

大单品战略稳步推进，期待外延式扩张

增持（首次）

盈利及估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,684.75	1,853.23	2,075.61	2,386.95
同比(+/-%)	0.4%	10.0%	12.0%	15.0%
净利润(百万元)	132.89	161.99	198.29	228.64
同比(+/-%)	-17.9%	21.9%	22.4%	15.3%
毛利率(%)	29.5%	32.5%	33.5%	34.5%
净资产收益率(%)	7.6%	8.6%	9.7%	10.2%
每股收益(元)	0.29	0.35	0.43	0.50
PE	46.36	38.03	31.07	26.95
PB	3.54	3.28	3.01	2.75

2015年9月29日

分析师：马浩博

执业资格证书编号：S0850513090003

联系电话：18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人：丁一

联系电话：0512-62936057

投资要点：

- **大单品战略稳步推进，看好公司未来酱油业绩稳定增长：**酱油升级是必然趋势。公司实施差异化战略，今年有信心实现两位数的增长。近年来稳步推进大单品战略，产品聚焦两大单品—“面条鲜”与“原酿造”。1) 面条鲜向十个亿的最终目标努力，今年预计实现1.5亿销售额，预计增长20%~30%。今年在湖南省、四川省市场为主，未来三年将推向全国，逐步加大在其他各省的销售投入。2) 原酿造目前还在地面推广阶段，实施赠品战略，因此销售额受到一定影响。目前超商、农贸市场等反应良好，今年预计实现收入1亿左右。此外，公司还提出淡酱油(生抽)战略，目前内地消费仍以加入焦糖的浓酱油(老抽)消费为主。区域性比较来看，我国沿海城市、海南、港澳台等使用淡酱油较多，我们认为淡酱油的未来消费空间很大。公司计划在内地也稳步推进淡酱油战略，看好其未来五到六倍的发展空间。
- **定位“菜米油盐酱醋茶”，云厨电商打造专业化电商平台：**云厨电商定位于菜米油盐酱醋茶领域，与厂商直接合作，牢牢掌控厂商，端口，消费者三者的现金流，属于轻资产运营。目前已经完成130万用户，2000多个端口。公司提出“反烧钱”理念，旨在“让端口赚钱，让用户满意”，明年保守实现10亿成交额。长沙目前蔬菜销售额一年400-500亿元左右，因此未来在蔬菜领域还有很大的发展空间。目前公司在长沙地区准备优中选优，筛选出500家专业化配送经销商，明年可能进一步实施销售渠道升级。
- **产能不断升级，积极策划员工持股：**公司积极扩张新产能，原有的老厂房技术落后，生产线老旧，现计划将原有的20万吨产能逐步转移到新厂区，最终实现约40万吨产能。同时，公司积极策划员工持股计划，调动全体员工积极性，激发企业活力。
- **公司不断加速品类扩张，未来存在大概率收购预期：**预计公司为推进品类扩张和业务升级，将内生增长与外延式并购相结合，开拓全国市场布局，未来很有可能在食品饮料及相关领域选择一些质地良好，工艺质量优良的标的实施收购。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2015-2017年EPS分别为0.35元，0.43元和0.50元(摊薄前)，对应PE为38.03, 31.07, 26.95，给予“增持”评级。
- **风险因素：**行业竞争加剧；产品销量不达预期；食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.73
一年最低价/最高价(元)	24.99/5.51
市净率	3.5
流通A股市值(百万元)	6464

基础数据

每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	24.41
总股本(百万股)	1152
流通A股(百万股)	1128

资产负债表 (万元)									
	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	908.2	967.0	1039.1	1114.5	营业收入	1684.8	1853.2	2075.6	2387.0
现金	490.2	500.0	500.0	500.0	营业成本	1179.7	1241.7	1369.9	1551.5
应收款项	63.0	71.1	79.6	91.6	营业税金及附加	8.5	9.3	10.4	11.9
存货	205.4	221.1	244.0	276.3	营业费用	232.5	278.0	311.3	358.0
其他	149.6	174.8	215.6	246.7	管理费用	93.0	114.3	127.6	170.2
非流动资产	1389.9	1461.2	1796.2	1915.8	财务费用	1.5	4.1	2.1	0.5
长期股权投资	212.6	212.6	425.1	425.1	投资净收益	1.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	1074.4	1145.8	1268.3	1387.9	其他	2.1	3.1	3.1	3.1
无形资产	92.5	92.4	92.3	92.3	营业利润	172.9	209.0	257.4	297.8
其他	10.4	10.4	10.4	10.4	营业外净收支	6.6	7.0	7.0	7.0
资产总计	2298.0	2428.2	2835.3	3030.3	利润总额	179.5	216.0	264.4	304.8
流动负债	535.0	524.5	547.5	545.1	所得税费用	46.6	54.0	66.1	76.2
短期借款	240.0	180.4	167.3	111.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	169.6	197.3	217.7	246.5	归属母公司净利润	132.9	161.99	198.29	228.64
其他	125.4	146.8	162.5	186.9	EBIT	175.1	213.1	259.5	298.4
非流动负债	22.5	25.5	28.5	31.5	EBITDA	203.7	258.9	333.3	388.8
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	22.5	25.5	28.5	31.5	2014	2015E	2016E	2017E	
负债总计	557.5	550.0	576.0	576.7	每股收益(元)	0.29	0.35	0.43	0.50
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	3.78	4.08	4.44	4.86
归属母公司股东					发行在外股份(百万				
权益	1740.5	1878.2	2046.8	2241.1	股)	460.8	460.8	460.8	460.8
负债和股东权益总计	2298.0	2428.2	2622.8	2817.8	ROIC(%)	7.4%	8.8%	10.1%	10.9%
					ROE(%)	7.6%	8.6%	9.7%	10.2%
现金流量表 (万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	29.5%	32.5%	33.5%	34.5%
经营活动现金流	263.6	216.8	239.1	299.9	EBIT Margin(%)	10.4%	11.5%	12.5%	12.5%
投资活动现金流	-370.5	-123.1	-196.3	-210.0	销售净利率(%)	7.9%	8.7%	9.6%	9.6%
筹资活动现金流	91.9	-83.9	-42.8	-89.9	资产负债率(%)	24.3%	22.7%	20.3%	19.0%
现金净增加额	-15.0	9.8	0.0	0.0	收入增长率(%)	0.4%	10.0%	12.0%	15.0%
企业自由现金流	88.5	102.6	42.1	88.0	净利润增长率(%)	-17.9%	21.9%	22.4%	15.3%

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>