

食品饮料/必需消费

加加食品 (002650)

发力 O2O 电商平台有望提升估值

——投资云厨电商点评报告

	柯海东 (分析师)	吕明 (分析师)	胡春霞 (分析师)
	0755-23976221	021-38675864	021-38676186
	kehaidong013145@gtjas.com	lvming@gtjas.com	huchunxia@gtjas.com
证书编号	S0880513050001	S0880514080005	S0880511010015

本报告导读:

公司投资“云厨”电商,打造 O2O 电商平台,体现积极创新商业模式的决心,有望提升估值,同时也利于公司主业增加新的销售渠道,维持增持评级,继续重点推荐。

投资要点:

- **维持“增持”。**维持 2015-16 年 EPS 预测 0.40、0.51 元,考虑到公司控股云厨电商在 O2O 商业平台上的潜力,参考海天味业、中炬高新等调味品龙头 2015 年市销率已在 5 倍以上,上调加加食品目标价至 21.7 元 (对应 2015 年 5 倍 PS,此前为 20.4 元),维持“增持”评级。
- **投资 O2O 电商平台,有望提升估值水平及提供新增长点。**公司作为天使投资人投资长沙云厨电商 5000 万元,持有云厨电商 51% 股权。
 - 1) **商业模式:**云厨电商拟整合长沙市社区便利店资源,以 O2O 模式专门销售厨房生活必需品 (菜米油盐酱醋茶等);
 - 2) **项目进展:**预计“云厨”APP 及官网很快上线,前期以长沙市场为主,规划到 2016 年会员可达到 100 万,未来拓展到一二线城市;
 - 3) 我们认为投资云厨电商体现公司积极进行商业模式创新的决心与动力,且“云厨”重点销售的厨房必需品量大、动销快,容易与消费者建立粘性,比本地类似的 O2O 平台更具特色。若云厨获得成功,也将使公司主业的调味品、植物油新增销售渠道。
- **“大单品”策略初见成效,主业有望改善。**Q1 大单品“原酿造”保持较快增长,预计 2015 年收入可达 1 亿,有潜力成为上 10 亿大单品。
- **期待定增落地加速外延发展。**公司拟向大股东定增 4.5 亿,增发底价 10.63 元,预计锁定三年后成本价 13.4 元 (假设资金成本 8%),提供安全边际,定增尚待证监会审批,期待尽快落地,加速外延增长。
- **风险提示:**新产品释放低于预期、原材料价格波动、食品安全问题

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,678	1,685	1,970	2,260	2,613
(+/-)%	1%	0%	17%	15%	16%
经营利润 (EBIT)	188	175	213	268	346
(+/-)%	-4%	-7%	22%	26%	29%
净利润	162	133	183	237	306
(+/-)%	-8%	-18%	38%	29%	29%
每股净收益 (元)	0.35	0.29	0.40	0.51	0.66
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	11.2%	10.4%	10.8%	11.9%	13.3%
净资产收益率 (%)	9.3%	7.6%	10.0%	12.0%	14.0%
投入资本回报率 (%)	11.6%	10.1%	13.5%	15.6%	19.5%
EV/EBITDA	16.0	37.6	32.2	26.1	20.1
市盈率	48.9	59.5	43.2	33.5	25.9
股息率 (%)	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 21.70

上次预测: 20.40

当前价格: 17.17

2015.05.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.28-19.09
总市值 (百万元)	7,912
总股本/流通 A 股 (百万股)	461/461
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	919.81
日均成交值 (百万元)	142.88

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,794
每股净资产	3.89
市净率	4.4
净负债率	-5.52%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.10	0.13
Q2	0.08	0.11
Q3	0.07	0.10
Q4	0.04	0.06
全年	0.29	0.40

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	41%	104%
相对指数	2%	9%	-4%

相关报告

《2015Q1 业绩改善,期待外延并购落地》
2015.04.24

《大单品战略驱动主业提速,外延扩张蓄势待发》2015.04.12

《企业所得税税率大幅下调,利好盈利提升》
2015.03.31《“大单品”稳步推进,定增强化并购预期》
2015.03.20

《打造高端单品及具外延式扩张能力值得期

模型更新时间: 2015.05.15

股票研究

必需消费

食品饮料

加加食品 (002650)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **21.70**

上次预测: 20.40

当前价格: 17.17

公司网址

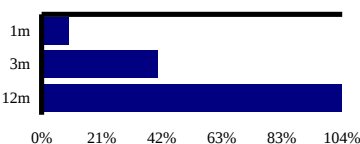
www.jiajiagroup.com

公司简介

 公司是一家集研发、生产、营销于一体
 的大型调味品生产企业。

 主营业务为酱油、食用植物油和其他调
 味品的研发、生产和销售。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

8.28-19.09

市值 (百万)

7,912

财务预测 (单位: 百万元)

损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

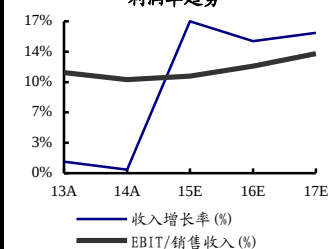
股息率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	1,678	1,685	1,970	2,260	2,613
营业成本	1,221	1,180	1,374	1,552	1,762
税金及附加	7	8	10	11	13
销售费用	184	232	270	310	358
管理费用	78	89	102	119	133
EBIT	188	175	213	268	346
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	1
财务费用	-12	2	4	-2	-5
营业利润	200	173	209	271	353
所得税	58	47	32	42	54
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	162	133	183	237	306
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	556	490	365	325	472
其他流动资产	16	13	0	0	0
长期投资	0	213	213	213	213
固定资产合计	902	1,074	1,204	1,279	1,353
无形及其他资产	96	96	89	89	89
资产合计	2,121	2,298	2,394	2,506	2,763
流动负债	364	535	561	528	568
非流动负债	10	23	1	3	6
股东权益	1,746	1,741	1,831	1,976	2,189
投入资本(IC)	1,190	1,278	1,344	1,461	1,511
现金流量表					
NOPLAT	139	130	181	228	294
折旧与摊销	26	29	24	24	24
流动资金增量	-19	74	-33	-42	25
资本支出	-572	-192	-142	-91	-91
自由现金流	-426	41	30	118	252
经营现金流	130	264	198	214	347
投资现金流	-458	-371	-140	-90	-90
融资现金流	-105	92	-182	-164	-110
现金流净增加额	-433	-15	-125	-40	147
财务指标					
成长性					
收入增长率	1.3%	0.4%	16.9%	14.7%	15.6%
EBIT 增长率	-4.1%	-6.7%	21.7%	25.7%	29.3%
净利润增长率	-7.9%	-17.9%	37.7%	29.3%	29.2%
利润率					
毛利率	27.2%	30.0%	30.2%	31.3%	32.6%
EBIT 率	11.2%	10.4%	10.8%	11.9%	13.3%
净利率率	9.6%	7.9%	9.3%	10.5%	11.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.3%	7.6%	10.0%	12.0%	14.0%
总资产收益率(ROA)	7.6%	5.8%	7.6%	9.4%	11.1%
投入资本回报率(ROIC)	11.6%	10.1%	13.5%	15.6%	19.5%
运营能力					
存货周转天数	54	62	58	60	59
应收账款周转天数	4	7	5	6	6
总资产周转天数	434	479	435	396	368
净利润现金含量	0.80	1.98	1.08	0.90	1.13
资本支出/收入	34%	11%	7%	4%	3%
偿债能力					
资产负债率	17.7%	24.3%	23.5%	21.2%	20.8%
净负债率	-31.9%	-14.4%	-15.0%	-15.3%	-21.3%
估值比率					
PE	48.9	59.5	43.2	33.5	25.9
PB	2.3	4.5	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA	16.0	37.6	32.2	26.1	20.1
P/S	2.4	4.7	4.0	3.5	3.0
股息率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%

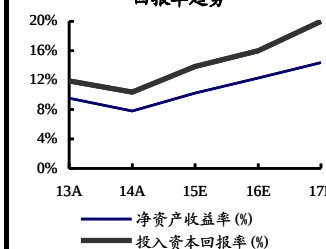
股票绝对涨幅和相对涨幅



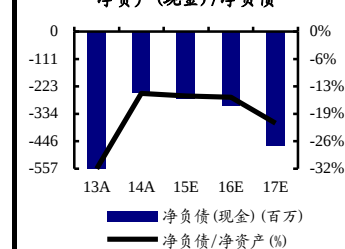
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		