

深耕优势区域，期待盈利能力提升

增持 维持

事件：

公司公布 2012 年年报，实现营业收入 7.5 亿元，YOY31.76%；归属母公司净利润 3264 万元，YOY-44.61%，对应 EPS 为 0.15 元，符合业绩预告；公司拟每 10 股派现金红利 2 元（含税）。

对此，我们点评如下：

- **合并来思尔带来并表效应，全年省外收入同比增长157%：**受2011年下半年合并来思尔以及公司加大省外资源投放的影响，公司全年省外营业收入2.4亿元，同比增长157%，占营业收入的33%，同比提高16.5个百分点；同时公司收缩了省内市场费用投放，省内营业收入仅同比增长2.6%，增速同比下滑17个百分点；剔除并表因素，我们预计公司全年收入增长20%左右；此外，从单季度来看，4Q实现营业收入2亿元，YOY9.5%，增速同比下滑43个百分点。
- **合并来思尔拉低整体毛利率，叠加费用率上升影响，公司净利率同比下降6个百分点：**主销云南市场的来思尔以销售低端产品为主，与省内市场40%的毛利率相比，省外市场毛利率仅为23%，加之原材料和人工成本的上升，公司全年毛利率33.7%，同比下滑3.9个百分点；此外，合并来思尔以及人员工资增加致公司管理费用率同比提高0.8个百分点，短期借款增加致财务费用率同比提高1.6个百分点，从而导致公司净利率仅为4.3%，同比下滑6个百分点。
- **13年回归优势区域，深耕广西和云南市场，期待盈利能力提升：**公司前期着力拓展摩拉菲尔等水牛奶在省外市场销售，费用投放过高，销售未达预期，从而引起亏损；13年公司深耕省内和云南市场，做强巴氏奶和酸奶，省内收入增速有望重回20%；此外，公司从12年下半年开始调整了北上广深等一线城市的销售策略，13年将以利润为中心，通过费用控制和产品结构优化，有望实现盈利能力的提升。
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年公司营业收入分别为 9.9 亿、12.8 亿和 16.6 亿，YOY 分别为 31.2%、29.5%和 29.6%；净利润分别为 0.57 亿、0.69 亿和 0.84 亿，YOY 为分别 45%，20.8%和 23.1%；EPS 分别为 0.265 元、0.32 元和 0.394 元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	572	754	990	1,282	1,662
增长率 (%)	39.3%	31.8%	31.2%	29.5%	29.6%
归母净利润(百万)	63	39	57	69	84
增长率 (%)	14.9%	-37.9%	45.0%	20.8%	23.1%
每股收益	0.275	0.153	0.265	0.320	0.394
市盈率	50	71	41	34	28

食品饮料行业

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

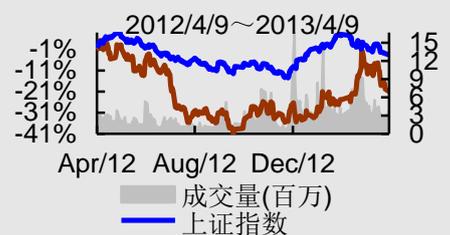
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《山西汾酒：12 年增长健康，估值恢复合理水平》

2013/4/9

《伊利股份：海外项目获批，看好盈利能力提升》

2013/4/9

《四月精选绩优食品，布局优质白酒》

2013/4/9

《行业动态跟踪》

2013/4/7

《行业动态跟踪》

2013/3/21

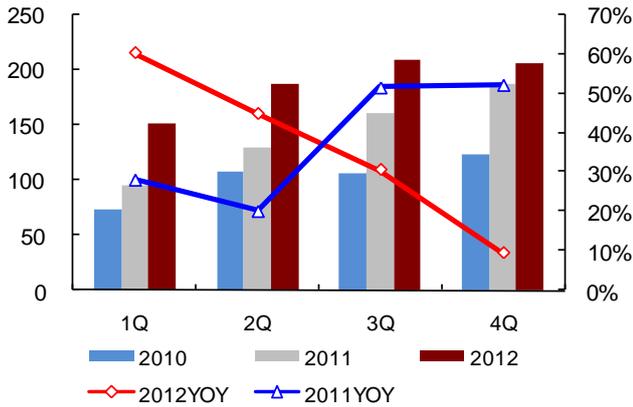
公司财务数据点评

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	188	152	187	210	206	10%	-2%	区外销售增长及合并云南来思尔公司所致
-营业成本	63%	65%	66%	69%	65%	1.9	-3.8	
=毛利	37%	35%	34%	31%	35%	-1.9	3.8	毛利同比减少主要是由于低毛利率的来思尔产品收入占比增加
-营业税金及附加	1%	1%	0%	0%	0%	-0.1	0.0	
-销售费用	24%	24%	20%	21%	24%	-0.8	2.9	人员工资、运输费用增加及合并云南来思尔所致
-管理费用	5%	7%	6%	6%	8%	3.0	2.2	人员工资增加及合并云南来思尔所致
-财务费用	0%	-1%	2%	2%	2%	2.4	0.4	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所致
-资产减值损失	1.6%	0.0%	1.0%	0.0%	-0.6%	-2.2	-0.6	期计提坏账准备减少
+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	0.3%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.3	-0.2	
+营业外收支	4.4%	13.2%	3.1%	1.0%	3.8%	-0.5	2.8	
=利润总额	9.7%	8.0%	7.6%	3.3%	4.7%	-5.0	1.4	毛利率同比下降，费用率同比上升
-所得税费用	-0.8%	0.8%	0.9%	0.5%	-0.1%	0.7	-0.7	
-少数股东损益	1.2%	1.2%	1.5%	0.5%	0.3%	-0.9	-0.2	
=归属于母公司所有者净利润	9.4%	5.9%	5.2%	2.2%	4.5%	-4.8	2.4	毛利率同比下降，费用率同比上升

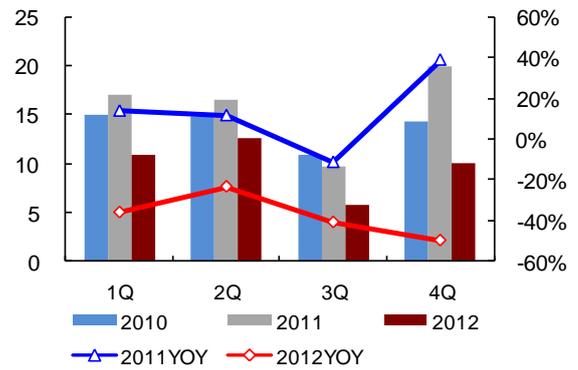
资料来源：上市公司年报，宏源证券研究所

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



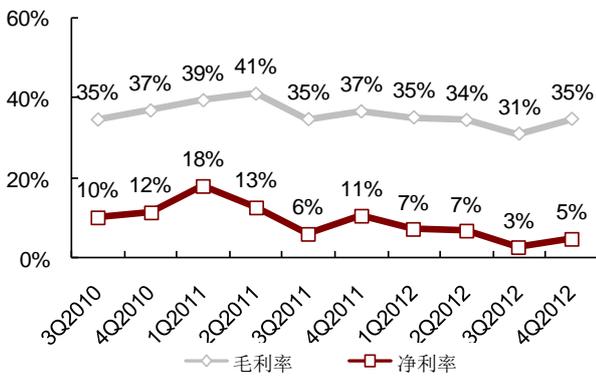
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



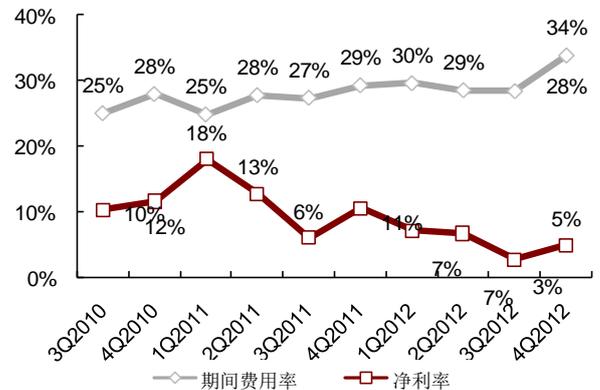
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 4: 分季度毛利率与净利率关系图



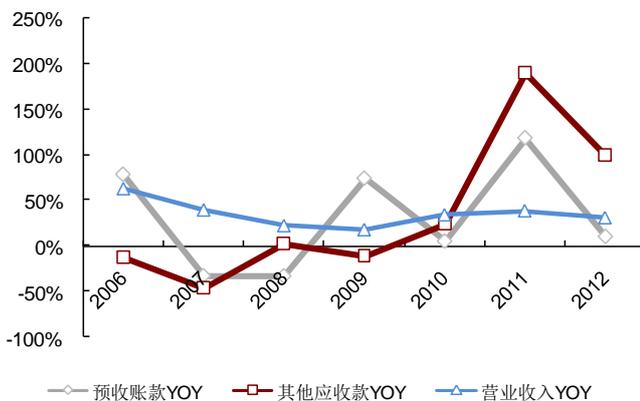
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



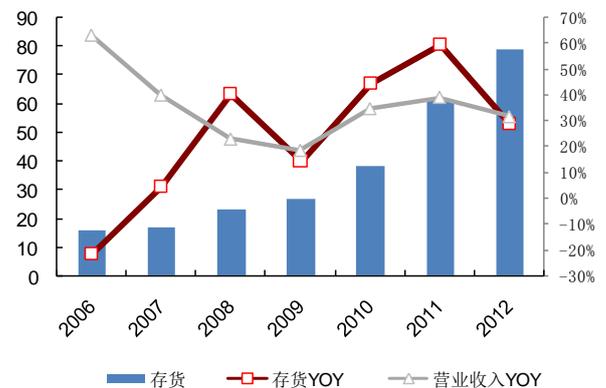
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 6: 预收、其他应付与主营收入配比关系图



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 7: 存货增速与收入增速关系图 (百万)



资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 8: 分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
乳制品						
销售收入 (百万元)	398.59	557.75	718.31	970	1261	1639
YoY	31.9%	39.9%	28.8%	35%	30%	30%
销售成本 (百万元)	246.52	344.75	469.96	635	826	1073
毛利 (百万元)	152.07	213.00	248.36	335	435	565
毛利率	38.2%	38.2%	34.6%	34.5%	34.5%	34.5%
其他饮料及食品						
销售收入 (百万元)	5.39	11.00	7.85	9	10	12
YoY	141.7%	104.3%	-28.7%	15%	15%	15%
销售成本 (百万元)	4.64	9.24	4.67	7	8	10
毛利 (百万元)	0.74	1.76	3.18	2	2	2
毛利率	13.8%	16.0%	40.5%	20%	20%	20%
广告传媒						
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.72	1	1	1
YoY	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	10%	10%	10%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.58	1	1	1
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.14	0	0	0
毛利率	#DIV/0!	#DIV/0!	19.6%	20%	20%	20%
主营业务收入	403.98	568.75	726.89	979.55	1271.90	1651.74
其他业务收入	7.05	3.69	27.38	10	10	10
业务总收入	411.02	572.44	754.27	989.55	1281.90	1661.74
YoY	34.9%	39.3%	31.8%	31%	30%	30%
主营业务成本	251.16	353.99	475.21	643.03	834.73	1083.76
其他业务成本	6.63	3.52	25.07	9	9	9
业务总成本	257.79	357.51	500.28	652.03	843.73	1092.76
毛利率	37.3%	37.5%	33.7%	34.1%	34.2%	34.2%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 9：三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	754	990	1,282	1,662	货币资金	260	200	250	300
YOY	32%	31%	30%	30%	应收和预付款项	260	386	499	647
营业成本	500	652	844	1,093	存货	79	89	116	180
毛利	254	338	438	569	其他流动资产	7	1	1	1
% 营业收入	34%	34%	34%	34%	长期股权投资	13	13	13	13
营业税金及附加	4	5	6	8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	595	745	875	985
销售费用	165	213	276	357	无形资产和开发支出	63	64	65	66
% 营业收入	21.9%	21.5%	21.5%	21.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	52	64	83	108	资产总计	1232	1399	1592	1823
% 营业收入	6.8%	6.5%	6.5%	6.5%	短期借款	261	300	396	494
财务费用	11	14	18	24	应付和预收款项	108	136	164	213
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	其他负债	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	390	436	560	707
投资收益	1	0	0	0	股本	214	214	214	214
营业利润	23	42	55	72	资本公积	374	374	374	374
% 营业收入	3.0%	4.3%	4.3%	4.4%	留存收益	212	269	338	422
营业外收支	20	20	20	20	归属母公司股东权益	800	857	926	1010
利润总额	43	62	75	92	少数股东权益	106	106	106	106
% 营业收入	5.7%	6.3%	5.9%	5.6%	股东权益合计	906	963	1031	1116
所得税费用	4	5	6	8	负债和股东权益合计	1296	1399	1592	1823
净利润	39	57	69	84					
归属于母公司所有者的净利润	33	57	69	84	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东损益	6	0	0	0	毛利率	34%	34%	34%	34%
					三费/销售收入	30%	29%	29%	29%
					EBIT/销售收入	4%	6%	6%	6%
					EBITDA/销售收入	23%	18%	16%	15%
					销售净利率	5%	6%	5%	5%
					ROE	4%	7%	7%	8%
					ROA	3%	4%	4%	5%
					ROIC	3%	4%	5%	5%
					销售收入增长率	32%	31%	30%	30%
					EBIT 增长率	-36%	67%	31%	31%
					EBITDA 增长率	89%	2%	20%	17%
					净利润增长率	-38%	45%	21%	23%
					总资产增长率	18%	14%	14%	15%
					股东权益增长率	815%	55%	41%	-17%
					经营现金净流增长率	815%	55%	41%	-17%
					流动比率	1.6	1.6	1.5	1.6
					速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3
					应收账款周转天数	90.6	80.0	80.0	80.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业首席分析师, 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, 2012年获新财富最佳分析师第四名, 水晶球公募类第五、非公募第三名。

主要研究覆盖公司: 汤臣倍健、酒鬼酒、五粮液、古越龙山、山西汾酒、青青稞酒、贵州茅台、伊利股份等。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。