食用植物油为主，而鸡精、味精、食醋、茶籽油等产品的收入占比较小，尚属于培育期。未来在做强做大酱油和食用植物油的基础上，精耕细作渠道，累积资本和市场经验，进一步推广茶籽油、鸡精等产品，不断开发新产品，共享渠道优势，实现多品类协同发展。

3.3. 淡酱油——再造一个酱油市场

2010 年始公司开始实施“淡酱油”战略。日、韩及港、澳、台、粤地区，人均酱油消费量高出内陆消费者两倍以上，一个重要的原因是，这些国家和地区的酱油消费多以生抽为主。生抽酱油的特点是浓度低、味道鲜美、适用范围广，因而使用量大。

中高端酱油供给不足：我国酱油行业生产仍然以传统方法酿造为主，多数小型企业技术设备落后。我国高档酱油的生产工艺主要分两个生产群：一个是天然晒制工艺生产群，以广东酱油企业为主；一个是采用日本工艺的高盐稀态发酵工艺的生产群，以河北和北京酱油企业为主。其他的高盐稀态工艺都是具有地方特色的传统工艺生产，难以形成较大的生产群体，产量普遍偏小，高档酱油产量加起来不过 50 多万吨，不到全国总产量的 1/10。

对中高端酱油产品的需求量将逐渐增加：1) 随着消费结构的变化，中高档产品需求量上升增加最快。最直接的表现是满足该需求的全国性品牌的企业产品产量和市场占有率的快速上升。近年来，国内主要酱油生产厂家纷纷进行大规模的扩建，充分说明了这一点，开始瓜分市场，互相渗透。海天味业拟投资 150 万吨酱油扩建项目，广东美味鲜食品有限公司已于 2010 年 10 月完成三期扩产工程，其产能达到 50 万吨（含其他调味品）。2) 食品工业特别是速冻食品、肉食加工业、方便食品业，

高档酱菜、各类花色酱等行业的快速发展，将酱油产品作为食品工业原料产品的大量使用，极大地刺激了酱油产量的增加。3) 中国年人均酱油消费量约 3 升，仅为日本年人均消费量的三分之一，或其他习惯消费酱油的东方国家/地区的 30%-50%，显示我国酱油未来消费潜力较大，随着人民生活水平的提高，酱油的需求量会进一步增长。

3.4. 茶籽油——引领健康潮流

茶籽油“东方橄榄油”，引领健康潮流：茶籽油是我国特有的木本油脂，不饱和脂肪酸含量高达 90%，比被誉为“液体黄金”的橄榄油还高出 7 个百分点，维生素 E 的含量也比橄榄油高出一倍，是联合国粮农组织重点推广的健康型高级食用植物油，在世界享有“东方橄榄油”的美称，长期食用有利于预防心脑血管疾病。随着国内消费升级效应日益彰显，营养、健康的消费理念日益深入人心，茶籽油市场预计将步入快速成长期。

茶籽油市场前景大：2008 年全国生产茶油 26.25 万吨，预计 2010 年产量将超过 30 万吨。目前我国茶油的年人均占有量仅 0.2 公斤，远低于发达国家年人均占有橄榄油 20 公斤的水平，食用油消费结构极不合理，发达国家橄榄油的消费量一般占其植物油总消费量的 40% 以上。我国要达到年人均茶油占有量 2 公斤的标准，全国茶油产量需增加 10 倍，年缺口达 250 万吨左右。

茶籽油毛利率高：2010 年公司茶油销售收入 4,109.14 万元，销量 1,177.19 吨，毛利率 58.18%，毛利率比普通食用植物油高约 45 个百分点。

材料采购地理优势明显：公司地处中国最大的茶籽油生产省份湖南，拥有得天独厚的地理优势，考虑到目前茶籽油行业集中度尚低，现时进入茶籽油行业的阻力较小，公司将实施茶籽油发展战略，充分利用公司的行业经验、品牌渠道优势和地理区位优势，顺势进入中高端茶籽油领域。

4. 募投项目分析

本次公开发行 4,000 万股，拟募集资金 62,790.54 万元，用于年产 20 万吨优质酱油项目和年产 1 万吨优质茶籽油项目。

表 4：募集资金投资项目

项目名称	建设资金（万元）	流动资金（万元）	项目投资总额（万元）	建设期（年）
年产 20 万吨优质酱油项目	40,502.70	7,371.72	47,874.42	1
年产 1 万吨优质茶籽油项目	11,074.14	3,841.98	14,916.12	1
合计	51576.84	11213.70	62790.54	

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究

年产 20 万吨优质酱油项目：本项目将采用行业内先进的生产工艺，主要生产中高端酱油产品。公司已有酱油产能 20 万吨，项目建成投产后，公司酱油总产能在项目投产后第一年、第二年、第三年将分别为 32 万吨、36 万吨和 40 万吨。这将有效缓解公司产能供给不足的矛盾，大幅提高中高端产品的销售比例，增强公司的盈利能力，提高公司的市场份

额，进一步巩固和提升公司的行业地位。

年产1万吨优质茶籽油项目：本项目主要生产优质茶籽油，定位于高端市场，产品毛利较高。公司已有茶籽油产能1000吨，项目建成投产后，公司茶籽油总产能在项目投产后第一年、第二年、第三年将分别达到7000吨，9000吨，11000吨。这将对公司现有植物油产品进行有益补充，进一步丰富植物油产品的品种结构，提升公司的盈利能力。

5. 盈利预测和估值：建议询价区间 25.6-30.0 元

主要假设：

- ◇ **销量假设：**假设 2011-2012 年酱油销量增速为 5%、10%，2013 年随着年产 20 万吨优质酱油项目投产，销量增速上升至 35%。食用植物油销量增速与其成本原料油脂价格相关，油脂价格上升，销量增速下降。预计 11 年-13 年，原料油脂价格高位回落，2011-2013 年食用植物油市场产量增速为 15%、50%、10%。
- ◇ **单价假设：**2011-2013 年酱油单价增速为 5%、4%、2%，食用植物油单价增速为 20%、-10%、5%。
- ◇ **毛利率假设：**2011-2013 年酱油毛利率为 33.1%、34.4%、35.1%；食用植物油毛利率为 14.5%、16.4%、15.7%；综合毛利率为 24.4%、25.2%、25.9%。
- ◇ **各项费用率假设：**2011-2013 年销售费用率为 8.8%、8.3%、8.0%；管理费用率为 2.8%、2.4%、2.3%。

预计 2011、2012、2013 年公司收入为 16.49 亿、20.25 亿、25.41 亿，增速分别为 19.9%、22.8%、25.5%；净利润为 1.48 亿、2.05 亿、2.79 亿，增速分别为 13.8%、38.8%、35.9%。按照发行后的总股本计算，EPS 分别为 0.92、1.28、1.74 元。我们给予公司 2012 年业绩 20-23 倍估值，对应询价区间为 25.60-30.00 元，给予上市首日 2012 年 23-25 倍估值，首日定价区间为 29.44-32.00 元。

6. 风险提示

- ◇ **市场竞争风险：**较低的行业集中度导致国内调味品市场竞争激烈，将可能面临市场发展空间受到挤压的风险。
- ◇ **主要原材料价格波动风险：**主要原材料包括豆粕、焦糖色、味精、原料油脂等价格波动对公司生产成本影响较大，导致公司产品的毛利率波动，进而影响公司的经营业绩。
- ◇ **茶籽油和淡酱油销售低于预期：**本次募集资金投资项目建成达产后，公司将新增优质酱油年产能 20 万吨、茶油年产能 1 万吨。这些新增产能的消化具有一定的不确定性，
- ◇ **食品质量安全控制风险：**如果行业内出现大规模的食品安全问题，可能会影响到公司的形象和市场声誉。

作者简介:**胡春霞:**

S0880511010015

021-38676186

huchunxia@gtjas.com

武汉大学金融学硕士，国泰君安证券食品饮料行业研究员，从业七年。2007 年进入国泰君安，2008 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名，2010 年新财富食品饮料行业最佳分析师第五名。

蒋丽丝（贡献作者）:

S0880111080244

021-38674873

jianglisi010355@gtjas.com

上海交通大学管理学硕士，国泰君安证券食品饮料行业助理研究员，2011 年进入国泰君安。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		