

公司研究/公告点评

2017年03月15日

食品饮料/食品加工 II

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

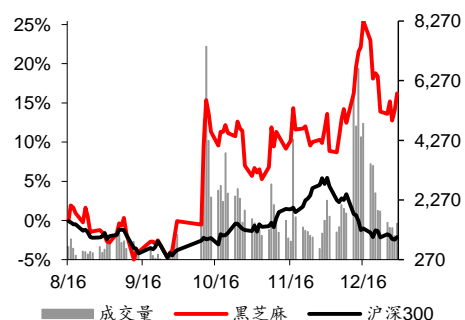
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

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,买入): Q4 库存压力超预期, 17 轻装上阵》2017.04
- 2 《黑芝麻(000716):高安全边际的跨年度 Alpha 品种》2016.11
- 3 《黑芝麻(000716):新品营销力度加大, 单季增长明显》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

7 亿元对价收购礼多多, 多点开花

黑芝麻(000716)

以发行股份和现金支付的方式收购礼多多 100% 股权, 交易对价 7 亿元

黑芝麻拟以发行股票和现金支付相结合的方式收购礼多多 100% 股权, 交易对价 7 亿元, 其中通过发行股票的方式支付 5.38 亿元 (发行股票价格为 6.88 元), 通过现金的方式支付 1.62 亿元。同时公司拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金不超过 2 亿元, 其中 1.62 亿元用于支付礼多多交易中的现金部分。

礼多多是电子商务经销服务提供商, 2016 年收入 5.97 亿, 同比+213%

礼多多的主营业务为向品牌方提供电子商务经销服务, 并经营自有线上销售平台, 目前拥有包括光明、蒙牛、费列罗等国内外食品品牌的线上代理权。2016 年礼多多收入达到 5.97 亿元, 同比增长 213%; 净利润达到 3334 万元, 同比增长 209%。根据盈利预测, 交易的估值水平为动态 PS ≈ 0.60, 动态 PE ≈ 10。本次交易附带业绩承诺条款, 礼多多 2017-2019 年的归母净利润分别不低于 6000 万元, 7500 万元和 9000 万元, 在业绩承诺能够顺利实现的假设下, 公司业绩弹性将明显增强。

推出股权激励计划, 进一步加强管理和核心技术团队的凝聚力

公司推出包括总裁和副董事长等在内的 94 人核心团队的股权激励方案, 拟向激励对象授予 2000 万份股票期权, 约占激励计划签署时公司总股本的 3.1367%。其中首次授予的行权价格为每股 8.03 元 (激励计划公告前 1 个交易日公司股票交易均价), 从 2017 年开始四个连续年度业绩考核目标分别要求达到扣非净利 2.50 亿元, 2.75 亿元, 3.00 亿元和 3.30 亿元。我们认为本轮股权激励计划将进一步加强管理和核心技术团队的凝聚力。

出售物流资产, 同时投资新能源动力电池领域

公司拟以 2.95 亿元的价格将广西容州物流产业园 100% 的股权转让给大股东旗下的广西容县沿海房地产开发有限公司, 借此举避免政策环境变化给物流业务带来的盈利压力对上市公司产生的潜在的负面影响; 另外, 公司出资 3 亿元投资天臣南方 (持股 30%), 初步布局锂电动力电池领域, 拓宽了经营业务范围, 也为公司培育了未来新的潜在增长点。

收购带来渠道协同, 公司业务多点开花, 维持“买入”评级

黑芝麻作为糊类产品中具有领先地位的品牌商, 本次收购在电子商务领域内具有竞争优势的礼多多一方面有助于公司渠道转型的加速推进, 另一方面也有望多元化公司的产品结构; 考虑到本次收购事项仍需股东大会和证监会批准, 我们暂不将其列入盈利预测, 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 分别为 0.32 元, 0.38 元和 0.41 元, 维持目标价范围 10.85 元~11.78 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 资产收购推进速度不达预期; 渠道整合效果不达预期; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	632.83
流通 A 股 (百万股)	540.92
52 周内股价区间 (元)	6.59-8.70
总市值 (百万元)	5,101
总资产 (百万元)	3,532
每股净资产 (元)	2.79

资料来源: 公司公告

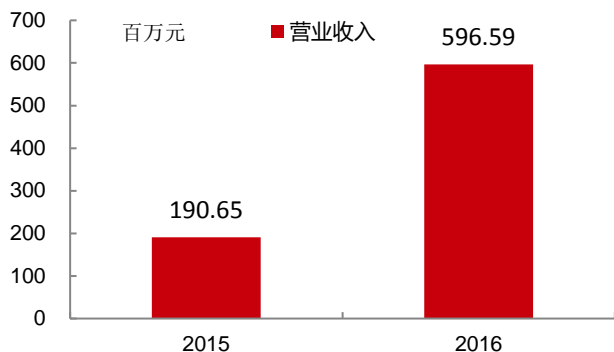
经营预测指标与估值

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
归属母公司净利润 (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

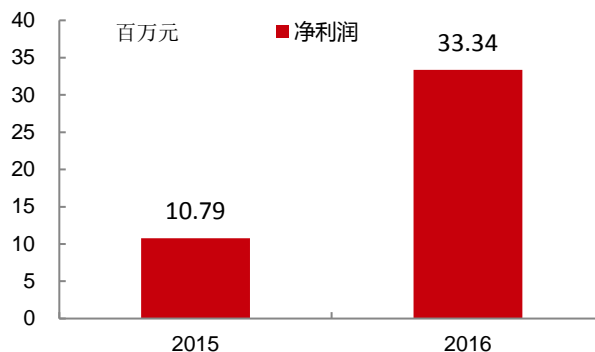
7亿元收购礼多多100%股权

图表1: 礼多多2015年-2016年收入情况



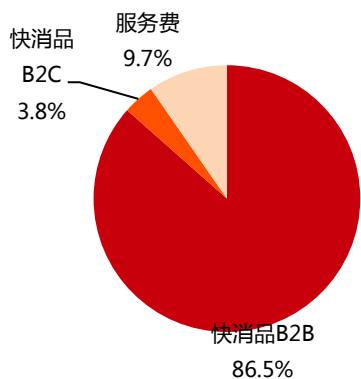
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 礼多多2015年-2016年净利润情况



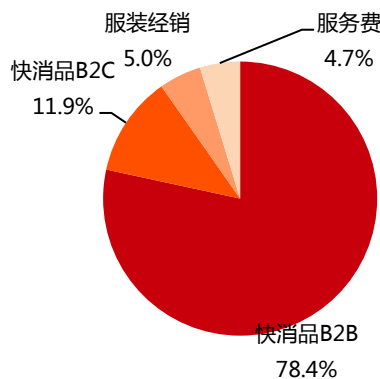
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 礼多多2015年产品结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 礼多多2016年产品结构



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 礼多多2017-2022年分产品收入预测

单位: 百万元

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
B2B	683.60	838.64	1004.53	1158.75	1284.65	1383.25
yoy	46%	23%	20%	15%	11%	8%
B2C	116.45	151.28	190.02	227.42	259.76	280.49
yoy	64%	30%	26%	20%	14%	8%
经销	309.00	381.23	439.78	493.62	544.14	589.36
yoy	937%	23%	15%	12%	10%	8%
服务费	54.29	67.80	81.58	94.56	106.28	114.03
yoy	92%	25%	20%	16%	12%	7%
合计	1163.33	1438.94	1715.90	1974.34	2194.83	2367.13
yoy	95.0%	23.7%	19.2%	15.1%	11.2%	7.9%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 礼多多2017-2022年业绩预测

单位: 百万元

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入	1163.33	1438.94	1715.90	1974.34	2194.83	2367.13
净利润	69.65	87.25	104.77	121.13	134.76	146.16
净利润率	6%	6%	6%	6%	6%	6%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2017年推出新股权激励方案

图表7: 2017年黑芝麻股权激励方案明细

姓名	职位	股票期权数量(万份)	占本次总额的比例	占股本总额比例
龙耐坚	副董事长, 副总裁, 董事会秘书	50	2.50%	0.08%
陆振猷	董事, 总工程师	50	2.50%	0.08%
李文杰	董事, 事业部总经理	25	1.25%	0.04%
胡泊	总裁	70	3.50%	0.11%
李维昌	副总裁, 财务负责人	50	2.50%	0.08%
其他	中层管理及技术人员 (89人)	1506	75.30%	2.36%
预留		249	12.45%	0.39%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 股权激励方案行权安排情况

行权安排	行权时间	行权比例
首次授予股票期权第一个行权期	自首次授权日起 12个月~24个月	15%
首次授予股票期权第二个行权期	自首次授权日起 24个月~36个月	15%
首次授予股票期权第三个行权期	自首次授权日起 36个月~48个月	20%
首次授予股票期权第四个行权期	自首次授权日起 48个月~60个月	50%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

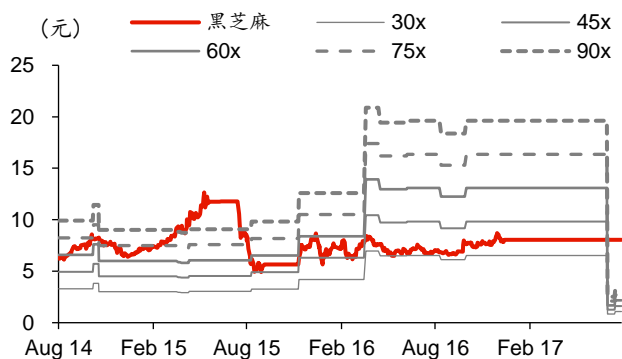
图表9: 股权激励计划行权条件

行权期	考核指标
第一个行权期	2017年扣非净利润不少于2.50亿
第二个行权期	2018年扣非净利润不少于2.75亿
第三个行权期	2019年扣非净利润不少于3.00亿
第四个行权期	2020年扣非净利润不少于3.30亿

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

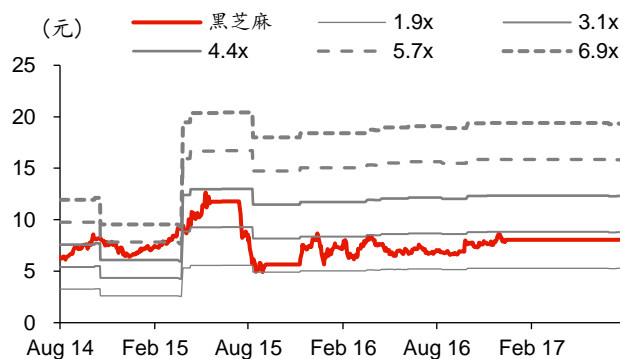
PE/PB - Bands

图表10: 黑芝麻历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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

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