

四川调味品龙头，全国化拓展加速推进

公司动态

◆调味品行业——小产品大行业，品牌化是大势所趋

受益于消费升级，调味品行业消费潜力较大，品牌化是行业发展方向。我国调味品及发酵制品行业收入规模从2005年的615亿元提升至2014年的2649亿元，年复合增速超过20%；利润总额从2005年的44亿元提升至2014年的226亿元。

◆公司高毛利的调味品（酱油、食醋）销售规模持续扩大

顺应消费升级，优化产品结构。受益于消费升级带来的产业红利，公司结合市场特点，大力发展调味品中高端产品，同时主动收缩低毛利的焦糖色业务，提升高毛利调味品占比，增强了产品的整体竞争力。

◆立足西南地区，多渠道拓展全国市场

公司经销商数量从2015年底的354家增加至目前的800家，营销网络覆盖面和深入度极大提高。一是全力突破上海、北京、深圳等一线城市，加快发达地级市等市场布局，形成自上而下的品牌扩张。二是深化品牌连锁餐饮企业的合作；三是强化电商业务，利用天猫旗舰店、京东自营等优质电商平台。

◆产能扩张为公司长期发展奠定基础

IPO募投项目已全部投入运行，新增酱油和食醋产能各5万吨，目前公司共拥有酱油产能12万吨和食醋产能8万吨。另外，2017年1月6日，公司拟投资5.38亿元新建年产20万吨酱油及5万吨食醋生产线项目，计划将于2019年竣工。我们认为，随着公司市场拓展及产能扩张策略的持续推进，公司业绩有望保持快速增长。

◆估值与评级

预计公司2017-2019年EPS分别为0.48、0.65和0.88元，对应PE分别为38、28和21倍，公司业绩增速较快，新产能投放将有效消除产能瓶颈问题，同时产品持续优化，多渠道拓展全国市场有望实现快速推进，业绩前景可观，维持“增持”评级。

◆风险提示

原材料价格波动的风险；市场竞争激烈的风险；市场拓展不达预期的风险；质量控制风险；经销模式的风险；募投项目不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	623	771	1,010	1,256	1,648
营业收入增长率	-4.18%	23.62%	31.00%	24.40%	31.20%
净利润(百万元)	67	100	154	207	283
净利润增长率	25.60%	50.44%	54.18%	34.45%	36.43%
EPS(元)	0.21	0.31	0.48	0.65	0.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.23%	11.24%	15.21%	17.65%	20.27%
P/E	88	59	38	28	21

增持(维持)

当前价: 18.34元

分析师

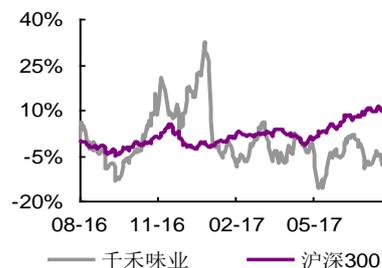
刘 晓波 (执业证书编号: S0930512080003)
021-22169177
liuxb@ebsec.com

司马湫 (执业证书编号: S0930517080002)
021-22169171
simaqiu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股): 3.20
总市值(亿元): 58.69
一年最低/最高(元): 15.80/49.88
近3月换手率: 48.50%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.56	4.78	-10.63
绝对	8.73	13.84	1.12

1、公司概况——四川调味品龙头，全国化拓展加速推进

公司自设立以来持续从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售。2001年向下游拓展，开始从事酱油、食醋等调味品的研发、生产和销售。目前形成了以酱油、食醋等为主的调味品产品系列和以焦糖色为主食品添加剂产品系列。公司是全国农产品加工业示范企业、四川省农业产业化重点龙头企业，中国调味品协会第四届理事会副会长单位。

公司是眉山市民营企业，董事长兼总裁伍超群先生是公司的第一大股东，也是公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构及控股子情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司的“千禾”牌酱油主要选用非转基因黄豆、非转基因使用豆粕、有机黄豆、小麦/有机小麦为原料，采用先进的种曲机、管道连续蒸煮、圆盘制曲机等生产设备和工艺，按照高盐稀态发酵工艺，经过长时间发酵而制成纯酿造酱油。公司的“千禾”牌食醋主要采用传统酿造工艺，精选优质糯米、荞麦、小麦、高粱、玉米五种粮食生产的纯酿造食醋，并结合窖藏工艺生产窖醋。公司拥有中国驰名商标——“恒泰”商标和四川省著名商标——“千禾”商标，千禾牌酿造酱油、食醋是四川省名牌产品。

图 2：公司主要产品

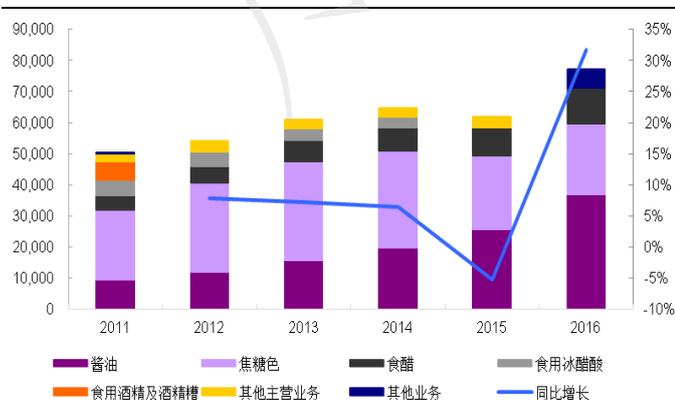


资料来源：公司公告

高毛利的调味品（酱油、食醋）销售规模持续扩大。2016 年公司整体业绩较去年同期取得较大提升，实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 23.62%，其中调味品业务收入同比增长 40.08%；归属于上市公司股东的净利润 1 亿元，同比增长 50.44%。2017 年一季度公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 37.98%；实现归母净利润 0.38 亿元，同比增长 60.14%；销售毛利率和销售净利率分别为 40.99%和 14.82%，同比分别上升 0.06 个百分点和 2.05 百分点。

公司进入调味品领域的时间晚于食品添加剂，但近年公司调味品产品增长迅速，在收入和毛利中的占比都不断上升。2015 年调味品（酱油、食醋）收入占比为 55.75%，毛利润的占比为 69.26%，超过一半；2016 年收入占比进一步提升至 62.99%，毛利润占比达到 75.66%。公司酱油、食醋的毛利率不断提升，分别从 2012 年的 38.09%和 41.90%上升至 2016 年的 48.76%和 50.64%。同时，公司主动收缩毛利率低的焦糖色业务，2012 年其收入占比为 52.26%，毛利润占比为 49.01%，2016 年其收入占比仅为 29.53%，毛利润占比为 18.51%。公司焦糖色的毛利率不断下降，从 2012 年的 27.66%下降至 2016 年的 25.68%。

图 3：公司营业收入增速



资料来源：wind

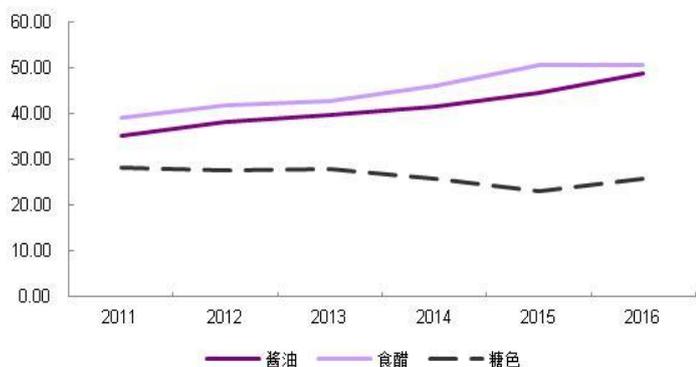
图 4：公司归属母公司股东净利润增速



资料来源：wind

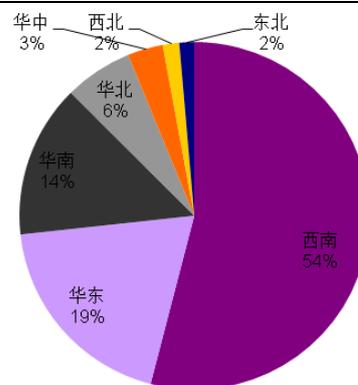
立足西南地区，拓展全国市场。公司大力开拓调味品全国市场，全面铺开省会城市及重要地级城市的营销网络建设。其中，华中、华北、东北地区调味品市场开拓情况良好。

图 5：公司主要产品毛利率情况 (%)



资料来源：wind

图 6：2016 年公司区域收入



资料来源：wind

2、调味品行业——小产品大行业，区域化分布明显

2.1、调味品升级节奏越发加快

随着人们生活水平的逐渐提高，对调味品的需求也在不断提高。调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于调和滋味、气味，并具有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用的产品。调味品包括咸味剂、酸味剂、甜味剂、鲜味剂和辛香剂等，食盐、酱油、食醋、榨菜、腐乳、豆瓣酱、西红柿酱、蚝油、味精、鸡精、咖喱、花椒、芥末等都是常见调味品。调味品作为日常烹饪的配料，需求稳定，基本不存在周期性、季节性的特点。**产品升级节奏越来越快。**调味品产业的升级不仅仅体现在产品的包装和行业的细分上，更主要体现在保留传统工艺的基础上引入现代化和标准化的生产体系，建立起新的生产质量标准。因此调味品的产业升级重点体现在质量保障体系的升级。

产品细分化、多元化的趋势日益明显。我国传统酱油、食醋及类似制品正处于更新换代和功能细分的过程中，赋予传统调味品以各种细分化的新功能。按营养保健效果调整原料，制成具有不同营养保健效果的调味品。例如，红曲醋、补钙醋、多维醋、荞麦保健醋，铁强化酱油、低盐酱油、碘酱油、维生素酱油、儿童酱油、药膳酱油等等。以往我国的调味品均为中式口味，由于各国饮食的进入，调味品成为反映饮食多样化的指示产品。各种复合型西式调料均大受欢迎，奶油浓汤调料、烤牛排调料、串烧调料、咖喱调料等也浮出水面。迎合这种趋势，各种传统调味品中也增加了异国风情的产品，如紫菜饭卷专用醋、生鱼片专用酱油、韩式醋、日式味淋、日本酱等。

高新技术的应用将不断提升行业的整体水平。当今调味品生产中越来越多地应用生物工程领域的高新技术，从发酵菌种的基因工程处理、复合多菌种发酵技术、风味物质的分离提取、生物酶解技术、固定化酵母技术、膜技术、萃取技术、微胶囊技术等，大大提升了调味品品质。

2.2、小产品大行业，区域化分布明显

小产品大行业，区域化分布明显。我国调味品及发酵制品行业收入规模从2005年的615亿元提升至2014年的2649亿元，年复合增速超过20%；利润总额从2005年的44亿元提升至2014年的226亿元。2015年1-10月我国调味品及发酵制品行业收入规模2303亿元，同比增长8.9%；利润总额209亿元，同比增长20%。人均收入水平的提高以及饮食结构的变化是调味品行业收入和盈利能力持续提升的主要动力。

图 7：我国调味品、发酵制品制造营业收入情况



资料来源：wind

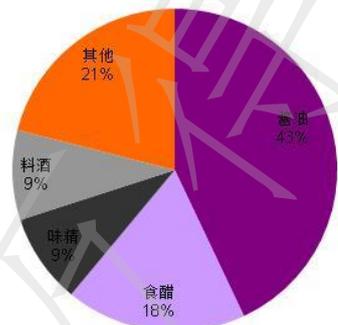
图 8：我国调味品、发酵制品制造利润情况



资料来源：wind

我国调味品市场集中度较低。根据艾凯数据显示，2014年全球调味品行业市场集中度平均水平为21%，其中美国为37%，日本为30%，我国仅有11.8%，差距较大。

图 9：我国调味品市场构成



资料来源：中国产业信息网

图 10：我国酱油产量情况



资料来源：wind

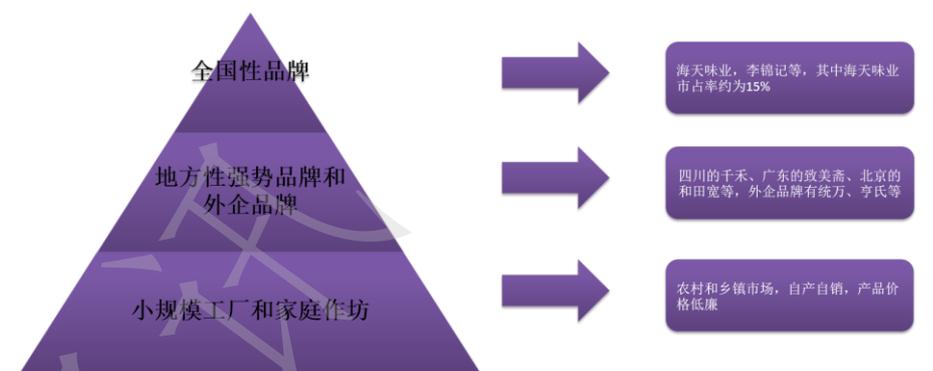
渠道和品牌壁垒是调味品企业发展的根本。调味品的销售渠道可划分为以家庭消费和餐饮消费两个场所，其渠道大概可划分为：大型零售终端、连锁超市、干鲜调料店、社区便利店、餐饮店等。从上述渠道可见调味品具备宽渠道销售特征，而这些渠道在运营上存在着巨大的差异，每种渠道对品牌、品种、品质、配送、服务的要求也不一样，为各类规模的调味品企业创造了生存空间。随着市场竞争的加剧，各大中型企业市场投入力度的加大，大中型企业的渠道运营将不断多元化，挤占小企业的生存空间。

区域品牌全国化。调味品行业经过几轮洗牌，格局逐步清晰。一些原本经营区域市场或当地市场的中小企业，无论是出于应对当地市场竞争环境的恶

化，还是想突破地域限制，纷纷走上扩张道路。部分已经完成原始积累，具备品牌、技术、研发、资金、人才优势的企业还剑指全国市场。

酱油占我国调味品市场份额最大，目前我国酱油行业的竞争格局分为三个层次。一是全国性品牌，如海天味业，李锦记等，其中海天味业市占率约为15%，市场区域覆盖全国多个省份，品牌全国化基础强，渠道与营销策略成熟；二是地方性强势品牌和外企品牌，如四川的千禾、广东的致美斋、北京的和田宽等，外企品牌有统万、亨氏等；三是以小规模工厂或家庭作坊，一般自产自销，产品价格低廉，主攻农村和乡镇市场。

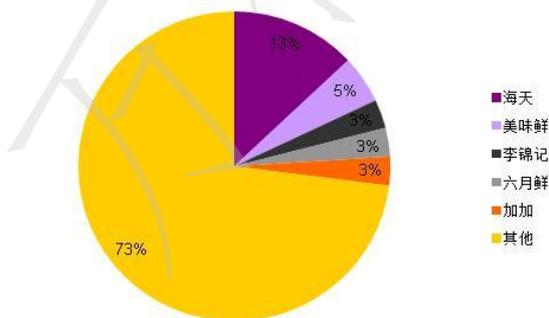
图 11：我国酱油行业竞争情况



资料来源：光大证券研究所整理

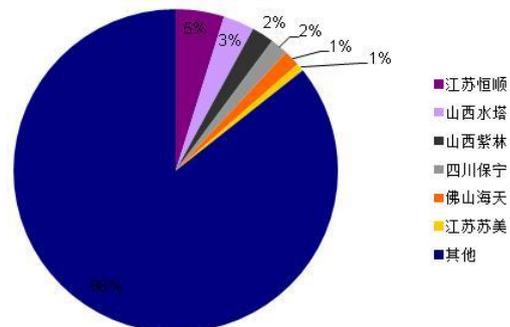
我国酱油未来消费潜力较大，品牌化是大势所趋。根据调味品行业协会的数据显示，我国酱油人年均消费约3.7公斤，仅及日本或其他习惯消费酱油的东方国家/地区的30%-50%。表明我国酱油未来消费潜力较大，随着人民生活水平的提高，酱油的需求量会进一步增长。另一方面，随着国家提升安全、质量、环保方面的要求和加大执法力度，一批质量不达标企业将逐步被淘汰，酱油品牌企业有望获得更大的市场份额。

图 12：我国酱油市场份额



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

图 13：我国食醋市场份额



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理

我国食醋年产量约300万吨，行业集中度偏低，行业竞争较为激烈。品牌方面，恒顺醋业作为镇江香醋的代表，水塔老陈醋作为山西陈醋的代表，形成了较高的品牌知名度。按制醋工艺流程来分，食醋可分为酿造食醋和配制食醋。酿造食醋按发酵工艺分为两类：固态发酵食醋和液态发酵食醋。固态发酵食醋：以粮食及其副产物为原料，采用固态醋醅发酵酿制而成的食醋。液

态发酵食醋：以粮食、糖类、果类或酒精为原料，采用液态醋醪发酵酿制而成的食醋。

焦糖色是全球使用量最大、使用范围最广的食用天然色素产品。焦糖色，俗称“酱色”，是以白砂糖、葡萄糖等糖类为主要原料通过美拉德反应或焦糖化反应至其褐变，得到的天然色素。焦糖色广泛用于酱油、食醋及酱制品、复合调味料、含乳饮料、果冻、饼干威士忌、黄酒、啤酒和麦芽饮料、料酒、碳酸饮料、茶饮料等。按应用领域的不同，通常将用在酱油、醋、黄酒等酿造产品中的焦糖色称为酿造焦糖色，将用于碳酸饮料等产品中的双强度亚硫酸铵法焦糖色称为双倍焦糖色。焦糖色用在酱油、食醋等酿造产品中，主要起到增加无盐固形物含量、提升酱油和食醋在烹饪中对菜肴的提色功能。

经过 20 多年的发展，目前我国焦糖色主要生产厂家约 10 余家，产量比较大的厂家有：

威廉臣配料（上海）有限公司，公司是全球最大的焦糖色素生产企业，在全球五大洲有七个生产基地，焦糖色素的品种达 140 多种，颜色从浅黄色到深褐色。

千禾味业，公司的“恒泰”牌系列焦糖色 2015 年产量 10 万余吨，是国内主要的焦糖色生产企业。

上海爱普食品工业有限公司，主要产品包括食品增香增鲜剂、各类焦糖色和烹饪型调味产品等，其 2017 年规划年产能可超过 10 万吨液体产品和 8 万吨粉体产品。

广西桂平市巴帝食品有限责任公司，其早于 2004 年 6 月 20 日已在贵港市江南工业园区创立有广西巴帝食品有限责任公司(简称贵港巴帝)，主要经营生产焦糖色，现两个巴帝公司生产能力已达年产焦糖色 20 万吨，产值 5 亿元，现根据市场需求和扩大经营需要拟以桂平巴帝收购贵港巴帝做整体上市。

山东星光糖业集团有限公司，主要产品是利用星光和星都精炼糖两个工序的“废蜜”生产的焦糖色素、植物蛋白调味液等。其年产焦糖色素 2 万吨，植物蛋白调味液 1 万吨。现客户有玉兔酱油、十笏园等多家知名酿造企业，并与可口可乐等一些外资企业达成合作意向。

总体来看，虽然我国调味品行业正不断发展壮大，但由于我国幅员辽阔，酱油、食醋等主要调味品历史悠久，目前调味品行业集中度还不高，区域分化明显。随着调味品相关的国家标准和行业标准陆续颁布，推动了整个行业的进一步规范与发展，一批质量不达标的企业将逐步被淘汰，为品牌企业释放出一定的市场空间，有利于这些企业获得更大的市场份额。

3、公司动态分析

3.1、产品质量优势明显

自然环境赋予优质的酿造条件。酱油、食醋酿造受到水源、气候等方面的影响，特别是优质酱油和食醋产品的酿造对自然环境有较高要求。公司地处北纬 30°的四川省眉山市境内，位于成都平原西南部，岷江中游和青衣江下游的扇形地带，两岸以平原和河流冲积平坝为主，年平均气温 17.1℃，年平均降雨量大于 1000 毫米，气候温和，雨量丰沛。优良的自然环境、湿润的

气候、优质的水源为高盐稀态酿造工艺提供了良好的外部环境。此外，冬无严寒，夏无酷暑，无霜期长，少霜雪的气候条件全年均适宜酱油、食醋的酿造生产。

同时公司注重生产工艺技术研发，不断提升生产工艺水平，配套先进的生产设备和检测手段，建立了完善的质量控制和管理体系，为公司持续生产高质量的产品提供了有力保证。

公司的酿造酱油采用高盐稀态发酵工艺，主要原料选用非转基因豆粕/大豆/有机大豆、小麦/有机小麦为原料，采用高温短时管道连续蒸煮工艺蒸料、圆盘制曲机制曲、种曲机生产种曲、低温长时间高盐稀态工艺发酵、高效灭菌器灭菌等系列先进工艺技术和设备，确保产品安全、卫生、稳定。

公司酿造食醋是精选优质五谷杂粮为原料，主要采用固态发酵工艺和窖藏工艺，生产过程中利用自制大曲作为糖化发酵剂，采用多菌种共酵、机械翻醅，川酒窖式自然成香工艺陈酿，保证了产品的安全卫生和品质稳定。

公司重视科学技术对生产的积极推动作用，持续进行研发投入并设立了研发中心。公司研发中心下设微生物和添加剂两个研究所，微生物研究所针对酱油、食醋等调味品的工艺、技术、设备、产品品质、检测检验方法进行研究；添加剂研究所围绕焦糖色等产品的“安全、环保、效果、成本”四个方面进行研究，取得了系列技术成果。2008年，公司研发中心被评定为四川省企业技术中心。2012年，成为博士后创新实践基地。通过20年积累和技术创新，公司掌握了一批核心技术并取得多项专利，包括5项发明专利，9项实用新型专利和4项省级科技成果。公司坚持自主创新的同时，注重与外部科研机构的技术合作。已与四川大学、西华大学等长期开展“产、学、研”合作。通过自主创新和“产、学、研”合作，公司逐步建立了技术优势，不断地提高产品品质、提升产品安全性、降低生产成本。

3.2、公司产品定位高端，毛利率水平行业领先

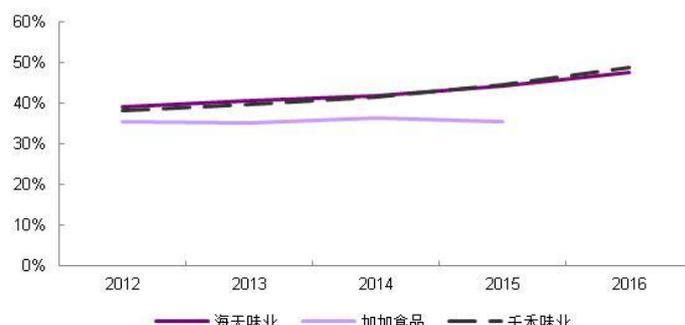
2015年开始公司整体毛利率水平仅次于海天味业，其中酱油单品毛利率已超过竞争对手。以酱油产品为例，千禾牌酱油定位高端，终端价格显著高于大众品牌，但出厂价低于中炬高新下定位中高端的厨邦产品，与平价酱油相差无多。2015年公司酱油毛利水平已超越海天，2016年其毛利更是高达48.76%。

图 14：调味品行业上市公司毛利率对比



资料来源：wind

图 15：酱油行业上市公司毛利率对比



资料来源：wind

3.3、高毛利的调味品（酱油、食醋）销售规模持续扩大

顺应消费升级，优化产品结构。调味品行业整体上受宏观经济影响不明显，周期性特征不突出，行业发展空间较大，且随着人均消费能力的持续提高，调味品行业仍将以较快速度发展。公司结合市场特点，大力发展调味品中高端产品，同时主动收缩焦糖色业务，提升高毛利调味品占比，增强了产品的整体竞争力。

受益于消费升级带来的产业红利，公司以原生态自然发酵、零添加、健康美味的产品定位，公司有机系列产品、头道原香系列产品、窖醋系列产品、东坡红纯酿酱油等产品满足不同消费群体需求，获得了消费者的广泛好评。

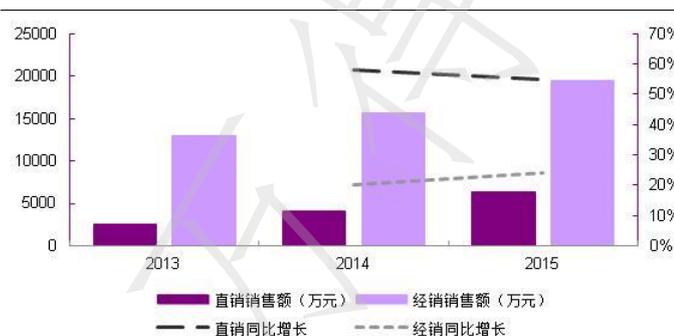
3.4、立足西南地区，拓展全国市场

公司在精耕西南市场并保有领先优势的同时多渠道拓展全国市场。公司调味品产品的主要消费对象为家庭消费者和餐馆，主要购物场所为KA超市、中小连锁超市、农贸副食干杂店等。公司将继续精耕西南市场，2016年西南地区保持20%以上的增长速度。公司经销商数量从2015年底的354家增加至目前的800家，营销网络覆盖面和深度极大提高。

西南地区：一是现代渠道要提升在卖场的销售占比，保持绝对领先；二是传统渠道要继续强化渠道精耕、产品升级。

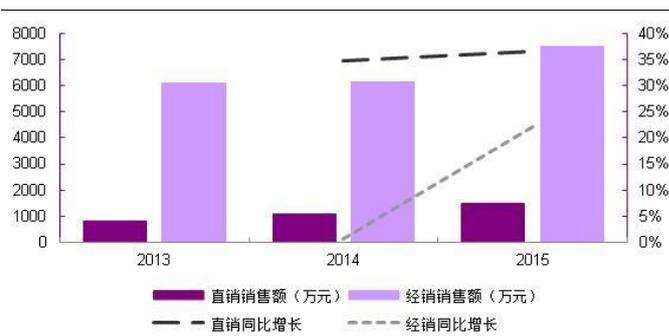
公司的调味品营销网络总体上是采用经销商模式由川渝地区、西南地区向全国市场逐步发展起来的。四川吉恒负责西南地区的KA超市、主要地方连锁超市等现代渠道的销售，其他经销商负责各自区域和渠道内的销售。公司于2012年2月收购四川吉恒后，形成了西南地区现代渠道由公司直营、西南地区其他渠道及其他地区通过经销商经销相结合的销售模式。

图 16：酱油直销与经销收入占比



资料来源：公司招股说明书

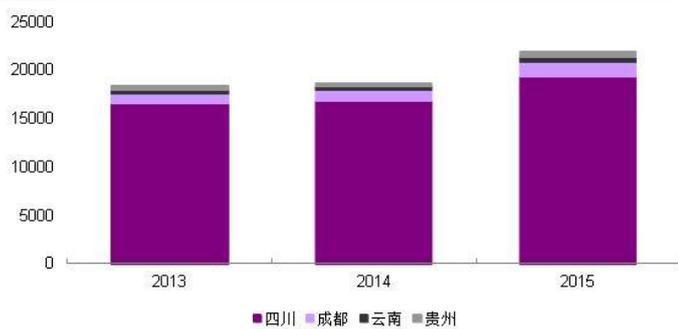
图 17：食醋直销与经销收入占比



资料来源：公司招股说明书

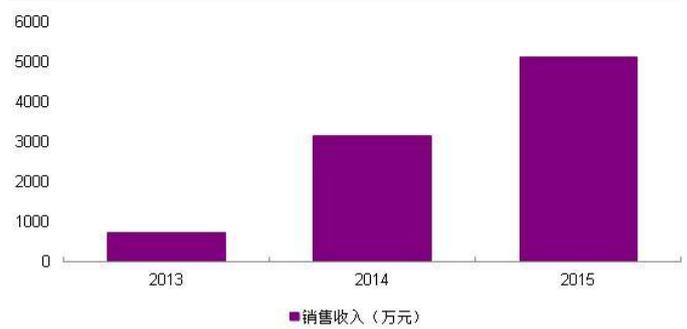
公司在西南地区主要以县为单位设置经销商，经销商通过所在县（市、区）的中小型商超、农贸市场、副食店和社区小店等零售终端以及镇级批发商等渠道将公司产品销售给消费对象。公司在西南地区分区域设置了销售办事处，对县域经销商进行指导和管理，同时协助经销商进行终端基础提升、促销推广活动开展等营销活动。

图 18: 公司调味品近年在西南地区销售情况



资料来源: 公司招股说明书

图 19: 公司调味品近年在西南以外地区销售情况



资料来源: 公司招股说明书

西南以外地区: 一是全力突破上海、北京、深圳等一线城市, 强化一线城市的品牌旗帜, 加快直辖市、省会城市、计划单列市及发达地级市市场布局, 形成自上而下的品牌扩张。二是加强餐饮渠道建设, 深化品牌连锁餐饮企业的合作, 引领餐饮渠道产品向零添加升级; 三是强化电商业务, 利用天猫旗舰店、京东自营等优质电商平台, 拓宽产品销售渠道, 顺应互联网时代趋势。

表 1: 调味品在西南以外地区商超经销商情况 (万元)

项目	2013	2014	2015
营业收入	244.40	2613.91	3850.41
毛利	145.80	1449.64	2270.15
支付的推广促销费	210.83	1393.89	2101.78
支付的相关运费	16.40	130.38	210.82
收入扣除成本费用后的净额	-81.42	-74.63	-42.45

资料来源: 公司招股说明书

表 2: 公司调味品 2015 年开始拓展全国市场

经销区域	经销商数量 (家)			销售收入 (万元)		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
成都区域	25	28	34	3121.46	3628.32	4516.17
眉山、乐山区域	21	24	19	2706.70	2636.83	2940.53
西昌、攀枝花区域	22	23	20	1854.88	1869.80	2154.80
绵阳、德阳区域	23	24	24	2500.59	2364.45	2567.64
内江、资阳区域	11	11	11	1886.07	1830.63	2013.61
宜宾、泸州、自贡区域	20	18	22	2204.36	2233.26	2686.66
南充、广安、遂宁区域	18	22	19	1395.75	1332.64	1393.46
巴中、达州、万州区域	13	12	13	833.12	794.50	971.00
渝东区域	24	31	29	449.81	690.81	1056.95
渝西区域	11	14	9	587.95	437.70	448.28
云南	32	25	22	389.49	450.73	592.01
贵州	15	16	24	487.62	418.67	527.28
其他区域	30	38	108	734.25	3152.31	5106.49
其中: 华东区域	3	5	14	252.62	2505.43	3490.00
合计	265	286	354	19152.06	21840.66	26974.86

资料来源: 公司招股说明书

3.5、产能扩张为公司长期发展奠定基础

产能扩张为公司长期发展奠定基础。IPO 募投项目已全部投入运行，新增酱油和食醋产能各 5 万吨，目前公司共拥有酱油产能 12 万吨和食醋产能 8 万吨。另外，2017 年 1 月 6 日，公司拟投资 5.38 亿元新建年产 20 万吨酱油及 5 万吨食醋生产线项目，计划将于 2019 年竣工。届时，公司将拥有酱油产能 32 万吨和食醋产能 13 万吨。我们认为，随着公司市场拓展及产能扩张策略的持续推进，公司业绩有望保持快速增长。

营销网络升级方面，公司积极布局全国，通过募集资金在成都建立 1 个营销管理中心，在重庆、昆明、贵阳、沈阳、西安、武汉、广州等 10 地设立办事处，增强公司现有市场区域的同时拓展新的市场区域，实现对经销商全面支持，增强渠道综合竞争力，有利于公司消化产能，增加销售收入。

表 3：投资项目进展情况

投资项目	规划产能	投资额 (万元)	承诺效益	使用状态
年产 10 万吨酿造酱油、食醋生产线项目	酱油(特技、二级、三级) 5 万吨 食醋(总酸 4.2-6.0) 5 万吨	22,746.58	营业收入 44431 万元/年， 净利润 7960 万元/年	已投入使用
市场营销网络升级建设项目		4,027.88		已投入使用
年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线项目	酱油(日式高盐稀态酿造工艺) 20 万吨 食醋 5 万吨	53870.20	营业收入 12.68 亿元/年， 净利润 1.93 万元/年	投资回收期约为 7.73 年

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4、盈利预测及投资建议

4.1、关键假设

收入预测：公司新产能投放将有效消除产能瓶颈问题，同时产品持续优化，多渠道拓展全国市场有望实现快速推进，业绩前景可观，我们预计酱油业务 2017-2019 年的收入增长分别为 42.8%、32.1% 和 49.7%；食醋业务 2017-2019 年的收入增长分别为 90.9%、30.9% 和 15.7%；焦糖色业务将保持稳定。

毛利率预测：公司高毛利的调味品（酱油、食醋）销售规模持续扩大，同时主动收缩低毛利的焦糖色业务，提升了整体毛利率水平，我们预计 2017-2019 年公司毛利率分别为 42.5%、43.4% 和 44.1%。

基于以上假设，我们预计公司 2017-2019 年营业收入将分别达到 10.10、12.56 和 16.48 亿元，同比增长分别为 31.0%、24.4% 和 31.2%，实现归属于母公司净利润分别为 1.54、2.07 和 2.83 亿元，EPS 分别为 0.48、0.65 和 0.88 元。

表 4：公司业务分拆预测表

业务名称	2016A	2017E	2018E	2019E
酱油				
销售收入(百万元)	368.57	526.40	695.40	1041.04
销售增长率	43.0%	42.8%	32.1%	49.7%
毛利率	48.8%	48.0%	48.0%	48.0%
食醋				
销售收入(百万元)	116.96	223.30	292.32	338.20
销售增长率	30.1%	90.9%	30.9%	15.7%
毛利率	50.6%	49.0%	49.0%	48.0%
焦糖色				
销售收入(百万元)	227.66	215.00	223.60	223.60
销售增长率	-3.8%	-5.6%	4.0%	0.0%
毛利率	25.7%	25.0%	24.0%	23.0%
其他业务				
销售收入(百万元)	57.67	45.00	45.00	45.00
销售增长率	17.1%	31.0%	24.4%	31.2%
毛利率	31.9%	30.0%	31.0%	31.0%
合计				
总销售增长率	770.9	1009.7	1256.3	1647.8
综合毛利率	41.0%	42.5%	43.4%	44.1%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

4.2、投资建议

我们选取 5 家调味品公司作为公司的可比公司，统计了 5 家可比公司 2016-2019 年行业估值均值分别为 37、30、25 和 21 倍，2018-2019 年净利润增长率均值分别为 19.8%和 18.0%，公司 2018-2019 年净利润增长率均值分别为 34.5%和 36.4%，增速大幅快于行业情况，我们认为公司可以享受一定的估值溢价。公司业绩增速较快，新产能投放将有效消除产能瓶颈问题，同时产品持续优化，多渠道拓展全国市场有望实现快速推进，业绩前景可观，维持“增持”评级。

表 5：可比公司估值水平

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	2017.8.24 收盘价(元)	EPS				PE			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
603288.SH	海天味业	1,105.51	40.87	1.05	1.28	1.50	1.76	38.92	31.93	27.25	23.22
002650.SZ	加加食品	67.28	5.84	0.13	0.16	0.19	0.22	44.92	36.50	30.74	26.55
600872.SH	中炬高新	166.10	20.85	0.45	0.62	0.78	0.96	46.33	33.63	26.73	21.72
600873.SH	梅花生物	189.29	6.09	0.34	0.42	0.49	0.56	17.91	14.50	12.43	10.88
600305.SH	恒顺醋业	63.71	10.57	0.28	0.34	0.41	0.49	37.75	31.09	25.78	21.57
行业平均								37.17	29.53	24.58	20.79
603027.SH	千禾味业	58.69	18.34	0.31	0.48	0.65	0.88	59.16	38.21	28.22	20.84

资料来源：wind，光大证券研究所整理

5、风险提示

原材料价格波动的风险：原材料价格波动将会对公司的毛利率产生较大影响。

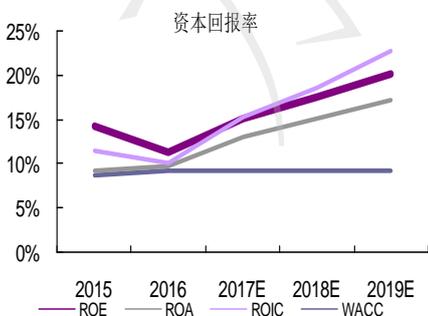
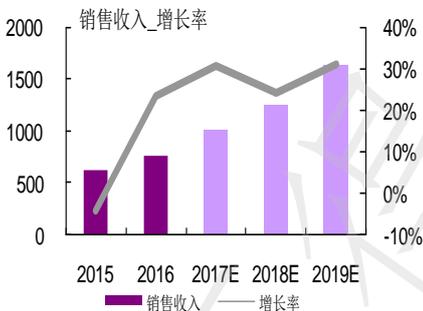
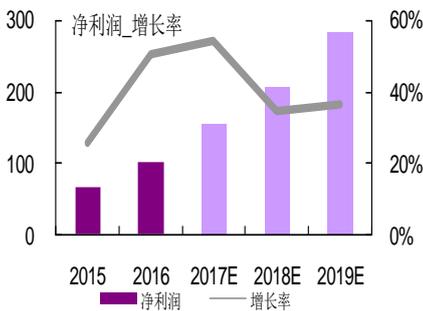
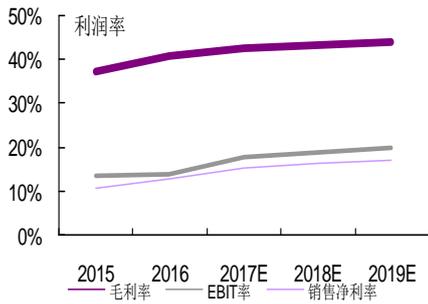
市场竞争激烈的风险：公司所处的调味品行业市场集中度较低，虽然公司已在西南地区特别是川渝地区取得了相对竞争优势，但不排除定位类似的调味品企业对公司产生的竞争冲击。国内调味品行业还处于蓬勃发展阶段，随着公司和国内竞争对手的跨区域扩张，以及在国内调味品行业巨大市场空间吸引下外资企业的纷纷进入，公司将面临越来越广泛而激烈的竞争。

市场拓展不达预期的风险：目前公司立足于西南地区，如果其他区域或者其他渠道拓展放缓，可能会导致销售费用的上升，将对公司的业绩产生不利影响。

质量控制风险：公司是四川省质量信用 AA 级单位，自成立以来公司产品未发生过产品质量纠纷和诉讼。尽管公司严格、系统的质量控制机制能合理保证公司产品质量，但是如果因意外等原因发生产品质量问题，公司不仅负有赔偿责任，声誉和产品销售都可能受到严重不利影响。如果公司没能及时处理和善后，甚至可能出现产品滞销、净利润大幅下滑以至亏损的情况。

经销模式的风险：公司调味品产品的销售以经销商经销方式为主，食品添加剂产品也有部分通过经销商销售。如果经销商不能较好地理解公司的品牌理念和发展目标，或经销商的实力跟不上公司发展要求，或因经销商严重违反合同，公司将解除或不与其续签经销合同，从而对公司的销售收入造成影响。

募投项目不达预期的风险：由于经营环境发生重大不利变化或募集资金不能及时到位，或者在项目实施过程中，可能会遇到诸如国家宏观政策、市场、技术、环保、财务变化等原因导致各项目所依赖的条件发生变化，导致项目不能如期完成或不能实现预期收益，从而影响公司的经营业绩。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	624	771	1010	1256	1648
营业成本	392	455	581	711	921
折旧和摊销	25	31	51	51	53
营业税费	4	10	12	13	16
销售费用	104	156	182	226	297
管理费用	38	42	55	65	82
财务费用	7	-1	-1	-3	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	2	2
营业利润	78	110	183	245	336
利润总额	81	122	188	252	344
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	66.53	100.09	154.31	207.48	283.07

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	724	1027	1174	1366	1636
流动资产	271	518	667	860	1152
货币资金	48	92	155	247	376
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	35	56	67	84	110
应收票据	0	1	1	1	1
其他应收款	3	4	5	6	8
存货	171	211	261	320	415
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	1
固定资产	297	441	405	378	361
无形资产	46	53	47	43	38
总负债	257	136	159	190	239
无息负债	122	136	159	190	239
有息负债	135	0	0	0	0
股东权益	467	890	1015	1176	1397
股本	120	160	320	320	320
公积金	120	427	282	303	331
未分配利润	228	304	413	553	745
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	73	69	143	183	215
净利润	67	100	154	207	283
折旧摊销	25	31	51	51	53
净营运资金增加	46	204	87	96	153
其他	-64	-265	-149	-172	-274
投资活动产生现金流	-61	-218	-51	-48	-28
净资本支出	-61	-111	-50	-50	-30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-107	-1	2	2
融资活动现金流	-15	209	-29	-43	-58
股本变化	0	40	160	0	0
债务净变化	5	-135	0	0	0
无息负债变化	4	14	23	31	49
净现金流	-3	61	63	92	129

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-4.18%	23.62%	31.00%	24.40%	31.20%
净利润增长率	25.60%	50.44%	54.18%	34.45%	36.43%
EBITDA 增长率	18.30%	25.66%	66.86%	26.15%	31.06%
EBIT 增长率	20.46%	25.35%	67.91%	33.37%	37.27%
估值指标					
PE	88	59	38	28	21
PB	13	7	6	5	4
EV/EBITDA	21	21	25	20	15
EV/EBIT	27	27	32	24	17
EV/NOPLAT	33	33	39	29	21
EV/Sales	4	4	6	5	3
EV/IC	4	3	6	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	37.19%	40.97%	42.50%	43.40%	44.10%
EBITDA 率	17.69%	17.98%	22.91%	23.23%	23.20%
EBIT 率	13.73%	13.92%	17.84%	19.13%	20.02%
税前净利润率	12.97%	15.82%	18.64%	20.09%	20.89%
税后净利润率 (归属母公司)	10.67%	12.98%	15.28%	16.52%	17.17%
ROA	9.19%	9.75%	13.15%	15.19%	17.31%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.23%	11.24%	15.21%	17.65%	20.27%
经营性 ROIC	11.43%	10.06%	15.39%	18.74%	22.88%
偿债能力					
流动比率	1.15	4.46	4.79	5.06	5.26
速动比率	0.42	2.64	2.91	3.18	3.37
归属母公司权益/有息债务	3.48	-	-	-	-
有形资产/有息债务	5.00	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.21	0.31	0.48	0.65	0.88
每股红利	0.04	0.09	0.14	0.19	0.27
每股经营现金流	0.23	0.22	0.45	0.57	0.67
每股自由现金流(FCFF)	-0.03	-0.61	0.20	0.33	0.44
每股净资产	1.46	2.78	3.17	3.67	4.36
每股销售收入	1.95	2.41	3.16	3.93	5.15

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

司马湫，理学硕士。2015 年加盟国海证券，负责化工&中小盘研究；2017 年加盟光大证券中小市值研究团队。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	北京	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
		郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
深圳	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyy@ebscn.com	