

小产品，大行业——国内复合调味料 领导品牌 推荐申购

盈利及估值	2014	2015E	2016E	2017E	
营业收入(百万元)	279	293	322	412	
同比(+/-%)	4.1%	5.0%	10.0%	28.0%	
净利润(百万元)	56.57	58.49	60.71	64.68	
同比(+/-%)	7.4%	3.4%	3.8%	6.6%	
毛利率(%)	100.0%	34.5%	43.5%	46.2%	
净资产收益率(%)	16.1%	15.0%	14.1%	13.6%	
每股收益(元)	0.00	0.49	0.51	0.64	
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	

2015年11月30日

分析师: 马浩博

执业资格证书编号: S0850513090003

联系电话: 18862240507

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人: 丁一

联系电话: 0512-62936057

投资要点:

- **我国的调味品行业——小产品，大行业:** 调味品这个古老的细分行业涵盖范畴较大,包含了油盐酱醋等多种品类,是典型的“小产品,大行业”。由于其中的大部分调味品有着较为悠久的历史,以与饮食文化紧密融合在一起。因此,传统调味品的前期消费者培养过程可以近似忽略,但产品同质化较为严重,差异化诉求并不明显,但由于需求量较大,仍有较大的发展空间;而新式调味品——主要以复合调味品为代表,由于属于创新产品,受众较小,还处于前期的消费习惯培养期,但潜力与弹性也相对较大。一个重要的现象,即调味品中子品类表现逐渐分化,这主要体现在品类的收入增速与净利率的不同表现。全国品牌攻城略地,地方品牌安营扎寨,外资品牌长枪突袭,我们判断调味品行业将继续维持快速发展期。
- **安记食品——国内复合调味料的领军企业之一:** 公司专注于调味品细分行业二十年,主打复合调味品。公司产品品质优良,曾主导及参与多项调味品国家标准、行业标准的起草和制定。公司12-14年营业收入分别为3.05亿、2.68亿、2.79亿,净利润分别为0.63亿、0.53亿、0.57亿。公司的主导产品是复合调味粉,包括排骨味王调味料、大骨浓汤调味料、牛肉味调味料、鸡粉等产品,该类产品13年产量为1.66万吨,占22家可比企业生产总量7.6%,拥有较高市占率,同时,近三年在主营业务收入中占比依次为76.29%、80.42%、78.64%,是公司收入和利润的主要来源。公司销售主要集中在中南和华东地区,两地销售占比约90%。公司销售渠道以流通渠道为主,餐饮渠道、特通渠道和海外渠道为辅,覆盖25个省、自治区和直辖市,经销商数量400余家,在以福建为核心的中南、华东地区具有绝对的竞争力。公司渠道主要采取经销商代理制,2014年销售收入占比达96.36%,并有进一步提高的趋势。未来,公司还将进一步加固、扩大对渠道的建设,以获取更高的市场份额。此外,公司在质量控制、生产工艺及配方、产品研发能力等方面均具有自己的竞争优势,是产品能直接出口欧盟的调味品企业之一。
- **盈利预测与投资建议:** 按照此次IPO发行3000万股、发行后总股本1.2亿股计算,预计公司15-17年EPS分别为0.49/0.51/0.64元,参考可比上市公司PE估值,给予公司2015年30-40xPE,建议申购。
- **风险因素:** 食品安全风险;募投项目风险

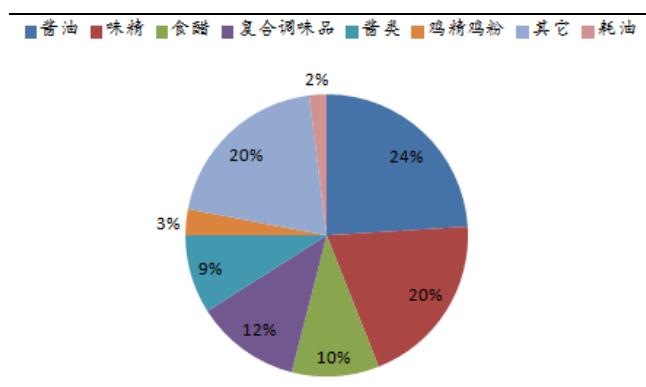
市场数据

发行价(元)	10.10
新股发行数量(百万股)	30
发行前总股数(百万股)	90

1. 我国的调味品行业——小产品，大行业

调味品这个古老的细分行业涵盖范畴较大，包含了油盐酱醋等多种品类，是典型的“小产品，大行业”。由于其中的大部分调味品有着较为悠久的历史（以酱醋为代表），以与饮食文化紧密融合在一起，息息相关，缺一不可。因此，传统调味品的前期消费者培养过程可以近似忽略，但产品同质化较为严重，差异化诉求并不明显，但由于需求量较大，仍有较大的发展空间；而新式调味品——主要以复合调味品为代表，由于属于创新产品，受众较小，还处于前期的消费习惯培养期，但潜力与弹性也相对较大。一个重要的现象，即调味品中子品类表现逐渐分化，这主要体现在品类的收入增速与净利率的不同表现。传统调味品酱油、食醋以及类似制品是调味品的第一大品类，2013 年收入占整体调味品比重达到 34.42%。其中，酱油、食醋以及类似制品的净利率呈不断上升的趋势，13 年突破 10%，盈利能力进入爆发期；而味精以及其他调味品的净利率保持在 7%~8% 左右，且盈利能力在逐年下滑。

图表 1 我国调味品消费结构



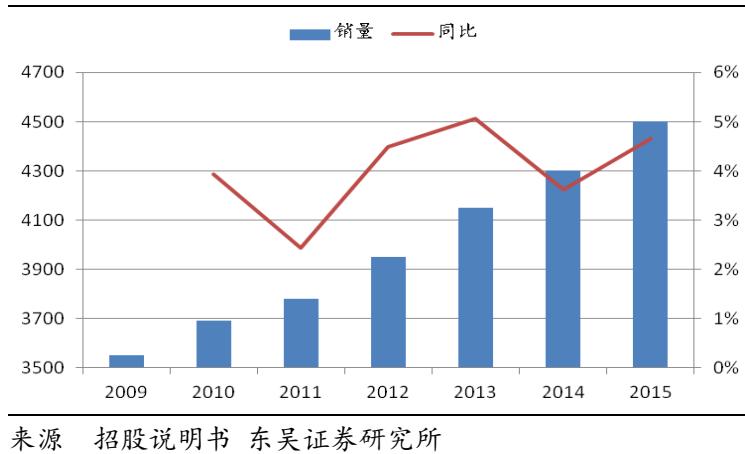
来源 招股说明书 东吴证券研究所

全国调味品生产企业约 6000 家，但是企业规模不一，存在大量的作坊式企业，具有一定规模和品牌的企业约 2000 家。对于替代性的思考在于调味品的功能是具有差异性的，“众口难调”需要多品种的调味品去满足，因此从本质上讲差异化永远是调味品的主旋律。

全国品牌攻城略地，地方品牌安营扎寨，外资品牌长枪突袭，我们判断调味品行业将继续维持快速发展期。首先，与啤酒与红酒行业有显著的区别，外资企业目前份额最小，对国内品牌还未产生根本上或者实质上的威胁，根本上的原因在于：虽然外资有着强大的资金实力与营销经验，但由于调味品特殊的地域性、风俗性等软性条件限制，导致外资在这方面经验较为匮乏，产生一定的水土不服。其次，全国性品牌强势崛起，通过强大的品牌与渠道运营，迅速在全国各地攻城略地，逐渐由渗透率较高的一线城市，向二三线城市（包括农村市场）逐渐渗透，达到渠道进一步下沉与用户的进一步增

加。最后，地方品牌表现会出现一定的分化态势。强势地方品牌由于对地方品牌具有较高的把控能力，进一步稳固地方大本营，占据稳定的市场份额，短期难以撼动；而品牌与实力较弱的地方区域品牌由于受限于产能与资金等各方面实力，在发展中面临鸿沟，无法跨越，最终倒闭或者被并购。与白酒相似，区域性品牌在对自己所在区域的渠道把控较好，给予经销商的利润也较大；但由于全国性品牌的挤压态势仍会造成份额的丢失，这要看地方性品牌与全国性品牌在重点区域的竞争情况。因此，对于主要消费市场的争夺会加剧竞争，较为激烈。维持快速发展期的另一个判断依据在于整体竞争格局还处于升级阶段，长期矛盾（强势品牌绝对优势的确立）还悬而未决，而此时任何品牌都有机会抢占一亩三分地。

图表 2 我国调味品销量及增速



行业高速发展，生产企业较多，但普遍规模较小，集中度较低，复合型调味料引领未来发展趋势。调味品行业是典型的“小产品、大市场”，我国每年调味品营业额约占食品工业额的10%左右，主要输送于餐饮业和居民消费，其中销往餐饮业的调味品约70%。我国目前复合调味品占调味品生产总量的12%左右，相比全球市场上复合调味品占调味品市场80%的份额有很大的成长空间，市场潜力巨大。我国调味品行业正处于高速发展期，近十年行业平均增长率高达15%，部分新兴产品增长率更是超过30%，行业总产值超过1400亿元，总产量超过1000万吨。我们认为，调味品具有简单、方便、美味、便携等特点，可以显著改善食物味道、提升生活品质，随着居民收入的进一步提高，市场对调味品的产量和多样性的需求必将随之增加，同时由于消费者生活习惯、生活水平、饮食口味的变化，调味品由单一型向复合型（风味型）转变，未来复合调味料具有极大的发展空间。

目前酱油、食醋以及类似制品2013年收入达到808亿元左右，而收入增速从2010年经历了快速下降，目前增速在15%左右。但我们发现，所有调味品收入增速在2010年均经历了快速下降（可能与宏观经济走势相关），但相对而言，酱油、食醋收入增速依然最高，由于广泛的使用基础与明晰的

升级线路，其收入增速也有望最快触底反弹。

2 安记食品——国内复合调味料的领军企业之一

2.1 公司简介

公司于 1995 年成立，注册资本 9000 万元。经营范围包括制造调味品；食品研究开发；调味品进口、批发。公司是福建地区专注于调味品细分领域的国内知名企业，旗下“安记”荣获全国驰名商标。公司自成立以来，一直专注于调味品的研发、生产和销售，主要产品包括五大类 500 多个品种。公司自成立以来一直专注于调味品的研发、生产和销售，在复合调味粉领域具有较高的知名度和品牌影响力，其中排骨味王系列产品市场占有率位居同类产品前列，天然提取物调味料、风味清汤产品在国内高档餐饮业得到广泛运用。公司及其产品历年获得多项荣誉。公司产品具有较高的市场占有率。未来，公司将进一步专注于“猪肉风味”的定位，我们看好公司创新产品的推出以及渠道的日渐完善。

图表 3 公司主营产品分类

复合调味粉	排骨味王调味料、大骨浓汤调味料、牛肉味调味料、鸡粉、炒粉料、海鲜调味料等产品
天然提取物调味料	鲜菇素调味料、海鲜素调味料、干贝素调味料、益鲜素调味料、主味素调味料、鲍鱼素调味料等产品
香辛料	白胡椒粉、五香粉等产品
酱类	蚝油、辣椒酱、咖喱调味料及排骨酱等产品
风味清汤	清鸡汤、翅皇汤、鲍皇汤、白汤等产品

来源 招股说明书 东吴证券研究所

图表 4 公司商标



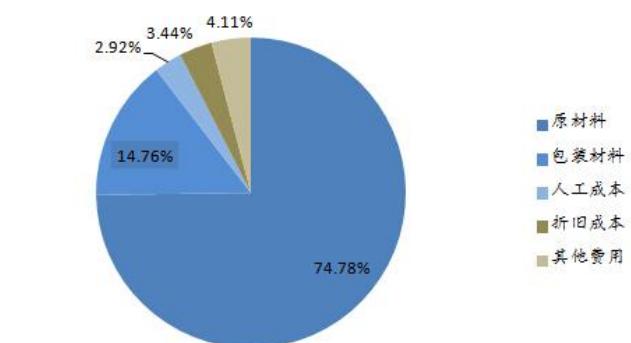
来源 招股说明书 东吴证券研究所

2.2. 公司经营情况

公司专注于调味品细分行业二十年，主打复合调味品。公司产品品质优良，曾主导及参与多项调味品国家标准、行业标准的起草和制定。公司 12-14 年营业收入分别为 3.05 亿、2.68 亿、2.79 亿，净利润分别为 0.63 亿、

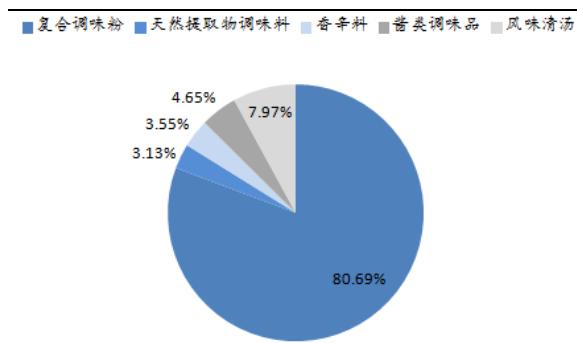
0.53 亿、0.57 亿。公司的主导产品是复合调味粉，包括排骨味王调味料、大骨浓汤调味料、牛肉味调味料、鸡粉等产品，该类产品 13 年产量为 1.66 万吨，占 22 家可比企业生产总量 7.6%，拥有较高市占率，同时，近三年在主营业务收入中占比依次为 76.29%、80.42%、78.64%，是公司收入和利润的主要来源。公司销售主要集中在中南和华东地区，两地销售占比约 90%。

图表 5 公司主营业务成本构成



来源 招股说明书 东吴证券研究所

图表 6 2014 年公司毛利构成



来源 招股说明书 东吴证券研究所

2.3 公司的主要竞争优势

2.3.1 良好的品牌知名度，先进的生产工艺

“安记”品牌优势明显，经销商主导营销网络辐射全国。公司的“安记”商标 2011 年荣获中国驰名商标，在复合调味粉领域具有较高的知名度和品牌影响力，其中排骨味王系列产品市场占有率位居同类产品前列，良好的品牌和口碑积淀帮助企业赢得稳固的客户基础。

2.3.2 优秀的产品品质和质量控制能力，丰富的品类满足广泛需求

公司拥有较为丰富、完整的产品类别，目前销售有 500 多个品种。经过多年的发展，公司已构建了以复合调味粉为主导，天然提取物调味料、香辛料、酱类、风味清汤互为补充、协调发展的产品体系。公司产品体系在兼顾市场传统需求的同时，努力创新求变，开发了以排骨味王调味料、益鲜素

调味料、主味素调味料、鲍鱼素调味料等产品为代表的市场独创、概念领先、品质优异的特色产品，力求打造产品差异化，增强公司核心竞争力。公司产品能充分满足各种类型消费者多层次、多用途、多价位的个性化使用需求。

2.3.3 销售渠道优势

公司销售渠道以流通渠道为主，餐饮渠道、特通渠道和海外渠道为辅，覆盖25个省、自治区和直辖市，经销商数量400余家，在以福建为核心的中南、华东地区具有绝对的竞争力。公司渠道主要采取经销商代理制，2014年销售收入占比达96.36%，并有进一步提高的趋势。未来，公司还将进一步加固、扩大对渠道的建设，以获取更高的市场份额。此外，公司在质量控制、生产工艺及配方、产品研发能力等方面均具有自己的竞争优势，是产品能直接出口欧盟的调味品企业之一。公司2011年同比上年新增经销商86家，退出经销商20家；2012年同比2011年新增经销商41家，退出39家；2013年公司新增经销商85家，退出经销商57家。

图表7 公司销售渠道

渠道类型	渠道描述
流通渠道	各级经销商代理本公司产品，通过副食店、农贸市场、批发市场等进行销售。
餐饮渠道	通过餐饮经销商代理本公司产品，主要满足酒店、餐厅的调味品使用。
特通渠道	直接供给食品加工企业作为原辅材料，企事业单位食堂调味品等。
海外渠道	公司直接出口海外市场。

来源 招股说明书 东吴证券研究所

图表8 公司主营业务收入构成情况

项目	2015年1-3月		2014年度		2013年度		2012年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)
复合调味粉	4049	77.30	20,445	78.64	21024	80.42	23283	76.29
天然提取物	166	3.18	570	2.19	177	0.68	688	2.26
调味料								
香辛料	519	9.91	2208	8.49	2122	8.12	2684	8.79
酱类调味品	259	4.96	1290	4.96	1164	4.46	11999	3.93
风味清汤	243	4.65	1483	5.71	1656	6.33	2663	8.73
合计	5238	100.00	25997	100.00	26145	100.00	30518	100

来源 招股说明书 东吴证券研究所

2.3.4 配方的独特性优势，专业的研发团队

复合调味料能否被市场接受不仅取决于其产品质量，还取决于其产品的口感和风味。以董事长林肖芳先生为核心的公司研发团队，根据多年来积累的产品配方经验，配制出了多种符合市场需求的复合调味料。公司在遵循产品质量安全第一的原则基础上，结合公司独特的产品配方，考虑不同区域人

群口味的独特性，分别开发适合不同区域人群口味的产品。

2.4 未来看点

主打“猪肉风味”明确品牌形象定位，创新产品是未来利润的增长动力。未来公司将继续专注于调味品行业，在主导的复合调味品中，进一步聚焦以“排骨味王”为代表的相关猪肉风味调味粉，抢占中国市场中猪肉风味调味料市场份额，将“猪肉风味”这样细分口味打上“安记食品”的烙印，从而强化“安记”在客户中的形象。同时公司会不断研发、优化产品，发展食用菌提取物和利乐包装骨汤等创新型产品，以更好的满足消费者。我们认为，公司目前完全具备食用菌提取物和利乐包装骨汤等产品的技术、生产和管理能力，并建立了完善的销售网络，借助公司产品良好的市场认可度，创新产品的推出将直击市场中对调味品多样性需求不断增加的消费者，创新型产品将会成为公司新的利润增长点。

3. 发行情况及募资用途

本次公开发行的股票数量不超过3000万股，面值1元/股，本次公开发行的股份（包括新股发行及老股转让）不少于本次发行后公司股份总数的25%。发行前每股净资产3.27元。募资项目符合市场发展趋势。公司本次募集资金拟投资的5个项目，其中最主要的两个投资项目用于生产利乐装调味骨汤产品和食用菌提取物，合计占投资总额的62%。募投项目开发的新产品迎合了市场需求，符合未来趋势，项目达产后，将有效扩大公司产品供应品类，增加公司原有的产品体系，从而提高产品的市场占有率，增强公司的定价能力与盈利能力，我们看好此次募投项目，这将有助于巩固和提升公司的行业地位。

公司下辖三个子公司：安记食品（香港）有限公司、福建省永春味安食品有限公司、上海安记食品有限公司。香港安记和上海安记2003年成立，永春味安2009年成立。永春味安位于全国食用菌生产先进县——福建省永春县。香港安记自2003年设立以来一直从事调味品生产销售，而永春味安和上海安记仍处于项目建设阶段，目前尚未完成项目的建设，未开展生产经营。

公司基于多年的管理经验，根据国外市场发展趋势和对国内市场的研判，及时提出了年产10000吨1:1利乐装调味骨汤产品生产项目和年产700吨食用菌提取物及1625吨副产品生产项目

图表9 可比公司估值比较

同行业可比公司	2014年度	2013年度	2012年度
佳隆股份	36.99	38.58	40.65
加加食品	29.98	27.22	25.91
恒顺醋业	39.69	38.53	33.54
海天味业	40.41	39.23	37.28

均值	36.77	35.89	34.34
本公司	39.14	38.53	37.77
与同行业差值	2.37	2.64	3.43

来源 招股说明书 东吴证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

按照此次IPO 发行3000 万股、发行后总股本1.2 亿股计算，预计公司15-17 年EPS 分别为0.49/0.51/0.64 元，参考可比上市公司PE 估值，给予公司2015 年30-40xPE，建议申购。

5. 风险因素

5.1 原材料风险

公司主要原材料如农产品（主要包括胡椒、花椒、茴香、姜黄等）、白糖、味精、肉味香精、I+G、淀粉、盐等均需要从外部采购。2013 年、2012 年及2011 年公司原材料成本占主营业务成本的比重分别为74.85%、78.15%、76.85%。虽然公司已经建立了一套严格、完善、科学的原材料选择、评估与检验监督机制，并有效实施，同时主要供应商也均按公司要求建立了良好的质量控制体系，但影响食品安全的因素较多，采购、运输、生产、储存、销售过程中均可能产生涉及食品安全的随机因素，如果公司采购的原材料出现质量或食品安全问题，在最终产品出厂之前未能及时发现，将会对公司产生不利影响。

5.2 包装物风险

公司对产品包装物供应商进行了严格的选择，要求供应商选用符合食品安全的原材料进行生产，公司也对包装物建立了严格的检测机制。但如果包装物不符合食品安全的要求，而供应商和公司均未及时发现，则可能产生食品安全问题，进而对本公司产生不利影响。

5.3 食品添加剂风险

公司严格按照相关食品安全标准进行食品添加剂的添加与使用，自成立以来，未出现过食品安全事故。但目前社会公众对食品添加剂较为敏感，若其他同类产品因食品添加剂出现问题，公司的产品亦会受到一定程度的影响。

资产负债表 (百万)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	0.0	142.6	417.1	447.7	营业收入	278.9	292.8	322.1	412.3
现金	0.0	0.0	280.0	280.0	营业成本	0.0	190.3	180.4	219.7
应收款项	6.3	6.4	7.1	9.0	营业税金及附加	0.0	1.5	1.6	2.1
存货	0.0	130.4	123.6	150.5	营业费用	0.0	14.6	16.1	20.6
其他	-6.3	5.9	6.4	8.2	管理费用	23.8	24.9	27.3	34.6
非流动资产	376.9	868.9	1356.4	1837.9	财务费用	0.0	14.9	47.7	81.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	10.0	10.0	10.0
固定资产	42.3	531.7	1015.7	1493.9	其他	-260.4	1.5	1.5	1.7
无形资产	43.6	46.2	49.6	53.0	营业利润	-5.3	58.0	60.6	65.2
其他	291.0	291.0	291.0	291.0	营业外净收支	5.3	10.0	10.0	10.0
资产总计	376.9	1011.6	1773.4	2285.7	利润总额	0.0	68.0	70.6	75.2
流动负债	0.0	595.5	1316.6	1785.6	所得税费用	10.6	9.5	9.9	10.5
短期借款	0.0	543.4	1266.0	1723.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	0.0	40.7	39.5	48.1	归属母公司净利润	56.6	58.49	60.71	64.68
其他	0.0	11.4	11.1	13.7	EBIT	255.1	63.0	98.2	137.0
非流动负债	25.8	25.8	25.8	25.8	EBITDA	255.1	75.0	134.3	201.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
					重要财务与估值指				
其他	25.8	25.8	25.8	25.8	标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	25.8	621.2	1342.4	1811.3	每股收益(元)	0	0.49	0.51	0.64
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	0	3.25	3.59	3.95
归属母公司股东					发行在外股份(百万				
权益	351.1	390.3	431.0	474.4	股)	0.0	120.0	120.0	120.0
负债和股东权益总									
计	376.9	1011.6	1773.4	2285.7	ROIC(%)	0	8.2%	6.4%	6.0%
					ROE(%)	16.1%	15.0%	14.1%	13.6%
现金流量表 (百万									
元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	36.0%	34.5%	43.5%	46.2%
经营活动现金流	0.0	-20.1	100.9	109.4	EBIT Margin(%)	91.5%	21.5%	30.5%	33.2%
投资活动现金流	0.0	-504.0	-523.5	-545.8	销售净利率(%)	20.3%	20.0%	18.8%	15.7%
筹资活动现金流	0.0	524.1	702.6	436.4	资产负债率(%)	6.8%	61.4%	75.7%	79.2%
现金净增加额	0.0	0.0	280.0	0.0	收入增长率(%)	4.1%	5.0%	10.0%	28.0%
企业自由现金流	98.0	-524.4	-393.8	-378.3	净利润增长率(%)	7.4%	3.4%	3.8%	6.6%

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、意见及推测不一致的报告。

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>