



继续深耕大本营市场 渠道进一步下沉

——皇氏乳业（002329）调研快报

2013年7月22日

推荐/维持

皇氏乳业

调研快报

焦凯	食品饮料分析师 电话:010-66554144 MSN: kaijiao@hotmail.com	执业证书编号: S1480512090001
李德宝	联系人电话: 010-66554063 MSN: wdcy1985@hotmail.com	Email: lidb@dxzq.net.cn

事件:

近日我们对皇氏乳业进行调研, 与公司高管就公司近期发展情况进行交流。

主要观点:

1. 水牛奶继续深耕大本营市场。 皇氏乳业曾于去年将其水牛奶产品推广至北上广深地区, 但是后因销售受阻之后回归其大本营广西地区, 我们预计公司近两年将继续深耕大本营市场, 未来还将继续在消费水平较高的地区进行市场开拓。公司已于上半年将北京、上海地区水牛奶产品已经交付经销商进行经营, 深圳地区减亏, 我们预计还将对全年业绩略微造成影响, 但是影响不大, 预计全年亏损约 300-400 万。

自去年以来公司重新将高端水牛奶产品重心放在广西地区, 摩拉菲尔是公司众多水牛奶中主打的广告品牌, 由于摩拉菲尔销售价格较高导致其销售较少, 公司另外一款水牛奶品牌“西山牧场”销售价格较摩拉菲尔略低, 销售情况较好, 去年水牛奶占收入 10-20%。公司又推出“清氧”、儿童奶、果奶等一系列产品, 未来规划将水牛奶做成系列产品进行推广。

2. 未来 3-5 年公司增长空间在于深挖广西和云南市场。 公司主要市场在广西和云南地区, 在广西省省内品牌中的市场占有率约为 70%, 但是广西地区人均乳制品消费量较低, 人均消费 1.59 公斤/年, 公司将受益于人均消费量的提升带来的销量增长。公司在广西的市场主要以南宁市为主, 去年公司在南宁市的销售规模约 2 个多亿, 南宁以外的省内销售规模也是 2 个多亿, 公司在广西省内仍有较大可深挖空间。

公司在广西地区的渠道主要有送货(巴氏奶)、商超、专卖店、奶店等, 除了送货之外其他渠道主要交付与经销商, 公司目前在广西地区的经销商达 200 多家, 产品销售已经渗透到县级地区, 未来将进一步扩大对广西市场的掌控, 渠道建设战略为“一镇五店, 一村一店”, 将公司产品铺至村级地区。另外, 公司在广西地区的专卖店也在有规划的布局中, 目前公司专卖店的数量达到 600 多家, 今年规划新开 200 家, 专卖店规模的不断扩大, 不仅提升公司销售规模, 也有利于加强品牌宣传, 树立形象。

公司去年以来对其经销商队伍进行整顿, 将销售情况不达标准的经销商进行清理, 促使经销商提升销量, 整顿后的经销商团队以全新的面貌与公司共发展。从上半年经营来看, 公司对经销商的整顿卓有成效。

我们认为公司在广西、云南地区仍有较大发展空间, 公司通过渠道的进一步下沉和专卖店的布局进而深层次的挖掘本地市场, 且加强对其经销商队伍的整顿, 公司有望进一步扩大销售规模。

3. 进军柠檬产品领域, 有望开拓西部市场。 公司 7 月 17 日公告在四川安岳设立柠檬产品加工项目, 安岳是国内最大柠檬生产基地, 公司在此设立加工厂有充足的原料保障, 且柠檬是碱性食品, 属于健康食品范畴, 未来公司将生产柠檬汁饮料、柠檬汁乳饮料、柠檬汁乳酸菌饮料。公司本次投资在增加新的盈利点的同时, 我们预计公司有望借此打开西部地区市场, 有望借此产品铺设的渠道引入公司其他产品。

4. 新皇传媒盈利模式。 公司与新华社广西分社合作成立新皇传媒, 共同打造新媒体传播平台, 其中新华影廊

主要覆盖学校层面的宣传，新华频媒主要覆盖医院、金融系统等领域的宣传，通过媒体平台的建设，公司既可以自行招商进行营利，也可以做广告平台批发商进行招商。

新华影廊主要盈利模式是通过在大学里举办“酷乐创”活动，将公司建立的售奶亭免费租给在活动中销量第一的学生，除了在活动中加强对公司产品的销售之外，每个亭子日均收入按 1500 元计算，每年有望给公司贡献近 15 万元的利润，我们认为公司通过新华影廊还有利于在校园市场中增强影响力和培养消费习惯。公司规划今年做 100 个售奶亭，但是目前只完成十几个，进度较慢。新华频媒目前主要盈利点为在医院做滚动屏幕广告和银行 ATM 机租金收入，医院滚动屏广告进展较慢。我们认为未来通过逐步加强新华影廊和新华频媒的建设进度，公司将进一步扩大产品的销售和宣传。

结论：

鉴于公司为地区型乳制品龙头企业，未来增长空间较大，拥有独特的、高品质的水牛奶产品，且经过不断的渠道下沉、销售队伍的整顿和新市场的开拓，我们看好公司的发展，预计公司 13-15 年 EPS0.24 元、0.33 元、0.47 元，对应 PE55 倍、40 倍、28 倍，维持推荐评级。

表: 皇氏乳业盈利预测

	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	512	606	791	1052	1395	营业收入	572	754	945	1229	1600				
货币资金	245	260	325	423	551	营业成本	358	500	633	812	1056				
应收账款	128	131	164	213	277	营业税金及附加	3	4	4	6	8				
其他应收款	17	35	43	56	73	营业费用	125	165	189	246	304				
预付款项	50	95	152	224	319	管理费用	35	52	61	82	105				
存货	61	79	100	128	167	财务费用	-1	11	10	15	25				
其他流动资产	9	7	7	8	8	资产减值损失	3.55	0.61	0.00	0.00	0.00				
非流动资产合计	586	691	649	670	689	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	10	13	13	13	13	投资净收益	0	1	1	1	1				
固定资产	289	432	404	469	545	营业利润	50	23	49	70	104				
无形资产	56	63	61	59	57	营业外收入	20.12	23.46	20.00	20.00	20.00				
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.65	3.37	3.00	3.00	3.00				
资产总计	1097	1296	1440	1722	2084	利润总额	67	43	66	87	121				
流动负债合计	215	381	476	692	964	所得税	4	4	7	9	12				
短期借款	88	261	342	537	778	净利润	63	39	59	78	109				
应付账款	42	58	74	95	123	少数股东损益	4	6	7	8	9				
预收款项	19	21	23	26	31	归属母公司净利润	59	33	52	70	100				
一年内到期的非流动负债	26	6	6	6	6	EBITDA	2176	2177	105	135	179				
非流动负债合计	4	9	15	23	34	EPS (元)	0.28	0.15	0.24	0.33	0.47				
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E				
负债合计	219	390	491	715	998	成长能力									
少数股东权益	88	106	113	121	129	营业收入增长	39.27%	31.76%	25.28%	30.11%	30.13%				
实收资本 (或股本)	214	214	214	214	214	营业利润增长	20.82%	-54.63%	113.56%	44.05%	48.04%				
资本公积	376	374	374	374	374	归属于母公司净利润增长	3.52%	-44.61%	58.93%	35.75%	41.85%				
未分配利润	176	182	219	268	338	获利能力									
归属母公司股东权益合计	791	800	837	886	956	毛利率 (%)	37.55%	33.67%	33.01%	33.99%	33.97%				
负债和所有者权益	1097	1296	1440	1722	2084	净利率 (%)	10.30%	4.33%	5.49%	5.73%	6.24%				
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	5.37%	2.52%	3.60%	4.09%	4.79%				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)	7.45%	4.08%	6.20%	7.95%	10.45%				
经营活动现金流			-11	-20	-21	偿债能力									
净利润			59	78	109	资产负债率 (%)	20%	30%	34%	42%	48%				

折旧摊销	29	32	34	流动比率	2.38	1.59	1.66	1.52	1.45
财务费用	10	15	25	速动比率	2.10	1.38	1.45	1.34	1.27
应收账款减少	-33	-49	-64	营运能力					
预收帐款增加	2	3	4	总资产周转率	0.57	0.63	0.69	0.78	0.84
投资活动现金流	15	-49	-49	应收账款周转率	6	6	6	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	应付账款周转率	10.51	10.01	9.57	9.62	9.69
长期股权投资减少	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	1	1	1	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.15	0.24	0.33	0.47
筹资活动现金流	61	167	198	每股净现金流(最新摊薄)	0.58	1.32	0.31	0.46	0.60
应付债券增加	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.70	3.74	3.91	4.14	4.47
长期借款增加	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	P/E	48.11	86.89	54.65	40.26	28.38
资本公积增加	0	0	0	P/B	3.58	3.54	3.39	3.20	2.97
现金净增加额	66	98	128	EV/EBITDA	20.22	20.27	32.58	25.13	18.94

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。