



“百年鱼丸世家”，力争行业领先

- 公司主营速冻鱼糜制品和速冻肉制品，产品销售具有季节性和区域性：**2011年公司速冻鱼糜和速冻肉制品产品收入占比分别为61%和37%，2009至2011年两种产品复合增速分别为25%和18%；公司产品销售具有明显的季节性和区域性，第一及第四季度为销售旺季，华东、华北和华南是公司收入的主要来源区域，2011年收入占比达75%。
- 行业处于快速成长期，未来前景广阔：**我国速冻鱼糜制品行业目前处于成长期，全国约有400家速冻食品企业生产速冻鱼糜制品，地域分布集中于沿海地区，借鉴日本及其他国家经验，随着我国在城市化率水平以及人均收入的提高，我国速冻食品行业将迎来良好的机遇。
- 联合分销强化终端控制，新品研发拉高公司毛利率：**公司2008年开始实施联合分销模式，设立销售子公司，由销售人员参与并支持经销商对各地市场的开拓、维护工作，提高公司对终端的控制力，以及经销商队伍的稳定性和忠诚度；公司平均每月有5个新品上市，新品推出不仅带动了公司业绩增长，而且提高了公司毛利率水平，也为公司树立了良好的品牌形象。
- 募投项目有助于解决公司产能不足问题：**2009年至2011年公司产能利用率均超过100%，3万吨募投项目投产后公司总产能将达到7.9万吨，将有效解决公司产能不足问题，此外，募投项目中营销网络和研发中心项目也将有助于提升公司盈利能力、增强市场竞争优势。
- 盈利预测和投资建议：**预计公司2012-2014年收入分别为7.5亿元、9.2亿元和11.1亿元，增速分别为14%、23%和21%，三年期复合增速为19%；2012-2014年归属母公司净利润分别为0.7亿元、0.9亿元和1.1亿元，增速分别为34%、28%和24%；按照可比上市公司动态估值情况，若给予28X12PE/20X13PE，腾新食品未来6-12个月目标价为26-28元。

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

基本信息

| | |
|-------------|------|
| 本次发行股本 (万股) | 1770 |
| 发行前总股本 (万股) | 5300 |
| 发行后总股本 (万股) | 7070 |
| 发行价 (元/股) | 29 |

数据来源：宏源证券研究所

| 单位：百万元 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 513 | 658 | 751 | 923 | 1,114 |
| YOY | 18% | 28% | 14% | 23% | 21% |
| 净利润 | 49 | 53 | 71 | 91 | 113 |
| YOY | 14% | 8% | 34% | 28% | 24% |
| EPS (元) | 0.697 | 0.752 | 1.008 | 1.286 | 1.595 |
| 净利率 | 9.6% | 8.1% | 9.5% | 9.8% | 10.1% |

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、享有“百年鱼丸世家”声誉的速冻食品生产企业..... | 5 |
| 1、主营速冻鱼糜制品和速冻肉制品..... | 5 |
| 2、家族控股企业，上市前对部分高管增发..... | 7 |
| 二、行业处于快速成长期，发展前景广阔..... | 9 |
| 1、速冻鱼糜制品行业处于快速成长期..... | 9 |
| 2、城镇化和收入提高将为速冻食品快速发展提供有力支撑..... | 11 |
| 3、消费的区域性明显，公司具有渠道优势..... | 13 |
| 三、联合分销控终端，推新品提高毛利率..... | 15 |
| 1、联合分销模式强化终端控制，实现与经销商的互利共赢..... | 15 |
| 2、推新品拉动公司业绩增长，提高毛利率..... | 20 |
| 3、未来以提高市占率为主，公司率先提价意愿不强..... | 21 |
| 四、募投项目可保证产品质量和扩张需求..... | 24 |
| 五、盈利预测、估值和投资建议..... | 28 |
| 1、核心假设..... | 28 |
| 2、预测结论..... | 29 |
| 3、相对估值及投资建议..... | 29 |
| 六、风险提示..... | 30 |
| 1、食品质量安全控制不当导致产品销量大幅下滑的风险..... | 30 |
| 2、产品销售的季节性波动风险..... | 30 |
| 3、主要原材料价格波动导致业绩下滑的风险..... | 30 |
| 4、税收优惠及政府补助风险..... | 30 |

插图

| | |
|--|----|
| 图表 1: 速冻鱼糜产品占比 62%..... | 5 |
| 图表 2: 分产品产量变化图 (万吨) | 6 |
| 图表 3: 分产品收入变化图 (百万元) | 6 |
| 图表 4: 分产品毛利率变化图..... | 6 |
| 图表 5: 公司费用率、净利率变化图..... | 6 |
| 图表 6: 公司销售收入季节性明显 (百万元) | 7 |
| 图表 7: 华东、华北和华南为收入的主要贡献区 (百万元) | 7 |
| 图表 8: 公司股权结构图..... | 7 |
| 图表 9: 公司子公司情况..... | 8 |
| 图表 10: 公司主要管理人员及持股情况..... | 8 |
| 图表 11: 2003 年 2011 年, 我国速冻食品销售额 CAGR 达 23.6%..... | 9 |
| 图表 12: 2000 年 2011 年, 我国鱼糜制品产量 CAGR 达 23.6% (万吨) | 10 |
| 图表 13: 我国速冻鱼糜制品行业处于成长期中的品牌发展期..... | 10 |
| 图表 14: 我国速冻鱼糜制品行业处于成长期中的品牌发展期 (万元) | 10 |
| 图表 15: 伴随着城市化进程, 日本速冻食品消费量快速提高 (万吨) | 11 |
| 图表 16: 2011 年我国城镇人口比重超过 50%..... | 12 |
| 图表 17: 日本在人均 GDP 超过 1500 后速冻食品消费量快速发展 (万吨, 美元) | 12 |
| 图表 18: 我国速冻食品消费量快速发展 | 13 |
| 图表 19: 各地区竞争情况 | 14 |
| 图表 20: 速冻鱼糜和速冻肉制品行业主要公司产品和渠道对比分析..... | 15 |
| 图表 21: 经销渠道是公司的主要销售渠道 (万元) | 16 |
| 图表 22: 商超渠道拥有更高的毛利率 | 16 |
| 图表 23: 公司营销机构及营销网络设置图 | 17 |
| 图表 24: 公司联合分销模式 | 18 |
| 图表 25: 传统经销模式和联合分销模式优劣势对比 | 18 |
| 图表 26: 2009 至 1H2012 公司开展业务的城市以及销售渠道不断扩张 (家) | 19 |
| 图表 27: 对合作两年以上的经销商销售额占全部经销商渠道收入的 86% (家) | 19 |
| 图表 28: 2009 至 1H2012 分地区公司控制的销售终端数量 (不含商超) (家) | 20 |
| 图表 29: 2009 至 1H2012 分地区经销模式销售收入 (万元) | 20 |
| 图表 30: 2009-2012 公司均有新品上市, 且新品在当年既带来收入 (万元, 家) | 20 |
| 图表 31: 2009-2011 年各新品销售收入持续增长 (万元) | 20 |
| 图表 32: 2010 年开发的新品毛利率高于公司综合毛利率..... | 21 |
| 图表 33: 鱼糜、肉类和分类占公司成本的 70%左右 | 22 |
| 图表 34: 2009 至 1H2012 年公司主要原材料价格变动 (元/吨) | 22 |
| 图表 35: 原料价格及产品售价变动对毛利率的敏感性分析..... | 22 |
| 图表 36: 2009-1H2012 年公司产品单位售价、单位生产成本和毛利率变化 (元/吨) | 23 |
| 图表 37: 2009 年至 1H2012 年白条肉价格变化 (元/公斤) | 24 |
| 图表 38: 2009 年初至今面粉批发价格上涨 31% (元/公斤) | 24 |
| 图表 39: 募投项目简介 (万元) | 24 |
| 图表 40: 2009-2011 年公司产能利用率均超过 100% (万元) | 25 |
| 图表 41: 预计 2012-2014 年公司产能及增速情况 (万元) | 26 |
| 图表 42: 营销网络建设项目建设主要内容及意义 (万元) | 27 |

| | |
|---|----|
| 图表 43: 分产品销售收入预测表..... | 29 |
| 图表 44: 可比上市公司估值一览表 (以 2012-9-28 为参考基准日) | 30 |
| 图表 45: 三张财务报表分析摘要..... | 31 |

一、享有“百年鱼丸世家”声誉的速冻食品生产企业

1、主营速冻鱼糜制品和速冻肉制品

主营速冻鱼糜制品和速冻肉制品：腾新食品股份有限公司成立于 2005 年，位于福建省福州市，公司前身是 1996 年成立的福州海欣冷冻食品有限公司，公司主营速冻鱼糜制品、速冻肉制品为主的速冻食品的研发、生产、销售，实际控制人滕氏家族自 1903 年开始经营鱼糜制品，至今已逾百年，在业内享有“百年鱼丸世家”的声誉：

- ◆ 公司产品主要有速冻鱼糜制品和速冻肉制品两大类，其中速冻鱼糜制品主要包括鱼丸类（40 余种），蟹棒类，饺燕类（10 余种），鱼肉卷、龙凤卷等卷类产品以及油炸类（20 余种）等产品；公司速冻肉制品包括肉丸类（10 余种）和肠类（10 余种）产品；

图表 1：2011 年速冻鱼糜产品收入占比 61%

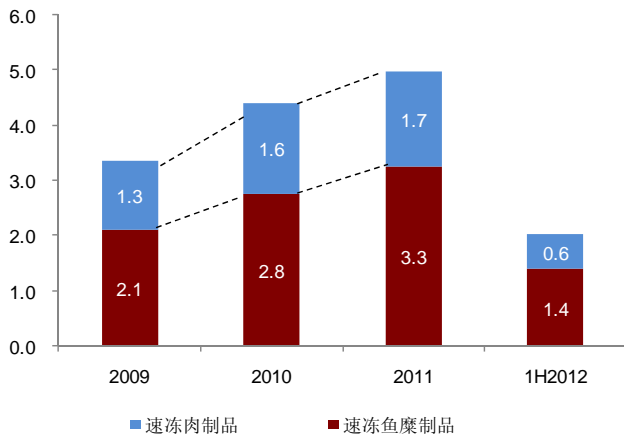
| 分类 | 代表产品及图片 | 零售价格 (元/500 克) | 2012 年 1-6 月 平均出厂价格 (元/500g) | 2011 年销 售收入 (亿 元) | 2011 年收 入占比 | 2009-2011 年复合增速 |
|------------|---|----------------------|------------------------------------|-------------------------|----------------|--------------------|
| 速冻鱼糜 制品 |  | 18 | 6.5 | 4 | 61% | 25% |
| |  | 18 | | | | |
| |  | 11 | | | | |
| 速冻肉制 品 |  | 14 | 7.7 | 2.4 | 37% | 18% |
| |  | 14 | | | | |
| |  | 14 | | | | |

注：零售价格来源于 2012 年 9 月淘宝价格

资料来源：招股说明书，淘宝网，公司网站，宏源证券研究所

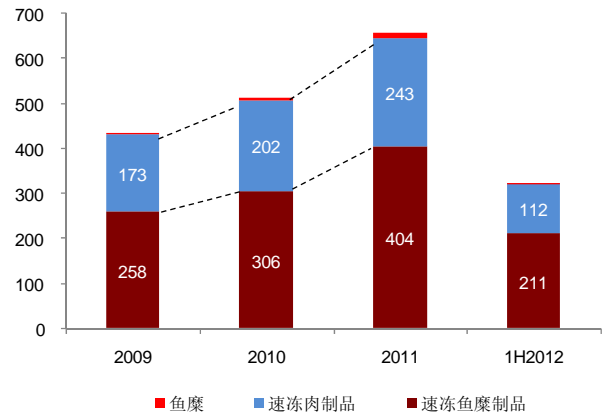
- ◆ 2009-2011 年公司产量分别为 3.4、4.4 和 5 万吨，复合增速为 22%，分产品来看，2011 年速冻鱼糜和速冻肉制品产品产量分别为 3.3 和 1.7 万吨，2009 至 2011 年复合增速分别为 24%和 17%；
- ◆ 从营业收入来看，速冻鱼糜制品收入占比和收入增速相对较高：2009-2011 年公司营业收入分别为 4.3 亿、5.1 亿和 6.6 亿元，复合增速 23%。分产品来看，2011 年速冻鱼糜和速冻肉制品产品收入占比分别为 61%和 37%（公司还有少量鱼糜产品销售），2009 至 2011 年两种产品复合增速分别为 25%和 18%；

图表 2: 分产品产量变化图 (万吨)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

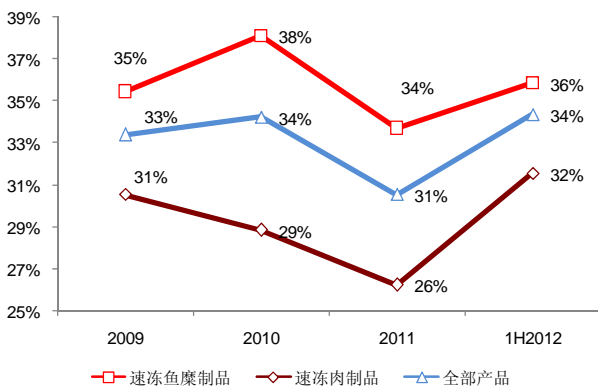
图表 3: 分产品收入变化图 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

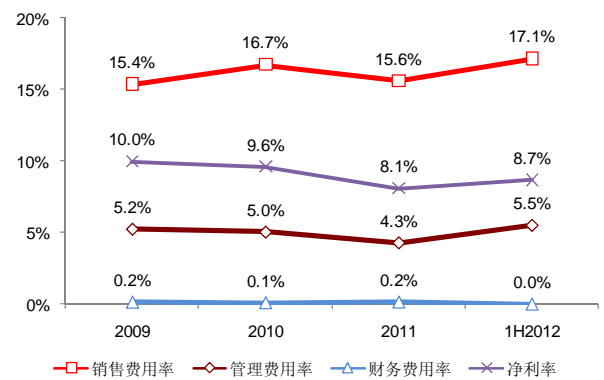
- ◆ 从毛利率来看，速冻鱼糜制品毛利率相对较高：2012 年上半年公司全部销售毛利率为 34%，其中速冻鱼糜制品毛利率为 36%，速冻肉制品为 32%；由于鱼糜及面粉等产品成本价格上升，公司 2011 年毛利率为近三年来的低点，仅为 31%；
- ◆ 市场拓展致近三年来销售费用率总体基本呈上升趋势，净利率有所下降：公司 2008 年开始实行联合分销模式，招收优秀营销人员拓展市场，从而导致销售费用率有所上升，2010 年销售费用率 16.7%较 2009 年提高 1.3 个百分点，2011 年有所回落，为 15.6%；从净利率来看，2011 年公司净利率 8.1%，较 2009 年下降近 1.5 个百分点；

图表 4: 分产品毛利率变化图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

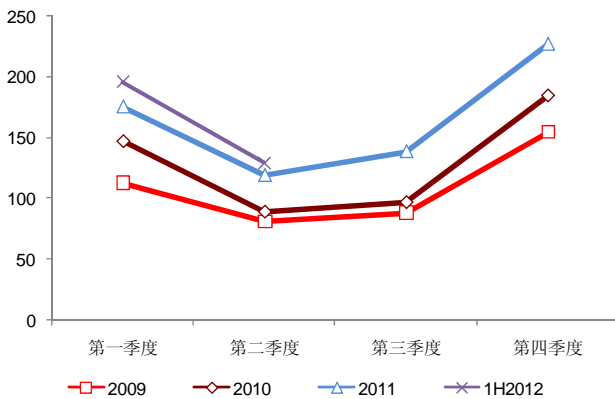
图表 5: 公司费用率、净利率变化图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

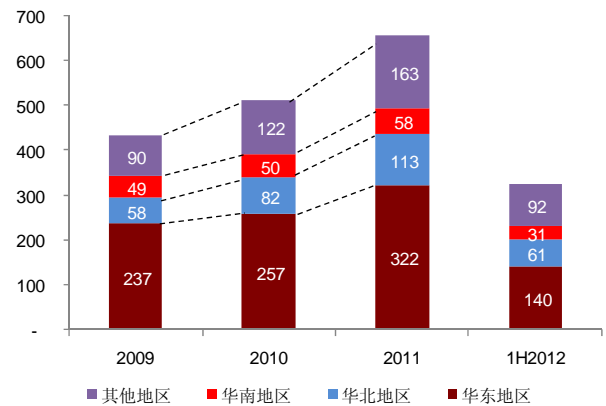
- ◆ **一、四季度为销售旺季，华东、华北和华南为主要销售区域：**受消费习惯影响，公司产品销售具有明显的季节性，公司第一及第四季度为销售旺季，销售收入明显高于二、三季度；从消费区域来看，福建、浙江、广东等沿海区域是速冻鱼糜制品的主要消费区域，2011年华东、华北和华南地区销售收入占比分别为49%、17%和9%，为主要销售区域。

图表 6: 公司销售收入季节性明显 (百万元)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图表 7: 华东、华北和华南为收入的主要贡献区 (百万元)

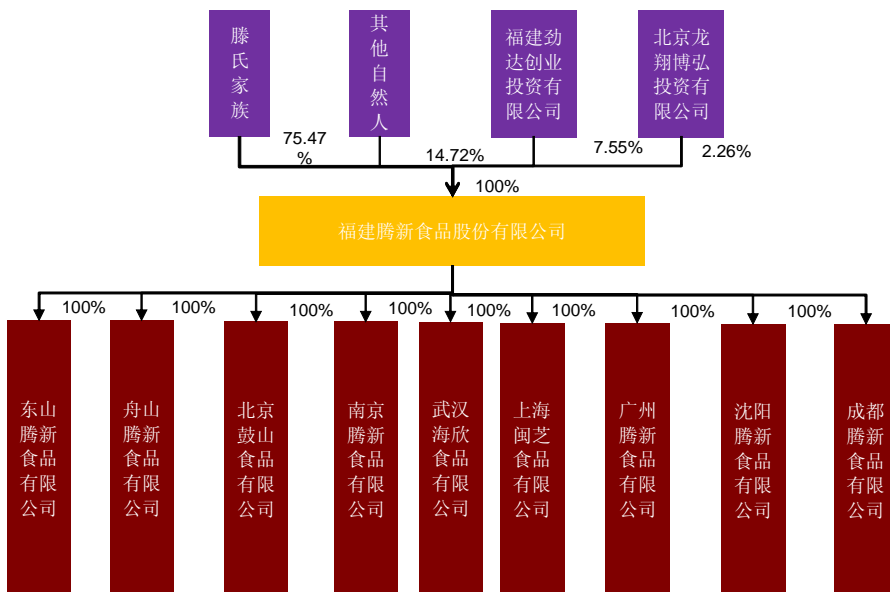


资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

2、家族控股企业，上市前对部分高管增发

公司为家族控股企业，上市前滕氏家族控股 75.47%，其中滕用雄、滕用伟、滕用庄、滕用严分别持股 31.5%、14.2%、14.9%和 14.2%，四人为兄弟关系。

图表 8: 公司股权结构图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

- ◆ 公司全资控股东山腾新和舟山腾新两个生产子公司, 分别从事速冻肉制品和原材料鱼糜的加工和生产; 全资控股武汉海欣、上海闽芝、广州腾新、北京鼓山、南京腾新、沈阳腾新和成都腾新七家销售子公司, 负责批发、零售公司产品。

图表 9: 公司拥有 2 家生产子公司和 7 家销售子公司

| 全资子公司 | 成立时间 | 2011 年总资产 (万元) | 2011 年净利润 (万元) | 主要业务 | 备注 |
|-------|------|----------------|----------------|------------------|-------|
| 东山腾新 | 2007 | 4077 | 327 | 速冻肉制品的加工和生产 | 生产子公司 |
| 舟山腾新 | 2008 | 5821 | 35 | 原材料鱼糜的加工和生产 | 生产子公司 |
| 武汉海欣 | 2008 | 1203 | 62 | 负责湖北、湖南等地区的销售 | 销售子公司 |
| 上海闽芝 | 2008 | 1244 | 58 | 负责上海地区的销售 | 销售子公司 |
| 广州腾新 | 2008 | 675 | 142 | 负责广东地区的销售 | 销售子公司 |
| 北京鼓山 | 2008 | 2055 | 208 | 负责北京、天津地区的销售 | 销售子公司 |
| 南京腾新 | 2008 | 1318 | -2 | 负责江苏、山东等地区的销售 | 销售子公司 |
| 沈阳腾新 | 2010 | 781 | 0 | 负责吉林、辽宁、黑龙江地区的销售 | 销售子公司 |
| 成都腾新 | 2010 | 954 | -86 | 负责四川、重庆、云南等地区的销售 | 销售子公司 |

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

公司 2008 年向外部投资者福建劲达创业投资有限公司和北京龙翔博弘投资有限公司增发, 二者分别持有公司 7.6% 和 2.3% 的股份, 此外, 2008 年公司还对部分骨干员工增发了股份。公司发行后总股本 7070 万股, 吴勤和刘锦德作为公司高级管理人员均获得公司 20 万股份, 上市后占比均为 0.3%。

图表 10: 公司主要管理人员及持股情况

| 姓名 | 持股数 (万股) | 上市后持股比例 | 任职情况 | 背景 |
|-----|----------|---------|---------|--|
| 滕用雄 | 1,670 | 23.6% | 董事长、总经理 | 1972 年生, 高级经济师, 历任海欣有限董事长兼总经理、东山腾新董事长兼总经理, 现任本公司董事长兼总经理, 东山腾新董事, 武汉海欣、广州腾新、南京腾新执行董事, 福州市政协常委、福州市工商联副主席、福建省水产加工流通协会副会长、中国渔业协会理事会副会长, 2008 年 10 月被中国渔业协会评选为“当代中国渔业企业领军人物”。 |
| 滕用伟 | 750 | 10.6% | 董事 | 1973 年生, 具有十多年快速消费品营销工作经验, 曾主持公司全国网络的组建和布局。现任本公司董事、舟山腾新执行董事。 |
| 滕用庄 | 790 | 11.2% | 董事 | 1978 年生, 经济师。现任现任本公司董事、东山腾新董事长兼总经理。 |
| 滕用严 | 750 | 10.6% | 营销副总监 | 现任公司营销副总监。 |

| | | | | |
|-----|----|------|------------|--|
| 吴勤 | 20 | 0.3% | 副总经理 | 1973年生，历任福建省劳保公司会计师、海欣有限财务经理、财务负责人，现任本公司副总。 |
| 刘锦德 | 20 | 0.3% | 副总经理兼董事会秘书 | 1973年生，本科学历，历任闽发证券项目经理、福建冠现代家用股份董秘、厦门东轮集团董事长特别助理，现任本公司副总经理兼董秘。 |

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

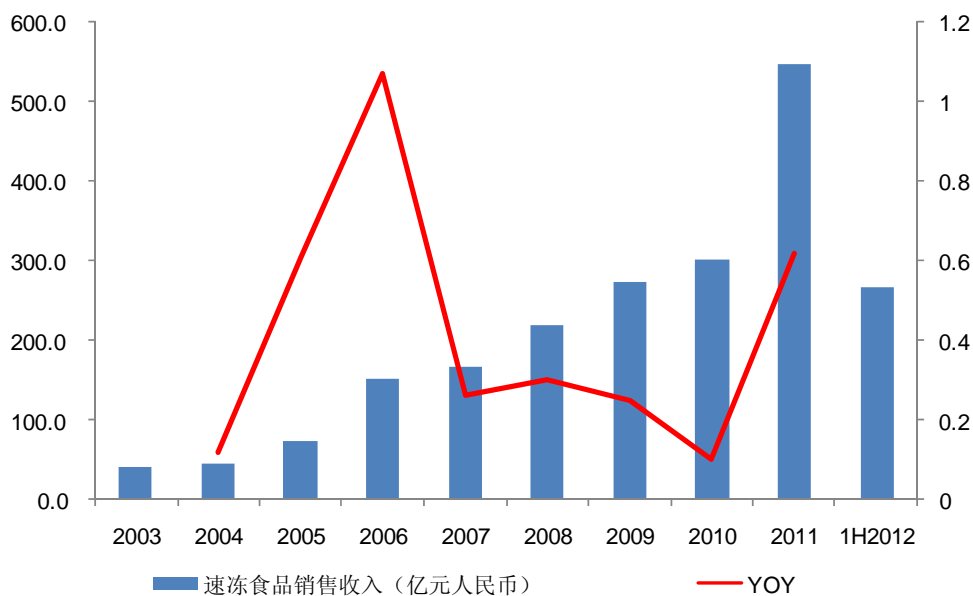
二、行业处于快速成长期，发展前景广阔

1、速冻鱼糜制品行业处于快速成长期

我国速冻鱼糜制品行业处于成长期：公司主营速冻鱼糜制品和速冻肉制品，按照美国速冻食品协会和日本冷冻食品协会的分类属于速冻调理类食品，其中，速冻鱼糜制品是水产品精深加工的重要组成部分，我国速冻鱼糜制品行业目前处于成长期中的品牌发展期：

- ◆ 2011年，我国速冻食品企业销售额达547亿元，较2010年增长62%，2003年至2011年速冻食品销售额CAGR达38%；

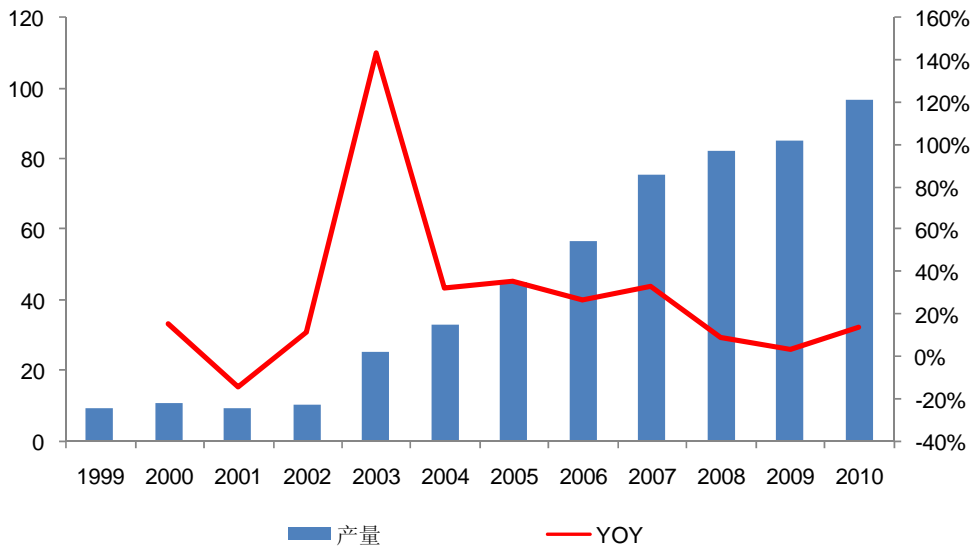
图表 11：2003 年 2011 年，我国速冻食品销售额 CAGR 达 38%



资料来源：Wind，宏源证券研究所

- ◆ 根据中国渔业年鉴的统计数据，2010年我国鱼糜制品产量96万吨，较2009年增加13%，1999年至2010年的CAGR达23.6%；

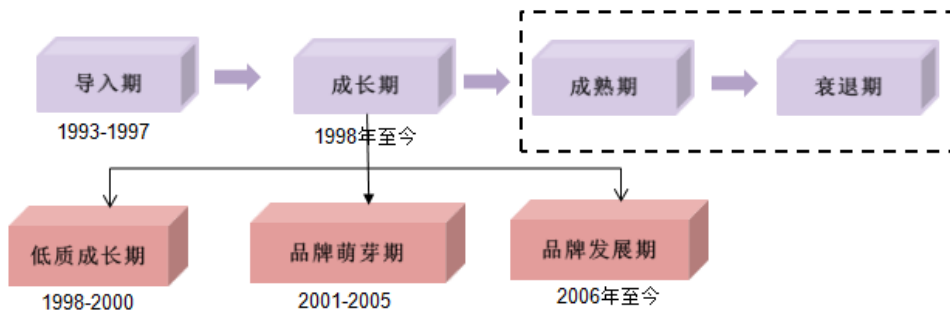
图表 12: 2000 年 2011 年, 我国鱼糜制品产量 CAGR 达 23.6% (万吨)



资料来源: 中国渔业年鉴, 宏源证券研究所

- ◆ 我国速冻鱼糜制品行业从上世纪 90 年代初开始出现, 经过近 20 年的发展, 目前约有 400 家速冻食品生产企业生产速冻鱼糜制品, 地域分布集中于沿海地区, 速冻鱼糜制品行业目前处于成长期, 而且经历了低质成长和品牌萌芽期阶段, 目前正处于品牌发展期;

图表 13: 我国速冻鱼糜制品行业处于成长期中的品牌发展期



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

- ◆ 2006 年行业进入品牌发展期后, 中高端企业已经建立起市场知名度和美誉度, 走向规模化生产销售和产品品质化、中高端化; 同时, 由于行业的高速发展, 也吸引了一部分低端市场参与者, 以在局部地区销售中低档速冻鱼糜制品为主。

图表 14: 我国速冻鱼糜制品行业处于成长期中的品牌发展期 (万元)

| | 阶段 | 时期 | 特征 |
|--------|-------|-----------|---|
| | 导入期 | 1993-1997 | 需求培育期, 产品单一, 厂家定位在狭窄的细分市场, 分销渠道分散。 |
| 成 长 | 低质成长期 | 1998-2000 | 消费者逐渐接受, 但对产品质量要求不高; 市场步入快速发展阶段, 竞争加剧, 出现价格战; 市场开始细分, 分销渠道仍然较为分散; 企业盈利空 |

| | | | |
|---|-------|-----------|---|
| 期 | | | 间受到挤压。 |
| | 品牌萌芽期 | 2001-2005 | 市场开始高速增长并进一步细分，分销渠道开始集中，消费者需求开始经历从量到质的提升，品牌效应初步显现。 |
| | 品牌发展期 | 2006 年至今 | 价值驱动的企业开始关注特定的细分市场，并开始注重新产品开发；除价格之外，各品牌开始更加重视在质量、服务等其他方面展开竞争，对分销渠道开始进行合理化和集中化管理；市场重新洗牌已经开始，大企业开始获得更多份额。 |

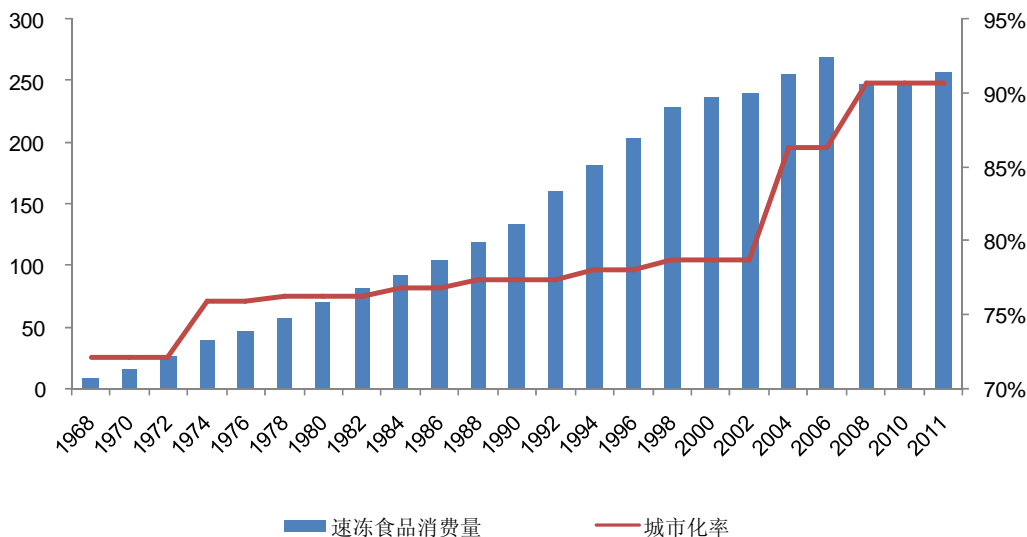
资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

2、城镇化和居民收入提高将为速冻食品快速发展提供有力支撑

城镇化和居民收入提高将为速冻食品提供支撑：借鉴日本及其他国家经验，在城市化率超过 50%，以及人均 GDP 超过 1500 美元后，速冻食品行业将迎来良好的发展机遇：

- ◆ 速冻鱼糜制品营养、安全、食用方便，复合现代人的消费观念和快节奏生活的需要，借鉴日本速冻食品发展经验，随着城镇化率水平的提高，速冻食品行业保持快速增长态势；
- ◆ 日本和美国的速冻食品行业经验表明，在城市化率超过 50% 之后，速冻食速冻食品行业将迎来爆发性的展机会；从现有的统计数据看，1955 年日本城市化率超过 50%，1968 年至 2011 年日本速冻食品消费量 CAGR 达 8.5%，至 2011 年日本速冻食品总消费量为 256 万吨，人均约为 20 千克；

图表 15： 伴随着城市化进程，日本速冻食品消费量快速提高（万吨）

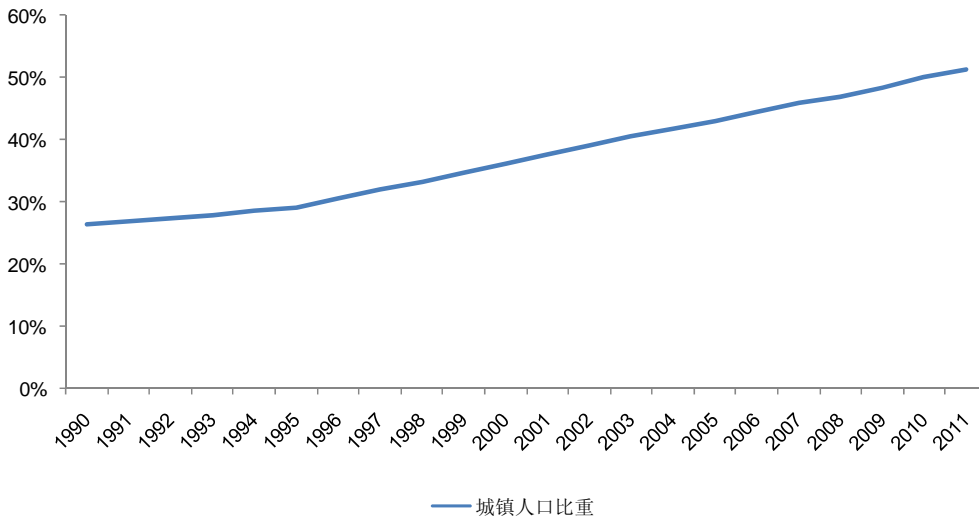


注：日本城市化率数值为每五年公布一次，图中按就近原则取数。

资料来源：日本冷冻食品协会，Wind，宏源证券研究所

- ◆ 根据国家统计局公布的数，截止到 2010 年末，我国的城市化率已经达到 47.5%，2011 年末我国城市化率已经超过 50%，城市化率提高带来的城镇人口快速增加，为速冻食品带来了充足的潜在消费群体；

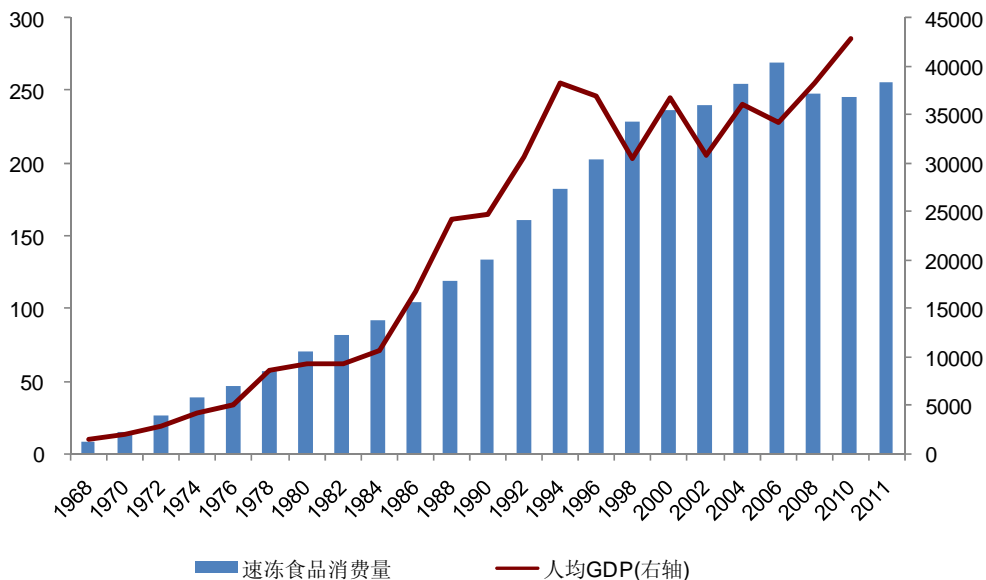
图表 16: 2011 年我国城镇人口比重超过 50%



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 与发达国家相比,我国速冻食品人均销量仅为美国的十分之一,为欧盟的五分之一,增长潜力巨大,据统计,美国速冻食品的人均年消费量为 90 公斤,欧盟为 45 公斤,而我国人均消费量仅为 9 公斤,我国与发达国家的人均消费量存在巨大的差距,因此速冻食品行业在我国仍处于起步阶段,具有广阔的发展前景;
- ◆ 1969 年日本人均 GDP 超过 1500 美元,达到 1669 美元,与此同时,日本速冻食品消费量快速发展,2011 年人均约为 20 千克,是中国的 2.2 多。

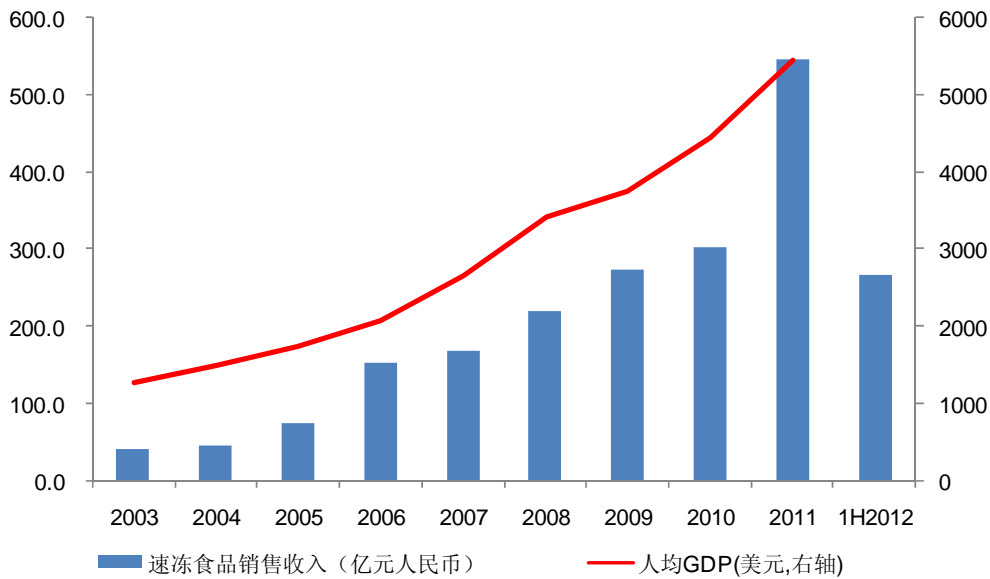
图表 17: 日本在人均 GDP 超过 1500 后速冻食品消费量快速增长 (万吨, 美元)



资料来源: 日本冷冻食品协会, Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 与国际经验类似，GDP 超过 1500 美元后，我国速冻食品销售额快速发展，2005 至 2011 年 CAGR 达 40%：2005 年开始我国人均 GDP 超过 1500 美元，2011 年人均 GDP 达 5445 美元，2005 至 2011 年人均收入复合增速超过 21%，扣除汇率的影响，以人民币核算，人均收入 CAGR 也达到 16%，伴随着收入的快速提高，我国速冻食品的销售也快速发展，2011 年销售额达 547 亿元，与 2005 年的 73.5 亿元比，提高了 6 倍多，年复合增速达 40%。

图表 18： 伴随着人均 GDP 的提高，我国速冻食品消费量快速增长



注：人均 GDP 按当年平均汇率折算

资料来源：Wind，宏源证券研究所

3、消费的区域性明显，公司具有渠道优势

受消费习惯的影响，速冻鱼糜制品的消费具有明显的区域性，福建、粤东地区、华东、华南地区市场相对成熟，消费者对品质和品牌已经具有较强的辨识度，而在华北和华中地区市场容量相对较小，消费者忠诚度相对较低。

图表 19: 各地区竞争情况

| 区域 | 市场成熟状态 | 消费者特性 | 主要品牌 |
|-------------|--|----------------------------------|-----------------------|
| 福建、粤东地区 | 市场相对成熟、基本形成单品项品牌寡头垄断，主销中高档产品，产品细分较明显。 | 对品质辨别度高、消费意识成熟、品牌忠诚度高。 | 海欣、海霸王、安井、海旺、百洋 |
| 华东地区 | 市场相对成熟，中高档产品总销量在上升，低价位产品销量上升滞缓。 | 对品质辨别度有较强感觉，品牌概念选择性较强。 | 海欣、海霸王、安井、海旺、百洋、兴业 |
| 华南区 | 市场相对成熟，两级分化明显，超市以中高价位为主，农贸批发以低价位产品为主。 | 家庭消费相对成熟，品牌感强，主要以超市消费为主。 | 海霸王、海欣、海旺 |
| 华北区 | 市场正在经历高、中、低端产品及厂家同台竞争的混战期，整体容量在上升，低价位产品量大于中高档价位产品。 | 消费意识由低价位产品逐渐向中高价位转移，品牌概念选择性逐步增强。 | 昌华、丰华、海欣、海旺、阿掖山、胜田、惠发 |
| 华中、西南、西北、东北 | 因生活环境不同，目前市场总体容量相对不大，以肉制品为主，速冻鱼糜制品家庭消费尚处萌芽期，餐饮通路主要以低价为主。 | 主要以价格来选择产品，品牌忠诚度相对较低。 | 丰华、兴业、海霸王、海欣、百洋、惠发 |

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

与其他主要竞争对手相比，腾新食品具有渠道优势，在华北、东北等新兴市场增长较快：

- ◆ 公司主要竞争对手在速冻鱼糜和速冻肉制品方面均有所生产，行业内产品有一定的同质性，公司近几年来开始推出新产品，取得了不错的效果；
- ◆ 渠道方面，公司以经销渠道为主，商超渠道主要起到树立品牌的作用，公司采用联合经销模式，有助于更好的控制终端，实现收入的平稳增长；
- ◆ 与竞争对手类似，公司的优势区域集中的华东地区，近几年来通过渠道的铺设，公司在华北、东北等新兴市场快速发展。

图表 20: 速冻鱼糜和速冻肉制品行业主要公司产品 and 渠道对比分析

| 公司 | 主要品牌 | 产品 | 渠道 | 优势区域 |
|------|---------|---|---|---|
| 福建腾新 | 海欣 | 1、速冻鱼糜制品占比 62%，包括 40 余种鱼丸类产品，10 余种饺燕类产品 20 余种油炸类产品； 2、冻肉制品占比 38%，包括贡丸、牛肉丸等 10 余种肉丸类。 | 1、四大部八大区营销机构设置：四大部负责总部各营销具体事项，八大营销大区负责各地具体营销工作； 2、经销商模式为主，采取联合分销模式，掌控渠道终端，经销渠道实现销售收入占比 77.09%； 3、商超模式主要起“树形象、建品牌”作用，业绩平稳增长，实现销售收入占比 17.46%。 | 公司的成熟地区包括华东地区和华南地区，业绩稳定增长；新兴市场地区主要包括华北等高速发展地区和华南、西南、东北、西北等拓展地区。 |
| 福建海壹 | 海旺 | 1、产品线包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品，以及汤圆、水饺等米面食品； 2、优势产品有香菇贡丸、虾丸等。 | 在现代农贸批发市场、业务市场等有较强的渗透力 | 浙江、东北 |
| 福建百洋 | 百洋 | 1、集水产食品深加工、海淡水养殖、进出口贸易的综合性企业，主营产品包括鱼糜制品和海洋海鲜冷冻制品； 2、优势产品有福州鱼面等。 | 经营渠道在自营终端上较有特色。 | 福建 |
| 海霸王 | 海霸王，甲天下 | 1、产品品类涉及速冻米面食品、速冻肉制品、速冻鱼糜制品、罐头制品等； 2、优势产品有虾饺、鱼饺等。 | 营销渠道以超市、便利店等现代零售终端为主，现代农贸批发市场及业务市场为辅 | 广东、西南、上海等地区 |
| 福建安井 | 安井 | 1、产品线包括速冻鱼糜制品、速冻肉制品、速冻米面制品，在福建厦门、江苏无锡建有生产基地； 2、优势产品有花枝丸、仿蟹肉棒等。 | 在超市、便利店等现代零售终端、现代农贸批发市场及业务市场等营销渠道均有一定渗透。 | 福建、华东、华南等地区 |

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

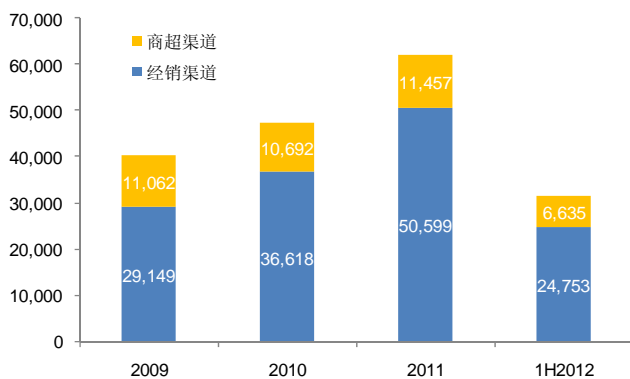
三、联合分销控终端，推新品提高毛利率

1、联合分销模式强化终端控制，实现与经销商的互利共赢

经销渠道是公司的主要销售渠道，商超渠道提高公司品牌知名度：公司主要有两种销售模式：其一，通过经销商分销的经销模式；其二，直接向商超为主的零售终端供货的直营模式：

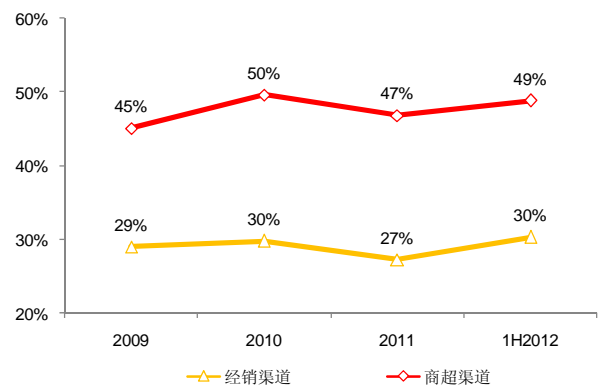
- ◆ 经销渠道是公司的主要销售渠道，2011 年经销渠道收入 5 亿元，占比 77%，而同期商超渠道收入 1.1 亿元，占比 17%，且较 2010 年下降 3 个百分点；商超渠道具有更高的毛利率，2009 年至 2012 年上半年，公司商超渠道的毛利率达 45%以上，而同期经销渠道毛利率不足 30%；
- ◆ 商超客户在公司营销策略中主要起“树形象、建品牌”的作用：公司产品目前覆盖了包括沃尔玛、易初莲花、家乐福、乐购、麦德龙等国际型大卖场，以及好又多、人人乐、永辉、中百、联华、新华都等国内连锁大卖场，在市场营销策略上，以全国统一为主，区域特色为辅，针对不同客户制定全年推广活动计划表，而且通过开展“主题营销”、“文化营销”等加强终端形象的展示活动提升公司品牌形象。

图表 21：经销渠道是公司的主要销售渠道（万元）



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图表 22：商超渠道拥有更高的毛利率

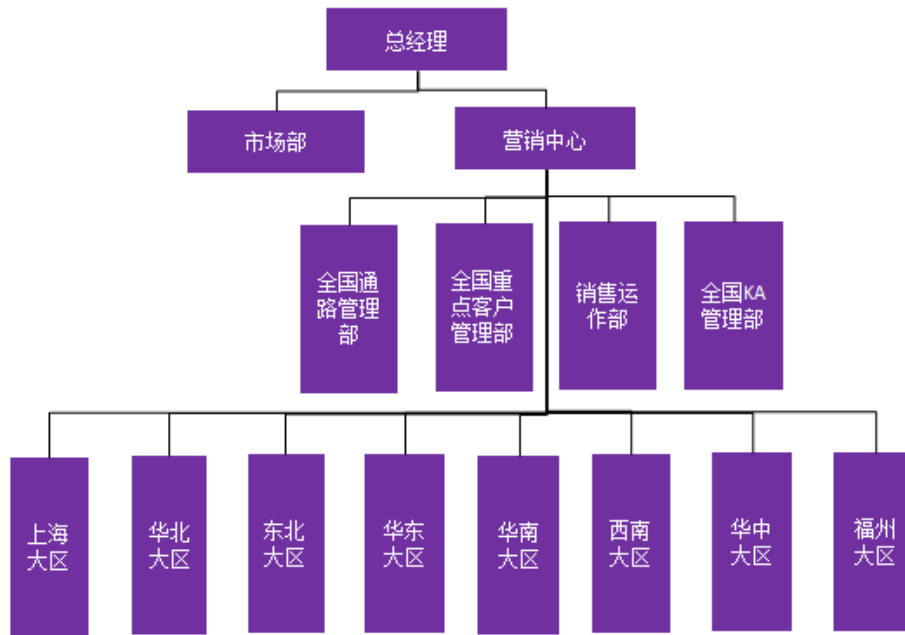


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

公司从 2008 年开始推行“掌控终端、合作共赢”的联合分销模式，引进外部优秀的营销团队，通过设立销售子公司，由公司销售人员大力参与并支持经销商对各地市场的开拓和维护工作：

- ◆ 公司设置市场部和营销中心具体负责市场营销实务，其中市场部负责品牌建设、产品策划、市场督导、推广；营销中心下属的上海大区、华南大区等负责各地具体营销工作，全国 KA 管理部负责与大型商超客户签订全国联采协议，全国通路管理部负责分销渠道管理、分销策划及企划；全国重点客户部负责非商超重点客户计划、谈判、促销、维护；销售运作部负责推广销售模式、监督各项销售政策与计划的执行、培训销售人员；
- ◆ 公司基本实现了覆盖全国的营销网络：2008 年起，公司逐步在福州、北京、上海、广州、武汉、南京、沈阳、成都设立八大营销大区，公司共有 7 家专业销售子公司、25 个联络处，可控零售终端网点 1 万多个，建立了遍布全国 29 个省市自治区的营销网络，基本完成全国市场布局，能够保证公司产品在 7 天之内即可推广到全国各地的终端市场；

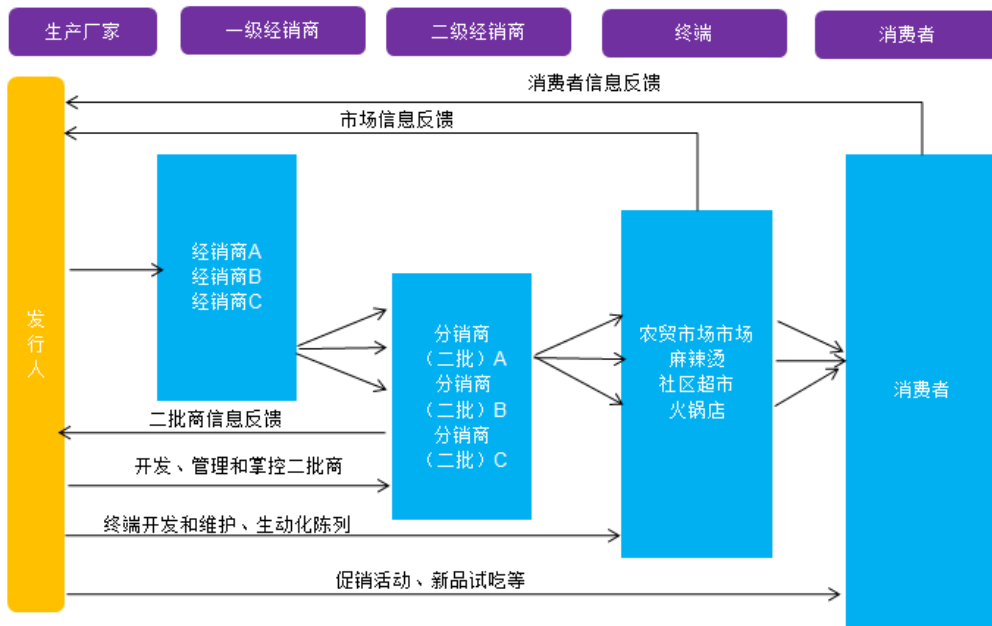
图表 23: 公司营销机构及营销网络设置图



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

- ◆ 公司从 2008 年开始在具有优势的华东地区推行联合分销模式, 待模式实验成熟后, 从 2009 年开始将联合分销模式逐步向全国推广;
- ◆ 公司联合分销模式采取对经销商原有下游渠道摸底调查登记, 归档成册; 帮助经销商拓展新分销商、新终端; 召开区域订货会, 协助经销商管理其分销渠道; 制定终端分类评定标准, 将终端实行分星级、精细化管理; 在终端塑造公司品牌形象; 理顺价格体系、提高产品定价权; 加强区域管控, 严防窜货; 定期或不定期召开经销商、分销商和终端联谊会; 逐步实现经销商专营化; 通过策划抽奖试吃活动加强与消费者的互动等具体措施以巩固公司对终端销售渠道的掌控, 实现“掌控终端、合作共赢”的目的;

图表 24: 公司联合分销模式



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

- ◆ 与传统经销模式对比, 联合分销模式有助于公司摆脱对经销商的过度依赖, 通过对市场进行深耕细作, 充分挖掘市场潜力, 提高对终端的控制力提高经销商队伍的稳定性, 此外, 也有助于提高终端和经销商客户对品牌和公司的忠诚度, 以及市场信息搜集和反馈效率, 提升公司的应变能力;

图表 25: 传统经销模式和联合分销模式优劣势对比

| | 实行年度 | 特点 | 优势 | 劣势 |
|--------|--------|---|--|---|
| 传统经销模式 | 2008年前 | 产品卖断给经销商, 由经销商自行销售, 公司并未给予经销商太多的指导和支持 | 无需投入太多的人力、财力、物力, 可以集中有限的资源做好生产和品质管控, 适合于企业发展的初期阶段 | 1, 与终端隔离, 市场信息反馈不畅, 管理层对市场决策容易滞后; 2, 终端客户易为经销商所掌控, 存在过度依赖经销商的风险, 从而容易出现业绩波动, 难以保证持续增长; 3, 终端铺货和产品陈列不足, 形式难以统一, 不利于品牌影响力的提升。 |
| 联合分销模式 | 2008年后 | 设立销售子公司, 由公司销售人员大力参与并支持经销商对各地市场的开拓、维护工作 | 1、摆脱对经销商的过度依赖, 对市场进行深耕细作, 充分挖掘市场潜力; 2、提高了对终端的控制力以及经销商队伍的稳定性; 3、提高终端和经销商客户对品牌和公司的忠诚度; 4、提高市场信息搜集和反馈效率, 提升公司的应变能力。 | 需要公司进行资金、管理、培训等方面的投入, 销售费用和管理费用也相应增长较快。 |

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

- ◆ **经销商的规模不断提高：**从 2009 年至 2011 年，经销额在 300 万元以上的大型经销商数量分别为 27、32 家和 49 家，对应经销额占有所有经销商收入的比重分别为 54%、61%和 71%；
- ◆ **经销商合作的稳定性不断增强，**与公司合作年限超过两年的经销商合计销售总额达到公司经销商渠道销售总额的 86%；
- ◆ **销售终端数量不断增加，产品渗透能力大幅提升：**从 2009 年至 2012 年上半年，公司开展业务的城市从 162 家扩大到 194 家，经销商数量从 212 家扩大到 250 家，控制的终端销售数量（不含商超）从 3518 家增加到的 10328 家。

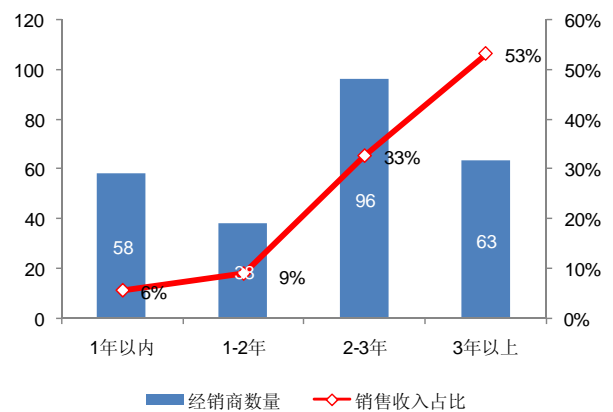
图表 26：2009 至 1H2012 公司开展业务的城市以及销售渠道不断扩张（家）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 1H2012 |
|--------------|-------|-------|------|--------|
| 开展业务的城市数量 | 162 | 189 | 194 | 194 |
| 经销商数量 | 212 | 235 | 255 | 250 |
| 商超门店数量 | 1,034 | 1,228 | 1258 | 1124 |
| 可控终端数量（不含商超） | 3,518 | 7,341 | 9566 | 10328 |

注：公司开展业务的城市数量指直辖市、省会城市及地级市；经销商数量为期末数量。

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

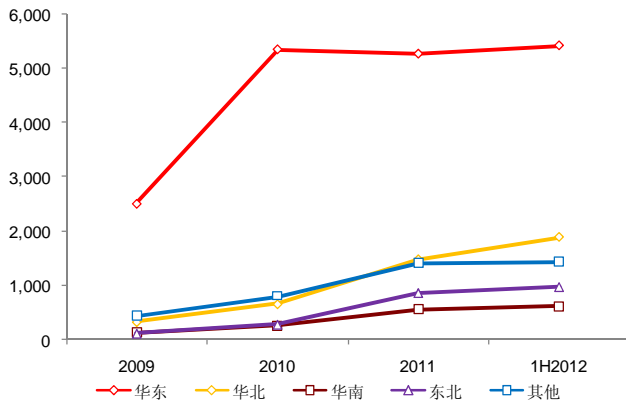
图表 27：对合作两年以上的经销商销售额占全部经销商渠道收入的 86%（家）



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

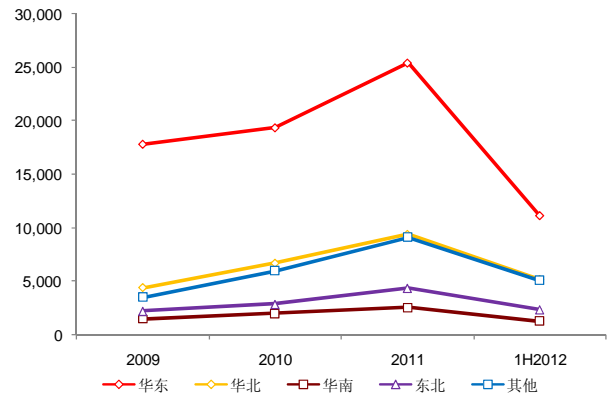
- ◆ 分地区来看，公司的销售终端分布及销售收入主要集中在华东、华北、华南和东北地区，2012 年上半年四地销售终端数量占比达 86%，销售收入达 80%，而华东地区销售终端数量和销售收入占比更大分别达到了 52%和 45%；
- ◆ 通过植入已在成熟地区推广的联合分销模式，公司在华北、西南、东北等地区实现了销售收入的快速增长，华北地区的销售收入从 2009 年的 4,346 万元增长到 2011 年的 9,360 万元，年复合增长率 47%，西南地区 CAGR 达 65%。

图表 28: 2009 至 1H2012 分地区公司控制的销售终端数量 (不含商超) (家)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图表 29: 2009 至 1H2012 分地区经销模式销售收入 (万元)



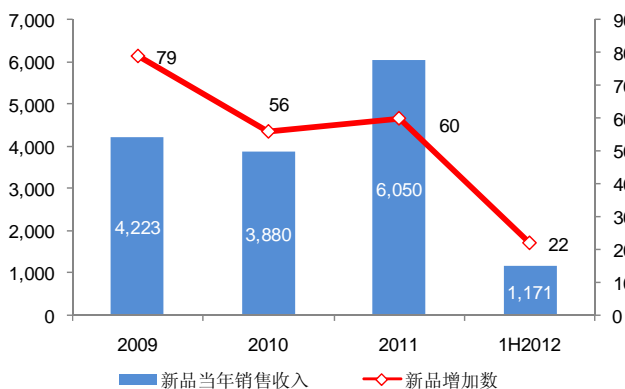
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

2、推新品拉动公司业绩增长, 提高毛利率

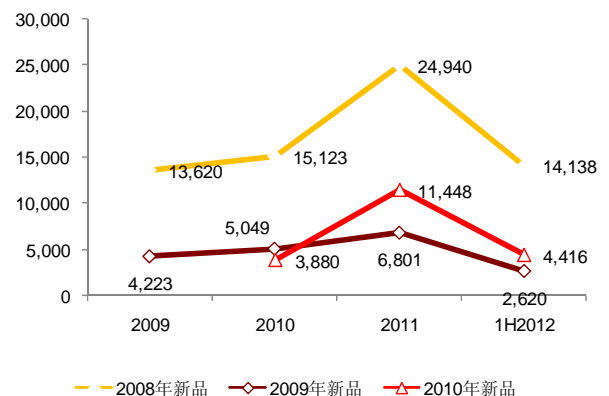
公司立足消费者需求, 不断推出新品, 新产品的推出不仅带动了公司业绩增长, 而且提高了公司毛利率水平, 此外, 新品较好的市场反应也为公司树立了良好的品牌形象:

- ◆ **新品转化率达 90%, 且开发 3 个月左右即可上市:** 公司营销人员通过市场调研, 确定消费者需求, 经公司高层领导决策, 由技术中心进行工艺、配方设计, 开展系统的研发工作, 产品小试成功后, 由品评专家和营销专业人员共同对小试产品进行品评, 并向技术中心反馈改进意见, 通过认定后进行中试和批量生产, 目前公司新品转化率达 90%, 且开发 3 个月左右即可上市;
- ◆ **新品推动了公司业绩增长:** 公司新品开发能力不断增强, 每年均有适合消费者需求的新产品推出, 2009 年至 2012 年上半年公司上市的新品分别有 79、56、60 和 22 个, 而且新品当年即可获得销售收入, 从 2009 年至 1H2012 的数据来看, 公司平均每月有 5 个新品上市, 2009 至 2011 年平均每个新品当年实现收入 75 万元;
- ◆ **公司开发的新品在接下来的几年里获得持续增长的收入:** 公司 2008 年至 2010 年开发的新品在接下来的三年 (2009-2011 年) 获得收入持续增长, 2011 年, 公司 2008 年开发的新品收入达 2.5 亿元, 已成为公司收入的重要来源;

图表 30: 2009-2012 公司均有新品上市, 且新品在当年既带来收入 (万元, 家)



图表 31: 2009-2011 年各新品销售收入持续增长 (万元)

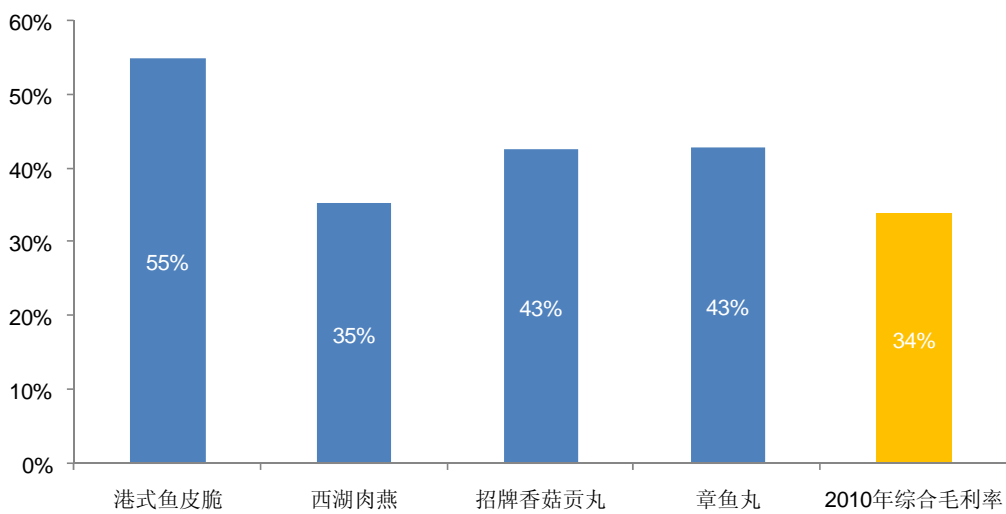


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

- ◆ **新品有助于提高公司品牌形象：**公司推出的香港撒尿牛肉丸、鱼皮脆和西湖肉燕等产品，经过市场推广得到了消费者逐步认可接受，已经成为最受消费者欢迎的产品，提高了公司品牌形象；
- ◆ **新品开发带动公司毛利率提升：**新品的推出不仅给公司带来了收入增长点，而且提升整体毛利率水平，公司 2010 年推出的四款新品均比当年综合毛利率高，其中港式鱼皮脆的毛利率更是达到了 55%，高于公司同期综合毛利率 11 个百分点。

图表 32：2010 年开发的新品毛利率高于公司综合毛利率



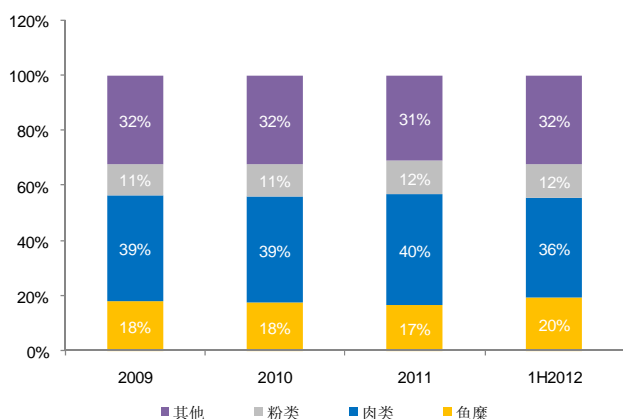
资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

3、未来以提高市占率为主，公司率先提价意愿不强

原料成本对公司盈利能力影响较大，原料价格上涨 1%，毛利率将下降 0.45% 左右：

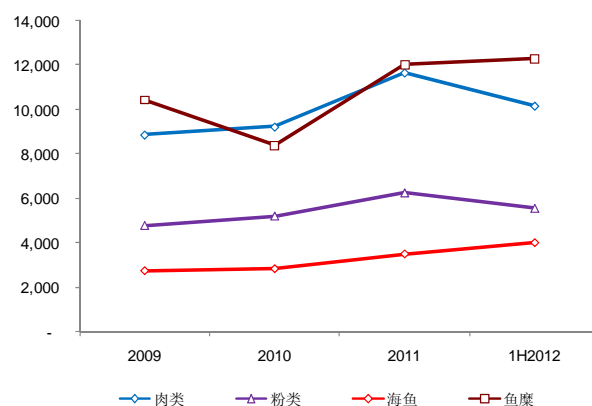
- ◆ 公司主要原料为鱼糜、肉类和粉类，三者占公司成本的 70% 左右，其中肉类成本占比最高，2011 年公司肉类成本占比 40%，鱼糜占比 17%，淀粉占比 12%；

图表 33: 鱼糜、肉类和分类占公司成本的 70%左右



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图表 34: 2009 至 1H2012 年公司主要原材料价格变动 (元/吨)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

- ◆ 原料价格上涨 1%，公司毛利率下降 0.45%左右：根据敏感性分析的结果，原料价格上涨 1%，2009 年至 1H2012 年毛利率分别下降 0.45%、0.45%、0.48%和 0.45%；
- ◆ 产品售价上涨 1%，公司毛利率上升 0.65%左右：根据敏感性分析的结果，原料价格上涨 1%，2009 年至 1H2012 年毛利率分别上升 0.66%、0.65%、0.69%和 0.65%；
- ◆ 销售价格对毛利率的敏感系数更高，以 2011 年为例，若其他影响因素不变，主要原材料价格和产品分别提价 1%，则公司综合毛利率将提高 0.21%。

图表 35: 原料价格及产品售价变动对毛利率的敏感性分析

| | 价格变动 | 2009 | 2010 | 2011 | 1H2012 |
|-----------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 原料价格变动对毛利率敏感性分析 | 1% | -0.45% | -0.45% | -0.48% | -0.45% |
| | 5% | -2.27% | -2.23% | -2.40% | -2.23% |
| | 10% | -4.54% | -4.46% | -4.81% | -4.45% |
| | 敏感系数 | -0.45 | -0.45 | -0.48 | -0.45 |
| 产品售价变动对毛利率敏感性分析 | 1% | 0.66% | 0.65% | 0.69% | 0.65% |
| | 5% | 3.17% | 3.13% | 3.31% | 3.13% |
| | 10% | 6.05% | 5.98% | 6.31% | 5.97% |
| | 敏感系数 | 0.66 | 0.65 | 0.69 | 0.65 |

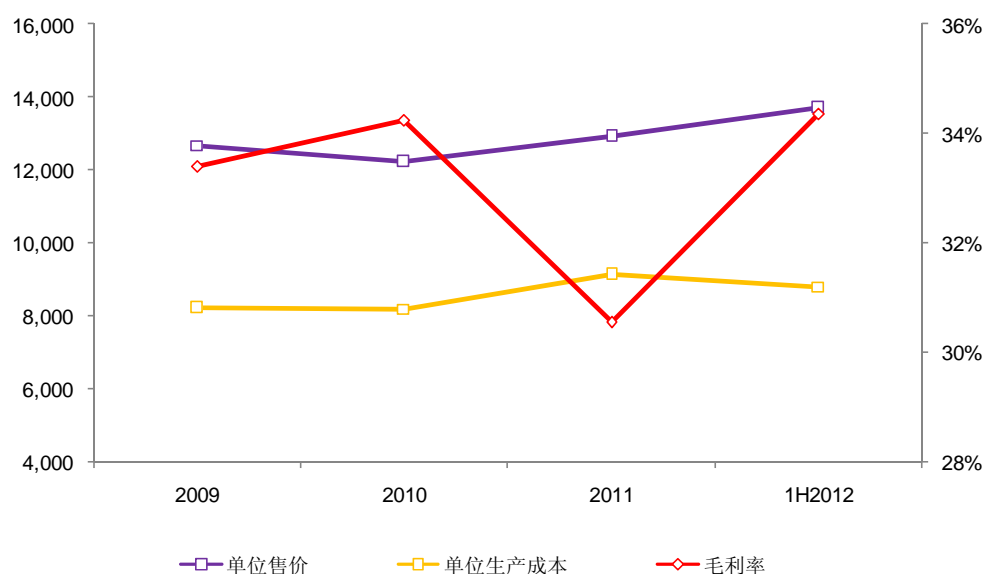
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

未来公司将以扩大市占率为主：目前细分市场竞争格局下尚未出现行业领导者，公司将扩大市场占有率为主，获得稳固的行业地位，以掌握未来市场竞争的主动权，预计未来公司也将不会率先提高产品价格，但会通过提高生产效率方式降低成本，消化成本上涨压力：

- ◆ 2011 年受原材料价格上涨影响（肉类、粉类、鱼糜和海鱼的平均采购单价较 2010 年分别上涨了 26%、20%、43%和 24%），公司毛利率 30.5%，较 2010 年下滑近 4 个百分点，2012 年上半年猪肉等原材料成本下降后，公司毛利率回复至 34%的水

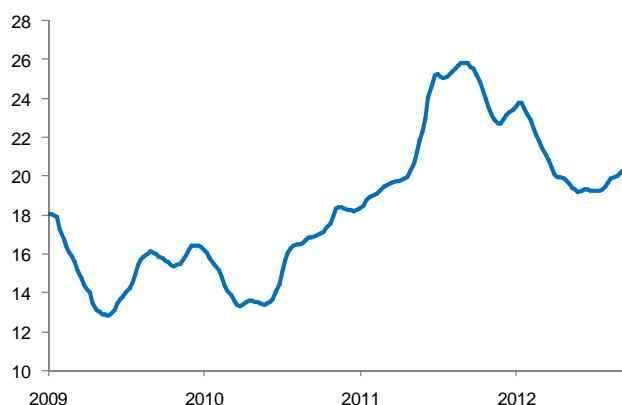
平；

图表 36：2009-1H2012 年公司产品单位售价、单位生产成本和毛利率变化（元/吨）

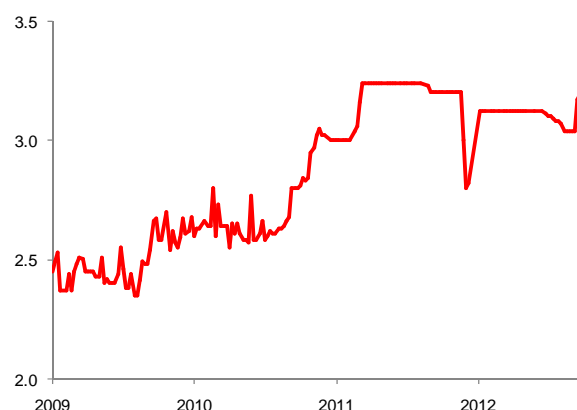


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

- ◆ **公司 70%以上的鱼糜都由舟山基地提供，缓解了鱼糜价格上涨压力：**公司的鱼糜来源有两部分，一部分为舟山鱼糜基地在当地采购海鱼加工而成，一部分为外购方式；2008 年在浙江舟山建设鱼糜加工基地，未来还计划在福建东山建设鱼糜加工基地，以满足公司生产所需鱼糜，此外，舟山鱼糜生产基地的设立也在一定程度上缓解了鱼糜价格上涨的压力；
- ◆ **着眼长远发展，以提高市占率为主，公司不会率先贸然提价：**公司从内部着手，通过采取工艺、配方改进，提高生产效率等方式降低产品成本、消化原材料价格上涨的压力，力求获取更大的市场份额，2011 年原料价格大幅上涨，公司暂时选择了保持产品售价稳定以保证市场占有率的策略，导致 2011 年毛利率下滑幅度略大于可比公司，2011 年下半年速冻鱼糜制品行业内的主要竞争对手已开始陆续提价，发行人也分别于 2011 年 7 月和 10 月两次提高产品售价，随着产品提价效果的显现以及从去年末开始猪肉价格开始下滑，公司生产成本有所下降，2012 年 1-6 月公司毛利率已回升至 34%。

图表 37: 2009 年至 1H2012 年白条肉价格变化 (元/公斤)


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 38: 2009 年初至今面粉批发价格上涨 31% (元/公斤)


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

四、募投项目有助于解决公司产能瓶颈

公司募投项目包括年产 3 万吨鱼糜制品及肉制品项目、营销网络建设项目和鱼糜及其制品技术研发中心项目, 共投资 3622 万元, 项目建设期 2-3 年不等, 截至 2012 年 6 月 30 日, 公司已使用自筹资金 2,975 万元先行投入募投项目, 其中投入新建年产 3 万吨鱼糜制品及肉制品项目 1,1465 万元, 投入营销网络建设项目 1,6125 万元, 投入鱼糜及其制品技术研发中心项目 2165 万元, 预计 2014 年全部完工:

图表 39: 募投项目简介 (万元)

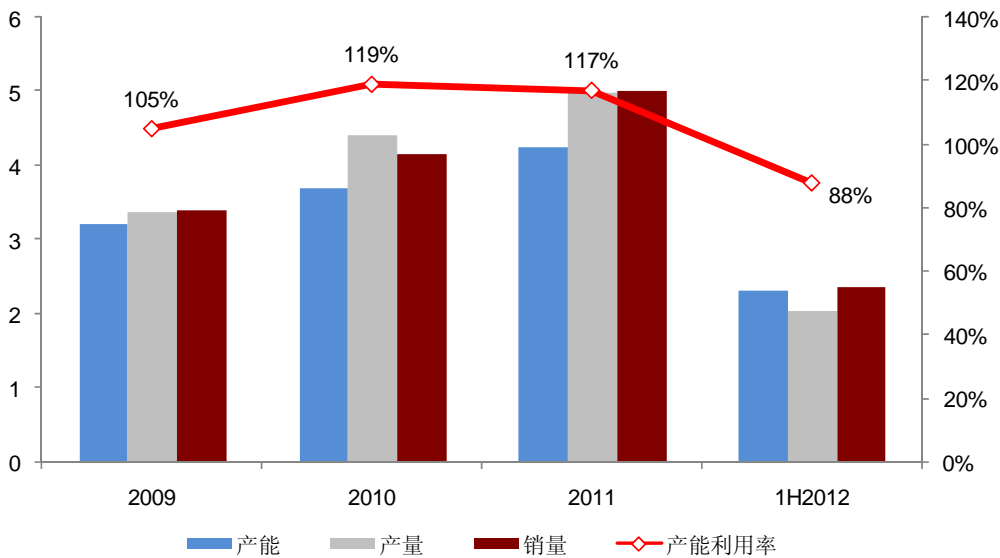
| 项目名称 | 总投资额 | 建设期 (年) | 达产后 年均销 售收入 | 达产后 年均税 后利润 | 内部收 益率 (所 得税后) | 投资回 收期 (税 后/年) | 主要内容 |
|-------------------|--------|---------|-------------------|-------------------|----------------------|----------------------|---|
| 年产 3 万吨鱼糜制品及肉制品项目 | 13887 | 3 | 40200 | 4250 | 28.6 | 5.65 | 年产速冻鱼糜制品 2.2 万吨, 年产速冻肉制品 8000 吨 |
| 营销网络建设项目 | 3622.4 | 3 | - | - | - | - | 营销组织及网络建设、联合分销网建设、品牌推广及宣传、物流平台建设以及营销信息化管理等五个平台建设 |
| 鱼糜及其制品技术研发中心项目 | 2285.3 | 2 | - | - | - | - | 食品检测平台建设; 鱼糜及其制品开发平台建设; 鱼糜产品循环经济研究平台建设; 保鲜技术、食品冷藏和冷链技术平台建设; 食品工程和生物技术的开发与运用平台建设 |

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

新增 3 万吨产能将有助于解决公司产能不足的问题：近年来公司产品销量持续快速增长，2009 年至 2011 年公司产能利用率均超过 100%，主要生产线均满负荷运行，产能亟待提高，3 万吨鱼糜制品及肉制品项目建成后，公司将新增年产 2.20 万吨速冻鱼糜制品、0.80 万吨速冻肉制品的生产规模，将有助于解决公司产能不足问题：

- ◆ 2009 年公司产能 3.21 万吨，产量 3.37 万吨，产能利用率达 105%；2011 年公司产能扩大到 4.25 万吨，而产量同时达到了 4.98 万吨，产能利用率达到 117%，公司产能不足问题可见一斑；

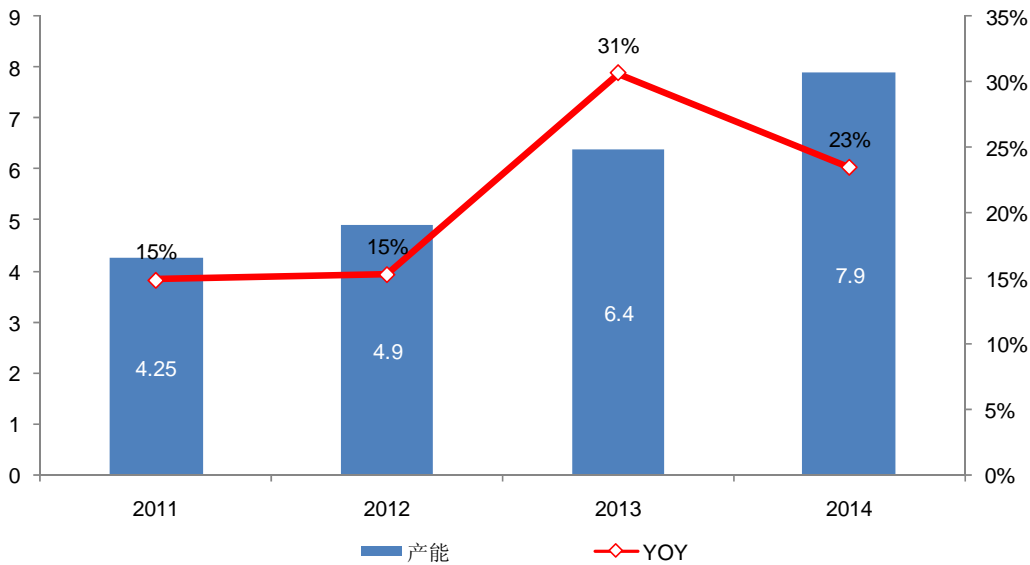
图表 40：2009-2011 年公司产能利用率均超过 100%（万元）



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

- ◆ 2009 年至 2011 年公司速冻鱼糜和速冻肉制品销量 CAGR 为 21.4%，其中速冻鱼糜制品销量 CAGR 为 23.8%，速冻肉制品销量 CAGR 为 17.2%，2014 年年产 3 万吨鱼糜制品及肉制品项目建成后，公司总产能达到 7.9 万吨，相比 2011 年 5.01 万吨销量，需销量保持 16.4%的年复合增速，低于公司 2009-2011 年的年复合增速。

图表 41: 预计 2012-2014 年公司产能及增速情况 (万吨)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

公司希望通过营销网络建设项目将“海欣”品牌打造成中高端速冻鱼糜制品的第一品牌, 并随着全国营销网络的体系的完善, 不断提升企业盈利能力、增强市场竞争优势, 营销网络建设包括营销组织与网络建设, 联合分销网络平台建设, 品牌推广和宣传, 物流平台建设及现代营销信息化管理平台建设, 营销网络建设项目的经济效益包括直接效益和间接效益, 直接效益主要体现在销售网点的覆盖产生的销售收入以及管理效益提高产生的成本降低上, 间接效益体现在品牌效益的提升上:

- ◆ 营销组织和网络建设主要内容主要包括新增西南、西北、东北 3 个大区以及在各地新增 28 个联络处, 便于管理总部在物流和终端上投入的设备, 以利于长期战略布局;
- ◆ 联合分销网络建设的主要内容为增加冰柜 2,390 台, 预计可控售点相应增加 1790 个, 将有助于提升公司对终端的控制力, 带动产品销量;
- ◆ 品牌推广和宣传建设的主要内容包括超市推广活动、农贸终端推广活动, 终端海报及展销会参展等, 项目总投资 256 万元, 分别在第二和第三年各投资 50%, 将带动公司当日或当月销量, 产生明显的促销效果;
- ◆ 物流平台建设在 9 大城市租赁冷库设立配送中心, 在相关大区购置 46 部冷藏车并配置相应司机人员, 有助于提升运输效率、提高公司产品储存能力, 助于解决旺季产销矛盾;
- ◆ 现代营销信息化管理平台建设完善信息化软件和硬件建设, 进一步提升管理 和服务效率, 合理控制库存, 提高管控水平, 节省不必要的营销费用开支。

图表 42: 营销网络建设项目建设主要内容及意义 (万元)

| 项目名称 | 预算投入 | 投入金额占比 | 计划进度 | 主要内容 | 项目建设意义 |
|---------------|------|--------|--|---|--|
| 营销组织和网络建设 | 1274 | 35% | 在第一年完成三个大区总部以及 10 个重点城市联络处的布局; 第二年完成 11 个城市联络处布局; 第三年完成剩余 7 个城市布局。 | 新增西南、西北、东北三大区域营销公司, 在泉州、温州、太原等 28 个城市设立二级营销机构, 以及相应人员增补 | 对当地销售及时把握和反馈, 制定具针对性的营销策略, 便于管理总部在物流和终端上投入的设备, 以利于长期战略布局 |
| 联合分销网络建设 | 717 | 20% | 第二年开始投入预计总冰柜的 60%, 剩余部分在第三年投入 | 增加冰柜 2,390 台, 预计可控售点相应增加 1790 个; 其中 300 个大型商超终端, 每个终端 3 台冰柜; 1490 个中小超市、菜场、麻辣烫、餐饮终端, 每个终端 1 台冰柜 | 为东山项目提供终端渠道支持, 提升公司对终端的控制力, 带动产品销量 |
| 品牌推广和宣传建设 | 256 | 7% | 第二和第三年各投资 50% | 超市推广活动、农贸终端推广活动, 终端海报及展销会参展等宣传 | 配合冰柜投放进度, 扩大在终端的影响力, 带动公司当日或当月销量, 产生明显的促销效果 |
| 物流平台建设 | 1083 | 30% | 计划第二和第三年各增加冷库租赁面积 2050 平米 | 在 9 大城市租赁冷库设立配送中心, 在相关大区购置 46 部冷藏车并配置相应司机人员 | 为公司提高适应当季市场需求的现货产品销售比例提供有效支持, 缩短运输时间, 提升运输效率, 提高公司产品储存能力, 助于解决旺季产销矛盾 |
| 现代营销信息化管理平台建设 | 293 | 8% | 分两年建设完成, 保证在东山项目部分达产前投入使用 | 完善信息化软件和硬件建设 | 进一步提升管理和服务效率, 合理控制库存, 提高管控水平, 节省不必要的营销费用开支 |

资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

鱼糜及其制品技术研发中心项目预期为公司带来可观的经济效益: 技术中心建设主要包括食品检测平台建设、鱼糜及其制品开发平台建设、鱼糜产品循环经济研究平台建设、保鲜技术、食品冷藏和冷链技术平台建设, 以及食品工程和生物技术的开发与运用平台建设;

研发中心建成后, 鱼糜制品加工技术的改进与革新、新型鱼糜制品食品的研发以及推行循环经济将为公司带来经济效益; 此外, 研发中心建设将对我国鱼糜制品加工技术产生积极影响, 有助于有效提高水产品加工技术水平, 提高原料利用率, 可使水产品增值 50% 以上, 有助于实现“一条鱼”的价值最大化。

五、盈利预测、估值和投资建议

1、核心假设

分产品收入预测:

- ◆ 根据公司的产能投产情况, 预计 2012-2014 年公司的产能分别为 4.9、6.4 和 7.9 万吨, 增速分别为 15%、31%和 23%, 但考虑到产能扩建项目建设周期, 实际全年的产能可能在年末才能全部实现, 每年新增产能要低于预期增速;
- ◆ 分产品来看, 公司将新增速冻鱼糜产能 2.2 万吨, 新增速冻肉制品产能 8000 吨, 二者销量分别为 3.3 万吨和 1.7 万吨, 考虑到终端消费对产能的消化, 因此, 我们估计未来三年速冻肉制品的销量增长率略慢, 2012-2014 年速冻鱼糜产品销量增长率分别为 12%、20%和 18%; 速冻肉制品销量增长率分别为 10%、18%和 16%;
- ◆ 公司不会主动提高产品价格, 但考虑到原材料价格上涨的因素, 我们预计未来三年公司每年被动提价 3%, 则 2012-2014 年速冻鱼糜销售收入增速分别为 15%、24%和 22%, 速冻肉制品销售收入增速分别为 14%、22%和 19%。

分产品毛利率、费用率预测:

- ◆ 2011 年公司在 7 月和 10 月两次提价, 加之猪肉价格开始下滑, 公司生产成本有所下降, 2012 年 1-6 月公司毛利率已回升至 34%; 分产品来看, 我们预计 2012 年全年速冻鱼糜制品毛利率为 35%, 速冻肉制品为 31%, 由于公司着眼于提高市场占有率, 未来几年主动率先提价意愿不强, 因此我们预计 2013 和 2014 年速冻鱼糜制品毛利率将保持稳定维持在 35%, 速冻肉质品毛利率或由于猪肉价格反弹出现小幅下滑, 为 30%;
- ◆ 公司 2008 年后开始实施联合分销, 随着销售公司的设立, 公司的销售费用和管理费用增长较快, 近年来公司加大了费用控制, 从 2009 至 2012 年上半年的费用率来看, 公司期间费用率相对比较稳定, 维持在 21%左右, 考虑到公司对费用率的控制, 我们预计未来三年公司销售费用率 16.2%和 16.1%和 16%, 管理费用率将分别为 5%、4.8%和 4.6%, 公司财务费用较少, 上市后将由于募集资金产生的利息收入, 预计财务费用率将降低至 0 以下。

图表 43: 分产品销售收入预测表

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 速冻鱼糜制品 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 258 | 306 | 404 | 465 | 576 | 703 |
| YoY | #DIV/0! | 18.2% | 32.3% | 15.0% | 24.0% | 22.0% |
| 销售成本(百万元) | 167 | 189 | 268 | 302 | 375 | 457 |
| 毛利(百万元) | 92 | 116 | 136 | 163 | 202 | 246 |
| 毛利率 | 35.4% | 38.1% | 33.7% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 速冻肉制品 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 173 | 202 | 243 | 277 | 338 | 402 |
| YoY | #DIV/0! | 16.8% | 20.1% | 14.0% | 22.0% | 19.0% |
| 销售成本(百万元) | 120 | 144 | 179 | 191 | 236 | 281 |
| 毛利(百万元) | 53 | 58 | 64 | 86 | 101 | 121 |
| 毛利率 | 30.5% | 28.9% | 26.2% | 31.0% | 30.0% | 30.0% |
| 鱼糜 | | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 1.81 | 3.88 | 9.37 | 9.37 | 9.37 | 9.37 |
| YoY | #DIV/0! | 115.1% | 141.3% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 销售成本(百万元) | 1.55 | 3.49 | 8.86 | 8.90 | 8.90 | 8.90 |
| 毛利(百万元) | 0.25 | 0.39 | 0.50 | 0.47 | 0.47 | 0.47 |
| 毛利率 | 14.0% | 10.0% | 5.4% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 主营业务收入 | 433 | 512 | 656 | 751 | 923 | 1114 |
| 其他业务收入 | 1.13 | 1.88 | 1.99 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 业务总收入 | 434 | 513 | 658 | 751 | 923 | 1114 |
| YoY | 42.8% | 18.2% | 28.2% | 14.1% | 23.0% | 20.7% |
| 主营业务成本 | 289 | 336 | 456 | 502 | 620 | 747 |
| 其他业务成本 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 业务总成本 | 289 | 337 | 456 | 502 | 620 | 747 |
| 毛利率 | 33.5% | 34.4% | 30.7% | 33.2% | 32.9% | 32.9% |

资料来源: 宏源证券研究所

2、预测结论

预计公司 2012-2014 年收入分别为 7.5 亿元、9.2 亿元和 11.1 亿元, 增速分别为 14%、23%和 21%, 三年期复合增速为 19%; 2012-2014 年归属母公司净利润分别为 0.7 亿元、0.9 亿元和 1.1 亿元, 增速分别为 34%、28%和 24%。

3、相对估值及投资建议

以上盈利预测对应 2012-2014 年 EPS 分别为 1.008 元、1.286 元和 1.595 元, 结合可比上市公司最新估值, 我们认为合理估值区间为 28X12PE/20X13PE, 未来 6-12 个月合理价值区间为 26-28 元。

图表 44: 可比上市公司估值一览表 (以 2012-9-28 为参考基准日)

| 代码 | 公司名称 | 收盘价 | 11EPS | 12EPS | 13EPS | 12YOY | 13YOY | 12PE | 13PE |
|-----------|------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 002330.SZ | 得利斯 | 10 | 0.18 | 0.25 | 0.30 | 34% | 20% | 42 | 35 |
| 000895.SZ | 双汇发展 | 61 | 0.93 | 2.83 | 3.64 | 205% | 29% | 21 | 17 |
| 002216.SZ | 三全食品 | 25 | 0.72 | 0.82 | 1.07 | 13% | 31% | 30 | 23 |
| 002515.sz | 金字火腿 | 14 | 0.52 | 0.32 | 0.41 | -38% | 28% | 44 | 35 |
| 002695.SZ | 煌上煌 | 24 | 0.87 | 0.87 | 1.14 | 0% | 31% | 28 | 21 |
| 002661.SZ | 克明面业 | 28 | 1.05 | 1.09 | 1.38 | 4% | 27% | 25 | 20 |

注: 盈利预测来源于 wind 上的一致盈利预测中值。

资料来源: wind, 宏源证券研究所

六、风险提示

1、食品质量安全控制不当导致产品销量大幅下滑的风险

随着国家对食品安全问题高度重视, 消费者的食品安全意识和权益保护意识日益增强, 食品安全控制已成为食品生产企业生产经营活动的重中之重。

虽然公司严格遵照 ISO9001 质量管理体系、HACCP 食品安全管理体系及国家的相关产品标准进行生产, 在采购环节对主要的原材料、辅料制定了严格的采购标准, 在生产环节对每道工序均制定了详细的工作标准, 但如公司具体质量管理工作出现纰漏或因为其他不可预计原因发生产品质量问题, 不但会产生赔偿风险, 还可能对公司的信誉和公司产品的销售产生重大不利影响。

2、产品销售的季节性波动风险

公司主要产品为速冻鱼糜制品和速冻肉制品, 受消费习惯的影响, 该行业存在季节性特征, 通常每年的第一季度和第四季度为销售旺季, 公司营业收入具有一定的季节性波动特点。

虽然公司加大淡季推广力度, 通过举行终端生动化展示以及夏日百日攻略等活动, 增加了消费者对公司产品的消费量。但是, 由于本行业固有的季节性消费特点, 公司面临着产品销售季节性波动的风险。

3、主要原材料价格波动导致业绩下滑的风险

报告期内, 产品主要原材料成本占生产成本的比例平均为 70%左右, 生产挂面所需的主要材料为面粉, 原材料价格的波动直接影响公司的盈利。

2010 年主要原材料价格开始上涨, 尤其是 2011 年在国内通胀压力下主要原材料价格出现较大幅度上涨。未来受通货膨胀的影响, 若主要原材料的市场价格大幅上升, 将会导致公司单位生产成本的提高; 若公司无法有效应对, 将会对公司的经营业绩造成不利影响。

4、税收优惠及政府补助风险

2008 年 12 月, 公司被认定为高新技术企业, 3 年之内享受 15% 的所得税优惠税率。2012 年 3 月公司通过了高新技术企业资格复审并取得了换发的高新技术企业资格证书, 2011 年至 2013 年可继续享受 15% 的所得税优惠税率。税收优惠政策期满后, 如果本公司未被继续认定为高新技术企业, 将对公司的经营业绩产生一定程度的影响。

图表 45: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)

| 利润表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业收入 | 658 | 751 | 923 | 1,114 | 货币资金 | 50 | 511 | 561 | 300 |
| YOY | 28% | 14% | 23% | 21% | 应收和预付款项 | 78 | 107 | 132 | 159 |
| 营业成本 | 456 | 502 | 620 | 747 | 存货 | 148 | 138 | 170 | 205 |
| 毛利 | 202 | 249 | 303 | 367 | 其他流动资产 | 6 | 1 | 1 | 1 |
| % 营业收入 | 31% | 33% | 33% | 33% | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业税金及附加 | 6 | 7 | 8 | 10 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 固定资产和在建工程 | 116 | 161 | 286 | 396 |
| 销售费用 | 103 | 122 | 149 | 178 | 无形资产和开发支出 | 13 | 22 | 30 | 38 |
| % 营业收入 | 15.6% | 16.2% | 16.1% | 16.0% | 其他非流动资产 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 管理费用 | 28 | 38 | 44 | 51 | 资产总计 | 414 | 932 | 1156 | 1051 |
| % 营业收入 | 4.3% | 5.0% | 4.8% | 4.6% | 短期借款 | 30 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1 | -3 | -8 | -9 | 应付和预收款项 | 124 | 162 | 199 | 240 |
| % 营业收入 | 0.2% | -0.4% | -0.9% | -0.8% | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 2 | 0 | 0 | 0 | 其他负债 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 163 | 162 | 199 | 240 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股本 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 营业利润 | 62 | 86 | 110 | 136 | 资本公积 | 24 | 505 | 505 | 505 |
| % 营业收入 | 9.5% | 11.5% | 11.9% | 12.2% | 留存收益 | 174 | 228 | 319 | 431 |
| 营业外收支 | 2 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 251 | 785 | 876 | 989 |
| 利润总额 | 64 | 86 | 110 | 136 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 9.8% | 11.5% | 11.9% | 12.2% | 股东权益合计 | 251 | 785 | 876 | 989 |
| 所得税费用 | 11 | 15 | 19 | 24 | 负债和股东权益合计 | 414 | 947 | 1076 | 1229 |
| 净利润 | 53 | 71 | 91 | 113 | | | | | |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 53 | 71 | 91 | 113 | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 财务指标 | | | | |
| | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流净额 | 22 | 45 | 71 | 88 | 毛利率 | 31% | 33% | 33% | 33% |
| 取得投资收益收回现金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 三费/销售收入 | 20% | 21% | 20% | 20% |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT/销售收入 | 10% | 11% | 11% | 11% |
| 无形资产投资 | -29 | -56 | -135 | -120 | EBITDA/销售收入 | 12% | 13% | 13% | 14% |
| 固定资产投资 | 0 | -20 | -60 | -60 | 销售净利率 | 8% | 9% | 10% | 10% |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | ROE | 21% | 6% | 7% | 8% |
| 投资活动现金流净额 | -28 | -57 | -135 | -120 | ROA | 13% | 5% | 5% | 5% |
| 债券融资 | 11 | -1 | 0 | 0 | ROIC | 19% | 5% | 5% | 6% |
| 股权融资 | 0 | 463 | 0 | 0 | 销售收入增长率 | 28% | 14% | 23% | 21% |
| 银行贷款增加(减少) | 0 | 19 | 32 | 17 | EBIT 增长率 | 8% | 27% | 23% | 25% |
| 筹资成本 | 1 | -3 | -8 | -9 | EBITDA 增长率 | 10% | 26% | 25% | 26% |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长率 | 8% | 34% | 28% | 24% |
| 筹资活动现金流净额 | 4 | 473 | 24 | 7 | 总资产增长率 | 20% | 12% | 11% | 11% |
| 现金净流量 | -2 | 461 | 50 | 50 | 股东权益增长率 | 24% | 6% | 8% | 9% |
| | | | | | 经营现金净流增长率 | -66% | 823% | 58% | 23% |
| | | | | | 流动比率 | 1.7 | 2.3 | 2.3 | 2.4 |
| | | | | | 速动比率 | 0.8 | 2.0 | 1.9 | 2.0 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 117.1 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 在 11 年 7 月 8 日 (27 元时) 推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 151%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 11 年 11 月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会, 截止近日涨幅 123%; 近期成功挖掘古越龙山投资机会。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 电话 | 手机 | 邮箱 |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| 华东区域 | 张珺 | 010-88085978 | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com |
| | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 | zhaojia@hysec.com |
| | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | 李岚 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| 华南区域 | 夏苏云 | | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | 贾浩森 | 010-88085279 | 13661001683 | jiahaosen@hysec.com |
| | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | 赵越 | | 13424300435 | zhaoyue@hysec.com |
| | 孙婉莹 | 0755-82934785 | 18682185141 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 覃汉 | 010-88085842 | 18810805988 | qinhan@hysec.com |
| | 胡玉峰 | 010-88085843 | 15810334409 | huyufeng@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。