

2016年12月12日

公司研究

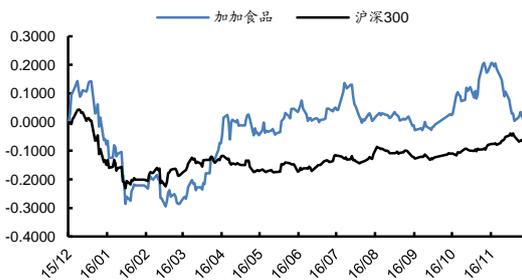
评级：增持（首次覆盖）

研究所
证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn
联系人：管嘉琪 S0350116070031
guanjq@ghzq.com.cn

新基地投产突破产能瓶颈，明年 KA 渠道投入有望加大

——加加食品（002650）调研简报

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
加加食品	-14.0	-0.7	2.5
沪深 300	2.2	7.1	-3.2

市场数据	2016/12/12
当前价格（元）	7.16
52 周价格区间（元）	4.76 - 8.95
总市值（百万）	8248.32
流通市值（百万）	8071.68
总股本（万股）	115200.00
流通股（万股）	112732.93
日均成交额（百万）	133.45
近一月换手（%）	43.57

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **大单品战略日渐清晰，新基地投产有望加快业绩增长** 受三公消费政策影响，近几年调味品行业整体增速有所放缓，行业竞争有所加剧。加加顺应行业发展趋势，于 2014 年推出“大单品”战略：通过聚焦资源发展面条鲜、原酿造、盘中餐茶油等大单品，产品结构不断优化。但是 2015 年以前，公司营收受制于产能束缚，增长一直较为缓慢。2015 年底，公司长沙新生产基地已经正式投产，新增产能 20 万吨，公司产能束缚已经消除。我们认为，公司 2016 年上半年酱油业务小幅下滑的原因主要是公司关停了长沙旧生产基地，导致特制酱油（低质酱油）生产减少，短期对业绩造成一定影响。长期来看，随着公司大单品战略的持续推进，以及新生产基地投产后对公司产能和生产效率的提升，公司未来业绩增长有望加快。
- **公司明年有望加大 KA 渠道投入，为业绩增长新添动力** 过去公司产品主要都是通过流通渠道进行销售，KA 和餐饮渠道占比非常低。近几年，公司对 KA 渠道重视程度日益提升；2014 年底，公司专门成立了 KA 事业部负责 KA 渠道的拓展，特别是北京、上海等一线城市。但是，相较于海天味业和中炬高新，目前公司 KA 渠道占比仍然较小。我们预计，随着公司政策逐渐向 KA 渠道倾斜，明年 KA 渠道投入有望加大，未来有望为业绩增长添加新的动力。
- **投资成立合兴基金，未来有望通过并购实现跳跃式增长** 2014 年 1 月份，公司投资 2 亿元入伙合兴基金。据公告中披露，成立合伙基金的目的在于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。但是截止目前，公司尚未进行过并购重组事项。我们预计，未来公司有望通过并购重组的方式，为公司业绩增长增加外延驱动力。
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予公司“增持”评级** 我们预测 2016/17/18 年 EPS 分别为 0.14/0.17/0.20 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 50.29/42.17/36.06 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险提示：原材料价格波动风险，市场拓展不及预期。**

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1755	1887	2113	2403
增长率(%)	4%	8%	12%	14%
净利润(百万元)	147.3	164	196	229
增长率(%)	11%	11%	19%	17%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.14	0.17	0.20
ROE(%)	7.98%	8.45%	9.52%	10.45%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 加加食品盈利预测表

证券代码:	002650.SZ				股价:	7.16				投资评级:	增持				日期:	2016/12/12			
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E										
盈利能力					每股指标														
ROE	7.98%	8.45%	9.52%	10.45%	EPS	0.13	0.14	0.17	0.20										
毛利率	28%	28%	29%	29%	BVPS	1.60	1.68	1.78	1.90										
期间费率	17%	17%	16%	16%	估值														
销售净利率	8%	9%	9%	10%	P/E	55.99	50.29	42.17	36.06										
成长能力					P/B	4.47	4.25	4.01	3.77										
收入增长率	4%	8%	12%	14%	P/S	4.70	4.37	3.90	3.43										
利润增长率	11%	11%	19%	17%															
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E										
总资产周转率	0.65	0.67	0.71	0.75	营业收入	1755	1887	2113	2403										
应收账款周转率	34.13	34.13	34.13	34.13	营业成本	1258	1355	1509	1711										
存货周转率	4.69	4.69	4.69	4.69	营业税金及附加	6	6	7	8										
偿债能力					销售费用	188	192	213	243										
资产负债率	32%	31%	31%	31%	管理费用	101	100	112	127										
流动比	0.91	0.94	1.07	1.20	财务费用	9	15	13	11										
速动比	0.58	0.60	0.71	0.82	其他费用/(-收入)	11	9	12	15										
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	205	228	271	318										
现金及现金等价物	303	325	430	556	营业外净收支	2	2	4	3										
应收款项	51	55	62	70	利润总额	207	230	274	321										
存货净额	269	290	323	366	所得税费用	59	66	79	92										
其他流动资产	126	136	152	173	净利润	147	164	196	229										
流动资产合计	750	806	967	1166	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	1079	1071	1094	1104	归属于母公司净利润	147	164	196	229										
在建工程	475	555	545	545	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E										
无形资产及其他	89	89	80	71	经营活动现金流	182	215	205	207										
长期股权投资	274	274	274	274	净利润	147	164	196	229										
资产总计	2697	2825	2990	3190	少数股东权益	0	0	0	0										
短期借款	325	325	325	325	折旧摊销	36	117	116	117										
应付款项	344	371	413	468	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	68	73	82	93	营运资金变动	(1)	(66)	(107)	(139)										
其他流动负债	86	86	86	86	投资活动现金流	(271)	(72)	(13)	(11)										
流动负债合计	824	855	906	972	资本支出	(491)	(72)	(13)	(11)										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(61)	0	0	0										
其他长期负债	29	29	29	29	其他	282	0	0	0										
长期负债合计	29	29	29	29	筹资活动现金流	110	(68)	(81)	(95)										
负债合计	852	884	935	1001	债务融资	85	0	0	0										
股本	1152	1152	1152	1152	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	1845	1941	2055	2189	其它	25	(68)	(81)	(95)										
负债和股东权益总计	2697	2825	2990	3190	现金净增加额	21	75	111	102										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

周玉华，中南大学交通运输工学学士，经济学硕士，曾在华创证券从事交通运输和餐饮旅游行业研究。5年证券行业从业经验，目前从事社会服务行业研究。

管嘉琪，研究助理，上海财经大学硕士，2016年进入国海证券研究所

【分析师承诺】

余春生，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

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唯一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。