



食品饮料

2015.01.02

传统消费这边成长独好

——新三板食品饮料行业专题报告一

	柯海东 (分析师)	闫伟 (研究助理)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38674873	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	yanwei@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880113090019	S0880511010015

本报告导读:

新三板食品饮料板块以保健食品、休闲食品和调味品公司居多,其经营规模和市值较小、成长速度较快,估值较低,易成为并购标的。

摘要:

- **食品饮料新三板专题系列介绍。**A股市场经过24年的发展,汇集了2500多家上市公司。而新三板自扩容以来,不到两年的时间就已经吸引了1300多家企业挂牌上市。我们将于本期开始撰写食品饮料新三板专题,分期对新三板食品饮料行业的不同子行业和具有较大潜力的公司进行分析,希望对投资者提供一些借鉴和参考。本期我们将对新三板食品饮料板块进行简要介绍。
- **新三板食品饮料板块保健品、休闲食品、调味品公司较多。**在新三板食品饮料板块22家公司中,保健食品、休闲食品、调味品、食品添加剂、米面类、乳制品、肉制品和酒类行业上市公司分别为6、5、4、2、2、1、1、1家。我们认为行业增速较快、或者市场集中度较低是新三板中保健品、休闲食品、调味品公司较多的主要原因。
- **新三板食品饮料板块公司经营规模较小、增速较快。**2012、2013年新三板食品饮料公司平均营业收入为1.9亿元和2.2亿元,目前平均市值仅2亿元,均远低于主板食品饮料公司。2012、2013年新三板食品饮料公司平均收入增速为124%和21%,而主板食品饮料公司平均增速为16%和6%,显示了新三板食品饮料公司具有更高的成长性。
- **新三板食品饮料板块PE、相对PE均较低。**目前新三板食品饮料板块静态PE12倍、历史PE中值26倍,而主板大众品板块分别为34倍、31倍。目前新三板食品饮料板块相对PE0.7倍、历史中值1.6倍,而主板大众品板块分别2.9倍、3.5倍。新三板公司估值较低的原因在于新三板交投尚不活跃,股票流动性低,且初创期公司并未体现稳健增长特征。
- **新三板食品饮料公司容易成为并购标的。**新三板食品饮料公司市值小、估值低,被并购难度较小。2014年因并购而终止挂牌的新三板企业已达52家,如新冠亿碳(430275)被上市公司东江环保(002672)并购,屹通信息(430364)被上市公司东方国信(300166)并购等。随着新三板不断扩容,企业及业务类型越来越丰富,为上市公司提供的可选标的范围将不断扩大;此外新三板公司的管理规范及财务状况透明度好于普通企业,可以更好的解决并购中的信息披露和资产定价问题,这些优势都有望加快A股公司并购新三板公司的进程。

评级:

增持

上次评级: 增持

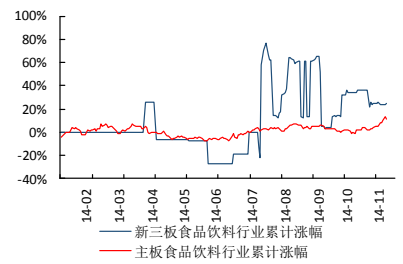
细分行业评级

饮料	增持
食品	增持

交易数据

行业主要上市公司	市值(百万元)
公准股份	1340.25
雅威特	1200.02
雪郎生物	408.95
御食园	342.00
冰洋科技	159.20
老来寿	152.00
有友食品	150.03
黄国粮业	120.00
绿蔓生物	92.50
市值合计	3,964.96

2014/01-2014/11



相关报告

食品饮料:《国企改革有望成为行业2015年最重要的风口》	2014.12.02
食品饮料:《补涨的风来了》	2014.12.01
食品饮料:《积极寻找预期改善,耐心等待价值回归》	2014.11.19
食品饮料:《食品饮料估值修复行情有望再度开启》	2014.11.16
食品饮料:《调味品、乳制品仍在板块中业绩最靓丽》	2014.11.06

目 录

1. 新三板保健品、休闲食品、调味品公司较多	3
2. 新三板食品饮料公司经营规模较小、增速较快	4
3. 新三板食品饮料公司估值较低.....	5
4. 新三板食品饮料公司容易成为并购标的	6
图 1: 新三板食品饮料板块与主板大众品板块估值对比	5
表 1: 新三板食品饮料公司基本情况.....	3
表 2: 新三板和主板食品饮料子行业市值、财务指标对比	5
表 3: 2014 年主板食品饮料公司并购情况.....	6

1. 新三板保健品、休闲食品、调味品公司较多

新三板自扩容以来，不到两年的时间就已经吸引了 1300 多家企业挂牌上市，而且越来越多的公司进入新三板来融资。新三板定位于为成长性、创新性中小企业提供融资服务，也给投资者一个分享中小型创新企业成长收益的过程。这将弥补金融服务对于中小型企业的缺失，促进民间投资和中小企业的发展。

新三板食品饮料公司中保健食品、休闲食品、调味品公司较多，酒类公司较少。我们从新三板中选择了 22 只食品饮料公司，并对其进行了分类，其中保健食品、休闲食品、调味品、食品添加剂、米面类、乳制品、肉制品和酒类行业上市公司分别为 6、5、4、2、2、1、1、1 家。2013 年收入和净利润增速均超过 30% 的公司有天香苑、美基食品、飞达股份、红山河、蓝钻生物、绿蔓生物、谢裕大、雅威特、冰洋科技、壹玖壹玖等。

行业增速较快、市场格局较为分散是这三类公司较多的主要原因。从新三板的保健食品、休闲食品、调味品公司所涉及的具体业务来看，大多为增速较快、或品类较多、市场集中度较低的子行业，比如随着人口老龄化和消费者对于健康诉求的提升，保健食品行业正处于快速增长期，休闲食品子行业众多、新公司大有可为空间。比较来看，A 股食品饮料板块以酒类、乳制品、肉制品等公司居多，正是在于这些子行业格局较为稳定，新公司难有大机会。

表 1: 新三板食品饮料公司基本情况

子行业	公司	市值 万元	2013 年财务指标 (万元)				2013 年产品结构
			营业收入	净利润	收入增速	净利润增速	
保健食品	蓝钻生物	3,000	2,260	270	81%	823%	螺旋藻精片:91.98%;滇橄榄含片:5.62%;
保健食品	绿蔓生物	9,250	2,379	49	67%	256%	其他:38.27%;人参提取物:32.8%;葡萄皮提取物:8.06%;红参提取物:7.8%;
保健食品	谢裕大	6,800	13,689	771	38%	37%	绿茶:79.01%;红茶:9.88%;花茶:9.3%;
保健食品	老来寿	15,200	2,311	441	-17%	-63%	老来寿胶囊:45.83%;氨糖葛钙胶囊:24.99%;虫草胶囊:14.08%;辅酶 Q10 胶囊:10.83%;
保健食品	九生堂	500	531	107	-16%	70%	肽口服液:99.29%;宣传材料:0.71%
保健食品	雅威特	120,002	2,567	1,090	283%	1038%	海带提取液:96.6%;中试产品:3.08%;
休闲食品	婴儿乐	1,650	6,360	318	13%	428%	婴儿饼干:85.68%;宠物饼干:11.24%;

							其他:3.08%
休闲食品	冰洋科技	15,920	3,227	19	92%	296%	鱿鱼丝:94.79%;海参苗:5.21%
休闲食品	御食园	34,200	37,895	3,294	10%	-4%	焙烤系列:26.33%;山楂系列:15.76%;果脯系列:12.39%;栗豆系列:11.19%;
休闲食品	有友食品	15,003	97,843	11,557	6%	-16%	泡椒凤爪:75.85%;卤香火鸡翅:7.14%;其他:6.35%;
休闲食品	早康枸杞	5,000	7,090	-738	54%	-4%	干果类:84.53%;液态枸杞类:11.89%;其他类:3.59%
调味品	味群食品	8,080	21,256	1,012	15%	29%	水解植物蛋白粉:46.44%;发酵酱油粉:25.13%;复合调味粉:20.42%;
调味品	美基食品	5,000	3,310	452	79%	271%	油脂类:42.44%;高汤类:36.75%;精粉类:10.07%;
调味品	飞达股份	4,000	22,566	1,198	134%	367%	复合调味料包系列(粉、油、菜、酱类):39.4%;辣椒系列:34.04%;香辛料系列:21.27%;
调味品	红山河	7,000	2,521	3,059	66%	36114%	干辣椒类:58.72%;火锅底料类: 25.04%;辣椒酱类:9.73%;
食品添加剂	雪郎生物	40,895	8,687	51	10%	-15%	苹果酸:95.22%;富马酸:2.89%;
食品添加剂	天香苑	1,778	4,883	564	35%	225%	酵母抽提物:100%
米面	法福来	7,310	5,730	536	-5%	-6%	面粉:50.04%;大米:42.65%;油:4.2%;
米面	黄国粮业	12,000	56,635	382	-3%	-90%	白汤圆粉:62.31%;麻团粉:19.14%;大米:10.61%;
乳制品	伽力森	1,875	13,692	1,494	9%	107%	黄油制品:73.64%;牛油制品:20.81%;主食销售:5.42%
肉制品	公准股份	134,025	134,172	10,036	13%	-3%	鲜品:68.21%;冻品:31.78%
酒类经销	壹玖壹玖	2,134	34,642	550	99%	311%	白酒:73.02%;红酒:11.13%;烟:8.56%;洋酒:3.06%;

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 市值为 2014/12/30 数据

2. 新三板食品饮料公司经营规模较小、增速较快

新三板食品饮料公司经营规模较小。新三板食品饮料板块 2012 年和 2013 年平均营业收入为 1.9 亿和 2.2 亿元，而同期主板食品饮料板块平均营业收入为 49.3 亿元和 52.4 亿元，2012、2013 年新三板食品饮料板块平均营业收入只有主板食品饮料板块平均营业收入的 3%和 4%。目前新三板食品饮料公司平均市值仅 2 亿元，远低于主板公司。

新三板食品饮料公司增速更快。2012、2013 年主板食品饮料公司平均营业收入增速为 16%和 6%，而新三板食品饮料公司平均增速为 124%和 21%。

表 2: 新三板和主板食品饮料子行业市值、财务指标对比

子行业	板块	平均市值	2013-百万元		2013		2013 盈利水平		
		百万元	平均营业收入	平均营业利润	PE	PS	毛利率	净利率	ROE
调味品	主板	14,161	3,078	289	53	4.6	27%	9%	12%
调味品	新三板	60	124	8	4	0.76	26%	12%	14%
保健食品	主板	16,516	1,482	503	41	16	65%	28%	20%
保健食品	新三板	258	40	5	57	9.3	49%	11%	11%
乳制品	主板	20,953	12,559	670	35	2.2	32%	6%	19%
乳制品	新三板	19	137	20	1	0.2	28%	11%	23%
肉制品	主板	16,923	10,251	1,051	20	1.9	19%	9%	24%
肉制品	新三板	1,340	1,342	100	13	1.1	8%	7%	33%

资料来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 市值数据为 2014/12/30

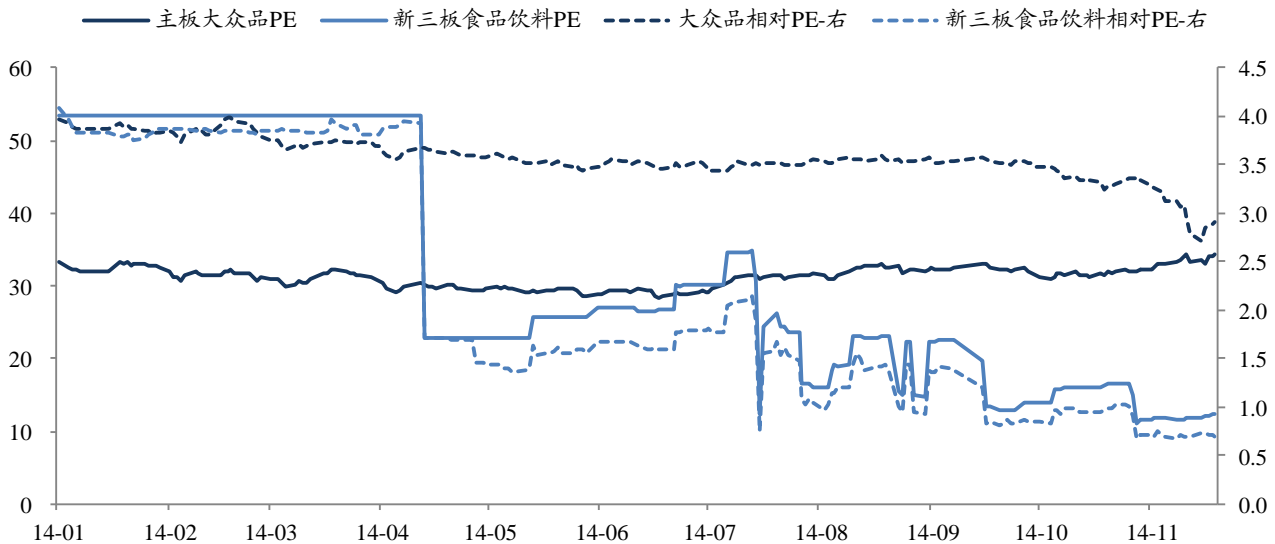
3. 新三板食品饮料公司估值较低

将新三板食品饮料板块估值水平与主板大众品板块对比可发现:

新三板食品饮料板块 PE、相对 PE 均较低。目前新三板食品饮料板块静态 PE 为 12 倍、历史 PE 中值 (2014/1/24 至今, 下同) 为 26 倍, 而主板大众品板块目前静态 PE 为 34 倍、历史 PE 中值为 31 倍。目前新三板食品饮料板块相对 PE (相对新三板公司整体) 为 0.7 倍、历史中值 1.6 倍, 而主板大众品板块目前相对 PE 为 2.9 倍、历史中值 3.5 倍。

原因在于新三板股票流动性低, 且初创期公司并未体现稳健增长特征。新三板市场投资门槛较高、股票流动性低, 因此投资者给予其相对主板市场较大的折价。而对于新三板食品饮料公司, 由于其处于初创期、规模较小, 竞争优势不突出, 并未有类似主板大众品公司的稳健增长的特性, 因此其相对估值亦较低。

图 1: 新三板食品饮料板块与主板大众品板块估值对比



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 新三板食品饮料公司容易成为并购标的

新三板食品饮料公司市值小、估值低，并购难度较小。如前所述，目前新三板食品饮料公司平均市值仅2亿元，当前静态PE仅12倍，被并购难度较小。

并购将成为国内食品饮料龙头中长期发展的催化剂。首先从国外经验看，海外食品饮料龙头通过持续的并购获得了长期稳定的增长。其次从国内现状看，目前国内经济增速换挡使消费品内生式增长放缓，食品饮料龙头通过并购提高自身增长潜力的动机日趋增强。2014年以来，A股食品饮料上市公司已发生20起并购案例。

新三板公司被并购进程有望加速。2014年因并购而终止挂牌的新三板企业达52家，如新冠亿碳(430275)被上市公司东江环保(002672)并购，屹通信息(430364)被上市公司东方国信(300166)并购等。随着新三板不断扩容，企业及业务类型越来越丰富，为上市公司提供的可选标的范围将不断扩大；此外新三板公司的管理规范及财务状况透明度好于普通企业，可以更好的解决并购中的信息披露和资产定价问题，这些优势都有望加快A股公司并购新三板公司的进程。

表 3: 2014 年主板食品饮料公司并购情况

公司	子行业	首次披露日	并购标的	并购类型
汤臣倍健	保健食品	2014/10/31	深圳倍泰 25% 股权	横向整合
海天味业	调味发酵品	2014/10/14	广东广中皇 10% 股权、黄志坚对广东广中皇拥有的债权	横向整合
麦趣尔	乳品	2014/10/9	中商惠民 2.0408% 股权	多元化
麦趣尔	乳品	2014/8/25	新美心 100% 股权	横向整合

西藏发展	啤酒	2014/8/8	西藏天然水不超过 20% 股权	多元化
得利斯	肉制品	2014/8/1	潍坊同路食品有限公司 25.21% 股权	横向整合
维维股份	软饮料	2014/7/11	徐州南湖 85% 股权	多元化
汤臣倍健	保健食品	2014/7/2	鹏鼎创盈 7.579% 股权	财务投资
得利斯	肉制品	2014/6/25	同路热电 98.625% 股权	多元化
皇氏乳业	乳品	2014/6/3	盛世骄阳股权;北广高清 20% 股权	多元化
金枫酒业	黄酒	2014/4/23	绍兴白塔 40% 股权	横向整合
皇氏乳业	乳品	2014/4/22	御嘉影视 100% 股权	多元化
五粮液	白酒	2014/4/18	五谷春 11% 股权;五滨咨询公司 100% 股权	行业整合
青岛啤酒	啤酒	2014/3/26	宝鸡啤酒啤酒业务相关资产	横向整合
青岛啤酒	啤酒	2014/3/26	新钟楼啤酒销售业务相关资产	行业整合
青岛啤酒	啤酒	2014/3/26	嘉禾啤酒 50% 股权	横向整合
梅花生物	调味发酵品	2014/3/25	广生医药 51.761% 股权	多元化
通葡股份	葡萄酒	2014/1/28	润明贸易 70% 股权;品味贸易 70% 股权	行业整合
梅花生物	调味发酵品	2014/1/3	汉信制药 100% 股权	多元化

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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

	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。	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
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。	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		