

## 上海梅林 (600073)

## 机会源于可能的资产注入

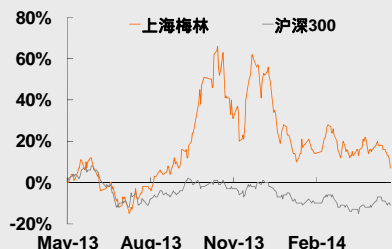
## 推荐 (首次)

现价: 7.45 元

## 主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.shanghaimaling.com
大股东/持股	上海益民食品(一厂)集团有限公司/36.27%
实际控制人/持股	上海市国有资产监督管理委员会/23.80%
总股本(百万股)	823
流通 A 股(百万股)	776
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	61.29
流通 A 股市值(亿元)	57.80
每股净资产(元)	2.4
资产负债率(%)	58.7

## 行情走势图



## 证券分析师

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
wenxian001@pingan.com.cn

**汤玮亮** 投资咨询资格编号  
S1060512040001  
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

## 研究助理

**张宇光** 一般从业资格编号  
S1060113090015  
zhangyuguang467@pingan.com.cn

**王俏怡** 一般从业资格编号  
S1060113110013  
0755-22626689  
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

## 投资要点

**摘要:** 我们判断,上海梅林 2014-16 年年均营收增速约为 15%-20%,主要靠低毛利率和竞争激励的贸易、屠宰业务拉动,因占当前利润约 45%的冠生园休闲食品业务增速维持在约 10%,公司营收增速很可能超过净利增速。在管理层股权激励方案已实行、国企改革加速、公司定增已过股东会审核但拟投资项目存在不确定性的背景下,与对业务的期望比,投资人可能更重视光明集团将其食品资产注入上海梅林的可能性,公司后续投资机会也更能来自于此。

## ■ 肉类食品:坚持品牌肉战略,扩张渠道促销量增长

13 年上海梅林收入中 48%是肉类食品,旗下有:鲜肉品牌“爱森”、“苏食”、“重庆今普”,罐头品牌“上海梅林”。公司的屠宰业务战略有二:一、扩张渠道提升销量,如其规划 2014 年将爱森、重庆今普冷鲜肉直营店+70%、+230%;二、坚持高质高价品牌肉战略,并计划在重庆推广“上海梅林”牌冷鲜肉。爱森、苏食占上海、江苏市场份额仅 8%、4%,重庆今普在重庆份额亦不到 40%,市场空间明显,但品牌肉增速还要观察市场需求,而扩张渠道则要看管理层整合产业链的能力。

## ■ 休闲食品:人口老龄化利好蜂蜜消费,做细市场促进销量上升

休闲食品冠生园的蜂蜜和大白兔奶糖是主要盈利产品,二者 13 年为上海梅林贡献约 11%的收入,另外,冠生园的调味品、药酒、面制品合计贡献约 6%的收入。蜂蜜方面,冠生园作为龙头品牌,可享受人口老龄化带来的蜂蜜消费量提升,13 年中国人均蜂蜜消费量仅为美国的一半,市场前景广阔;奶糖方面,公司将通过丰富品类、下沉渠道提升销量。另外,14 年上海新厂逐步投产,奶糖销量增长将得到支持。

## ■ 连锁贸易:“光明里”扩张终端,加强物流管理提升盈利能力

一米生活网购超市、光明便利店合计约占公司营收 5%,商品进出口约占 15%。由于网购业务竞争激励,预计公司 2014-17 年连锁贸易的业务重心将会是实体店与商品进出口。实体店方面,公司将主要发展与一般便利店定位不同的中高端“光明里”食品连锁店,公司计划到 2015 年底,通过新开+改造(光明便利店)形成 200 家“光明里”。同时,公司还将加强物流管理提升连锁贸易业务的盈利能力。

## ■ 盈利预测与估值:

预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.21、0.23、0.24 元,同比分别增长 11%、10%、4%,按照 2014 年 4 月 25 日收盘价 7.45 对应 PE 分别为 35、33、31 倍,参考 14 年可比肉制品行业平均 PE 为 34 倍,考虑到公司作为上海等地肉类龙头品牌的成长性以及光明集团注入资产的可能,首次给予“推荐”评级。

## ■ 风险提示:食品安全事故、渠道扩张或光明便利转型不达预期。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7,852	10,376	12,055	14,256	16,750
YoY(%)	36.9	32.1	16.2	18.3	17.5
净利润(百万元)	140	155	176	189	195
YoY(%)	-6.5	10.9	13.4	7.3	3.4
毛利率(%)	14.4	14.1	13.7	13.5	13.2
净利率(%)	1.6	1.6	1.6	1.4	1.2
ROE(%)	7.6	8.0	8.7	8.9	8.7
EPS(摊薄/元)	0.19	0.19	0.21	0.23	0.24
P/E(倍)	39.8	39.5	34.8	32.5	31.4
P/B(倍)	3.0	3.1	3.0	2.8	2.6

## 正文目录

一、 简介：多元综合食品企业，资产注入存在可能.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 股东结构.....	6
二、 屠宰：预计 2014 年收入同比增长 15%.....	6
2.1 受益于消费升级，冷鲜肉市场可增长至少 5 倍.....	6
2.2 爱森：主打高质高价品牌肉，渠道扩张促进增长.....	7
2.3 苏食：主打高端品牌肉，渠道扩张支持增长.....	10
2.4 重庆今普：转战冷鲜肉，预计 2014 年将减亏.....	13
2.5 梅林罐头：转型看产品创新.....	14
三、 休闲食品：预计 2014 年同比增速约为 13%.....	16
3.1 奶糖：增长源于新品推广、渠道下沉.....	16
3.2 蜂蜜：人口老龄化带动蜂蜜消费量提升，新品推广、渠道下沉将促进增长.....	19
3.3 味精：行业产能过剩，中小企业盈利能力受压.....	20
四、 连锁分销：估计进出口收入同比增长 30%.....	21
五、 2014 年定向增发：扩产能扩网点促进增长.....	22
5.1 屠宰肉加工：扩充生猪养殖及罐头产能、扩充爱森直营店渠道.....	22
5.2 贸易：扩张网点，加强物流管理.....	22
六、 预测与估值：预计 14 年收入同比增 16%，净利增 13%.....	23

## 图表目录

图表 1 分部收入：2013 年，肉类食品、休闲食品分别占 48%、17% .....	5
图表 2 分部利润：2013 年，肉类食品、休闲食品分别占 21%、39% .....	5
图表 3 上海梅林主要子公司、参股公司情况（单位：亿元） .....	5
图表 4 上海梅林的实际控制人为上海市国资委 .....	6
图表 5 2012 年，中国的冷鲜猪肉消费占比约为 14%（单位：百万吨） .....	7
图表 6 2012 年，美国的冷鲜猪肉消费占比约为 81%（单位：百万吨） .....	7
图表 7 冷鲜肉是营养口感最好的品类 .....	7
图表 8 冷鲜肉消费占比约为 14%（单位：百万吨） .....	8
图表 9 2013 年，爱森在上海冷鲜肉市场有 8%的份额 .....	8
图表 10 爱森的商标形象鲜明，产品分档次满足多层次需求 .....	9
图表 11 2012 年，爱森的产能利用率约为 67% .....	9
图表 12 爱森的销售渠道 80%在超市和专卖店 .....	9
图表 13 2013-2016 年生猪、种猪产能 CAGR 分别可达：41%、112% .....	9
图表 14 2013-2017 年，爱森的网点数量 CAGR 可达 78% .....	9
图表 15 苏食主打产品：天然淮黑猪肉 .....	11
图表 16 2012 年，苏食的养殖产能：80%是淮黑猪 .....	12
图表 17 到 2016 年，苏食的低温肉制品产能将扩充 3 倍多 .....	12
图表 18 2013 年，苏食的产能利用率约为 83% .....	12
图表 19 大卖场、零售门店渠道为苏食贡献了 85%的收入 .....	12
图表 20 重庆今普的产品以白条肉为主 .....	13
图表 21 2013 年，重庆今普的产能利用率约为 40% .....	14
图表 22 2012 年，农贸渠道为重庆今普贡献了 56%的收入 .....	14
图表 23 2013 年，肉禽罐头营收占比约为 14% .....	14
图表 24 2000-12 年，肉禽罐头营业收入 CAGR 为 7% .....	14
图表 25 中国人均罐头消费量仅为日本的约 13% .....	15
图表 26 2013 年肉禽罐头行业集中度很低 .....	15
图表 27 上海梅林的产品以午餐肉、红烧肉罐头为主 .....	15
图表 28 到 2017 年，上海梅林的产能将扩充约一倍（单位：万吨/年） .....	16
图表 29 2013 年，冠生园营业收入：奶糖占比 29%，蜂蜜占比 18%。 .....	16
图表 30 2013 年，冠生园利润总额：奶糖占比 46%，蜂蜜占比 17%， .....	16
图表 31 2013 年，糖果行业收入同比增速较 12 年略恢复 .....	17

图表 32 2013 年，糖果产量出现负增长显示需求疲软 .....	17
图表 33 糖果品类主要包括巧克力、功能型糖果和传统糖果 .....	17
图表 34 2013 年，大白兔奶糖在上海市占率约为 12% .....	17
图表 35 2014 年 3 月 29 日，国内糖价同比下跌 16%，国际糖价同比下跌 4%.....	18
图表 36 2014 年 1 月 27 日，进口糖利润空间环比增长 2%，成本优势明显 .....	18
图表 37 截至 2014 年 3 月，生鲜乳价格同比上涨 24% .....	18
图表 38 2000-2012 年，蜂蜜产量 CAGR 为 5%.....	19
图表 39 中国的人均蜂蜜消费量还有翻番空间 .....	19
图表 40 1H12，冠生园在上海蜂产品中占 64%份额 .....	19
图表 41 2013 年，中国味精行业 CR3 约为 86%.....	20
图表 42 味精行业利润率有下降趋势.....	20
图表 43 2009 年，冠生园天厨的味精收入占比约为 80%.....	20
图表 44 2009 年，冠生园天厨的营业利润率约为 0.2% .....	20
图表 45 2013 年上海鸡精市场，佛手鸡精占 10%份额 .....	21
图表 46 2013 年上海味精市场，佛手味精占 24%份额 .....	21
图表 47 2013 年，正广和网购公司的收入是食品进出口公司的约一半（单位：万元）.....	22
图表 48 2013 年，正广和网购公司的净利润是食品进出口公司的 6 倍（单位：万元）.....	22
图表 49 2014 年定向增发募投项目 .....	23
图表 50 2014 年定向增发募投项目 .....	23
图表 51 2012 年 12 月上海梅林股权激励草案.....	24
图表 52 光明集团旗下资产主要涉及食品产业 .....	24
图表 53 预计 2014-2016 年上海梅林主营业务收入将分别增长 16%、18%、18%.....	25
图表 54 肉制品、综合食品公司估值对比 .....	26

## 一、简介：多元综合食品企业，资产注入存在可能

### 1.1 公司简介

上海梅林正广和股份有限公司，前身是 1930 年成立的上海梅林罐头食品厂。上海梅林于 1997 年在上交所首发上市，实际控制人为上海国资委。公司主要产销肉类食品、休闲食品（奶糖、蜂蜜等）和罐头，三者 2013 年占公司扣除关联交易前收入的比重分别为 48%、17%、12%，占公司利润的比重分别为 21%、39%、12%。公司还有连锁经营、商品进出口业务，二者占公司 2013 年扣除关联交易前收入的比重分别为 7%、15%，利润占比分别为 10%和 1%。

上海梅林有鲜肉品牌爱森、苏食和重庆今普。其中，爱森和苏食主要在上海、南京等江浙地区销售，重庆今普主要在重庆销售。上海梅林的休闲食品业务由冠生园经营，主要产品是冠生园牌蜂蜜、大白兔奶糖、佛手味精。其中，蜂蜜和奶糖 2013 年为上海梅林贡献约 11%的收入。罐头方面，公司以产销肉罐头为主，约 28%出口。

上海梅林的连锁经营业务主要指一米生活网购超市、光明便利店和正广和饮用水业务，三者占上海梅林 2013 年的收入比重分别约为 2%、3%、2%。上海梅林的食品进出口业务主要由上海市食品进出口有限公司经营，2013 年为梅林贡献 15%的收入，其中约一半为食品贸易。

图1分部收入：2013年，肉类食品、休闲食品分别占48%、17%

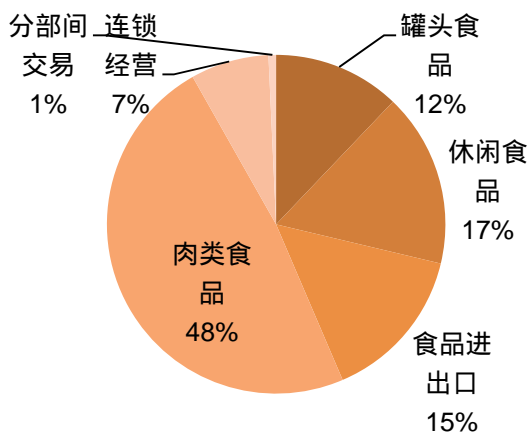
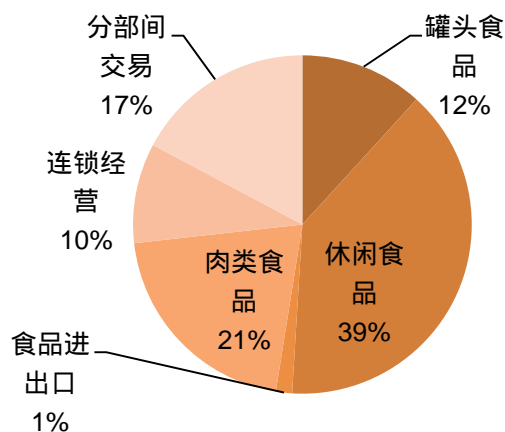


图2分部利润：2013年，肉类食品、休闲食品分别占21%、39%



备注：食品进出口分项指食品进出口公司的收入，其中有50%是非食品贸易  
资料来源：平安证券研究所、公司公告

备注：食品进出口分项指食品进出口公司的收入，其中有50%是非食品贸易  
资料来源：平安证券研究所、公司公告

图3上海梅林主要子公司、参股公司情况（单位：亿元）

	公司名称	营业收入	收入占比	净利润	净利润占比
休闲食品	上海冠生园食品有限公司	17.4	16%	1.1	45%
屠宰及肉制品	上海爱森肉食品有限公司	9.2	8%	0.3	11%
	江苏淮安苏食肉品有限公司	14.5	13%	0.2	10%
	江苏省苏食肉品有限公司	21.8	20%	0.3	12%
	上海梅林正广和重庆食品有限公司	16.5	15%	-0.2	
	<b>屠宰及肉制品合计</b>	<b>62.0</b>	<b>56%</b>	<b>0.8</b>	<b>33%</b>
罐头	上海梅林正广和（绵阳）有限公司	3.3	3%	0.1	6%
	上海梅林食品有限公司	4.6	5%	0.2	6%
	<b>罐头合计</b>	<b>7.9</b>	<b>8%</b>	<b>0.3</b>	<b>12%</b>
贸易	上海市食品进出口有限公司	15.5	17%	0.0	1%

	上海正广和网上购物有限公司	7.8	8%	0.2	9%
	<b>贸易合计</b>	<b>23.3</b>	<b>25%</b>	<b>0.2</b>	<b>10%</b>
	<b>全部合计</b>	<b>110.5</b>		<b>2.2</b>	

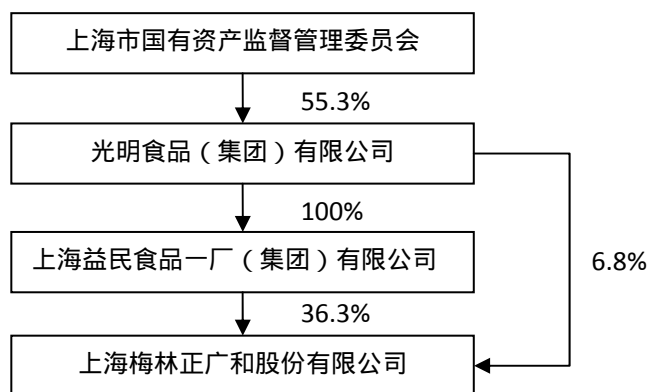
备注：估计肉制品收入约为7亿元，其中淮安苏食约2亿元，爱森、重庆今普合计约5亿元。  
表中未剔除淮安苏食与江苏苏食的关联交易，估计淮安苏食与江苏苏食2013年发生关联交易5亿元。

资料来源：平安证券研究所、公司公告

## 1.2 股东结构

上海梅林实际控制人为上海国资委，至 2013 年末其持有公司 43.1% 的股权。上海梅林是大股东光明集团的主要资产之一，光明集团旗下有 22 家子公司、4 家上市公司（光明乳业、海博股份、金枫酒业、上海梅林）。光明集团主要经营食品类业务，2012 年该业务占光明集团收入约 76%，主要包括现代农业、乳业、糖业、酒业、休闲食品业。非食品类业务主要包括房地产、出租车物流。

图表4上海梅林的实际控制人为上海市国资委



资料来源：平安证券研究所、公司公告

## 二、 屠宰：预计 2014 年收入同比增长 15%

上海梅林 2013 年共屠宰生猪 250 万头，我们估计在品牌肉刚性需求，渠道扩张的支持下，公司 2014 年屠宰量可达 280-300 万头，保守估计同比增长 15%。

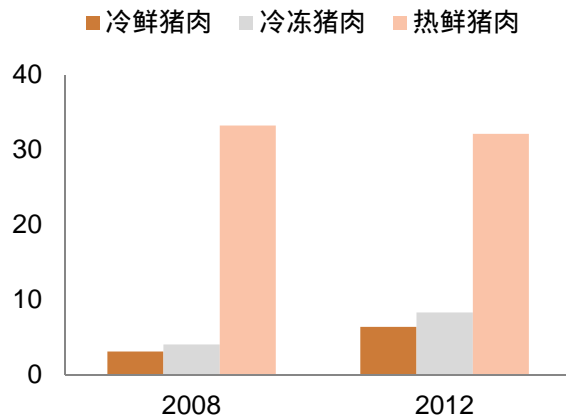
### 2.1 受益于消费升级，冷鲜肉市场可增长至少 5 倍

从 2012 年的肉类消费情况来看，热鲜肉在中国仍是主流，根据 Frost & Sullivan 的数据，中国冷鲜肉的消费占比仅有 14%。从美国的经验来看，冷鲜肉由于口感、营养较好，替代热鲜肉是消费升级的趋势。2012 年美国的冷鲜猪肉消费占比约为 81%。

热鲜肉是屠宰后不经低温处理的肉，冷鲜肉是屠宰后经 24 小时 0-4 度冷却静置的肉。冷鲜肉优于热鲜肉，主要体现在两方面：一、低温静置可使肉表面形成一层干燥膜，减缓水分挥发，同时，肌糖原酵解产生乳酸，可抑制和杀死微生物；二、静置会使蛋白质分解成更易被吸收和口感更好的肽类、氨基酸及核苷酸。

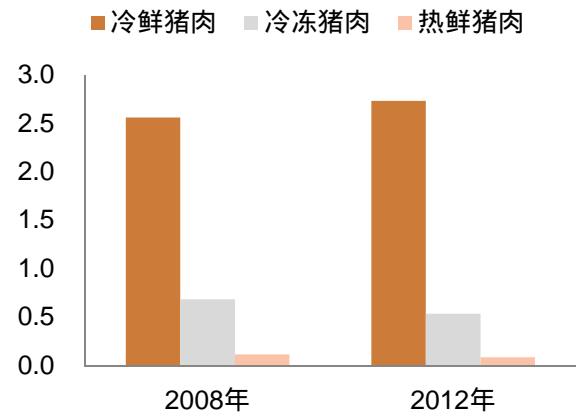
未来，若热鲜肉被完全替代，冷鲜肉市场可实现至少 5 倍增长，但由于饮食习惯变化需要时间，消费升级的速度仍需观察。2014 年全国多地由于禽流感肆虐关闭了活禽交易，冷鲜禽肉的强制推广有助于消费者重新认识冷鲜肉，冷鲜猪肉的消费升级可能因此加速。

图表5 2012年,中国的冷鲜猪肉消费占比约为14% (单位:百万吨)



资料来源:平安证券研究所、Frost & Sullivan

图表6 2012年,美国的冷鲜猪肉消费占比约为81% (单位:百万吨)



资料来源:平安证券研究所、Frost & Sullivan

图表7冷鲜肉是营养口感最好的品类

	屠宰后的处理	营养口感
热鲜肉	不冷却	较好
冷鲜肉	经过 24 小时, 0-4 度冷却静置	最好
冷冻肉	经过 16-48 小时, 负 18 度冷却静置	最差

资料来源:平安证券研究所、公司公告

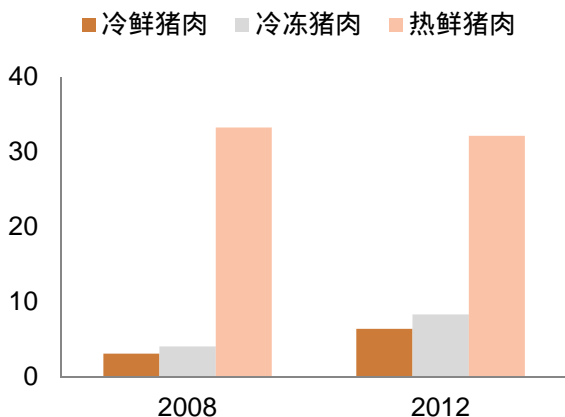
## 2.2 爱森: 主打高质高价品牌肉, 渠道扩张促进增长

爱森主要销售高端的品牌冷鲜肉。通过自产饲料、种猪, 标准化养殖流程等方式保障产品品质, 通过体验式营销塑造品牌。爱森冷鲜肉已经在主销区上海创出了品牌, 产品溢价明显。爱森的屠宰产能未饱和, 未来公司将主要通过渠道扩张提升销量。

### ■ 行业: 爱森可通过替代热鲜肉, 提升在主销区上海的份额

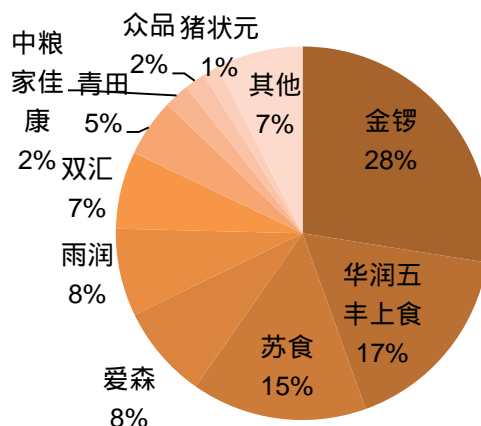
2013 年, 上海的冷鲜肉市场 CR8 达到 90%, 寡头垄断格局明显, 其中爱森占 8% 的份额, 前三大企业金锣、华润旗下的上食五丰、苏食合计占有 60% 的份额。若竞争格局在 2-3 年内相对稳定, 则爱森未来可享受冷鲜肉市场规模上升带来的收入增长。

图表8冷鲜肉消费占比约为14%（单位：百万吨）



资料来源：平安证券研究所、Frost & Sullivan

图表9 2013年，爱森在上海冷鲜肉市场有8%的份额



资料来源：平安证券研究所、上海商情信息中心

■ 产品：以高质高价的品牌冷鲜肉为主，兼营育肥猪、种猪

保守估计爱森的冷鲜肉收入占八成。爱森 2013 年屠宰生猪 47 万头，以一头猪产 75 公斤肉，每公斤肉 20 元估算，47 万头生猪约产生 7.1 亿元收入，2013 年爱森营业收入是 9.2 亿元，故爱森冷鲜肉收入占比约为 77%，其余大部分估计为种猪销售收入。

**冷鲜肉：质量管理、积极营销塑造品牌，细分市场满足多种需求。**公司通过严格的质量管控、积极的对外营销，为爱森塑造了品牌，使其产品能享受一定的品牌溢价：爱森肉比一般猪肉贵约 30%。公司在质量管控上有两大措施：一、全产业链把控品质：爱森自产饲料、种猪，育肥猪实行标准化养殖。全产业链共有 570 多项标准，每一标准的执行都会定期考核。通过全产业链经营可保障猪肉不含违禁药、兽药不残留、重金属不超标；二、设置电子追溯系统监控品质：爱森猪在断奶后，都会配备电子“身份证”，记录包括免疫治疗等信息。屠宰分割后，会形成条形码，顾客可通过条形码追踪到买的肉是来自哪一头猪。公司还通过将条形码上记录的分割肉重量与分割前肉的总重比对，来监控直营店是否有违规销售外来猪。营销方面，爱森的特色在于体验式营销——请社区居民参观工厂，引导消费者接受品牌。公司还将市场从品牌、产品两方面进行了细致的划分：一、品牌分档次：申森、爱森、佳香分别定位低、中、高档品牌；二、产品分档次：同时销售低档盒装冷鲜肉及高档冷鲜肉礼盒。细分市场可更好的满足消费者需求，促进销量提升。2014 年，公司主推中央厨房系列产品，该产品是初加工调理冷鲜肉，购买后稍作烹调即可食用，也符合消费者方便快捷的就餐需求，有增长潜力

**种猪生猪：可满足全产业链经营需要，生猪主要自用，种猪主要外销。**公司年可出栏种猪 6,000 头、生猪 10 万头，种猪 80%外销，主要供应上海、江浙等地。2014 年募投项目预计在 2016 年达产，届时种猪、生猪年产能将分别达到 27,000 头、19.9 万头，产能 CAGR 分别为：112%、41%。

■ 渠道：管理精细

**产品按不同定位分别投放。**高档佳香品牌肉通过“爱森优选”门店销售；中档爱森品牌肉通过超市、专柜及部分团购单位销售；而申森牌普通肉则主要通过农贸市场、超市的无品牌供应商销售。营销上有针对性的通过不同渠道投放产品，可以更好的抓住市场需求，促进销量提升。



■ 未来：产能未饱和，增长看渠道扩张

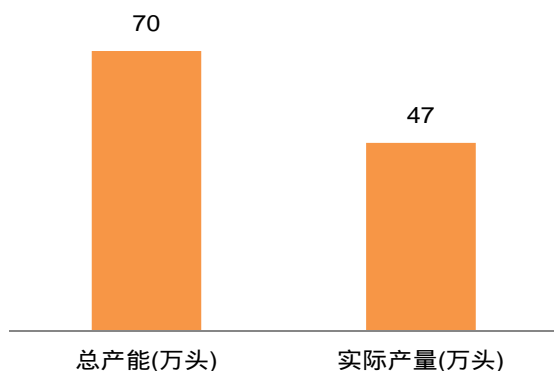
产能并未制约发展，未来增长取决于渠道扩张。2013 年爱森的屠宰产能利用率为 67%，其中产能 70 万头，产量 47 万头，产能利用未饱和，生产能力不是公司发展的障碍，公司未来的增长主要看渠道扩张爱森的渠道 80%是盈利能力强的商超和专卖店，14 年公司计划直营店将增长约 70%，新增 100 家门店使总数达到约 240 家。公司 2014 年定向增发募资，计划在三年内，投入 1.98 亿，在上海开设 600 家“爱森优选”专卖店，渠道扩张 CAGR49%。爱森的品牌能够满足消费者对产品安全、产品品质的需求，渠道在需求的支持下可成功扩张。

图表10爱森的商标形象鲜明，产品分档次满足多层次需求



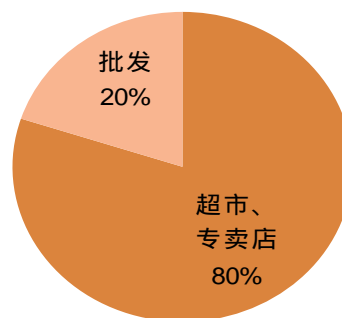
资料来源：平安证券研究所、百度图片

图表11 2012年，爱森的产能利用率约为67%



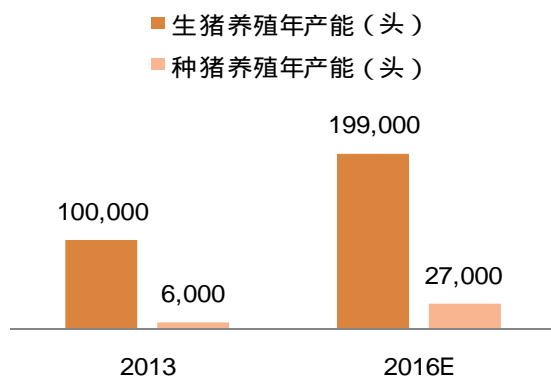
资料来源：平安证券研究所、wind

图表12爱森的销售渠道80%在超市和专卖店



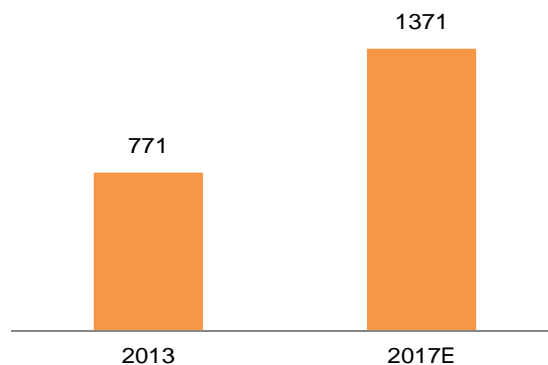
资料来源：平安证券研究所、wind

图表13 2013-2016年生猪、种猪产能CAGR分别可达：41%、112%



资料来源：平安证券研究所、wind

图表14 2013-2017年，爱森的网点数量CAGR可达78%



资料来源：平安证券研究所、wind

## 2.3 苏食：主打高端品牌肉，渠道扩张支持增长

苏食主要销售高端的品牌冷鲜肉，包括自营品牌天然淮黑猪及进口肉。在消费者对食品安全、食品品质的刚性需求支持下，淮黑猪和进口产品都享受到了较高的产品溢价。苏食的屠宰产能利用率仍有提升空间，生产能力并未构成公司发展障碍，未来公司的增长将主要取决于渠道扩张。

### ■ 行业：小厂退出可促使苏食市占率提高，华东多地暂停活禽交易有助于苏食推广冷鲜肉

**江苏屠宰市场：保守估计 2013 年苏食在江苏有 4% 的份额，市占率提升看小厂退出。**苏食在肉品行业已经经营超过 60 年，在南京、淮安等地品牌认可度很高。根据商务部的屠宰行业分析报告，2012 年江苏省的屠宰量在 2,000-4,000 万头之间，假定江苏市场总量是 3,000 万头，按苏食约 120 万头的产能估算，其在江苏约占 4% 的份额。苏食在江苏地区最大竞争对手是雨润，截止 2013 年，雨润在江苏省的屠宰产能合计约有 400-900 万头，是苏食的 3-8 倍。江苏省 2013 年共有 112 家定点屠宰企业，随着政府加强对定点屠宰厂资格的审核，小型屠宰厂可能由于技术落后而被迫退出，也可能选择谋求大厂收购主动退出，两种可能都会释放一定的转移性需求，为苏食提高市占率带来机会。

**华东多地暂停活禽交易，可促进苏食冷鲜肉销量提升。**2014 年，杭州政府表示，今后主城区将不再进行活禽交易，上海 14 年起也将季节性（每年农历 1 月初一至公历 4 月 30 日）暂停活禽交易，南京从 14 年 4 月至 8 月将关闭六个主城区的活禽交易市场。华东多个主要城市暂停活禽交易，可促进苏食提升冷鲜肉销量，因为消费者通过食用冷鲜肉替代活禽肉，可以重新认识营养价值更高、口感更好的冷鲜肉，以前偏好热鲜肉的消费者可能开始增加冷鲜肉消费。另外，禽流感触发的不同肉之间的替代，我们认为对苏食的综合影响应该是正面的，主要从两方面看：一、消费者食用猪牛羊肉替代禽肉，对苏食的收入影响应为中性。因为苏食本身既卖禽肉也卖猪牛羊肉，故这种替代仅相当于苏食的产品结构发生变化；二、因苏食只销售冷鲜肉，消费者食用冷鲜肉替代热鲜肉，对苏食的影响是积极的。

### ■ 产品：主打高质高价的黑猪肉与进口肉

苏食的收入约四成来自淮安苏食屠宰的猪肉，其余来自进口的猪牛鸡肉。其中，江苏苏食主要负责销售，淮安苏食主要负责养殖和屠宰加工。苏食的冷鲜肉主要在江苏及安徽、江浙地区销售。苏食的产品从品质和品牌来看，都优于普通猪肉，这一点在价格上有充分体现。苏食的“淮黑猪”系列，主打“我很土，我很香”健康风味，价格是普通肉的约 3-5 倍，一盒 600 克的淮黑猪带皮五花肉在苏食京东旗舰店售价是 58 元，也即 97 元一公斤。苏食销售的进口肉包括：美国、丹麦的猪肉、乌拉圭、澳洲的牛肉等，以主打产品美国安心梅花猪肉为例，在苏食京东旗舰店一公斤售价是 76 元，价格是普通猪肉的约 3 倍。

图表15苏食主打产品：天然淮黑猪肉



### 天然生长

百万亩茫茫林海，一望无际，景色怡人。在这片被称作“平原林海、世外桃源”的天然林地中快乐成长的黑猪，毛色黑亮，体格健壮，免疫力强，称得上真正的纯天然、纯绿色。



### 优良品种

精心选育的优良品系，具有肉嫩多汁、肉鲜味美、香味浓郁的特点。



### 饲养健康

觅青草、食粗饲，优良的品种和“与世隔绝”的饲养环境造就了健康、安全的饲养方式。健硕的体格无需使用抗生素，天然的饲养绝无瘦肉精及其它生长激素。



### 卓越品质

18道同步检验严格把关，栅栏抑菌，冷链不间断和全程质量控制技术的运用，确保苏食精品淮黑猪肉在屠宰、分割、贮藏、配送、销售过程中优良品质始终如一。

资料来源：平安证券研究所、京东商城

#### ■ 渠道：盈利能力强

苏食的渠道盈利能力较强，2012年，大卖场和商超贡献约85%的收入，主要客户包括大润发、苏果超市、家得利超市等。2012年，苏食有零售网点800个，批发网点19个，配送和直供网点2000个，终端基本覆盖江苏全省。

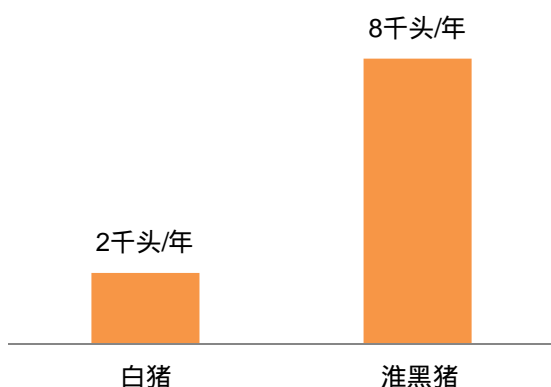
#### ■ 未来：产能利用率仍可提升，增长取决于渠道扩张。

屠宰产能未饱和，屠宰原料以外购为主，肉制品产能较小对收入贡献有限。2013年苏食年屠宰产能是120万头，年产量100万头，产能利用率为83%，产能利用率仍有提升空间。苏食的自养生猪产能较小，自养猪仅占屠宰量1%。截至2012年，苏食年可出栏2,000头白猪，8,000头淮黑猪。公

司还生产少量低温肉制品，2013 年低温肉制品年产能有 1.28 万吨，2014 年募投项目启动后，3 年内年产能将增加 3 万吨到 4.28 万吨，产能 3 年 CAGR 可达 50%。

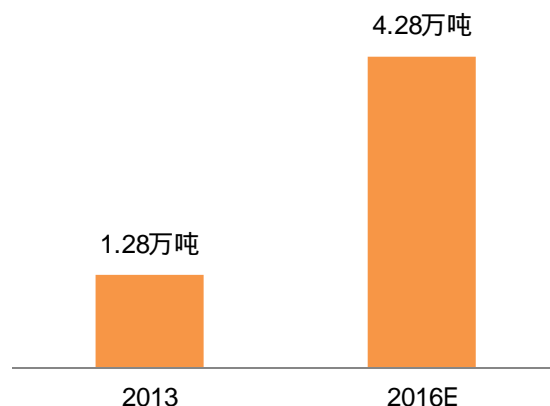
**未来增长看渠道扩张。**未来苏食的网点可从两个方向扩张：一、加密主销区的终端，苏食的冷链配送网络已经覆盖江苏全省、浙江、安徽部分地区，未来依托冷链网络做细市场并不难；二、利用上海梅林、光明集团的商超、便利店渠道进入上海等新市场，但这可能与爱森的产品形成一定的竞争。在江苏地区，苏食有一定的品牌认可度，消费者对肉品质量的更高追求可支持苏食的渠道扩张。

图表16 2012年，苏食的养殖产能：80%是淮黑猪



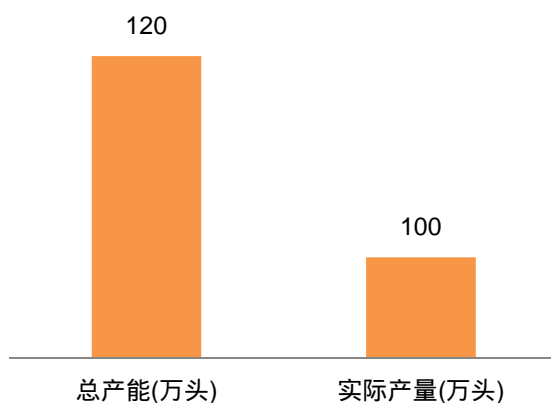
资料来源：平安证券研究所、wind

图表17到2016年，苏食的低温肉制品产能将扩充3倍多



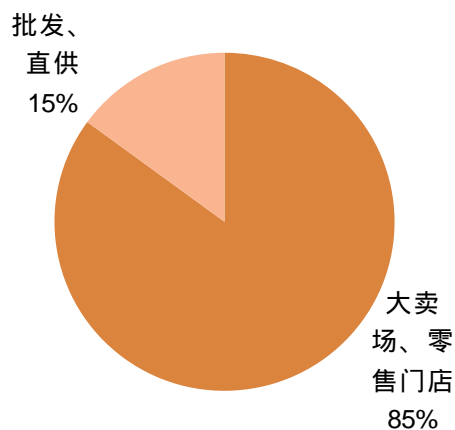
资料来源：平安证券研究所、wind

图表18 2013年，苏食的产能利用率约为83%



资料来源：平安证券研究所、wind

图表19大卖场、零售门店渠道为苏食贡献了85%的收入



资料来源：平安证券研究所、wind

## 2.4 重庆今普：转战冷鲜肉，预计 2014 年将减亏

重庆今普主要销售低端白条热鲜肉。2009 年以前公司在主销区重庆经营情况良好，王天伦事件爆发后，公司市占率有所下降估计 2013 年不足 40%，未来公司将学习爱森模式，以上海梅林品牌重点推广冷鲜肉，通过增加直营网点促进销量上升。

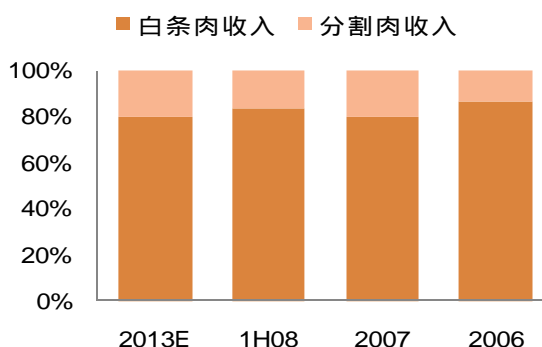
### ■ 行业：王天伦事件后，市场份额恢复需要时间，小厂退出创造机会

估计 2013 年重庆今普市占率低于 40%，未来小厂退出可为其带来增长空间。2009 年王天伦事件爆发之前，重庆今普在重庆有 41% 的份额，王天伦用暴力垄断重庆猪肉市场被曝光后，公司持续亏损，估计市场份额有所下降，需要时间恢复。截止 2013 年，重庆市审核合格的定点屠宰厂共有 549 个。重庆市约有 2,900 万人口，上海约有 2,300 万人口，但上海仅有 8 家定点屠宰厂，显示重庆的屠宰厂数量有较大的压缩空间。预计更多屠宰厂在定点屠宰资格审核过程中将退出，重庆今普可获得提升份额的机会。

### ■ 产品：告别低端产品，学习爱森模式推广冷鲜肉

保守估计 2013 年，重庆今普有 80% 的收入来自白条肉。白条肉主要在农贸市场销售，没有品牌标识，对公司的品牌形象塑造帮助较少。随着品牌肉需求的上升，公司转型推广冷鲜肉，计划 2014 年冷鲜肉直营店网点同比+230%，门店数量将从 30 家增加到 100 家，冷鲜肉产品将以上海梅林的品牌推广。

图表20重庆今普的产品以白条肉为主



资料来源：平安证券研究所、公司公告

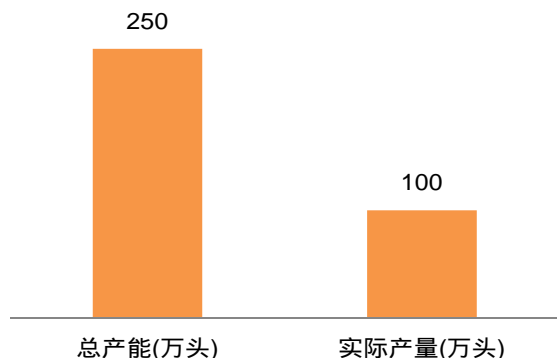
### ■ 渠道：批发为主

重庆今普有三种销售模式：一、经销，主要针对外省客户；二、批发，主要针对重庆本地的超市、团体客户和农贸市场；三、零售，主要针对终端的散客。由于公司主要销售白条肉，估计批发渠道销售占比最高。随着公司战略转型做冷鲜肉，未来零售渠道占比将上升。

### ■ 未来：通过扩张渠道实现增长

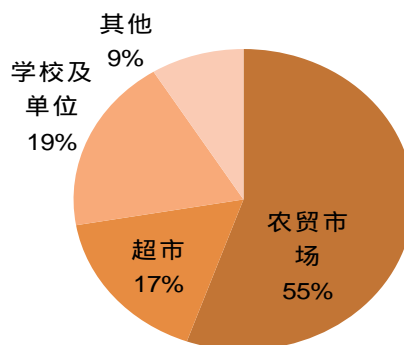
2013 年，重庆今普的屠宰产能有 250 万头，实际产量为 100 万头，产能利用率约为 40%，显示屠宰产能并非制约公司增长的因素。未来公司将重点扩张冷鲜肉直营店促进销量提升。公司计划 2014 年冷鲜肉网点数量同比+230%，我们认为两方面因素将支持公司网点扩张：一、消费者追求安全的有品质的品牌肉，是长期存在的市场需求；二、2013 年公司管理层换血，聘请了双汇的冷鲜肉事业部副总王晓阳等 30 多人，经过了一年磨合期，新管理层在经营管理上将开始发力，对公司渠道扩张可产生积极的影响。

图表21 2013年，重庆今普的产能利用率约为40%



资料来源：平安证券研究所、wind

图表22 2012年，农贸渠道为重庆今普贡献了56%的收入



资料来源：平安证券研究所、wind

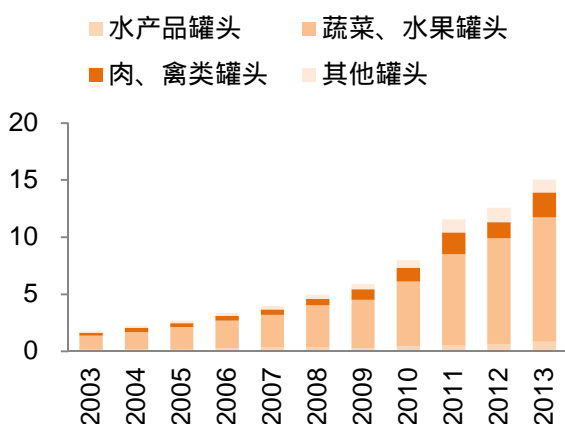
### 2.5 梅林罐头：转型看产品创新

国内肉禽罐头市场处于规模、集中度双低阶段，存在增长空间。梅林罐头是肉罐头传统品牌，未来欲通过推新品促进销量增长。

■ 行业：国内肉禽罐头市场规模、集中度均有提升空间，出口占比较小趋势向下。

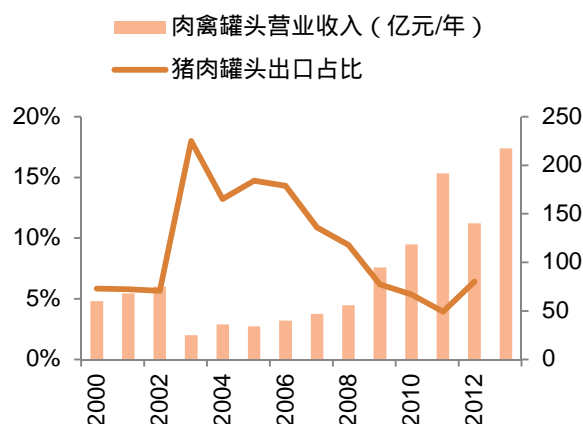
国内肉禽罐头市场增长空间巨大，两巨头约占6%份额，肉禽罐头约10%出口，出口呈下降趋势。2013年，中国人均罐头消费量仅有约2.5公斤，是日本的13%，美国的8%，以美国和日本的均值为国内罐头市场的天花板值，则国内市场仍有10倍增长空间。国内肉禽罐头市场的集中度也很低，两大巨头上海梅林和厦门古龙，合计仅占约6%的份额。2013年，肉禽罐头的收入为217亿元，梅林的罐头收入约为7.8亿元，厦门古龙的收入约为5亿元，二者的市场占有率分别为4%、2%。肉禽罐头在罐头行业中的收入占比较稳定，2003-13年占比在14%-17%之间，其中约10%出口。由于劳动力成本上升、人民币升值等原因，罐头出口占比近年呈现下降趋势，行业未来的增长更取决于国内的罐头市场。

图表23 2013年，肉禽罐头营收占比约为14%



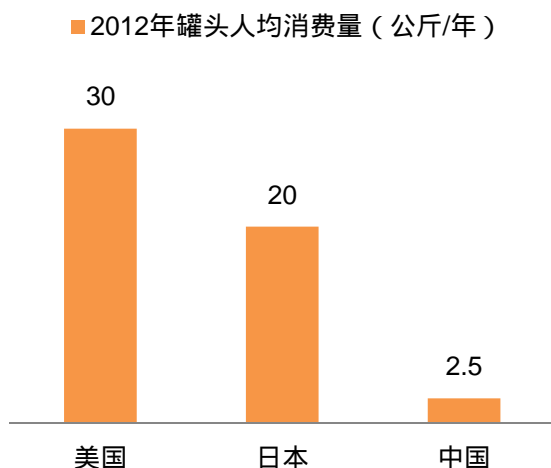
资料来源：平安证券研究所、wind

图表24 2000-12年，肉禽罐头营业收入CAGR为7%



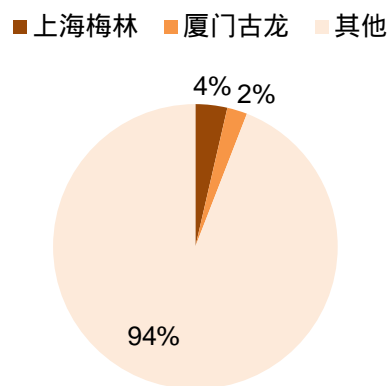
资料来源：平安证券研究所、wind

图表25中国人均罐头消费量仅为日本的约13%



资料来源：平安证券研究所、中国罐头工业协会

图表26 2013年肉禽罐头行业集中度很低



资料来源：平安证券研究所、公司公告、厦门网

■ 产品：传统肉罐头品牌，欲推新品塑造新形象

梅林的罐头品牌有超过 50 年历史。其产品以午餐肉和红烧肉罐头为主，也销售少量水果、水产罐头。对比一号店同类罐头的价格，上海梅林比竞争对手厦门古龙高出约 10%，显示梅林的产品有一定的品牌溢价。2013 年，公司提出“一手抓新产品，一手抓老产品”，进一步加强营销以及罐头的铺市力度来突破销量，力求改变上海梅林在消费者心中老三样的形象。新产品，包括蜜汁烤麸、糖醋排骨等，将通过增加营销活动来推广。

图表27上海梅林的产品以午餐肉、红烧肉罐头为主



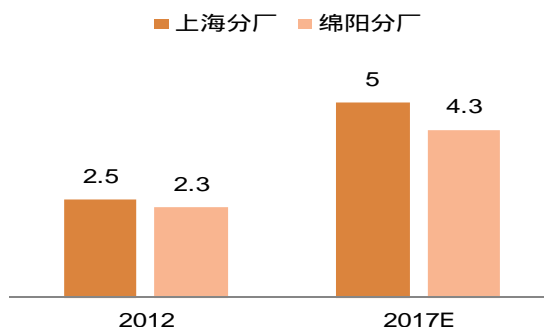
资料来源：平安证券研究所、百度图片

■ 约三成出口，产能扩张实际效益有待跟踪

梅林的罐头渠道以经销为主，28%出口，罐头产能至 2017 年将扩充约一倍。由于人民币升值等原因，近年罐头出口难度增加，公司的战略是“两条腿走路”，兼顾出口和内销，通过推广新产品等方式逐步提高国内的销量。公司 2014 年募投项目计划用 1.5 年时间为上海分厂新增罐头产能 2.5 万吨/年，用 3 年时间为四川分厂新增产能 2 万吨/年，预计到 2017 年，上海梅林的罐头总产能将达到 9

万吨/年，产能扩张 CAGR 为 26%。上海梅林的罐头分部收入 2013 年同比实现了 12% 的增长，经营情况良好，但罐头的新产能对业绩的实际贡献情况仍需观察。

图表28到2017年，上海梅林的产能将扩充约一倍（单位：万吨/年）

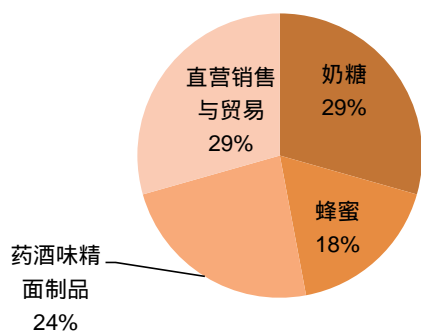


资料来源：平安证券研究所、wind

### 三、休闲食品：预计 2014 年同比增速约为 13%

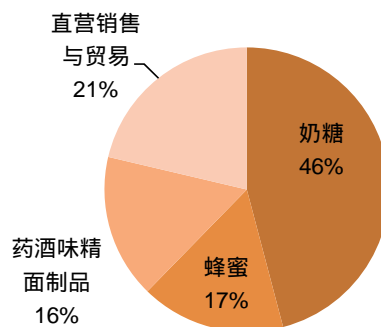
上海梅林的休闲食品以冠生园旗下的大白兔奶糖和冠生园蜂蜜为主，2013 年二者合计为上海梅林贡献约 11% 的收入，31% 的利润。奶糖业务受传统糖果需求疲软影响，增长压力较大。蜂蜜业务受益于人口老龄化带来的保健品需求上升，增长前景较好。为了促进奶糖、蜂蜜的销量，公司计划通过开发更多产品品类，以及做细市场加强地县级销售网点的开发来提升销量。我们预计 2014 年冠生园收入同比增长 13%，1Q14 已实现收入同比增长 13.8%。

图表29 2013年，冠生园营业收入：奶糖占比29%，蜂蜜占比18%。



资料来源：平安证券研究所、wind

图表30 2013年，冠生园利润总额：奶糖占比46%，蜂蜜占比17%，



资料来源：平安证券研究所、wind

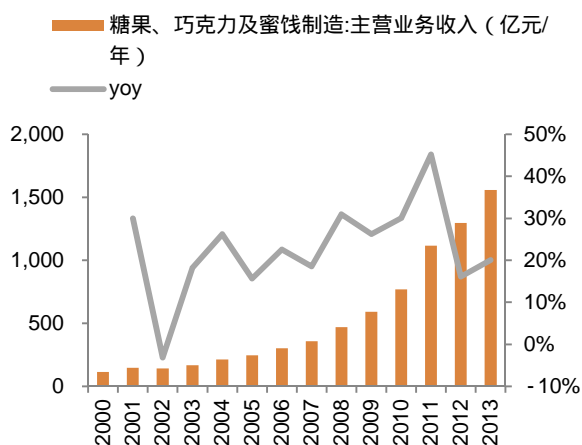
#### 3.1 奶糖：增长源于新品推广、渠道下沉

**糖果行业：巧克力和功能型糖果走俏，传统糖果份额下滑急需转型。**糖果市场主要分为传统糖果、功能型糖果（有润喉、补充维生素、低糖保健等附加功能的糖果。）和巧克力三个子市场。2000-13 年，糖果、巧克力及蜜饯制造行业收入 CAGR 约为 22%，其中增长较快的是巧克力和功能糖，整体占比约有 50%。2013 年糖果产量出现负增长显示行业需求疲软。传统糖果份额下滑的压力较大。大



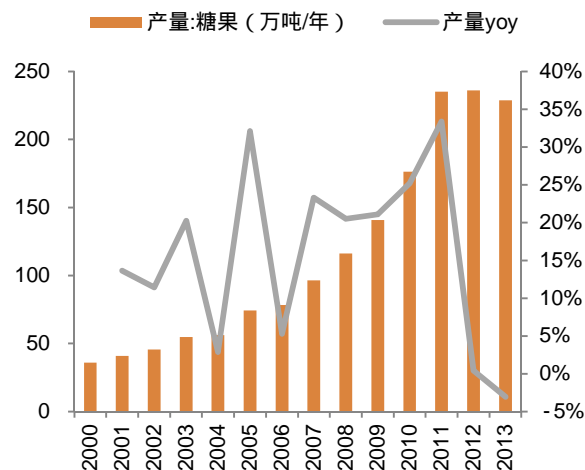
白兔奶糖是传统品牌，公司在行业中的优势地位可减缓需求不振的冲击。根据上海商情信息中心的信息，大白兔奶糖 2013 年在上海糖果市场占有约 12% 的份额，位列第一。但从全国范围来看，公司 2012 年的糖果产量 2 万吨，仅占全国糖果产量的 0.8%，提升空间广阔。

图表31 2013年，糖果行业收入同比增速较12年略恢复



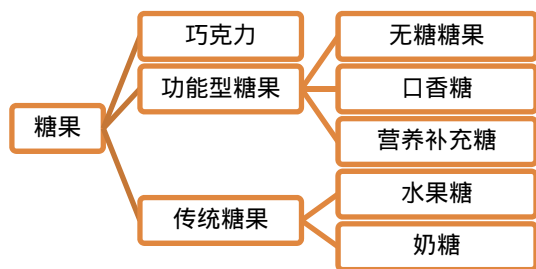
资料来源：平安证券研究所、wind

图表32 2013年，糖果产量出现负增长显示需求疲软



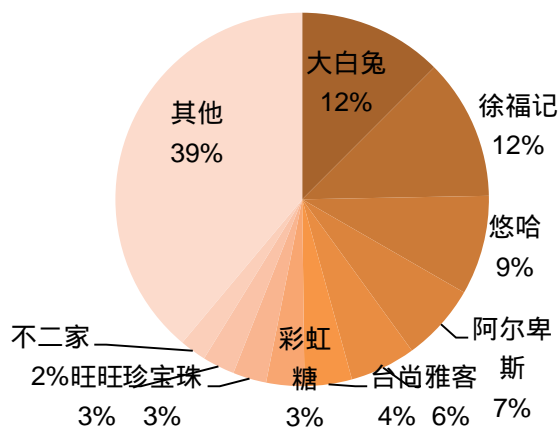
资料来源：平安证券研究所、wind

图表33糖果品类主要包括巧克力、功能型糖果和传统糖果



资料来源：平安证券研究所、功能性糖果市场分析及前景

图表34 2013年，大白兔奶糖在上海市占率约为12%



资料来源：平安证券研究所、上海商情信息中心

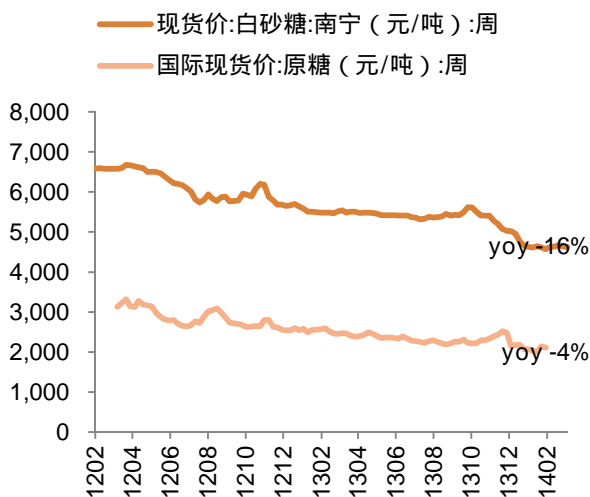
**产品：通过丰富品类、增强营销推动增长。**冠生园的糖果以大白兔奶糖、花生牛轧糖为主。近年，公司也在不断地进行产品创新，比如：针对功能糖果市场，公司推出了十全草堂系列产品，针对婚礼节庆市场，推出了婚庆系列礼糖。2014 年，公司将重点推广大白兔 100 牛奶糖、印象上海等产品，并将增加广告宣传及推介活动促进销量提升。

**原料价格：糖价跌奶价涨，估计毛利率变化不大。**大白兔奶糖的主要成分是糖和奶粉，其中白砂糖占比略多于奶粉，2014 年国内糖价持续下行，奶价持续走高，我们判断对公司的毛利率影响应该偏中性，但具体要看公司对配料的调整以及低价库存的储备情况。2014 年 3 月，国内糖价同比下跌

16%。预计 2014 年国内糖价将持续疲软，主要原因是供给相对充足和进口持续增加。从 2012 年的情况来看，国内白砂糖消费量约为 1400 万吨，进口量占约 26%。从进口糖的利润空间来看，进口糖相较国内糖仍有成本优势，2H14 仍会给国内糖价带来下行压力。奶粉方面，2014 年 3 月生鲜乳价格同比增长 24%，预示奶粉价格较 2013 年也会有较大的增长。糖价与奶价趋势相反，估计奶糖毛利率的变化应该很小。

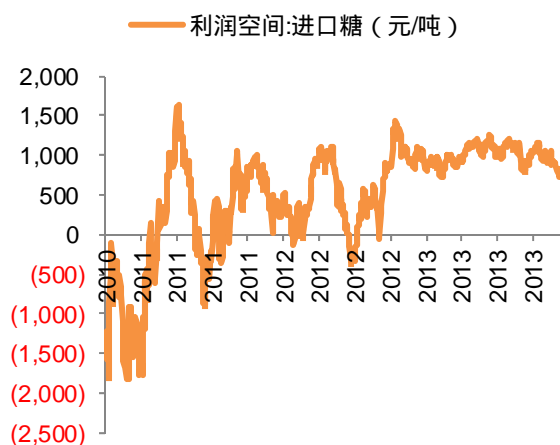
**渠道下沉促进销量提升，新产能投放将支持增长。**冠生园在全国有二十几个销售中心，大部分收入由经销模式贡献，直营店贡献少量收入。2014 年，公司将通过渠道下沉，加大地级、县级网点的开发做细市场来提升销量。同时，新产能的投放亦将支持公司的销量提升。2012 年，冠生园综合糖果产能利用率约为 95%，其中产能约为 2 万吨，产量约为 1.9 万吨。公司 13 年 9 月在上海奉贤区的新建项目一期工程已投产，预计项目完成后总产能将达到 5 万吨/年，能够支持销量增长。1Q14 公司的糖果业务经营情况良好，收入同比增长 12%。预计 14 年，糖果产量在新品推广、加强营销的作用下，收入增速应在 10%-15%之间。

图表35 2014年3月29日，国内糖价同比下跌16%，国际糖价同比下跌4%



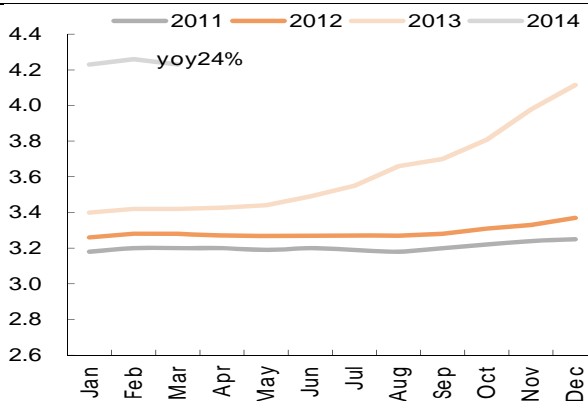
资料来源：平安证券研究所、wind

图表36 2014年1月27日，进口糖利润空间环比增长2%，成本优势明显



备注：利润空间 = (柳州现货价 + 广州现货价) / 2 - (泰国糖 + 巴西糖) / 2  
资料来源：平安证券研究所、wind

图表37截至2014年3月，生鲜乳价格同比上涨24%



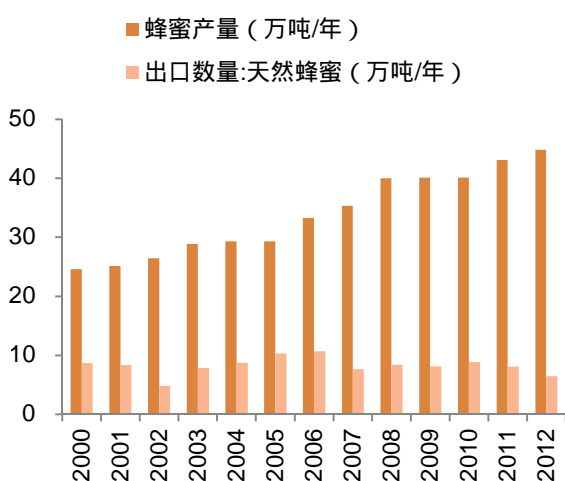
资料来源：平安证券研究所、wind

### 3.2 蜂蜜：人口老龄化带动蜂蜜消费量提升，新品推广、渠道下沉将促进增长

受益于人口老龄化，国内蜂蜜消费量可翻番。中国的蜂蜜市场增长稳定，2010-12 年，中国的蜂蜜产量 CAGR 约为 4%。2012 年，中国人均蜂蜜消费量仅有约 250 克，以美国为标杆，还有翻倍的增长空间，以日本为标杆，还有约 20% 的增长空间。中国的蜂蜜消费群体以中老年人为主，根据中国蜂产品协会对蜂蜜专卖店会员的调查，70% 的会员为 60 岁以上老人。中国社会老龄化程度进一步加深，可促进保健品蜂蜜消费量提升。作为龙头品牌的冠生园，收入有望随行业规模扩张而上升。根据上海商情信息中心 1H12 的数据，冠生园在上海占有约 64% 的份额，位列第一。

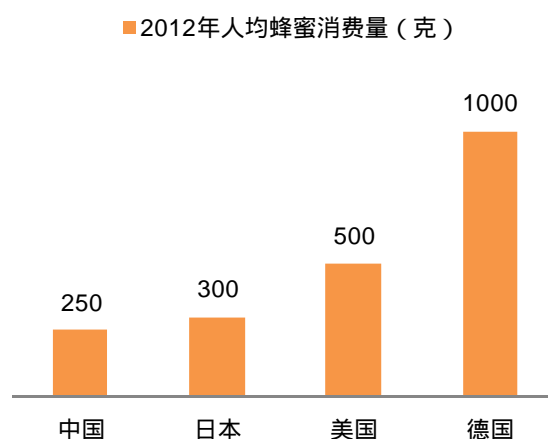
新品推广、渠道下沉可促进销量提升。近年，公司立足传统产品纯净蜜、品种蜜，结合市场需求不断进行产品创新，2011 年推出了婚庆系列鬪蜜，2014 年还在推广花粉系列产品。公司未来将继续丰富产品品类，并通过开发个性化包装，结合微博、微信进行有针对性的、互动性的广告宣传，推广网络销售，做细市场来提升销量。1Q4 蜂蜜的产销情况良好，收入同比增长 16.8%。

图表38 2000-2012年，蜂蜜产量CAGR为5%



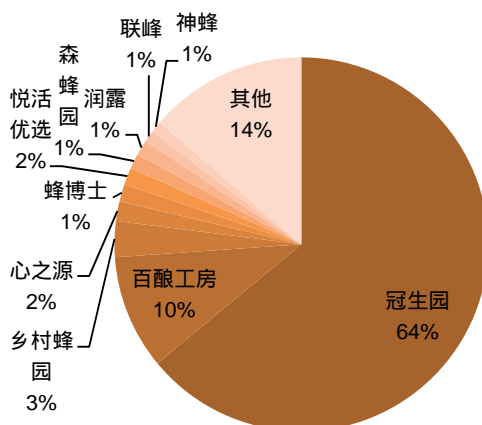
资料来源：平安证券研究所、wind

图表39中国的人均蜂蜜消费量还有翻番空间



资料来源：平安证券研究所、中国蜂产品协会

图表40 1H12，冠生园在上海蜂产品中占64%份额



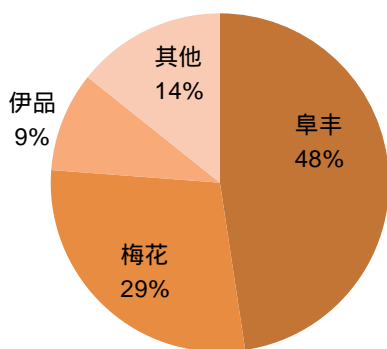
资料来源：平安证券研究所、上海商情信息中心

### 3.3 味精：行业产能过剩，中小企业盈利能力受压

中国的味精行业呈现寡头垄断的格局，梅花、阜丰、伊品占有约 86% 的份额。味精价格由于产能过剩持续走低，估计 2014 年味精国内需求约 160 万吨，供给约 210 万吨，中小企业由于定价能力弱，盈利能力受压。行业未来的拐点主要看过剩产能淘汰情况。但与梅花、阜丰、伊品不完全相同，冠生园的味精业务主要面对零售市场，其品牌能够保障公司一定的议价能力。冠生园在上海地区的品牌认可度较高，佛手牌味精、鸡精在上海分别占 23.26%、10.42% 的市场份额，均位列第三。

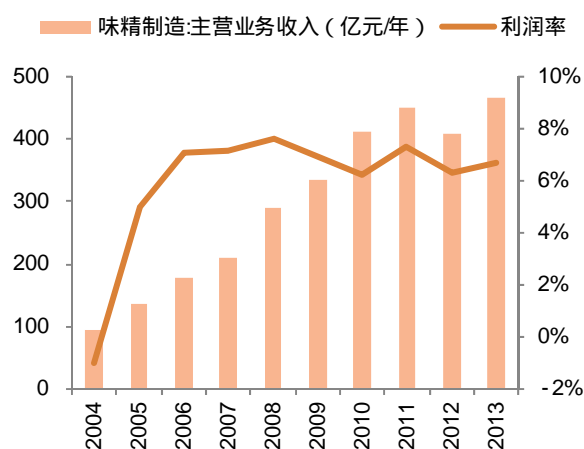
冠生园主要产销味精、鸡精、酱油，其中佛手牌味精、鸡精连续多年被认定为上海市名牌产品，有较高的品牌认可度。公司的重点市场为上海、江苏、浙江和华东地区。由于味精行业供过于求，味精价格持续走低，冠生园的味精业务面临一定压力。2014 年公司将从食用健康化、口味多元化、使用便利化、品类细分化等方面入手，重点推广海鲜鳀鱼酱油和天然日晒酱油。公司的调味品产销有序进行，1Q14 调味品收入同比增长 3.9%

图表41 2013年，中国味精行业CR3约为86%



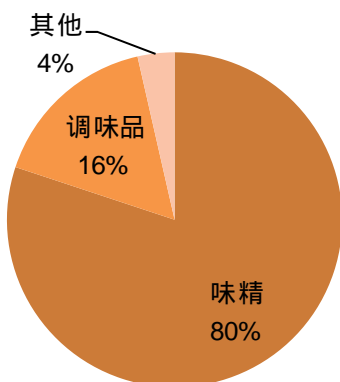
备注：此处按产能统计  
资料来源：平安证券研究所、wind

图表42味精行业利润率有下降趋势



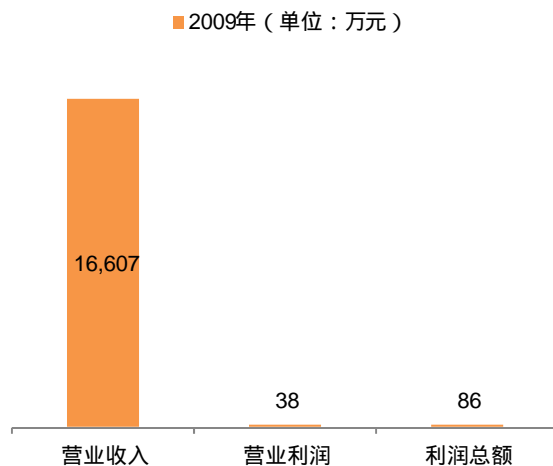
资料来源：平安证券研究所、wind

图表43 2009年，冠生园天厨的味精收入占比约为80%



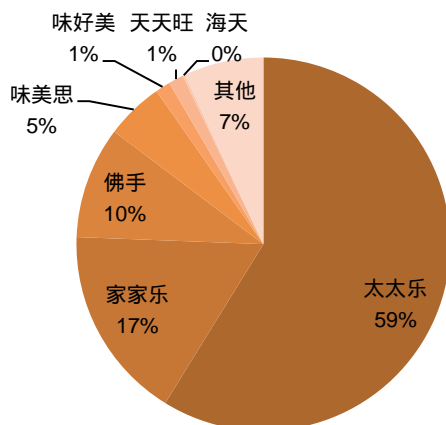
资料来源：平安证券研究所、wind

图表44 2009年，冠生园天厨的营业利润率约为0.2%



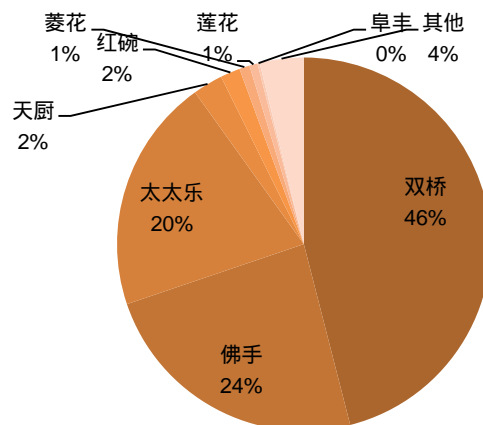
资料来源：平安证券研究所、wind

图表45 2013年上海鸡精市场，佛手鸡精占10%份额



资料来源：平安证券研究所、wind

图表46 2013年上海味精市场，佛手味精占24%份额



资料来源：平安证券研究所、wind

#### 四、 连锁分销：估计进出口收入同比增长 30%

连锁贸易方面，由于上海的网购、饮用水业务竞争激烈，进出口业务盈利能力较弱，公司计划通过加强物流管理来提升网购公司的盈利能力，通过扩张“光明里”连锁店来实现营收增长。2014年，公司加强了对食品进出口公司的考核，我们估计进出口业务收入同比增长可达30%。1Q14已实现收入同比增长约31%。

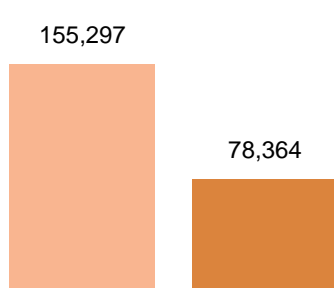
上海梅林的连锁经营业务主要指一米生活网购超市、光明便利店和正广和饮用水业务，三者占上海梅林2013年的收入比重分别约为2%、3%、2%。上海梅林的食品进出口业务主要由上海市食品进出口有限公司经营，13年进出口公司为梅林贡献15%的收入，估计食品贸易的比重约为50%。

**加强物流管理，可压缩成本提升用户体验。**公司2014年定向增发募投项目计划投入1,801万元，整合正广和网购旗下的连锁店、饮用水公司、一米生活的物流管理体系，并通过建设统一的物流仓储中心，仓储管理系统等方式压缩成本，提高配送效率。这不仅可以降低配送成本，还可以通过提高配送速度增强用户体验，进而提升销量。高效的物流配送系统还可为公司未来推广OTO做准备。

**“光明里”扩张终端，协同效应可带旺梅林旗下食品品牌。**“光明里”是定位中高端市场的食品连锁店，产品以进口食品、半加工调理食品以及上海梅林旗下品牌食品为主。“光明里”区别于一般便利店有两大优势：一、定位中高端消费市场，销售的进口、调理食品可满足消费者节省就餐时间，追求品质生活的需求；二、协同效应：爱森、冠生园、梅林罐头、正广和饮品都可以在“光明里”铺货，既提升梅林旗下品牌的销量，又提升“光明里”的营业额。上海梅林2014年的定向增发募投项目，计划投入7,967万元，在3年内新开200家“光明里”商店，其中150家由“光明便利”改造（光明便利有350家分店），50家为新开店。2014年公司计划开100家“光明里”。2013年全年公司仅新增18家“光明里”，开店进度低于预期，有三个主要原因：一是店面租期不同，无法同时进行改造；二是需要时间处理人员安置问题；三是资金没有到位。预计2014年定向增发募集资金到位后，“光明里”开店的速度会加快。

图表47 2013年，正广和网购公司的收入是食品进出口公司的约一半（单位：万元）

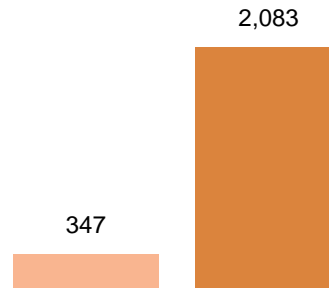
■上海市食品进出口有限公司  
■上海正广和网上购物有限公司



资料来源：平安证券研究所、wind

图表48 2013年，正广和网购公司的净利润是食品进出口公司的6倍（单位：万元）

■上海市食品进出口有限公司  
■上海正广和网上购物有限公司



资料来源：平安证券研究所、wind

## 五、 2014 年定向增发：扩产能扩网点促进增长

2014 年 3 月，上海梅林召开股东会，通过了公司 2014 年定向增发的募投计划，共涉及 9 个项目，拟募集约 11.28 亿资金。

### 5.1 屠宰肉加工：扩充生猪养殖及罐头产能、扩充爱森直营店渠道

2014 年，公司的募资项目将扩充爱森的种猪、生猪养殖产能及肉品直营店，扩充上海梅林的罐头加工产能以及淮安苏食肉制品产能。具体如下：第一、爱森将在上海、江苏各建一个猪场，预计到 2016 年，种猪、生猪年产能将分别达到 27,000 头、19.9 万头，产能 CAGR 分别为：112%、41%。第二、爱森计划在 2014-17 年，在上海新开 600 家店使得门店总数达到 1,371 个，网点扩张 CAGR 为 21%。第三、为上海、绵阳分厂分别新增罐头产能 2.5、2 万吨/年，预计到 2017 年，罐头总产能将达到 9.3 万吨/年，产能扩张约一倍。第四、在 2014-17 年，扩充苏食低温肉制品产能 3 万吨/年到 4.28 万吨/年，产能 CAGR 将达 50%。

### 5.2 贸易：扩张网点，加强物流管理

2014 年公司定向增发募资欲扩张“光明里”连锁店：新建 50 家，改造 150 家，在 2015 年形成 200 家“光明里”。同时，整合正广和网购旗下的一米生活网购、实体连锁店、饮用水公司及快递业务的仓库物流体系：通过建设 WMS 仓储管理系统、TMS 运输管理系统、面向供应商、承运商、发货中心和客户的物流门户（Portal）以及建设统一的物流仓储中心，提高仓库管理、物流运输、发货下单的效率。

图表49 2014年定向增发募投项目

项目名称	项目总投资金额 (万元)	募集资金使用金额 (万元)
1 上海市种猪场崇明分场建设项目	18,272	18,272
2 海丰畜牧场建设项目	10,189	8,043
3 “爱森优选”直销连锁门店拓展项目	19,809	19,809
4 “光明里”食品专营零售终端建设项目	7,967	7,967
5 年产5万吨罐头改造项目	4,000	4,000
6 年产4万吨猪肉罐头生产线(续建2万吨)技改项目	7,554	7,554
7 食品加工及物流中心二期工程建设项目	19,243	11,546
8 “96858”仓储物流技术改造项目	1,801	1,801
9 补充流动资金	33,800	33,800
合计	122,635	112,792

资料来源：平安证券研究所、wind

图表50 2014年定向增发募投项目

项目名称	达产 时间	达产后 预计 年收入 (亿元)	达产后 预计 年收入 (亿元)	净利率	实施主体
上海市种猪场崇明分场建设项目	2016	1.25	0.21	17%	爱森
江苏海丰畜牧场建设项目	2016	0.75	0.11	15%	爱森
“爱森优选”直销连锁门店	2017	8.14	0.33	4%	爱森
“光明里”食品专营零售终端建设项目	2017	6.29	0.24	4%	正广和网购
梅林食品罐头改造	2017	5.68	0.40	7%	梅林食品
梅林绵阳罐头生产线	2017	3.96	0.26	7%	梅林绵阳
食品加工及物流中心二期工程	2017	4.70	0.45	9%	淮安苏食
“96858”仓储物流技术改造项目					正广和网购
补充流动资金					

资料来源：平安证券研究所、wind

## 六、预测与估值：预计14年收入同比增16%，净利增13%

**2013年业绩符合授予股份条件。**上海梅林董事会在2013年12月通过了股权激励方案，该方案在2014年3月28日已经过上海市国资委批准，现只需在国务院国资委、证监会备案后，即可提交股东会投票。该方案计划向12名高级管理人员、102名核心业务骨干授予限制性股票共计725.4万份。2013年的业绩符合限制性股票授予条件，实施只需等待方案通过股东会。若该方案获得通过，股票还需要满足解锁条件才能够分阶段出售。我们认为，股权激励方案能够为公司2014-17年的增长持续带来动力。

**光明集团食品资产注入存在可能。**2014年，光明集团国资改革计划将提高集团资产证券化率30PCT至50%以上，旗下未上市的资产包括上海牛奶集团、农工商超市集团、光明米业等。考虑到上海梅林旗下已有连锁经营业务，若农工商超市要实现资产证券化，资产注入上海梅林存在可能。农工商

超市集团 2012 年实现收入 125.6 亿，利润 1.08 亿，利润率：0.9%。根据中国连锁经营协会 2014 年 4 月发布的《中国城市便利店指数报告》，上海每 3000 人拥有一家便利店，按照 2400 万人口计，上海共有 8000 家便利店。其中农工商集团旗下的好德、可的便利店 2010 年在上海共有约 1300 家门店，由此估算，农工商集团在上海约占约 16% 份额，若再加上伍缘便利店，则农工商的份额可达到 18%-20%，竞争优势明显。另外，光明米业作为食品的一个子行业也可能注入上海梅林，光明米业主要经营稻麦种植、加工、销售，是上海全产业链最完整的粮食企业。光明米业 2012 年实现收入 32.12 亿，利润 1.07 亿，利润率：3.3%。根据上海梅林做大做强食品制造与分销的双主业战略，农工商超市集团与光明米业存在注入上海梅林的可能。

图表51 2012年12月上海梅林股权激励草案

阶段	锁定期	解锁期	比例	解锁条件
第一阶段	授予日至 24 个月后的首个交易日	锁定期满 36 个月内	40%	1) 2015 年度的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 6.5%； 2) 以 2012 年度营业收入为基数，2013 - 2015 年度营业收入三年复合增长率不低于 20%； 3) 2015 年度的扣除非经常性损益后的净利润不低于 14527 万元； 肉和肉制品收入占营业收入的比例不低于 55%。
第二阶段	授予日至 36 个月后的首个交易日	锁定期满 48 个月内	30%	1) 2016 年度的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 6.8%； 2) 以 2013 年度营业收入为基数，2014 - 2016 年度营业收入三年复合增长率不低于 20%； 3) 2016 年度的扣除非经常性损益后的净利润不低于 16560 万元； 肉和肉制品收入占营业收入的比例不低于 58%
第三阶段	授予日至 48 个月后的首个交易日	锁定期满 60 个月内	30%	1) 2017 年度的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 7.0%； 2) 以 2014 年度营业收入为基数，2015 - 2017 年度营业收入三年复合增长率不低于 20%； 3) 2017 年度的扣除非经常性损益后的净利润不低于 18827 万元；肉和肉制品收入占营业收入的比例不低于 60%。

资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表52光明集团旗下资产主要涉及食品产业

行业			主要运营企业	2012 年 营业收入 (亿元)	2012 年 利润总额 (亿元)	利润率
食品类	现代农业	种植业	光明米业有限责任公司	32.1	1.1	3.3%
			光明食品集团上海五四有限公司	44.3	2.0	4.4%
			上海鲜花港企业发展有限公司	0.5	0.1	23.9%
		<b>种植业小计</b>	<b>76.9</b>	<b>3.1</b>	<b>4.1%</b>	
		养殖业	上海牛奶(集团)有限公司	36.8	18.3	49.7%
			上海爱森肉食品有限公司	6.4	0.2	3.6%
	<b>养殖业小计</b>		<b>43.2</b>	<b>18.5</b>	<b>42.9%</b>	
	食品加工制造	乳业	光明乳业股份有限公司	137.8	4.2	3.0%
			东方先导糖酒有限公司	120.0	-0.2	-0.1%
		糖业	云南英茂糖业有限公司	30.3	2.6	8.6%
			<b>糖业小计</b>	<b>150.3</b>	<b>2.5</b>	<b>1.6%</b>
			酒业	上海金枫酒业股份有限公司	9.5	1.4
		四川全兴酒业有限公司		1.5	-	-
		<b>酒业小计</b>	<b>11.1</b>	<b>1.4</b>	<b>12.4%</b>	
	综合食品	上海梅林正广和股份有限公司	78.5	1.7	1.9%	
	商	连锁商贸	农工商超市(集团)有限公司	125.6	1.1	0.9%



流通	品牌代理	上海第一食品连锁发展有限公司	13.7	-0.2	-1.3%
		<b>连锁商贸小计</b>	<b>139.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.6%</b>
		南浦食品(集团)有限公司	56.6	0.6	1.0%
		上海捷强烟草糖酒(集团)有限公司	24.0	3.0	12.3%
		澳大利亚玛纳森食品控股有限公司	33.4	1.4	4.1%
	<b>品牌代理小计</b>	<b>114.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.3%</b>	
非食品	房地产	农房集团	62.4	8.0	12.8%
	出租车及物流	上海海博股份有限公司	20.4	2.1	10.3%
	其他*		42.7	-	-
<b>合计</b>			<b>876.61</b>	<b>47.28</b>	<b>5.4%</b>

备注：光明集团2012年营业收入为890.1亿元，利润总额为36.1亿元，本表格的合计值为行业中主要营运企业的合计值，其中其他行业收入值统计口径为光明集团合并报表统计口径。  
资料来源：平安证券研究所、公司公告

预计公司 2014-16 年主营业务收入将分别增长 16%、18%、18%，主营业务毛利率分别为 16.4%、16.2%、15.9%。2014 年收入端：公司计划食品（含肉制品）将增长 10%，我们认为这一目标实现概率较大，假设冠生园维持 2013 年 13% 的增长，(1Q14 增长 13.8%)，则罐头增长 5% 即可达成目标，上海梅林的罐头分部收入 2013 年同比增长 12%。我们预计 2014 年畜禽屠宰收入将同比增长 15%，主要是基于公司渠道扩张下屠宰将放量，2014 年公司计划屠宰 280-300 万头猪，2013 年公司共屠宰 250 万头猪，屠宰量增速在 12-20% 之间。消费者对高品质、安全的品牌肉的需求将支持屠宰放量。贸易业务，公司预计整体增速将达到 30%，主要是公司加强了食品进出口业绩的考核。

预计公司 2014-16 年将实现每股收益 0.21、0.23、0.24 元，同比分别增长 11%、10%、4%，按照 2014 年 4 月 25 日收盘价 7.45 对应 PE 分别为 35、33、31 倍，参考 14 年可比肉制品行业平均 PE 为 34 倍。上海梅林的估值较高，主要有三个原因：一、公司作为上海等地的区域肉类品牌，目前在主要销售区域的占有率仍很低，随着屠宰行业进一步整合，占有率提升后可能成为区域垄断肉行；二、冠生园渠道下沉将促进销量上升，旗下的蜂蜜业务可受益于人口老龄化持续增长；三、梅林作为光明集团旗下的综合食品公司，未来有资产注入的可能。综上，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表53预计2014-2016年上海梅林主营业务收入将分别增长16%、18%、18%

		2012	2013	2014E	2015E	2016E
食品 (含肉制品)	销售收入	2,518	2,868	3,155	3,487	3,870
	YOY	9%	14%	10.0%	10.5%	11.0%
	毛利	774	858	947	1,063	1,180
	YOY	20%	11%	10%	12%	11%
	毛利率	30.7%	29.9%	30.0%	30.5%	30.5%
畜禽屠宰	销售收入	2,840	5,001	5,751	6,902	8,282
	YOY	32%	76%	15%	20%	20%
	毛利	203	445	518	642	787
	YOY	71%	119%	16%	24%	23%
	毛利率	7.2%	8.9%	9.0%	9.3%	9.5%
贸易业务	销售收入	1,926	1,993	2,591	3,238	3,886
	YOY	34%	3%	30%	25%	20%
	毛利	58	65	85	106	127
	YOY	-21%	13%	30%	25%	20%
	毛利率	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
其他	销售收入	451	436	479	551	634
	YOY	20%	-3%	10%	15%	15%
	毛利	42	53	421	484	556
	YOY	-15%	27%	689%	15%	15%
	毛利率	9.3%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%

	收入	7,736	10,298	11,976	14,178	16,672
	YOY	23.5%	33.1%	16.3%	18.4%	17.6%
合计	毛利	1,077.1	1,422.5	1,969.6	2,295.0	2,650.6
	YOY	21%	32%	38%	17%	15%
	毛利率	13.9%	13.8%	16.4%	16.2%	15.9%

备注：以上为主营业务收入拆分

资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表54 肉制品、综合食品公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
	4月25日	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
双汇发展	36.56	1.75	2.20	2.60	21	17	14	强烈推荐
雨润食品	3.91	0.02	0.09	0.21	196	43	19	
煌上煌	25.33	0.90	1.17	1.46	28	22	17	
金字火腿	16.65	0.16	0.26	0.29	104	64	57	
唐人神	7.11	0.31	0.54	0.70	23	13	10	
上海梅林	7.45	0.19	0.21	0.23	40	35	33	推荐
中国旺旺	12.12	0.36	0.42	0.49	34	29	25	
康师傅	42.00	0.74	0.89	1.03	57	47	41	
均值*					34	34	27	

备注：上海梅林、双汇发展14、15年EPS为平安证券预测值，其余为WIND提取的市场预测均值。港币汇率：1港币=0.8人民币。2013年PE均值已剔除雨润异常值。

资料来源：平安证券研究所、wind

损益表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	10,376	12,055	14,256	16,750	净利润	165	187	201	208
YoY	32.1%	16.2%	18.3%	17.5%	折旧摊销	112	120	123	124
营业成本	8,911	10,404	12,334	14,535	营运资金投资	-176	-59	-265	-164
毛利率	14.1%	13.7%	13.5%	13.2%	经营活动现金净流量	207	424	260	382
营业税金及附加	35	50	57	64	资本开支	-91	-133	-141	-145
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-19	-133	-141	-145
销售费用	877	983	1,163	1,366	债务融资	92	-190	0	0
管理费用	331	358	423	497	股权融资	0	0	0	0
财务费用	86	91	91	90	支付红利	-52	-49	-50	-62
投资净收益	32	32	32	32	融资活动现金净流量	-4	-331	-141	-151
营业利润	165	197	216	226	当年现金净流量	183	-40	-22	86
加: 营业外收入	42	42	42	42					
减: 营业外支出	3	3	3	3	资产负债表 (百万元)				
利润总额	204	236	255	265	货币资金	1,079	1,039	1,017	1,103
减: 所得税	39	48	54	57	应收款项	643	899	973	1,197
净利润	165	187	201	208	预付款项	181	206	248	290
减: 少数股东损益	10	11	12	13	存货	985	1,150	1,363	1,607
归属母公司所有者净利	155	176	189	195	其他流动资产	201	251	286	343
YoY	10.9%	13.4%	7.3%	3.4%	流动资产合计	3,089	3,546	3,887	4,539
销售净利率	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%	长期股权投资	256	256	256	256
EPS (当年股本)	0.19	0.21	0.23	0.24	固定资产	1,404	1,416	1,434	1,452
EPS (最新股本摊薄)	0.19	0.21	0.23	0.24	无形资产	217	218	219	220
					其他非流动资产	593	594	594	596
重要指标速览					非流动资产合计	2,471	2,483	2,502	2,523
估值					资产总计	5,559	6,029	6,389	7,062
PE	39.5	34.8	32.5	31.4	短期借款	1,556	1,366	1,366	1,366
PEG	5.0	-15.0	-2.4	-0.9	应付款项	562	772	846	1,038
PB	3.1	3.0	2.8	2.6	预收款项	670	814	942	1,119
PS	0.6	0.5	0.4	0.4	应付股利	1	51	63	62
EV/EBITDA	21.7	18.9	18.0	17.6	其他流动负债	329	496	504	661
股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	流动负债合计	3,118	3,500	3,721	4,246
经营回报率					长期借款	10	10	10	10
ROE	8.0%	8.7%	8.9%	8.7%	应付债券	0	0	0	0
ROA	3.3%	3.5%	3.5%	3.3%	其他非流动负债	177	177	177	177
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	187	187	187	187
资产负债率	59.4%	61.2%	61.2%	62.8%	负债合计	3,305	3,687	3,908	4,432
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	归属母公司所有者权益	1,983	2,060	2,187	2,322
运营效率					其中: 实收资本	823	823	823	823
存货周转率	9.6	9.7	9.8	9.8	少数股东权益	271	283	295	308
流动资产周转率	3.5	3.6	3.8	4.0	股东权益合计	2,254	2,342	2,482	2,629
固定资产周转率	7.6	8.5	10.0	11.6	负债及股东权益总计	5,559	6,029	6,389	7,062

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼

邮编：518048

传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大  
厦 25 楼

邮编：200120

传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦  
6 楼 601 室

邮编：100031