

液态新品打开增长空间

——南方食品（000716）调研快报

2014年05月26日

强烈推荐/上调

南方食品

调研快报

关注 1: 南方黑芝麻乳进入成长一阶段

黑芝麻乳产品 2013 年四季度开始运作,在四个重点市场铺货,2014 年是全国市场覆盖。黑芝麻乳是植物蛋白饮料,没有口味地域的限制,产品受到经销商、零售终端和消费者认可。2014 年一季度芝麻乳收入接近 2013 年全年水平,预计 2014 年芝麻乳收入可以达到 2.6 亿元以上。

芝麻乳经销商开发按照计划在逐步推进,在各地寻找设定标准的合格经销商。挑选经销商具备一定的能力,愿意和南方黑芝麻共同成长,才会去合作。2014 年的任务是在经销商里在打造重点经销商,培育经销商做大。

2014 年的经销商策略是“加强扶优”,对收入达到一定规模的经销商会给予一些列的政策支持。2013 年对经销商没有引入奖励机制,2014 年才引入,2015 年经销商策略是要以点带面。2014 年销售目标不是要销量数据,而是要建立有效持续动销的终端渠道。

2014 年 1 到 4 月黑芝麻乳的销售情况要好于预期,公司对春节黑芝麻乳的销售预期不足,导致春节产能供给不足。目前黑芝麻乳主要通过代工工厂生产,定增项目中自建芝麻乳产能释放后,毛利率将会提升至 40%。

关注 2: 黑芝麻糊保持稳定增长

黑芝麻袋糊产品能保持持续稳定增长。2008 年公司扩建袋糊的产能,收购南昌基地,品质得到提升,产品结构升级。袋糊产品毛利水平受到原料、物流等成本上升影响,尤其原料成本近 3 年上涨很快,但产品毛利率能保持增长,目前黑芝麻糊毛利率接近 50%。

老产品的增长空间来自渠道的下沉和营销改善。袋糊产品区域间收入规模差距很大,南方市场广东、广西都有 7000 多万销售,北方销售最好的地区是湖北,销售收入过亿,反而好于南方市场。但同在北方市场的山东、河南,收入只有 2000-3000 万。黑芝麻糊在一

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512090001

徐昊

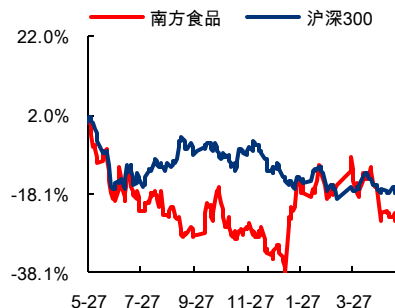
010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	11.48-14.31
总市值 (亿元)	28.24
流通市值 (亿元)	19.64
总股本/流通 A 股 (万股)	24600/17110
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.31

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

1、《经营步入正轨 费用下降提升业绩增速》
2013-07-26

线和省会城市的网络渠道相对完善，但二、三线城市和县级市场的销售渠道建设相对落后，提升空间还很大。终端拉动是黑芝麻糊营销上短板，黑芝麻糊团队的经营思路还有待提升，营销理念还没完全转变到如何经营快消品、如何经营终端上来。

结论：

公司一些历史问题都已解决，2012年后战略调整到黑芝麻产业上来。南方食品的长远规划目标是实现收入百亿元，其中黑芝麻糊和黑芝麻乳收入达到50亿元以上，未来还有新产品会陆续开发、投放。产品结构战略方面，黑芝麻糊还是主导产品，未来2-3年是生存发展根基，黑芝麻糊还要升级，推进精品工程。液态新产品黑芝麻乳产品通过2年的努力，预期可以达到盈亏平衡点，我们看好黑芝麻乳的持续增长。

预计公司2014年-2016年的营业收入分别为17.86亿元、22.86亿元和28.28亿元，归属于上市公司股东净利润分别同比增长128.8%、70.1%和40.9%。假设2014年完成公开发行，2014年至2016年全面摊薄的每股收益分别为0.29元、0.49元和0.69元，对应PE分别为38.2X、22.5X、15.9X。看好黑芝麻乳的持续成长性，给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	319	650	1619	1906	2185	营业收入	641	1306	1786	2286	2828
货币资金	47	244	1123	1316	1491	营业成本	376	910	1205	1454	1715
应收账款	53	65	88	113	139	营业税金及附加	6	8	11	14	17
其他应收款	115	67	91	117	144	营业费用	209	256	370	540	711
预付款项	35	163	175	189	207	管理费用	57	66	90	114	139
存货	69	104	132	159	188	财务费用	17	34	15	-7	-7
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-21.94	2.46	4.00	3.00	3.00
非流动资产合计	635	809	708	645	584	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	5	9	9	9	9	投资净收益	-0.27	11.45	10.00	8.00	8.00
固定资产	411.03	458.56	396.13	254.76	166.40	营业利润	-2	41	101	177	258
无形资产	181	224	201	179	157	营业外收入	30.80	11.60	15.00	15.00	15.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	7.88	6.57	8.00	8.00	8.00
资产总计	954	1459	2327	2551	2769	利润总额	21	46	108	184	265
流动负债合计	476	527	397	506	634	所得税	4	5	14	24	40
短期借款	261	230	0	0	0	净利润	18	41	94	160	226
应付账款	85	151	198	239	282	少数股东损益	-1	0	0	0	0
预收款项	8	44	97	166	251	归属母公司净利润	19	41	94	160	226
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	223	328	192	234	312
非流动负债合计	131	94	144	194	194	BPS (元)	0.10	0.19	0.29	0.49	0.69
长期借款	123	87	137	187	187	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	607	622	541	700	828	成长能力					
少数股东权益	2	4	4	4	4	营业收入增长	10.31%	103.52%	36.80%	28.01%	23.69%
实收资本(或股	178	246	327	327	327	营业利润增长	-114.31%	-2545.76%	146.76%	74.97%	45.93%
资本公积	179	486	1316	1316	1316	归属于母公司净利润	128.81%	70.12%	128.81%	70.12%	40.87%
未分配利润	-22	74	89	113	146	获利能力					
归属母公司股东	345	834	1782	1846	1937	毛利率(%)	41.45%	30.29%	32.52%	36.42%	39.36%
负债和所有者权	954	1459	2327	2551	2769	净利率(%)	2.73%	3.15%	5.27%	7.00%	7.98%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
经营活动现金流	41	107	189	227	299	偿债能力					
净利润	18	41	94	160	226	资产负债率(%)	64%	43%	23%	27%	
折旧摊销	207.91	253.18	0.00	63.75	60.75	流动比率	0.67	1.23	4.08	3.76	3.45
财务费用	17	34	15	-7	-7	速动比率	0.52	1.03	3.75	3.45	3.15
应收账款减少	0	0	-23	-25	-27	营运能力					
预收帐款增加	0	0	54	69	85	总资产周转率	0.72	1.08	0.94	0.94	1.06
投资活动现金流	-165	-203	32	5	5	应收账款周转率	10	22	23	23	22
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.41	11.04	10.22	10.46	10.86
长期股权投资减	0	0	25	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	11	10	8	8	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.19	0.29	0.49	0.69
筹资活动现金流	115	286	659	-40	-128	每股净现金流(最新	-0.05	0.78	2.69	0.59	0.54
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	1.93	3.39	5.45	5.65	5.92
长期借款增加	0	0	50	50	0	估值比率					
普通股增加	0	68	81	0	0	P/E	105.77	58.20	38.21	22.46	15.94
资本公积增加	0	307	830	0	0	P/B	5.69	3.25	2.02	1.95	1.86
现金净增加额	-9	191	879	193	176	EV/EBITDA	10.32	8.48	13.58	10.53	7.36

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

焦凯

经济学硕士，2012年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。