



成本压力显现，费用控制提升业绩

买入 维持

事件：公司公布三季报，前三季度实现营业收入 365.7 亿，YOY11.1%；归母净利润 25.2 亿，YOY84.1%。

对此，我们点评如下：

- **3Q单季度收入增长7%，略低于市场预期：**3Q出现部分原料奶供应缺口，或是影响公司销售收入的原因。3Q单季度收入同比增长7%，略低于市场预期，一方面受养殖成本上升以及牛肉价格高企等因素影响，部分奶农加速淘汰奶牛致奶牛存栏量减少，此外，今年3Q高温天气也致奶牛单产降低，从而导致原料奶供应紧张；随着4Q气温下降原料奶供应紧张局面将有所缓和，且公司液态奶涨价也将转移部分成本上涨压力，我们预计4Q公司收入增速将有所提升。
- **原料奶成本上涨致3Q毛利率下滑，费用控制保障业绩增长：**今年3Q全国主产区生鲜乳价格平均上涨10%左右，导致公司3Q单季度毛利率下滑3.7个百分点至26.2%；在行业竞争格局改善的背景下，公司销售费用率下降3个百分点至15.1%，综合影响下，3Q净利率同比提升1个百分点至6.2%，单季度净利润增长28.6%；若剔除股权激励行权带来的所得税抵扣影响（0.75亿），3Q净利润增长16.2%。
- **受益行业整合和竞争格局改善，盈利能力有望继续提升：**公司是我国乳制品行业龙头，拥有资源、规模和品牌优势，在政府加强乳品质量监管、推进行业整合的背景下，市场份额将进一步提高；此外，随着行业竞争格局改善以及公司销售规模的进一步扩大，销售费用率仍有继续下降的空间，公司盈利能力有望继续提升。
- **盈利预测及投资建议：**公司产品结构升级和产品提价有望缓解原料奶价格上涨压力，且随着行业竞争格局的改善，销售费用率有继续下降空间，从而带动公司盈利能力提升，我们看好公司的长期投资价值，维持“买入”评级。预计 13-15 年收入分别为 469 亿、536 亿和 613 亿，YOY 为 11.7%、14.3%和 14.3%；净利润分别为 29.4 亿、32.5 亿和 40.2 亿，YOY 分别为 71%、10.6%和 23.7%，EPS 分别为 1.44 元、1.59 元和 1.97 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	37,451	41,991	46,893	53,597	61,287
增长率(%)	26.2%	12.1%	11.7%	14.3%	14.3%
归母净利润(百万)	1,809	1,717	2,937	3,248	4,018
增长率(%)	132.8%	-5.1%	71.0%	10.6%	23.7%
每股收益	0.886	0.841	1.437	1.590	1.967
市盈率	23	54	32	29	23

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

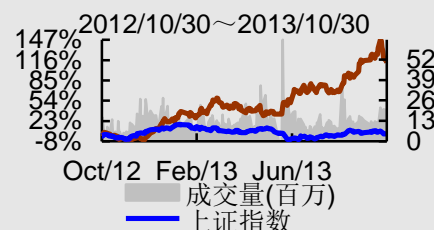
Email: liuyang1@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

《伊力特：区域竞争力强，白酒增长超预期》

2013/10/29

《中炬高新：调味品结构升级推升业绩》

2013/10/29

《三全食品：短期业绩承压，抢占市场利在长远》

2013/10/29

《五粮液：3Q 开始控量去库存，底部仍需等待》

2013/10/27

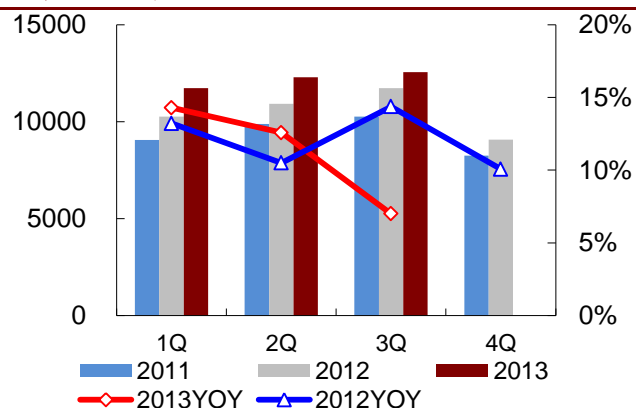
主要财务指标和经营情况

图表 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	同比 变化	环比 变化	点评
营业收入(百万元)	11728	9081	11724	12297	12550	7%	2%	原料奶供应不足
-营业成本	70%	71%	68%	71%	74%	3.7	3.2	
=毛利	30%	29%	32%	29%	26%	-3.7	-3.2	原料奶成本上涨, 3Q 主产区 生鲜乳价格平均上涨 10%
-营业税金及附加	1%	0%	1%	1%	0%	-0.3	-0.4	
-销售费用	18%	16%	22%	18%	15%	-3.0	-3.0	行业竞争格局改善、销售规 模扩大
-管理费用	5%	9%	5%	4%	5%	0.0	1.0	
-财务费用	0%	0%	0%	0%	0%	-0.3	-0.2	利息收入增加, 利息支出减 少
-资产减值损失	0.0%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1	0.0	
+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%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.1	0.1	联营企业实现净利润增加
+营业外收支	0.5%	1.7%	0.4%	1.1%	0.8%	0.3	-0.3	
=利润总额	6.3%	4.6%	5.0%	7.4%	6.6%	0.3	-0.8	
-所得税费用	1.1%	0.7%	0.8%	-2.8%	0.4%	-0.7	3.2	股权激励行权导致递延所得 税资产增加, 所得税费用减 少
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所 有者净利润	5.2%	3.9%	4.2%	10.2%	6.2%	1.0	-4.0	销售费用率下降

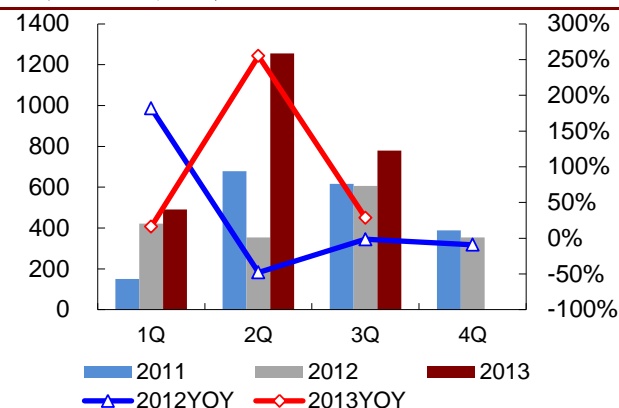
资料来源: 宏源证券研究所

图表 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



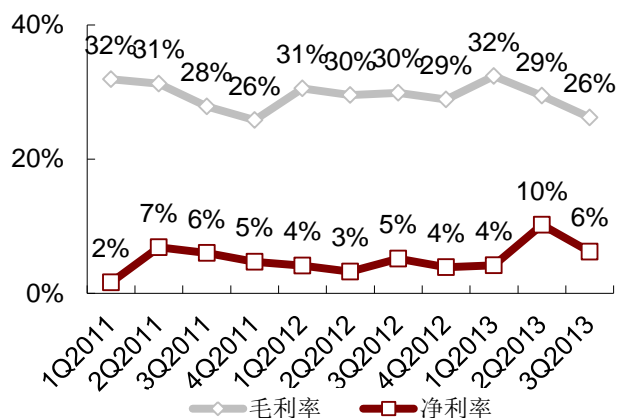
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图表 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



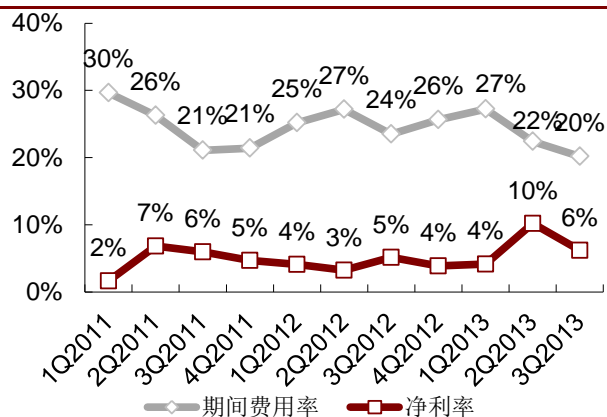
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

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 6：分产品收入预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
液体乳						
销售收入（百万元）	20984.87	26932.70	32270.73	36789	42307	48653
YoY	26.8%	28.3%	19.8%	14.0%	15.0%	15.0%
销售成本（百万元）	14940.95	19788.45	23188.34	26488	30292	34641
毛利（百万元）	6043.92	7144.25	9082.39	10301	12015	14012
毛利率	28.8%	26.5%	28.1%	28.0%	28.4%	28.8%
奶粉及奶制品						
销售收入（百万元）	4622.67	5642.13	4484.40	4798	5566	6457
YoY	16.6%	22.1%	-20.5%	7.0%	16.0%	16.0%
销售成本（百万元）	2820.57	3239.06	2713.29	2879	3200	3616
毛利（百万元）	1802.10	2403.07	1771.11	1919	2366	2841
毛利率	39.0%	42.6%	39.5%	40.0%	42.5%	44.0%
冷饮产品系列						
销售收入（百万元）	3544.22	4221.72	4294.35	4337.29	4684.28	5059.02
YoY	8.6%	19.1%	1.7%	1.0%	8.0%	8.0%
销售成本（百万元）	2510.91	2963.18	2908.65	2949.36	3138.47	3338.95
毛利（百万元）	1033.31	1258.54	1385.70	1387.93	1545.81	1720.07
毛利率	29.2%	29.8%	32.3%	32.0%	33.0%	34.0%
混合饲料						
销售收入（百万元）	393.44	468.97	686.64	714.11	785.52	864.07
YoY	-7.7%	19.2%	46.4%	4.0%	10.0%	10.0%
销售成本（百万元）	344.59	404.90	576.68	628.42	683.40	743.10
毛利（百万元）	48.85	64.07	109.97	85.69	102.12	120.97
毛利率	12.4%	13.7%	16.0%	12.0%	13.0%	14.0%
主营业务收入	29545.20	37265.51	41736.12	46638	53343	61033
其他业务收入	119.79	185.86	254.57	254.57	254.57	254.57
业务总收入	29664.99	37451.37	41990.69	46893	53597	61287
YoY	22.0%	26.2%	12.1%	11.7%	14.3%	14.3%
主营业务成本	20617.03	26395.59	29387	32945	37314	42339
其他业务成本	69.28	90.08	118.00	118	118	118
业务总成本	20686.31	26485.67	29504.95	33063	37432	42457
毛利率	30.3%	29.3%	29.7%	29.5%	30.2%	30.7%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 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				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	41,991	46,893	53,597	61,287	货币资金	2004	7296	8787	11647
YOY	12%	12%	14%	14%	应收和预付款项	1073	1464	1645	1854
营业成本	29,505	33,063	37,432	42,457	存货	2995	3170	3589	4071
毛利	12486	13830	16165	18831	其他流动资产	5	1	1	1
% 营业收入	30%	29%	30%	31%	长期股权投资	568	568	568	568
营业税金及附加	249	279	318	364	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	11751	14251	18051	21551
销售费用	7778	8488	9594	10909	无形资产和开发支出	832	801	771	744
% 营业收入	18.5%	18.1%	17.9%	17.8%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2810	2673	3001	3432	资产总计	18476	26620	31239	36831
% 营业收入	6.7%	5.7%	5.6%	5.6%	短期借款	2578	0	0	0
财务费用	49	-12	-166	-211	应付和预收款项	8895	10022	11372	12926
% 营业收入	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.3%	长期借款	5	5	5	5
资产减值损失	11	0	4	0	其他负债	808	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	12290	10026	11377	12931
投资收益	27	40	50	50	股本	1599	2043	2043	2043
营业利润	1616	2443	3464	4386	资本公积	1845	7512	7512	7512
% 营业收入	3.8%	5.2%	6.5%	7.2%	留存收益	3892	6829	10077	14096
营业外收支	471	400	450	450	归属母公司股东权益	7335	16383	19632	23650
利润总额	2087	2843	3914	4836	少数股东权益	190	210	230	250
% 营业收入	5.0%	6.1%	7.3%	7.9%	股东权益合计	7525	16594	19862	23900
所得税费用	351	-114	646	798	负债和股东权益合计	19815	26620	31239	36831
净利润	1736	2957	3268	4038					
归属于母公司所有者的净利润	1717	2937	3248	4018					
少数股东损益	19	20	20	20					
现金流量表					财务指标				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	毛利率	30%	29%	30%	31%
取得投资收益收回现金	0	40	50	50	三费/销售收入	25%	24%	23%	23%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	4%	5%	6%	7%
无形资产投资	-3082	-2041	-3361	-3061	EBITDA/销售收入	7%	8%	8%	9%
固定资产投资	0	-1500	-1800	-2000	销售净利率	4%	6%	6%	7%
其他	0	64	0	0	ROE	23%	18%	17%	17%
投资活动现金流净额	-3057	-2002	-3311	-3011	ROA	9%	11%	10%	11%
债券融资	-411	-808	0	0	ROIC	14%	15%	14%	14%
股权融资	0	6111	0	0	销售收入增长率	12%	12%	14%	14%
银行贷款增加（减少）	0	-2578	0	0	EBIT 增长率	12%	45%	36%	27%
筹资成本	49	-12	-166	-211	EBITDA 增长率	34%	20%	29%	23%
其他	37	1	0	0	净利润增长率	-5%	70%	11%	24%
筹资活动现金流净额	-905	2629	0	0	总资产增长率	-3%	44%	17%	18%
现金净流量	-1554	5291	1492	2860	股东权益增长率	-34%	94%	3%	22%
					经营现金净流增长率	-34%	94%	3%	22%
					流动比率	0.5	1.2	1.2	1.4
					速动比率	0.3	0.9	0.9	1.1
					应收账款周转天数	4.0	2.5	2.4	2.3

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

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周 迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱 隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。