

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.06
合理价格区间(元): 10.85~11.78

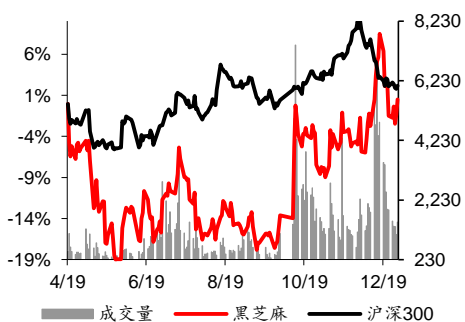
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

相关研究

- 1 《黑芝麻(000716):高安全边际的跨年度 Alpha 品种》 2016.11
- 2 《黑芝麻(000716):新品营销力度加大, 单季增长明显》 2016.10
- 3 《黑芝麻(000716):加大销售投入, 期待下半年新品发力》 2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

Q4 库存压力超预期, 17 轻装上阵

黑芝麻(000716)

2016 年收入 23.14 亿元, 同比+22.61%; 净利 1631.61 万元, 同比-89.06%
黑芝麻于 2017 年 4 月 18 日发布年报和一季报, 2016 年公司实现收入 23.14 亿元, 同比增加 22.61%; 实现归母净利润 1631.61 万元, 同比下降 89.06%; 实现扣非归母净利润 2798.59 万元, 同比下降 81.91%, 低于我们的预期。17Q1 公司实现收入 4.69 亿元, 同比增加 7.13%; 归母净利润 2346.76 万元, 同比增长 4.98%; 扣非归母净利润 2162.58 万元, 同比增加 36.65%。

收入端: 物流业是拉动公司 16 年收入增长的最重要力量

黑芝麻 2016 年食品业收入为 14.78 亿元, 同比增加 7.42%; 物流业收入为 8.09 亿元, 同比增加 63.32%, 是拉动公司收入增长的最重要力量。2015 年 5 月成功收购的广西容州物流产业园贡献了大部分的物流业收入增量, 2016 年物流产业园全年收入贡献为 2.77 亿元, 占物流业收入的 34%, 净利润贡献为 2902.17 万元。

利润端: 毛利率下滑、资产减值损失和财务费用上升导致净利下滑

净利的大幅下滑主要由不达预期的定制产品带来的毛利下滑、同比增加的资产减值损失和大幅增加的财务费用。公司 15Q4 同步浙江卫视的《西游奇遇记》栏目定制的纪念版产品在 16Q4 临期且库存压力较大, 公司投放资源消化处理该批存货导致毛利率从 3 季报的 30.57% 大幅下滑至年报的 23.33%, 影响幅度 0.75 亿元; 其次, 资产减值损失同比出现较大幅度提升, 影响幅度 0.56 亿元; 再次, 富硒食品板块由于 16 年大幅增加原料收购和销售, 对流动资金的需求增加导致银行贷款增加, 影响幅度 0.35 亿元。

以发行股份及支付现金购买资产的方式购买礼多多 100% 股权

黑芝麻于 2017 年 3 月 25 日公告, 公司拟以发行股份及支付现金购买资产的方式购买礼多多 100% 股权, 礼多多股份已经在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让, 证券代码为 833690, 截止协议签署日总股份为 7994 万股, 其中黑芝麻的控股股东广西黑五类食品集团持有礼多多 19.23% 的股权, 是礼多多的二股东; 刘世红先生则持有礼多多 41.47% 的股权, 是礼多多的控股股东; 本次交易的评估基准日为 2016 年 12 月 31 日, 交易亦附带业绩补偿和业绩奖励的条款。

17 年主业重回正常轨道, 收购礼多多增加弹性, 维持“买入”评级

我们认为定制产品的低迷销售给公司带来的一次性负面影响逐步消退, 食品主业在 2017 年将回到正常轨道, 同时收购礼多多有望带来渠道协同, 给公司业绩带来更高的弹性。暂不考虑并购, 维持前期盈利预测, 预计黑芝麻 2017-2019 年收入分别达到 29.31 亿元, 34.30 亿元和 38.64 亿元, EPS 分别达到 0.32 元, 0.38 元和 0.41 元, 维持目标价范围 10.85 元~11.78 元, 同时维持“买入”评级。

风险提示: 新品推广不达预期; 食品安全问题; 收购礼多多 100% 股权事项进展不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	637.60
流通 A 股(百万股)	540.88
52 周内股价区间(元)	6.59-16.15
总市值(百万元)	5,139
总资产(百万元)	3,209
每股净资产(元)	2.76

资料来源: 公司公告

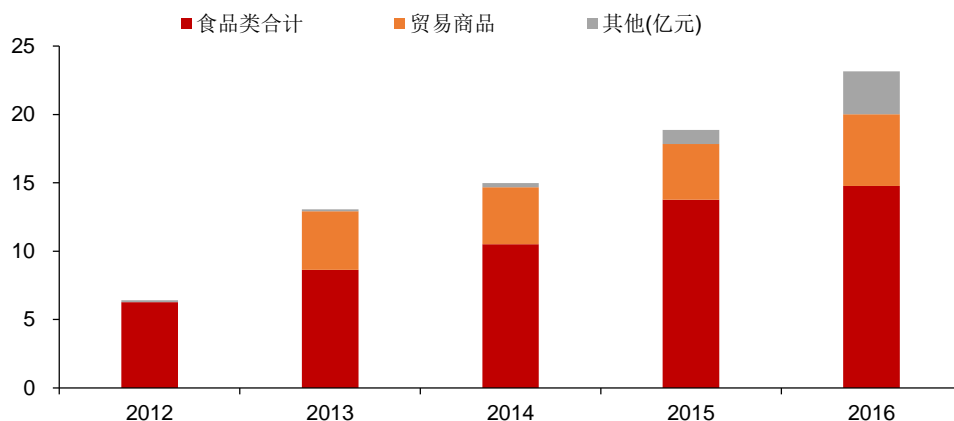
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,888	2,314	2,931	3,430	3,864
+/-%	21.43	22.61	26.64	17.03	12.65
净利润(百万元)	149.14	16.32	204.86	239.68	258.64
+/-%	186.72	(89.06)	1,156	17.00	7.91
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.03	0.32	0.38	0.41
PE (倍)	34.46	314.97	25.09	21.44	19.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

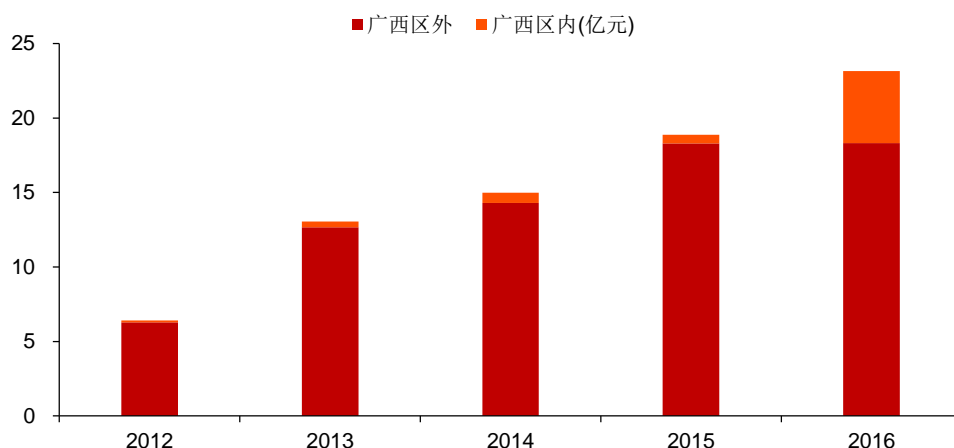
收入结构及产销量

图表1: 黑芝麻收入结构(按产品)



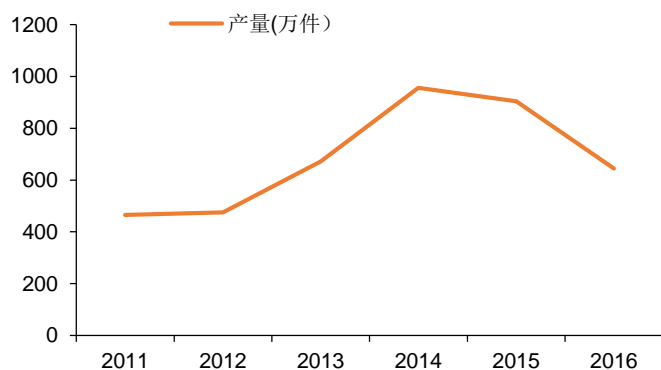
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 黑芝麻收入结构(按区域)



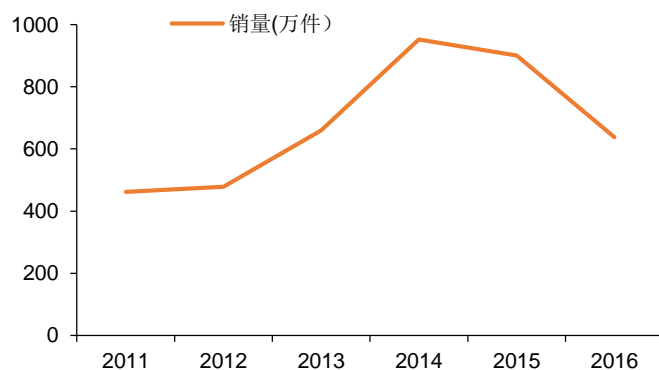
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 黑芝麻产品产量



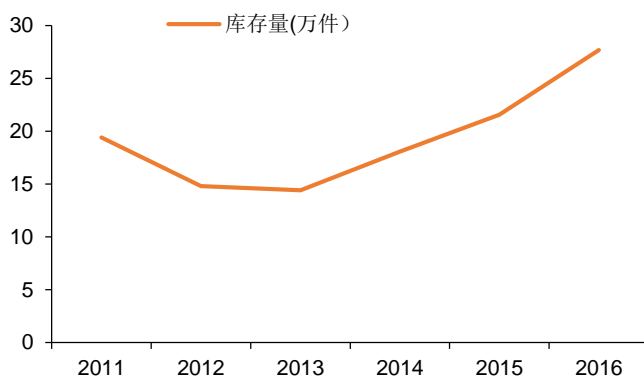
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 黑芝麻产品销量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

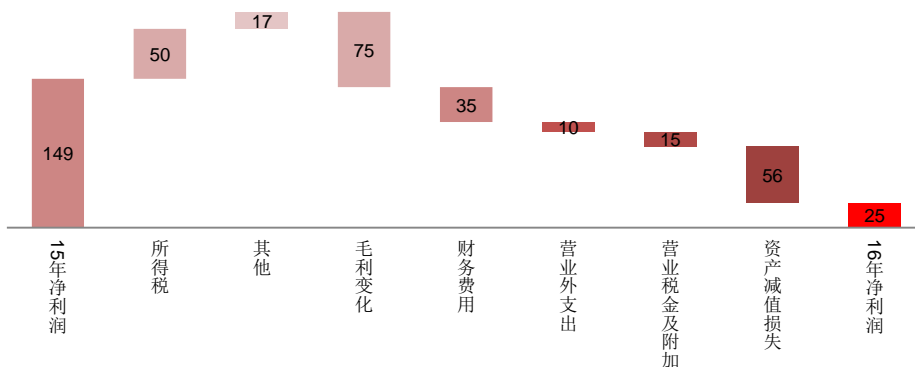
图表5: 黑芝麻产品库存量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 毛利、资产减值损失和财务费用是黑芝麻2016年净利大幅下滑的主要影响因素

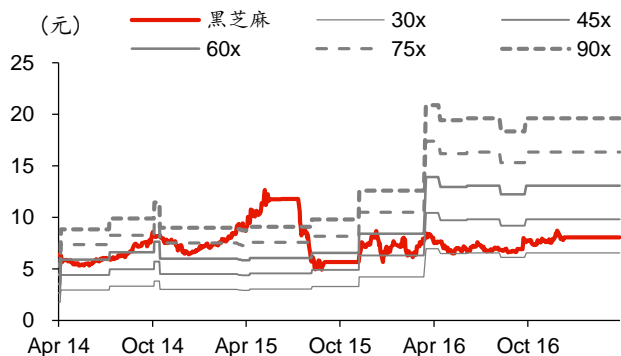
黑芝麻2016年业绩同比变动因素拆分 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

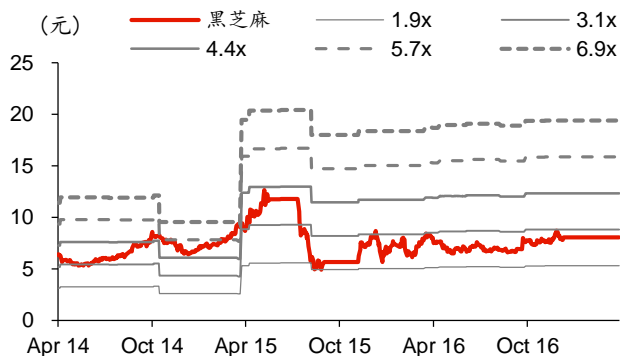
PE/PB- Bands

图表7: 黑芝麻历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 黑芝麻历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,392	1,213	1,846	1,984	2,140
现金	633.82	354.26	623.42	623.42	623.42
应收账款	196.98	159.06	267.02	301.89	319.33
其他应收账款	134.30	144.96	309.73	308.65	352.69
预付账款	121.34	175.54	226.34	241.02	279.57
存货	277.61	359.04	397.52	486.51	541.07
其他流动资产	27.48	20.19	21.52	22.60	23.54
非流动资产	1,433	1,903	1,810	1,754	1,697
长期投资	5.15	9.58	9.58	9.58	9.58
固定投资	701.32	845.21	900.27	894.10	857.30
无形资产	297.62	470.69	470.69	470.69	470.69
其他非流动资产	429.14	577.16	428.98	379.34	359.25
资产总计	2,825	3,116	3,655	3,738	3,836
流动负债	910.64	1,044	1,347	1,220	1,081
短期借款	290.00	549.00	679.26	466.11	319.38
应付账款	198.24	164.67	266.48	299.37	313.95
其他流动负债	422.40	330.39	401.35	454.43	447.87
非流动负债	176.37	249.47	235.52	237.30	240.12
长期借款	168.00	220.50	220.50	220.50	220.50
其他非流动负债	8.37	28.97	15.02	16.80	19.62
负债合计	1,087	1,294	1,583	1,457	1,321
少数股东权益	1.69	84.98	91.48	99.09	107.30
股本	318.54	637.60	637.60	637.60	637.60
资本公积	1,204	886.45	886.45	886.45	886.45
留存公积	264.72	252.09	456.95	657.47	883.77
归属母公司股	1,736	1,737	1,981	2,182	2,408
负债和股东权益	2,825	3,116	3,655	3,738	3,836

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	161.20	(68.55)	159.91	268.08	209.06
净利润	0.00	25.17	211.36	247.29	266.85
折旧摊销	51.01	62.76	56.84	62.13	64.77
财务费用	(12.72)	22.03	37.50	33.82	26.62
投资损失	(0.04)	(0.44)	(1.11)	(0.53)	(0.69)
营运资金变动	(0.61)	(141.00)	(151.05)	(70.41)	(145.97)
其他经营现金	123.56	(37.07)	6.39	(4.22)	(2.52)
投资活动现金	(431.34)	(300.38)	(3.41)	1.28	1.70
资本支出	289.98	232.36	0.00	0.00	0.00
长期投资	(6.00)	(49.87)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(147.36)	(117.90)	(3.41)	1.28	1.70
筹资活动现金	21.77	83.47	112.66	(269.36)	(210.76)
短期借款	30.00	259.00	130.26	(213.15)	(146.73)
长期借款	(82.00)	52.50	0.00	0.00	0.00
普通股增加	6.57	319.06	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(212.63)	(317.92)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	279.82	(229.18)	(17.60)	(56.21)	(64.04)
现金净增加额	(248.37)	(285.46)	269.16	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,888	2,314	2,931	3,430	3,864
营业成本	1,272	1,774	2,012	2,357	2,674
营业税金及附加	19.05	33.79	33.58	41.33	49.08
营业费用	391.82	388.33	491.76	575.48	648.27
管理费用	109.97	94.47	150.21	175.78	198.01
财务费用	(12.72)	22.03	37.50	33.82	26.62
资产减值损失	(40.81)	15.18	(6.60)	(6.60)	(6.60)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.04	0.44	1.11	0.53	0.69
营业利润	147.84	(13.35)	213.18	253.44	275.03
营业外收入	22.78	20.28	21.38	21.48	21.05
营业外支出	18.02	28.06	17.78	21.29	22.38
利润总额	152.59	(21.13)	216.78	253.63	273.70
所得税	3.50	(46.30)	5.42	6.34	6.84
净利润	149.09	25.17	211.36	247.29	266.85
少数股东损益	(0.05)	8.85	6.50	7.61	8.21
归属母公司净利润	149.14	16.32	204.86	239.68	258.64
EBITDA	186.13	71.44	307.52	349.39	366.43
EPS (元)	0.23	0.03	0.32	0.38	0.41

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	21.43	22.61	26.64	17.03	12.65
营业利润	277.38	(109.03)	1,497	18.88	8.52
归属母公司净利润	186.72	(89.06)	1,156	17.00	7.91
获利能力 (%)					
毛利率	32.59	23.33	31.34	31.28	30.79
净利率	7.90	0.70	6.99	6.99	6.69
ROE	8.59	0.94	10.34	10.99	10.74
ROIC	8.95	(0.50)	11.20	12.79	12.98
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.48	41.52	43.30	38.99	34.44
净负债比率 (%)	49.68	64.82	60.03	51.72	45.56
流动比率	1.53	1.16	1.37	1.63	1.98
速动比率	1.22	0.82	1.07	1.23	1.48
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.78	0.87	0.93	1.02
应收账款周转率	9.39	11.62	12.13	10.65	11.03
应付账款周转率	7.14	9.78	9.34	8.33	8.72
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.23	0.03	0.32	0.38	0.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.25	(0.11)	0.25	0.42	0.33
每股净资产 (最新摊薄)	2.72	2.72	3.11	3.42	3.78
估值比率					
PE (倍)	34.46	314.97	25.09	21.44	19.87
PB (倍)	2.96	2.96	2.59	2.36	2.13
EV_EBITDA (倍)	29.38	76.53	17.78	15.65	14.92

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com