

加加食品 (002650)

公司研究/简评报告

三季度环比改善，产品结构处于升级阶段

—加加食品 (002650) 2017 年三季报点评

简评报告/食品饮料

2017 年 10 月 20 日

一、事件概述

公司发布 2017 年三季报，2017 前三季度实现营业收入 13.59 亿元，同比增长 1.47%；归母净利润 1.29 亿元，同比增长 0.71%；实现每股收益 0.11 元。单三季度实现营业收入 3.83 亿元，同比增长 1.44%；归母净利润 0.29 亿元，同比下降 1.41%。

二、分析与判断

➤ 三季度收入环比有所改善，受益于“双轮驱动”营销策略

公司前三季度营业收入实现同比增长 1.47%，单三季度营收同比增长 1.44%，二季度有所改善（二季度收入同比下降 0.91%）。这主要是受益于公司在去年提出酱油和植物油“双轮驱动”的营销策略，紧紧把握调味品消费升级大趋势，依托公司强大的经销商体系，酱油和植物油业务均保持稳定增长，尤其是植物油在湖南、江西等地取得领先市场地位，未来有可能成为新的增长点。

➤ 毛利率重回 28% 水平，销售费用率有所上升

公司前三季度毛利率重回 28% 水平，之前由于低毛利的植物油收入占比提升，导致毛利率有所下降，公司调整营销策略后，高端酱油占比有所提高，尤其是“原酿造”增长较乐观。三季度销售费用率为 8.3%，较上半年增长 6 个百分点，主要是公司的营销策略改变、大单品战略导致的铺货、推广费用增加所致。

➤ 新厂释放部分产能，促进公司产品结构升级

新厂逐渐承接老厂产能，由于老工厂工艺、设备较为落后，20 万吨产能设计的新厂将陆续进入产能释放阶段，同时旧厂产能将逐步被淘汰掉。新厂的生产工艺、设备更加先进，能够顺应目前的消费升级趋势，完成公司产品结构升级需求。

三、盈利预测与投资建议

作为调味品一线企业，受益于消费升级，公司调味品业务稳定发展。我们预计 17-19 年营收分别为 20.75/23.24/26.50 亿元，增速分别为 10%/12%/14%；净利润分别为 1.71/2.13/2.60 亿元，增速分别为 13.6%/24.6%/22.3%；EPS 分别为 0.15/0.18/0.23 元，对应 PE 分别为 43/35/28X，给予 45-47X 估值，对应估值区间为 6.75-7.05 元，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

市场营销不及预期，原料价格波动，食品安全问题。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,887	2,075	2,324	2,650
增长率（%）	7.5%	10.0%	12.0%	14.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	150	171	213	260
增长率（%）	1.9%	13.6%	24.6%	22.3%
每股收益（元）	0.13	0.15	0.18	0.23
PE（现价）	49.2	43.2	34.6	28.3
PB	3.8	3.5	3.2	2.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

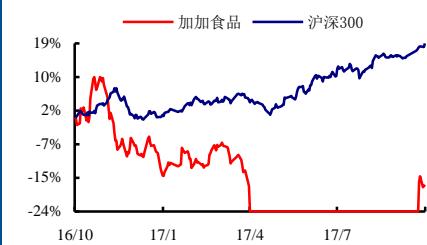
强烈推荐 首次评级

合理估值： 6.75—7.05 元

交易数据 2017-10-19

收盘价（元）	6.39
近 12 个月最高/最低	8.54/5.88
总股本（百万股）	1,152
流通股本（百万股）	945
流通股比例（%）	82.07
总市值（亿元）	73
流通市值（亿元）	60

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind, 民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号：S0100512100003

电话：010-85127729

邮箱：chenbairu@mszq.com

研究助理：汪玲

执业证号：S0100117030004

电话：010-85127665

邮箱：wangling@mszq.com

研究助理：黄瑞云

执业证号：S0100116070069

电话：010-85127728

邮箱：huangruiyun@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,887	2,075	2,324	2,650
营业成本	1,368	1,484	1,652	1,860
营业税金及附加	15	11	13	16
销售费用	184	237	247	281
管理费用	112	117	134	153
EBIT	208	226	278	339
财务费用	14	13	13	13
资产减值损失	16	0	0	0
投资收益	8	11	15	11
营业利润	186	224	280	337
营业外收支	4	4	3	4
利润总额	190	228	284	341
所得税	40	58	71	81
净利润	150	171	213	260
归属于母公司净利润	150	171	213	260
EBITDA	281	351	412	510
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	242	180	288	543
应收账款及票据	75	63	73	82
预付款项	99	136	138	154
存货	309	281	325	370
其他流动资产	12	12	12	12
流动资产合计	737	674	837	1162
长期股权投资	216	216	216	216
固定资产	1583	2030	2627	3142
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2113	2250	2411	2471
资产合计	2851	2924	3248	3633
短期借款	240	240	240	240
应付账款及票据	434	337	420	516
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	853	755	867	992
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	47	47	47	47
非流动负债合计	47	47	47	47
负债合计	900	802	914	1039
股本	1152	1152	1152	1152
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1951	2121	2334	2594
负债和股东权益合计	2851	2924	3248	3633

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	7.5%	10.0%	12.0%	14.0%
EBIT 增长率	2.7%	8.4%	23.4%	21.8%
净利润增长率	1.9%	13.6%	24.6%	22.3%
盈利能力				
毛利率	27.5%	28.5%	28.9%	29.8%
净利润率	8.0%	8.2%	9.1%	9.8%
总资产收益率 ROA	5.3%	5.8%	6.5%	7.2%
净资产收益率 ROE	7.7%	8.0%	9.1%	10.0%
偿债能力				
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.8
现金比率	0.3	0.2	0.3	0.5
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	10.4	8.8	9.4	9.5
存货周转天数	77.1	69.2	71.7	72.7
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.1	0.1	0.2	0.2
每股净资产	1.7	1.8	2.0	2.3
每股经营现金流	0.3	0.2	0.3	0.4
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	49.2	43.2	34.6	28.3
PB	3.8	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	26.2	21.1	17.7	13.8
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	150	171	213	260
折旧和摊销	89	126	134	171
营运资金变动	114	(95)	57	54
经营活动现金流	363	185	385	470
资本开支	370	258	292	227
投资	(102)	0	0	0
投资活动现金流	(400)	(246)	(277)	(216)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(85)	0	0	0
筹资活动现金流	(64)	0	0	0
现金净流量	(101)	(61)	108	254

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

汪玲，农林牧渔行业研究助理，中央财经大学会计硕士。五年大型资产管理公司从业经验，2017年加入民生证券。

黄瑞云，中国社会科学院金融学硕士，2016年加入民生证券研究院，从事食品饮料行业及上市公司研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、財務状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。