

收购来思尔仍需整合，水牛奶市场尚待开拓 增持维持

事件:

皇氏乳业上半年共实现营业收入 3.4 亿元，同比增长 51%；归属母公司的净利润 1877 万元，同比下降 44%，EPS0.09 元。控股子公司来思尔投资 2000 万设立全资子公司大理来思尔核桃乳有限公司。

对此，我们点评如下：

- **合并来思尔打开省外市场，2Q销售收入YOY45%：**2Q单季度公司实现营业收入1.9亿元，环比提高23%，同比增加45%。上半年乳制品实现收入3.3亿，YOY50%，其他饮料和食品收入330万元，YOY81%，受省外拓展以及合并云南来思尔对收入的带动作用，上半年省外实现收入9697万元，收入占比由年底16%提升至29%。
- **合并来思尔拉低毛利率，推新品提高销售费用率，盈利性下降：**去年收购的来思尔盈利能力较差，拉低整体毛利率，整合效果预计明年才会显现。2Q单季度公司毛利率34.4%，环比小幅下滑0.7个百分点，同比下降6.7个百分点。增加新品摩拉菲尔的广告投入导致上半年销售费用率同比提高1.8个百分点。上半年管理费用率和财务费用率合计7.39%，同比提高0.7个百分点。综合影响下公司盈利能力大幅减弱，净利率下降8个百分点至6.9%。
- **省内巴氏奶快速增长，摩拉菲尔在省外开拓仍有待观察：**公司在广西市场巴氏奶占有率第一，瓶装奶订户保持每年20%的稳定增长，随着冷链下沉到县乡一级有望带动低温奶销售翻番增长。而高端水牛奶摩拉菲尔目前仍在市场开拓期，但“夸大宣传”事件推迟了宣传计划，产品放量时间可能被推迟，对推广摩拉菲尔的大量投入拉低公司业绩，我们认为公司新品的市场导入效果仍然有待确认。此外，来思尔公司拟通过设立全资子公司专业从事核桃蛋白乳饮料的生产及销售，有利于拓展产业链，培育新的利润增长点。
- **盈利预测及投资建议：**鉴于宏观经济下滑，以及摩拉菲尔销售前景仍不明朗，我们下调公司盈利预测，预计12-14年收入分别为7亿、8.5亿和10.2亿，YOY为22%、21%和21%；归属母公司的净利润分别为0.5亿、0.6亿和0.8亿，YOY为-10%，18%和23%；EPS分别为0.248元、0.292元和0.36元，维持“增持”评级。

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	411	572	700	846	1,021
YOY	35%	39%	22%	21%	21%
净利润	57	59	53	62	77
YOY	25%	4%	-10%	18%	23%
EPS (元)	0.266	0.275	0.248	0.292	0.360
净利率	13.9%	10.3%	7.6%	7.4%	7.5%

食品饮料行业

分析师:

苏青青 (S1180512060001)

电话: 021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

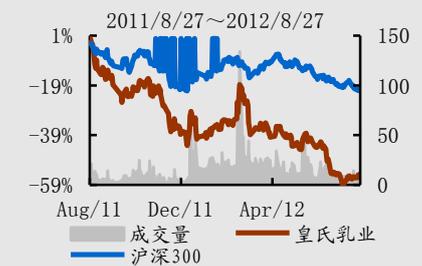
联系人:

陈嵩昆

电话: 021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

1 《皇氏乳业 (002329) 宏源证券-调研报告-皇氏乳业：省内实在增长，省外值得期待-002329-食品饮料-苏青青》，2012.5

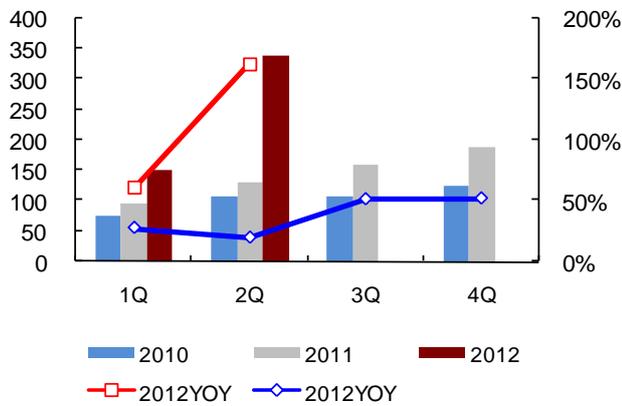
主要财务指标和经营情况

图表 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1H11	3Q11	2011	1Q12	1H12	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	224	385	572	152	339	51%	123%	公司开拓省外市场带动销售增长及合并云南来思尔公司所致。
-营业成本	60%	62%	62%	65%	65%	5.7	0.4	销售收入增长相应成本增加及合并云南来思尔公司所致。
=毛利	40%	38%	38%	35%	35%	-5.7	-0.4	合并来思尔致毛利率下滑
-营业税金及附加	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%	-0.1	-0.1	
-销售费用	19.9%	20.5%	21.8%	23.6%	21.6%	1.8	-2.0	人员工资、运输费用、广告宣传费用增加及合并云南来思尔公司所致。
-管理费用	6.5%	6.5%	6.1%	6.6%	6.5%	-0.1	-0.1	人员工资增加及合并云南来思尔公司所致
-财务费用	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.6%	0.9%	0.8	1.5	内短期借款增加导致利息支出增加及报告期内利息收入减少
-资产减值损失	0.2%	0.1%	0.6%	0.0%	0.5%	0.3	0.5	计提坏账准备增加及合并云南来思尔公司所致。
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1	-0.1	
+营业外收支	3.2%	2.1%	2.9%	2.9%	3.0%	-0.2	0.1	政府补助收入增加, 处置生产性生物资产减少
=利润总额	16.3%	12.6%	11.6%	8.0%	7.8%	-8.5	-0.2	毛利率下降
-所得税费用	1.3%	1.3%	0.6%	0.8%	0.8%	-0.5	0.0	
-少数股东损益	-0.1%	0.5%	0.7%	1.2%	1.4%	1.5	0.1	
=归属于母公司所有者净利润	15.0%	10.7%	10.3%	5.9%	5.5%	-9.5	-0.4	毛利率下降

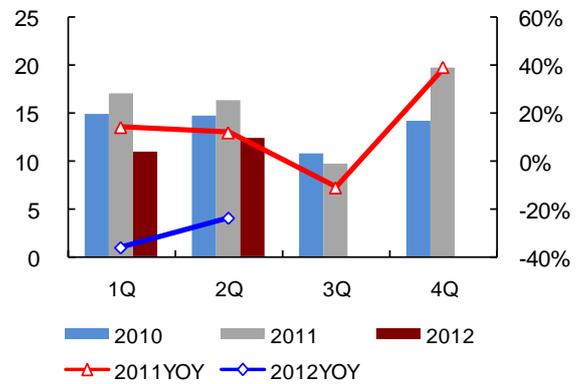
资料来源: 宏源证券研究所

图表 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



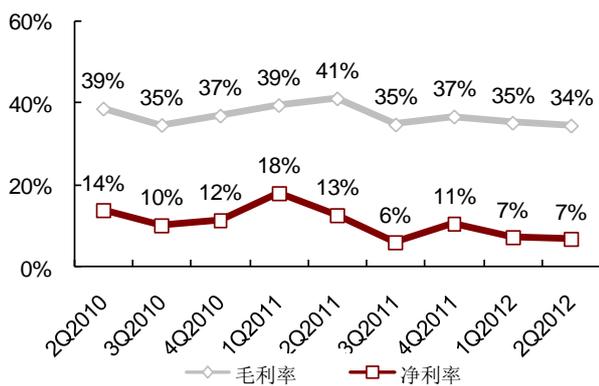
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 4: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 6: 分项目收入预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
乳制品						
销售收入 (百万元)	302	399	558	680	817	980
YoY	18.5%	31.9%	39.9%	22.0%	20.0%	20.0%
销售成本 (百万元)	177	247	345	442	527	627
毛利 (百万元)	125	152	213	238	290	353
毛利率	41.5%	38.2%	38.2%	35.0%	35.5%	36.0%
其他饮料及食品						
销售收入 (百万元)	2	5	11	20	30	42
YoY	#DIV/0!	141.7%	104.3%	80.0%	50.0%	40.0%
销售成本 (百万元)	1	5	9	12	18	25
毛利 (百万元)	1	1	2	8	12	17
毛利率	33.6%	13.8%	16.0%	40.0%	40.0%	40.0%
主营业务收入	304	404	569	700	846	1021
其他业务收入	0.36	7.05	3.69	0.00	0.00	0.00
业务总收入	305	411	572	700	846	1021
YoY	18.7%	34.9%	39.3%	22.3%	20.8%	20.7%
主营业务成本	178	251	354	454	544	652
其他业务成本	0	7	4	0	0	0
业务总成本	178	258	358	454	544	652
毛利率	41.5%	37.3%	37.5%	35.1%	35.7%	36.2%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 7: 三张财务报表分析摘要
财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表					资产负债表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	572	700	846	1,021	货币资金	245	200	250	300
YOY	39%	22%	21%	21%	应收和预付款项	196	257	310	374
营业成本	358	454	544	652	存货	61	87	104	125
毛利	215	246	302	369	其他流动资产	9	1	1	1
% 营业收入	38%	35%	36%	36%	长期股权投资	10	10	10	10
营业税金及附加	3	4	5	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产和在建工程	490	580	630	680
销售费用	125	147	183	219	无形资产和开发支出	56	60	63	66
% 营业收入	21.8%	21.0%	21.6%	21.4%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	35	44	51	61	资产总计	1042	1167	1295	1431
% 营业收入	6.1%	6.3%	6.0%	6.0%	短期借款	88	107	139	155
财务费用	-1	3	4	5	应付和预收款项	95	127	153	183
% 营业收入	-0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0	其他负债	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	219	234	291	339
投资收益	0	0	0	0	股本	214	214	214	214
营业利润	50	48	59	79	资本公积	376	376	376	376
% 营业收入	8.8%	6.9%	7.0%	7.7%	留存收益	201	248	311	388
营业外收支	16	15	15	15	归属母公司股东权益	791	838	901	978
利润总额	67	63	74	94	少数股东权益	88	95	103	115
% 营业收入	11.6%	9.0%	8.8%	9.2%	股东权益合计	879	933	1003	1092
所得税费用	4	3	4	5	负债和股东权益合计	1097	1167	1295	1431
净利润	63	60	70	89					
归属于母公司所有者的净利润	59	53	62	77					
少数股东损益	4	7	8	12					
现金流量表					财务指标				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	5	45	71	88	毛利率	38%	35%	36%	36%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	28%	28%	28%	28%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	9%	7%	8%	8%
无形资产投资	-141	-65	-45	-45	EBITDA/销售收入	16%	14%	14%	14%
固定资产投资	0	-90	-50	-50	销售净利率	11%	9%	8%	9%
其他	0	19	0	0	ROE	7%	6%	7%	8%
投资活动现金流净额	-114	-66	-45	-45	ROA	5%	5%	5%	5%
债券融资	-2	-30	0	0	ROIC	5%	5%	5%	6%
股权融资	0	-6	0	0	销售收入增长率	39%	22%	21%	21%
银行贷款增加(减少)	0	19	32	17	EBIT 增长率	14%	-3%	24%	32%
筹资成本	-1	3	4	5	EBITDA 增长率	29%	6%	21%	22%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	15%	-5%	17%	26%
筹资活动现金流净额	-19	-24	24	7	总资产增长率	19%	12%	11%	11%
现金净流量	-128	-45	50	50	股东权益增长率	17%	6%	8%	9%
					经营现金净流增长率	-82%	823%	58%	23%
					流动比率	2.4	2.3	2.3	2.4
					速动比率	2.1	2.0	1.9	2.0
					应收账款周转天数	95.5	90.0	90.0	90.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达40%; 在11年7月8日(27元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达151%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在58-64元, 股价表现与分析结论一致; 11年11月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会, 截止今日涨幅123%; 近期成功挖掘古越龙山投资机会。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
区域	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
区域	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。