

关注营销拓展，期待制度红利释放

增持 维持

事件：公司公布2013年年报，全年实现营业收入14.7亿，YOY3.2%；归母净利润1.4亿，YOY-24.6%；归母扣非净利润1.3亿，YoY2.1%，业绩低于预期。每10股派1元（含税）。

对此，我们点评如下：

- **剔除原酒收入下滑影响，公司酒类收入增长3%，其中女儿红增长16%：**受经济景气度下行及三公消费萎缩的影响，公司高端产品销售受阻，13年公司酒类销量同比下滑4.5%，酒类收入同比下滑0.6%。其中原酒收入7139万元，较去年同比下滑39%，扣除原酒影响，公司酒类收入仍有3%左右的增长。此外，公司特色产品女儿红12年5月提价10%-12%，且销售情况相对较好，13年实现销售收入3.5亿元，同比增长14%，高于公司整体增速。
- **低端酒向中档酒升级仍在继续，13年毛利率提升0.9个百分点，销售返利大幅提高致营业利润下滑：**毛利率相对较高的原酒（预计毛利率50%以上）收入下滑的情况下，公司13年毛利率仍提升0.9个百分点，主要原因是产品结构升级致中档酒（中央库藏金五年、清醇系列等）占比不断提升，低档酒占比下降，我们认为该趋势在14年有望延续；此外，公司销售返利同比增加3000多万元，从而导致销售费用率同比提高1.5个百分点，公司营业利润下滑2.3%。
- **期待公司14年在营销拓展和机制调整上有所改善：**公司计划通过广告投放和电视剧《女儿红》的拍摄进一步提升品牌影响力，并逐步培育和引导江浙沪外黄酒消费习惯，此外，公司14年计划新开专卖店50-70家，深耕江浙沪市场，并加大外埠市场招商，14年公司产品销售有望企稳；公司是国有企业，激励机制不足，期待在当前国企改革背景下公司机制上有所改善，带动公司收入增长。
- **盈利预测及投资建议：**预计14-16年公司营业收入分别为15.2亿、17.4亿和19.9亿，YOY分别为3.5%、14.4%和14.5%；净利润分别为1.5亿、1.8亿和2.2亿，YOY为分别3.8%、20.9%和18.7%；EPS分别为0.24元、0.29元和0.34元，期待公司在机制调整上有所突破，为公司发展增添动力，维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,422	1,468	1,519	1,739	1,990
增长率	14.1%	35.9%	3.5%	14.4%	14.5%
归母净利润(百万)	192	145	151	182	216
增长率	12.2%	-24.6%	3.8%	20.9%	18.7%
每股收益	0.301	0.227	0.236	0.285	0.340
市盈率	38	42	37	31	26

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆 (S1180513080001)

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

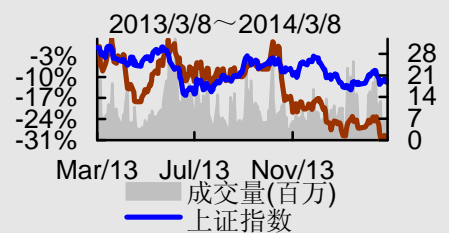
研究助理：

刘洋

电话：021-51782230

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料行业周报：白酒选择绩优，乳品可开始布局》
2014/3/2
- 《三全食品：收入超预期，升级+下沉驱动增长》
2014/2/28
- 《好想你：转型阵痛期，看好长期成长》
2014/2/28
- 《汤臣倍健：14年看点：会员管理+兼并收购》
2014/2/28
- 《贵州茅台：一季度价格稳定，继续参与反弹》
2014/2/18

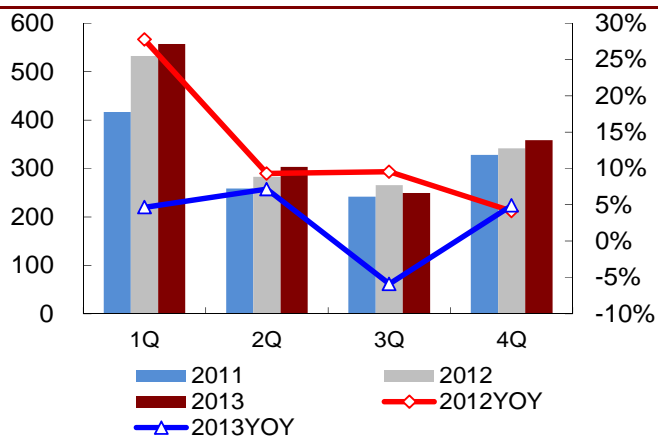
主要财务指标和经营情况

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	342	557	303	250	358	5%	44%	春节销售相对旺季致营业收入环比提升
-营业成本	65%	60%	59%	62%	65%	-0.3	2.2	
=毛利	35%	40%	41%	38%	35%	0.3	-2.2	产品结构升级致低端酒收入占比下降, 中档酒占比不断提升, 毛利率同比提升
-营业税金及附加	5%	4%	4%	3%	4%	-1.4	0.6	
-销售费用	9%	16%	13%	17%	15%	5.9	-2.2	销售返利同比增加 3000 多万元, 费用率同比提高
-管理费用	7%	5%	6%	10%	8%	1.0	-2.1	
-财务费用	1%	1%	1%	2%	2%	0.9	-0.2	
-资产减值损失	0.5%	0.0%	0.9%	-0.6%	0.3%	-0.2	0.9	
+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	1.2%	0.0%	0.6%	0.1%	1.1%	0.0	1.0	
+营业外收支	8.3%	-0.2%	0.3%	2.4%	2.1%	-6.2	-0.3	固定资产处置利得减少
=利润总额	21.6%	15.3%	17.6%	7.9%	9.4%	-12.2	1.4	主要是销售费用增加与营业外收入减少所致
-所得税费用	4.6%	3.9%	4.4%	1.9%	1.9%	-2.7	-0.1	
-少数股东损益	0.3%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.0	0.4	
=归属于母公司所有者净利润	16.7%	11.3%	13.1%	6.1%	7.2%	-9.5	1.1	主要是销售费用增加与营业外收入减少所致

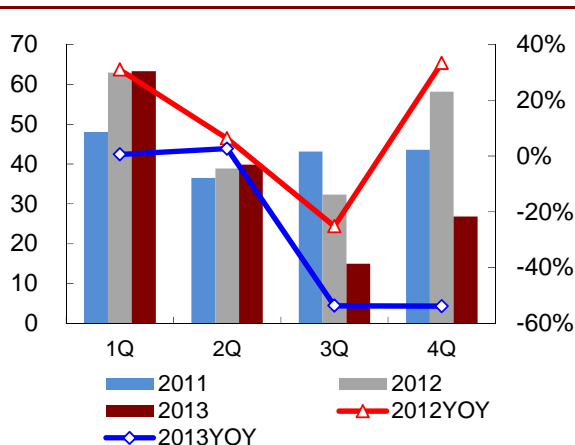
资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



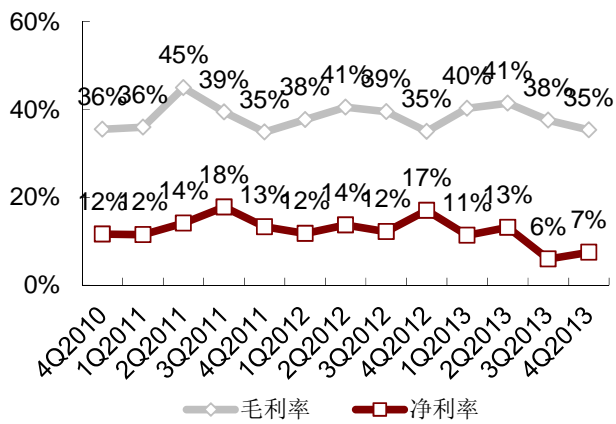
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



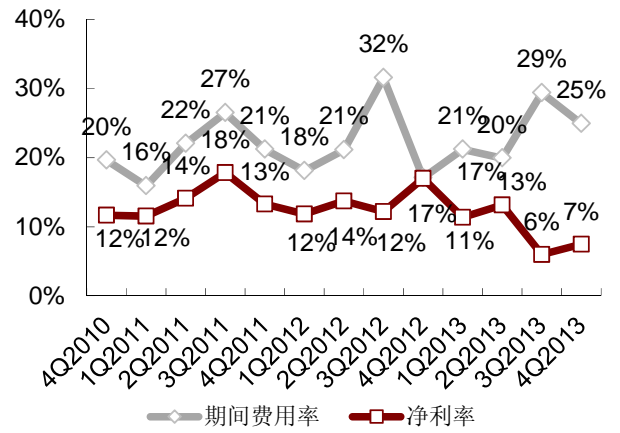
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 4: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: Wind, 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: Wind, 宏源证券研究所

图 6: 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	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,422	1,468	1,519	1,739	1,990	货币资金	481	259	500	500	500
YOY	14%	36%	4%	14%	14%	应收和预付款项	134	151	151	163	159
营业成本	882	898	926	1,060	1,213	存货	1534	1643	1523	1800	1827
毛利	540	570	593	679	778	其他流动资产	6	8	1	1	1
% 营业收入	38%	39%	39%	39%	39%	长期股权投资	88	97	97	97	97
营业税金及附加	63	55	57	65	74	投资性房地产	2	2	2	2	2
% 营业收入	4.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	固定资产和在建工程	1148	1237	1367	1477	1587
销售费用	193	221	236	261	299	无形资产和开发支出	155	156	161	166	171
% 营业收入	13.6%	15.0%	15.5%	15.0%	15.0%	其他非流动资产	0	0	1	1	1
管理费用	91	98	102	116	133	资产总计	3580	3589	3692	3929	3894
% 营业收入	6.4%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	短期借款	491	448	413	410	95
财务费用	14	22	20	17	6	应付和预收款项	645	612	608	666	729
% 营业收入	1.0%	1.5%	1.3%	1.0%	0.3%	长期借款	0	0	0	0	0
资产减值损失	2	2	0	0	0	其他负债	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	负债合计	1149	1071	1021	1076	825
投资收益	6	6	5	5	5	股本	635	635	635	635	635
营业利润	183	179	184	225	271	资本公积	961	961	961	961	961
% 营业收入	12.9%	12.2%	12.1%	13.0%	13.6%	留存收益	815	896	1045	1226	1443
营业外收支	61	13	15	15	15	归属母公司股东权益	2408	2488	2641	2822	3038
利润总额	244	192	199	240	286	少数股东权益	29	29	30	31	31
% 营业收入	17.2%	13.1%	13.1%	13.8%	14.3%	股东权益合计	2437	2517	2671	2853	3069
所得税费用	52	47	48	58	69	负债和股东权益合计	3586	3589	3692	3929	3894
净利润	192	145	151	182	216						
归属于母公司所有者的净利润	191	144	150	181	216						
少数股东损益	1	1	1	1	0						
现金流量表						财务指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	36	282	427	428	429	毛利率	38%	39%	39%	39%	39%
取得投资收益收回现金	0	0	5	5	5	三费/销售收入	21%	23%	24%	23%	22%
长期股权投资	0	0	0	0	0	EBIT/销售收入	14%	13%	13%	14%	14%
无形资产投资	-208	-146	-147	-106	-106	EBITDA/销售收入	25%	24%	24%	24%	23%
固定资产投资	0	0	-80	-50	-50	销售净利率	14%	10%	10%	10%	11%
其他	0	0	-20	0	0	ROE	8%	6%	6%	6%	7%
投资活动现金流净额	-203	-143	-143	-101	-101	ROA	5%	4%	4%	5%	6%
债券融资	298	-43	-2	0	0	ROIC	5%	5%	5%	6%	7%
股权融资	0	0	0	0	0	销售收入增长率	14%	36%	4%	14%	14%
银行贷款增加(减少)	0	0	-35	-3	-315	EBIT 增长率	6%	35%	2%	19%	15%
筹资成本	14	22	20	17	6	EBITDA 增长率	49%	57%	3%	13%	10%
其他	11	-14	3	0	0	净利润增长率	12%	8%	4%	21%	19%
筹资活动现金流净额	262	-145	-62	-30	-331	总资产增长率	16%	0%	3%	6%	-1%
现金净流量	131	-216	241	0	0	股东权益增长率	-58%	1%	513%	-71%	230%
						经营现金净流增长率	-58%	1%	513%	-71%	230%
						流动比率	1.9	1.9	2.1	2.3	3.0
						速动比率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.8
						应收账款周转天数	40.6	20.9	32.0	30.0	25.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

机构销售团队

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	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		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	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

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。