

2016 年 08 月 01 日

李晓璐

c0049@capital.com.tw

目标价(元)

8.00

公司基本资讯

产业别	食品饮料		
A 股价(2016/8/1)	7.20		
深证成指(2016/8/1)	10185.48		
股价 12 个月高/低	18.45/5.01		
总发行股数(百万)	1152.00		
A 股数(百万)	1128.03		
A 市值(亿元)	81.22		
主要股东	湖南卓越投资有限公司 (18.79%)		
每股净值(元)	1.61		
股价/账面净值	4.47		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	1.1	6.8	11.7

近期评等

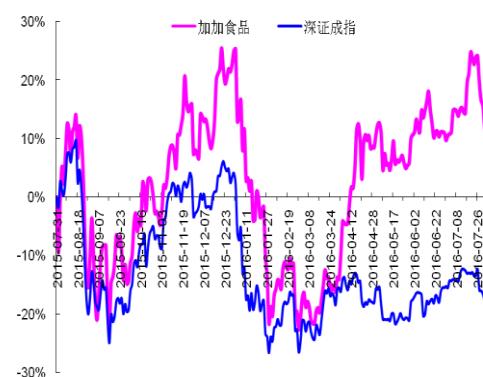
出刊日期	前日收盘	评等
2015-03-20	12.2	买入
2014-11-28	13.41	买入

产品组合

酱油	54.1%
植物油	25.5%
味精	11.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.7%
一般法人	50.0%

股价相对大盘走势

加加食品(002650.SZ)
Hold 持有
预计 2016 年上半年主业经营业绩录得微幅增长
结论与建议:

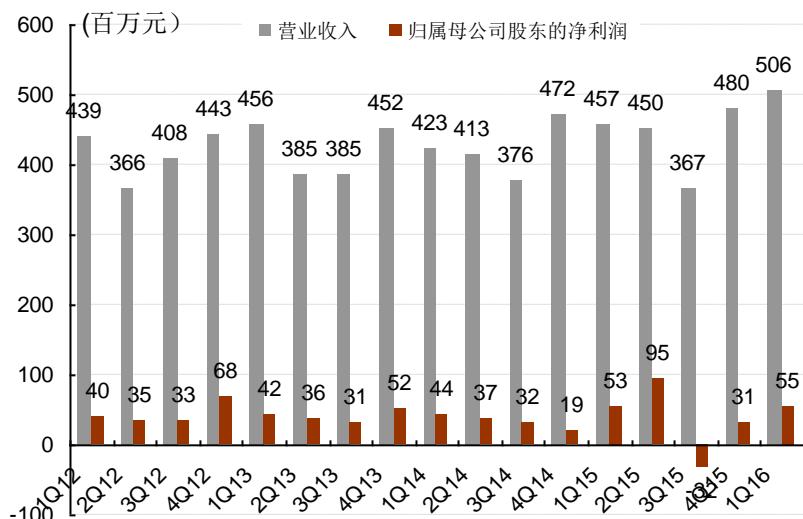
公司预计 2016 年上半年营收同比增长 6%，同时由于去年同期投资收益使基期垫高，预计纯利同比下降 34%。我们预估主业纯利同比增长 5%。我们看好酱油行业消费升级所带来的巨大市场，公司作为小而美的酱油品牌，目前处在营销变革的过程中。目前股价对应 2017 年 PE 为 58 倍，估值偏高，给予持有投资建议。

- 公司发布业绩快报，预计 2016 年上半年实现营业收入为 9.62 亿元，同比增 5.96%；实现归属于母公司所有者的净利润为 9791.16 万元，同比减 34.01%；基本每股收益为 0.09 元，同比减 30.77%。上半年归母净利润下降主要系毛利润下降以及公司的投资收益同比下降 91.08%（绝对值减少 7,939.26 万元）。
- 根据我们测算，若扣除投资收益的影响，预计主业营业利润增加 522.55 万元，预估税后纯利同比增加 392 万元，同比增长 4.8%（2015 年上半年扣非后实现归母净利润为 8142.21 万元，同比增长 2.75%）。整体看，公司的主业业绩均录得微幅增长，表现尚可。
- 分季度看，2Q 预计实现营业收入 4.56 亿元，同比增长 1.33%；预计实现净利润 4489.66 万元，同比下降 53%。根据我们测算，若扣除投资收益的影响，2Q 实现净利润 3502 万元，同比增长 22.86%（2015 年 2Q 扣非后实现归母净利润为 2850.2 万元）。
- 公司主营“加加”牌酱油，营收占比超过 50%。从所处的行业看，调味料整体行业增长确定，未来的前景看好。公司的酱油大单品“原酿造”和“面条鲜”毛利率在 50% 左右，20 万吨高端酱油项目于 2015 年投产，产能释放期预计三年，希望拓展一线和二线城市的商超渠道，但在经济增速放缓的背景下，公司的新品推进和产能的释放速度受到一定负面的影响，使得业绩增速受到影响。此外，公司积极发展多品类调味料，含食醋、鸡精、味精、酱料和普通食用油、高档茶籽油等。
- 公司建立激励机制，推出员工持股计划，2016 年 1 月 6 日第一期员工持股计划完成购买，通过二级市场累计购入公司股票 4195.6 万股，交易均价为 7.57 元/股。目前股价 7.2 元，上述激励机制为目前的股价提供了较好的安全边际。
- 2015 年下半年扣非后公司实现归属上市公司净利润 2707 万元，基期很低，因此 2016 年下半年业绩增速有可能快于上半年。综上，我们预计公司 2016 年和 2017 年可分别实现净利润 1.34 亿元（同比下降 8.73%，扣非后同比增长约 24%，EPS 为 0.12 元）1.45 亿元（同比增加 7.53%，EPS 为 0.13 元）。

.....接续下页.....

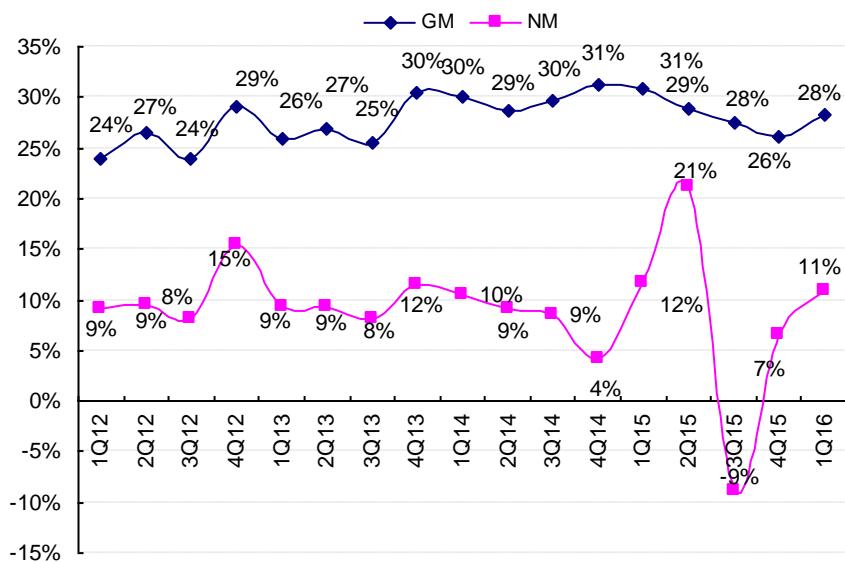
年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	176	162	133	147	134	145
同比增减	%	11.49	-7.94	-17.91	10.86	-8.73	7.53
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.92	0.70	0.29	0.13	0.12	0.13
同比增减	%	-29.77	-23.91	-58.57	-55.17	-10.22	7.53
市盈率(P/E)	X	7.89	10.37	25.03	55.85	62.20	57.85
股利 (DPS)	RMB 元	0.60	0.60	0.10	0.04	0.04	0.04
股息率 (Yield)	%	8.26	8.26	1.38	0.55	0.48	0.52

图 1：加加食品分季度营业收入和净利润率 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益证券整理

图 2：加加食品分季度毛利率和净利润率 单位：%



资料来源：公司公告，群益证券整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
营业收入	1657	1678	1685	1755	1820	1911
经营成本	1227	1221	1180	1258	1337	1395
营业税金及附加	8	7	8	6	6	6
销售费用	164	184	232	188	188	198
管理费用	62	78	89	101	105	110
财务费用	-25	-12	2	9	12	13
资产减值损失	0	0	2	13	10	10
投资收益	0	1	1	25	11	14
营业利润	221	200	173	205	173	193
营业外收入	15	21	7	3	6	3
营业外支出	0	2	0	1	0	0
利润总额	235	219	179	207	179	196
所得税	59	58	47	59	44	51
少数股东损益	0				0	1
归属于母公司所有者的净利润	176	162	133	147	134	145

附二: 合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
货币资金	1115	536	490	303	338	528
应收账款	17	17	48	38	42	48
存货	166	193	205	269	323	388
流动资产合计	1298	1121	908	750	765	781
长期股权投资	0	0	1	2	2	2
固定资产	174	241	239	1079	1295	1554
在建工程	135	655	823	475	332	233
非流动资产合计	393	1000	1390	1947	1986	2025
资产总计	1867	2121	2298	2697	2751	2806
流动负债合计	168	364	535	824	906	996
非流动负债合计	0	10	23	29	31	35
负债合计	168	375	558	852	937	1031
少数股东权益	0	0	1	2	8	32
股东权益合计	1699	1746	1741	1845	1806	1743
负债及股东权益合计	1867	2121	2298	2697	2751	2806

附三: 合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
经营活动产生的现金流量净额	148	130	264	182	127	153
投资活动产生的现金流量净额	-394	-458	(371)	(271)	-147	-20
筹资活动产生的现金流量净额	-345	-105	92	24	54	58
现金及现金等价物净增加额	-591	-433	(15)	(65)	34	191

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。