

15年新阶段，芝麻乳向大单品起航

买入 维持

目标价格：暂无

事件：公司公告江西南昌黑芝麻乳生产基地建设项目竣工投产，全面达产后将新增产能7.5万吨。

我们点评如下：

- **新产品芝麻乳有成为大单品的潜力，15年高增长值得期待：**1) 芝麻乳主要销售区域为河南、河北、华东和川渝地区，在河南和河北区域主流消费市场为三四城市节庆消费需求，公司正在深圳地区建设有效终端，通过直营模式打开一二线城市市场；2) 芝麻乳动销率50-60%，即经销商重复打款占一半以上，新品已经开始被市场接受；3) 我们预计芝麻乳14年销售收入接近2.5亿(含税)，受春节旺季推迟等因素影响，四季度收入或略低于三季度，但15年有望翻番增长，公司目标是将芝麻乳打造成30亿级别的大单品。
- **芝麻糊增速平稳，品类扩张有望为老产品打开新的增长空间：**公司芝麻乳目前经销商数量相对稳定，增长空间来自于渠道进一步下沉至县级市场，预计未来将保持10-15%左右的增速，公司新开发的黑黑谷物餐系列产品，推出黑芝麻和红枣、燕麦、山药等组合系列，符合营养健康饮食概念，适合早餐和夜宵食用，有望打开年轻消费市场。
- **15年芝麻乳有望接近盈亏平衡，公司有希望完成股权激励目标：**芝麻乳目前仍处于市场开拓阶段，公司需要投放相对较多的费用，但15年开始公司江西基地竣工投产，将节省一部分成本，芝麻乳毛利率将提升至40%左右，我们预计芝麻乳在15年实现含税5亿收入时有望接近盈亏平衡。公司股权激励要求15年公司净利润达1.5亿元，预计老产品芝麻乳净利率10%左右，15年贡献利润1.1亿左右，其余将主要来自物流业务利润，以及增发后资金带来的财务费用降低和理财收入，公司有希望完成首期股权激励的解锁目标。
- **盈利预测及投资建议：**我们看好新品芝麻乳市场前景，预计明年公司各项措施到位后芝麻乳有望翻番增长，维持“买入”评级，预计14-16年收入增速分别为14.7%、24%和24.7%，净利润增速分别为57.3%、137.7%和41.4%，EPS 0.207元、0.49元和0.697元。

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180514080005)

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

市场表现



相关研究

《食品饮料周报：高端白酒批价上涨，板块估值有望继续修复》

2015/1/18

《顺鑫农业年报业绩预告点评：加速聚焦主业，国企改革弹性标的》

2015/1/14

《汤臣倍健年报业绩预告点评：15年看并购+品类扩张，定增有望重启增长》

2015/1/14

《食品饮料周报：白酒国企改革加速，调味品有望补涨》

2015/1/11

《行业动态跟踪：渠道见底但预期不高，国企改革成破局关键》

2015/1/7

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	641	1,306	1,497	1,857	2,316
增长率(%)	10.3%	103.5%	14.7%	24.0%	24.7%
归母净利润(百万)	19	41	65	154	217
增长率(%)	50.8%	121.4%	57.3%	137.7%	41.4%
每股收益	0.060	0.132	0.207	0.493	0.697
市盈率	164	80	70	30	21

图 1: 三张财务报表摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,306	1,497	1,857	2,316	货币资金	244	598	737	633
YOY	104%	15%	24%	25%	应收和预付款项	295	347	377	439
营业成本	910	1,061	1,248	1,528	存货	104	131	120	126
毛利	395	436	609	788	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	30%	29%	33%	34%	长期股权投资	9	9	9	9
营业税金及附加	8	9	11	14	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产和在建工程	499	899	1049	1499
销售费用	256	296	371	463	无形资产和开发支出	224	213	203	194
% 营业收入	19.6%	19.8%	20.0%	20.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	66	75	93	116	资产总计	1459	2174	2378	2666
% 营业收入	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	短期借款	230	0	0	0
财务费用	34	-1	-14	-14	应付和预收款项	297	256	306	377
% 营业收入	2.6%	-0.1%	-0.7%	-0.6%	长期借款	87	87	87	87
资产减值损失	2	0	0	1	其他负债	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	622	343	393	464
投资收益	11	5	5	15	股本	246	312	312	312
营业利润	41	63	152	224	资本公积	486	1349	1349	1349
% 营业收入	3.1%	4.2%	8.2%	9.7%	留存收益	101	166	320	537
营业外收支	5	10	20	20	归属母公司股东权益	834	1827	1981	2198
利润总额	46	73	172	244	少数股东权益	4	4	4	4
% 营业收入	3.5%	4.8%	9.3%	10.5%	股东权益合计	838	1831	1985	2202
所得税费用	5	8	19	26	负债和股东权益合计	1459	2174	2378	2666
净利润	41	65	154	217					
归属于母公司所有者的净利润	41	65	154	217	财务指标				
少数股东损益	0	0	0	0	毛利率	30%	29%	33%	34%
现金流量表					三费/销售收入	27%	25%	24%	24%
	2013	2014E	2015E	2016E	EBIT/销售收入	5%	4%	7%	8%
经营活动现金流净额	282	427	428	429	EBITDA/销售收入	19%	10%	14%	14%
取得投资收益收回现金	0	5	5	15	销售净利率	3%	4%	8%	9%
长期股权投资	0	0	0	0	ROE	5%	4%	8%	10%
无形资产投资	-38	-378	-142	-442	ROA	3%	3%	6%	8%
固定资产投资	0	-200	-100	-250	ROIC	5%	3%	6%	8%
其他	0	25	0	0	销售收入增长率	104%	15%	24%	25%
投资活动现金流净额	-199	-374	-137	-427	EBIT 增长率	6364%	-14%	137%	46%
债券融资	-95	-7	0	0	EBITDA 增长率	591%	-36%	62%	34%
股权融资	440	929	0	0	净利润增长率	167%	58%	138%	41%
银行贷款增加(减少)	0	-230	0	0	总资产增长率	53%	49%	9%	12%
筹资成本	34	-1	-14	-14	股东权益增长率	163%	-58%	514%	17%
其他	-6	0	0	0	经营现金净流增长率	163%	-58%	514%	17%
筹资活动现金流净额	286	684	0	0	流动比率	1.2	4.2	4.1	3.2
现金净流量	195	355	138	-104	速动比率	1.0	3.7	3.7	2.9
					应收账款周转天数	18.1	20.0	15.0	13.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

秦聪: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 清华大学五道口金融学院金融学硕士, 2013 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

类别	姓名	电话 1	电话 2	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
赵越		0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com	
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。