

资产重组终止点评:

高成长仍将持续, 调整即买入良机

买入 维持

目标价格: 暂无

事件:

公司发布公告, 因有关重组前提条件无法在约定时间内得到满足, 公司终止本次资产重组, 并承诺6个月内不再筹划重大资产重组事项。

对此, 我们点评如下:

- **并购终止不影响公司成长和全年业绩, 14年仍将维持高增长:** 公司终端扩张仍有1X空间, 且将通过会员服务和终端精细化管理提升同店增速, 此外, 随着公司收入规模的扩大, 公司品牌推广费用率仍有压缩空间, 公司14年增长目标设定也并未考虑并购因素, 我们预计公司14年业绩将维持50%左右的高增长;
- **未来有望通过参股、合作等多种模式引进海外品牌, 公司产品力和品牌影响力将进一步提升:** 公司是我国膳食补充剂行业非直销领域龙头, 拥有终端网点4万多家, 且品牌运作能力和渠道推力强, 受监管限制公司6个月内将不再做重大资产重组项目, 但我们认为公司未来或将通过参股、合作等多种模式引进国外优秀品牌、扩充产品线, 未来产品力和品牌影响力将进一步提升;
- **公司正步入潜力更大的内生性增长期, 短期调整将是买入良机:** 公司成长逻辑从外延式扩张转向增长潜力更大的内生性增长, 若股价调整将是买入良机: (1) 引入会员管理模式, 打造营养家会员平台, 通过为会员提供增值服务提高消费粘性; (2) 对经销商重点考核同店增长, 并将定制全新营销管理系统, 协助经销商提升终端服务能力, 公司同店增速有望进一步提升; 此外, 通过持续的品牌宣传, 公司产品力将进一步提升, 有望在行业监管日益趋严下抢占更多的市场份额, 我们认为资产重组终止影响有限, 短期调整即是买入良机;
- **盈利预测及投资建议:** 预计14-16年收入分别为20.5亿、28亿和37亿, YOY分别为38%、36%和33%; 归母净利润分别为6.3亿、8.7亿和11.7亿, YOY分别为48%、40%和34%; 全面摊薄EPS分别为1.9元、2.66和3.56元, 维持“买入”评级。

食品饮料行业

分析师:

陈嵩昆(S1180513080001)

电话: 021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

研究助理:

刘洋

电话: 021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《顺鑫农业: 再融资审核通过, 今年高增长可期》
2014/3/22
- 《海欣食品: 高端化、进商超餐饮, 业绩反转可期》
2014/3/19
- 《贵州茅台: 茅台打响白酒国企改革第一枪》
2014/3/18
- 《中炬高新: 产能释放和区域扩张推动未来成长》
2014/3/17
- 《克明面业: 渠道精耕下沉, 市场份额将继续提升》
2014/3/12

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,067	1,482	2,050	2,796	3,731
增长率(%)	62%	39%	38%	36%	33%
归母净利润(百万)	280	422	625	874	1,169
增长率(%)	50%	50%	48%	40%	34%
每股收益	0.855	1.285	1.906	2.663	3.563
市盈率	68	57	40	29	21

图 1: 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				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,482	2,050	2,796	3,731	货币资金	1530	2186	2518	2992
YOY	39%	38%	36%	33%	应收和预付款项	71	111	151	200
营业成本	523	739	1,012	1,355	存货	234	324	444	594
毛利	959	1311	1783	2376	其他流动资产	17	0	0	0
% 营业收入	65%	64%	64%	64%	长期股权投资	1	1	1	1
营业税金及附加	18	25	34	46	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产和在建工程	477	477	677	927
销售费用	317	400	531	709	无形资产和开发支出	95	102	109	114
% 营业收入	21.4%	19.5%	19.0%	19.0%	其他非流动资产	0	0	0	1
管理费用	154	185	238	298	资产总计	2438	3177	3845	4762
% 营业收入	10.4%	9.0%	8.5%	8.0%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-34	-38	-49	-57	应付和预收款项	214	666	788	860
% 营业收入	-2.3%	-1.9%	-1.7%	-1.5%	长期借款	0	0	0	4
资产减值损失	1	0	0	1	其他负债	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	224	666	788	864
投资收益	0	0	5	5	股本	328	328	328	328
营业利润	503	740	1034	1383	资本公积	1163	1163	1163	1163
% 营业收入	33.9%	36.1%	37.0%	37.1%	留存收益	742	1039	1585	2425
营业外收支	0	0	0	0	归属母公司股东权益	2233	2530	3076	3917
利润总额	503	740	1034	1383	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	33.9%	36.1%	37.0%	37.1%	股东权益合计	2233	2530	3076	3917
所得税费用	82	115	160	214	负债和股东权益合计	2457	3196	3863	4781
净利润	422	625	874	1169					
归属于母公司所有者的净利润	422	625	874	1169					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	65%	64%	64%	64%
取得投资收益收回现金	0	0	5	5	三费/销售收入	29%	27%	26%	25%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	32%	34%	35%	35%
无形资产投资	-168	-7	-211	-261	EBITDA/销售收入	39%	36%	36%	37%
固定资产投资	0	0	0	-50	销售净利率	28%	30%	31%	31%
其他	0	5	0	-1	ROE	19%	25%	28%	30%
投资活动现金流净额	-171	-7	-206	-256	ROA	17%	20%	23%	24%
债券融资	0	-6	0	4	ROIC	18%	23%	27%	29%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	39%	38%	36%	33%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	4	EBIT 增长率	58%	49%	40%	35%
筹资成本	-34	-38	-49	-57	EBITDA 增长率	78%	29%	38%	34%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	50%	48%	40%	34%
筹资活动现金流净额	-131	-6	-328	-324	总资产增长率	19%	30%	21%	24%
现金净流量	324	656	332	473	股东权益增长率	463%	7%	30%	22%
					经营现金净流增长率	463%	7%	30%	22%
					流动比率	8.6	4.0	4.0	4.4
					速动比率	7.5	3.5	3.4	3.8
					应收账款周转天数	12.0	11.0	11.0	11.0

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
	广深片区	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		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	
机 构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		程新星			chenxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		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。