



业绩稳定增长 盈利能力小幅下降

——皇氏乳业（002329）三季度财报点评

2013年10月28日

推荐/维持

皇氏乳业

财报点评

焦凯	分析师	执业证书编号: S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn	010-66554144
徐昊	联系人	
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017
李德宝	联系人	
	lidb@dxzq.net.cn	010-66554063

事件:

公司10月28日发布2013年三季报:前三季度实现营业收入7.46亿元,同比增长36.03%,净利润0.27亿元,同比增长14.10%,EPS0.124元。第三季度单季营业收入和净利润分别增长26.12%和20.27%。公司预计2013年度归属于上市公司股东的净利润变动幅度为10%-40%。

公司分季度财务指标

指标	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入(百万元)	152.04	187	209.66	205.57	231.39	250.61	264.42
增长率(%)	60.14%	44.73%	30.57%	9.51%	52.19%	34.02%	26.12%
毛利率(%)	35.10%	34.42%	30.95%	34.71%	29.64%	31.03%	25.51%
期间费用率(%)	29.63%	28.56%	28.41%	33.92%	24.50%	24.96%	23.27%
营业利润率(%)	5.08%	4.50%	2.29%	0.89%	4.49%	5.81%	1.75%
净利润(百万元)	10.91	12.55	5.70	9.97	11.62	12.01	4.06
增长率(%)	-36.14%	-23.67%	-40.94%	-49.75%	06.44%	-04.27%	-28.78%
每股盈利(季度,元)	0.04	0.05	0.02	0.04	0.05	0.05	0.03
资产负债率(%)	20.92%	24.05%	29.85%	30.10%	27.97%	30.55%	27.12%
净资产收益率(%)	1.23%	1.41%	0.64%	1.10%	1.28%	1.36%	0.45%
总资产收益率(%)	0.98%	1.07%	0.45%	0.77%	0.92%	0.95%	0.33%

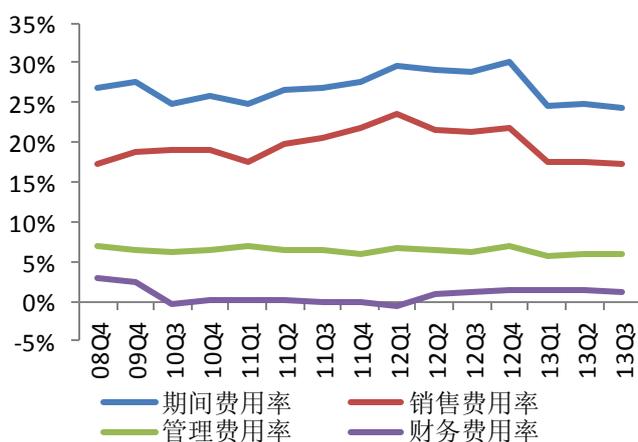
观点:

- 公司业绩增长主要来源于广西和云南市场稳定增长,以及贸易额的增加。由于摩拉菲尔在北上广深等一线城市推广受阻,公司主要的业务重心都已经转移到广西和云南大本营市场。在广西市场,得益于渠道深耕以及专卖店的铺开,前三季度公司在广西市场的收入增速达到15%左右。云南市场的增长得益于来思尔常温奶的推广,前三季度云南来思尔的收入增速在20%以上。除此之外,贸易业务收入大幅增加也是推动公司业绩增长的主要因素。
- 今年以来公司推出多款新产品,市场销售势头良好。年初以来公司陆续推出核桃乳、青氧水牛奶以及醇

养常温酸奶。除核桃乳由于渠道布局低于预期以外，青氧水牛奶和醇养常温酸奶的销售势头均较好。其中青氧是摩拉菲尔系列之一，但定位和价格都比摩拉菲尔主品牌要低，因此在广西省内市场动销情况良好；目前在“莫斯利安”的带动下，常温酸奶成为市场消费的热点，公司也顺势开发了醇养常温酸奶，目前醇养为广西区内乳企唯一的常温酸奶产品，市场需求非常旺盛。这些产品为公司业绩持续增长注入了新的动力。

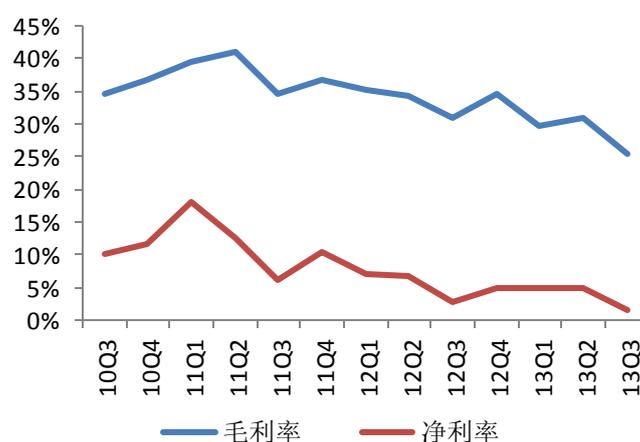
- **期间费用率小幅下降，奶源价格大幅提高和低毛利率产品占比提升降低公司盈利能力。**前三季度公司期间费用率为24.22%，同比下降4.58%，其中下降幅度最大的为销售费用，降幅为4.11%，主要原因为公司撤出一线城市后营销费用以及摩拉菲尔产品亏损大幅减少。虽然期间费用率小幅下降，但前三季度公司盈利能力并未上升，毛利率反而同比下滑4.6个百分点至28.65%，净利率同比下滑1.6个百分点至3.71%，其中第三季度净利率为1.54%，仅为第二季度的净利率水平的1/3。公司盈利能力下降主要有两个原因：一是低盈利能力的贸易业务占比提升，前三季度贸易业务占比在15%以上，而贸易业务的毛利率不到10%；其次是奶源涨价和其他成本的上升，而同期产品涨价幅度不能完全覆盖成本的上升。

图 1：10Q3-13Q3 公司单季度期间费用变动情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

图 2：10Q3-13Q3 公司单季度盈利能力变动情况



资料来源：公司财报，东兴证券研究所

结论:

公司为乳制品行业差异化品种水牛奶的龙头企业，虽然在高端产品推广以及销售区域扩张上受阻，但我们认为公司在广西和云南市场仍有一定的增长空间，因此我们看到公司未来3年市场深耕带来的增长。预计公司13-15年净利润增速为19%、31%和39%，EPS0.18元、0.24元和0.33元，对应PE约76倍、58倍和42倍，维持“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	512	606	629	771	915	营业收入	572	754	1018	1324	1721
货币资金	245	260	210	246	288	营业成本	358	500	721	931	1199
应收账款	128	131	139	172	179	营业税金及附加	3	4	5	7	8
其他应收款	17	35	47	61	79	营业费用	125	165	180	234	308
预付款项	50	95	116	144	180	管理费用	35	52	61	80	106
存货	61	79	109	140	181	财务费用	-1	11	10	15	19
其他流动资产	9	7	7	8	8	资产减值损失	4	1	0	0	0
非流动资产合计	586	691	771	819	848	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	16	19	23	投资净收益	0.49	0.68	0.20	0.22	0.25
固定资产	289	432	501	563	616	营业利润	50	23	41	56	81
无形资产	56	63	61	59	57	营业外收入	20.12	23.46	12.90	12.26	11.64
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.65	3.37	4.39	4.39	4.39
资产总计	1097	1296	1400	1590	1763	利润总额	67	43	49	64	88
流动负债合计	215	381	448	590	698	所得税	4	4	7	9	13
短期借款	88	261	320	434	504	净利润	63	39	42	55	75
应付账款	42	58	60	78	100	少数股东损益	4	6	3	4	4
预收款项	19	21	31	44	61	归属母公司净利润	59	33	39	51	71
一年内到期的非流	4	9	17	26	37	EBITDA	49	34	51	71	100
非流动负债合计	219	390	465	616	735	BPS (元)	0.28	0.15	0.18	0.24	0.33
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
负债合计	219	390	465	616	735	成长能力					
少数股东权益	88	106	109	113	116	营业收入增长	39%	32%	35%	30%	30%
实收资本(或股本)	214	214	214	214	214	营业利润增长	21%	-55%	80%	38%	43%
资本公积	376	374	374	374	374	归属于母公司净利润	4%	-45%	19%	31%	39%
未分配利润	176	182	204	234	277	获利能力					
归属母公司股东权	791	800	826	861	911	毛利率(%)	37.55%	33.67%	29.20%	29.69%	30.34%
负债和所有者权	1097	1296	1400	1590	1763	净利率(%)	10.30%	4.33%	3.82%	3.86%	4.13%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	6.24%	3.27%	3.13%	3.66%	4.47%
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	7.75%	4.39%	4.58%	5.73%	7.49%
经营活动现金流	4.9	44.9	17.1	23.3	62.8	偿债能力					
净利润	20.1	23.5	12.9	12.3	11.6	资产负债率(%)	20%	30%	33%	39%	42%
折旧摊销	84.3	106.7	32.4	35.3	36.6	流动比率	2.38	1.59	1.40	1.31	1.31
财务费用	-0.7	10.8	10.4	15.2	19.3	速动比率	2.10	1.38	1.16	1.07	1.05
应收账款减少	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营运能力					
预收帐款增加	174.5	199.2	103.2	190.7	172.6	总资产周转率	0.57	0.63	0.76	0.89	1.03
投资活动现金流	-113.6	-160.3	-100.0	-70.0	-50.0	应收账款周转率	0.06	0.06	0.08	0.08	0.10
公允价值变动收益	-0.7	10.8	10.4	15.2	19.3	应付账款周转率	10.51	10.01	12.17	13.52	13.51
长期股权投资减少	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标(元)					
投资收益	0.0	0.0	15.7	20.4	25.3	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.15	0.18	0.24	0.33
筹资活动现金流	-19.3	124.9	0.0	0.0	0.0	每股净现金流(最新)	-0.53	-0.75	-0.47	-0.23	-0.23
应付债券增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊)	3.70	3.74	3.86	4.03	4.26
长期借款增加	4.2	2.6	-4.6	-3.7	-3.0	估值比率					
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	50.4	91.0	76.3	58.1	41.8
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	P/B	3.8	3.7	3.6	3.4	3.3
现金净增加额	-128.0	9.5	-82.9	-46.7	12.8	EV/EBITDA	21.2	21.2	36.8	29.6	23.3

资料来源: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

徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

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。