

2014年10月28日

# 加加食品 (002650)

——三季报点评暨近期跟踪：大单品战略初见成效，费用投入加大将牺牲短期利润增长

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

市场数据： 2014年10月27日

收盘价(元)	12.6
一年内最高/最低(元)	21.4/8.28
上证指数/深证成指	2290/7829
市净率	3.4
息率(分红/股价)	4.76
流通A股市值(百万元)	2827

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年09月30日

每股净资产(元)	3.74
资产负债率%	29.95
总股本/流通A股(百万)	461/224
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《加加食品(002650)中报点评：Q2单季收入增速转正，关注四季度新品动销情况》 2014/08/15

《加加食品13年年报点评：食用油业务和利息收入减少拖累业绩，14年关注中高端新品“原酿造”》 2014/04/24

### 证券分析师

曾郁文 A0230513060003  
zengyw@swsresearch.com

### 联系人

姚彦君  
(8621)23297818x7455  
yaoyj@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	1,678	1	162	-8	0.70	27.2	9.3	18	18
14Q1-Q3	1,213	-1	114	4	0.25	29.5	6.6	-	-
2014E	1,738	4	139	-14	0.30	28	8	42	17
2015E	2,085	20	177	28	0.38	29	9	33	14
2016E	2,501	20	251	41	0.54	31	11	23	11

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点：

- **事件：**公司前三季度实现收入12.13亿元，同比下滑1.06%；归属于母公司所有者的净利润为1.14亿元，同比增长3.72%，实现EPS0.25元，基本符合我们的预期。公司同时在三季报中预计全年净利润同比增长-20%~0%，对应EPS0.28元-0.35元。
- **投资评级与估值：**考虑到原酿造推广初期费用投入较大，我们下调盈利预测，预计14-16年EPS分别为0.30元、0.38元、0.54元（分别下调0.06元、0.09元、0.05元），分别增长-14%、28%和41%，对应14-16年PE42/33/23倍。调味品消费升级背景下，公司作为前五大酱油品牌，转型高端大单品战略将受益；此外，公司已公告成立并购基金，行业整合值得期待。目前公司市值较小不到60亿元，维持“增持”评级。
- **大单品战略初见成效，市场推广加大导致费用率提升。**1) 食用油拖累使收入有所下滑：公司Q1-Q3实现12.13亿元，同比下滑1.06%，其中Q3收入同比下滑2.13%，我们预计其中调味品业务收入实现正增长，而食用油不景气使收入出现下滑。2) 毛利率有所提升：公司Q1-Q3实现毛利率29.50%，较去年提升3.47pct；其中Q3单季毛利率29.71%，同比提升4.23pct；我们认为，毛利率的同比提升主要来自公司推进高端大单品（如面条鲜、原酿造）销售见成效、产品结构提升所致。3) 销售费用加大使净利率基本持平：公司Q1-Q3实现净利率9.37%，其中Q3净利率为8.52%，与去年基本持平；Q1-Q3期间费用率16.5%，较去年同期提升3.15pct，其中销售费用同比提升2.19pct，我们认为主要是推广新品力度加大所致。
- **调味品消费升级背景下，关注公司“大单品”战略的实施。**1) “大单品”战略：公司的“大单品”战略是聚焦以“原酿造”（不添加色素和防腐剂的无添加酱油）为首的高端酱油品类，包括“原酿造”、“面条鲜”及醋等其他品类在内的高端品，旨在优化和改善公司产品结构。2) 销售的考核及激励围绕“原酿造”等大单品展开：考核方面，对销售人员采取“原酿造”一票否决制，“原酿造”目标未完成将影响整体考核；总量上，从由考核销量转为考核销售额；激励方面，今年销售人员与销售任务挂钩的业绩提成奖有所提高；3) 大单品战略初见成效，“原酿造”在个别区域动销较好：公司从二季度开始，原酿造新品铺货已伴随着央视广告和终端市场推广工作开始进行，到三季度，除样板市场广西之外，还有海南、湖南、四川等区域动销情况较好。
- **成立并购基金，未来有望通过行业整合实现扩张。**公司今年1月公告，设立合兴（天津）股权投资基金合伙企业，拟作为有限合伙人使用自有资金20,000万元入股合兴基金（首期认缴10,000万元），从而收购或参股符合公司发展战略需要的目标企业，以并购重组等手段达到产业整合的目的，提高和巩固公司地位。公司设立并购基金后，未来将有望通过并购实现扩张。

**表 1：盈利预测表**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、主营业务收入	1,683	1,657	1,678	1,738	2,085	2,501
收入增长率	22%	-2%	1%	4%	20%	20%
减：主营业务成本	1,275	1,227	1,221	1,252	1,471	1,726
毛利率	24.24%	25.91%	27.22%	27.97%	29.45%	31.01%
主营税金及附加	7	8	7	8	9	11
二、主营业务利润	401	421	449	478	605	765
主营业务利润率	23.8%	25.4%	26.8%	27.5%	29.0%	30.6%
减：营业费用	157	164	184	208	250	298
管理费用	45	62	78	85	98	108
财务费用	15	-25	-12	0	-5	5
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
加：公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	0	0
三、营业利润	184	221	200	212	289	360
加：营业外收入	30	15	21	10	5	5
减：营业外支出	2	0	2	0	0	0
四、利润总额	212	235	219	222	294	365
减：所得税	54	59	58	58	77	95
五、净利润	158	176	162	164	218	270
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	158	176	162	139	177	251
净利润增长率	21%	11%	-8%	-14%	28%	41%
总股本(最新)	461	461	461	461	461	461
<b>六、每股收益</b>	<b>0.34</b>	<b>0.38</b>	<b>0.35</b>	<b>0.30</b>	<b>0.38</b>	<b>0.54</b>
净利润率	9%	11%	10%	8%	9%	10%

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。