



## 业绩低于预期，14 年看烘焙扩张

增持 首次

### 事件：

公司发布 2013 年年报，全年实现收入 3.88 亿，YoY-3.85%；归母净利润 5775 万，YoY -3.89%，EPS0.74 元。10 派 1.19 元（含税）。2014 年一季度实现收入 0.79 亿，YoY-7%；归母净利润 592 万，YoY9.55%，低于我们的预期。公司预计今年上半年归母净利润同比下滑 0-25%。

对此，我们点评如下：

- **13 年奶源紧张与反腐打压礼品需求，乳制品与烘焙节日食品收入均出现下滑，1Q 下滑缘于春节错位因素：**去年 6 月份以后新疆地区奶源开始紧张，原奶价格一度上涨 40%以上，奶源不足导致公司乳制品销量下滑 7.6%，收入同比下滑 2.8%。另外，去年月饼等烘焙、节日食品团购与礼品消费受到反腐政策的影响，收入分别下滑 2.6%与 7.3%。1Q 由于春节错位因素导致单季度收入下滑 7%；
- **13 年乳制品提价致毛利率微升 0.7 个百分点，产品促销致销售费用率提高 1.1 个百分点：**公司去年针对原料奶涨价的情况，分两次对大部分产品进行提价（预计产品平均提价 6%），抵消原料成本上升的影响，乳制品整体毛利率提升 0.7 个百分点。公司提价后相应对产品做促销等活动，叠加收入下滑影响，销售与管理费用率分别增加 1.1 与 0.5 个百分点。综合影响下，去年净利率基本保持稳定，为 14.9%；
- **原奶价格稳中有降，烘焙连锁疆内继续复制扩张，业绩将逐步恢复：**1) 公司加大奶源建设，今年奶源紧张的情况逐步缓解，原料奶价格也保持稳中有降态势（公司收购价从最高点下降 10%以上），未来随产能释放与产品结构升级，乳制品产业链的盈利能力有望提升。2) “中央工厂+卫星店”的烘焙经营模式与低租金优势赋予公司强大的复制扩张能力，今年公司计划在疆内新开 20 家烘焙连锁店（已试营业 2 家，2 家正在装修），疆内烘焙食品的市场占有率有望提升；
- **盈利预测及投资建议：**预计 14-16 年收入分别为 4.16 亿、4.97 亿和 5.97 亿，YOY7%、19%和 20%；归母净利润 YOY5%、25%和 20%；EPS 分别为 0.66 元、0.83 元和 1.00 元，给予“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	403	388	416	497	597
增长率 (%)	16.1%	-3.9%	7.4%	19.3%	20.3%
归母净利润(百万)	60	58	61	76	92
增长率 (%)	12.7%	-3.9%	5.3%	25.2%	20.3%
每股收益	0.656	0.630	0.664	0.831	1.000
市盈率	44	46	44	35	29

### 食品饮料行业

#### 分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

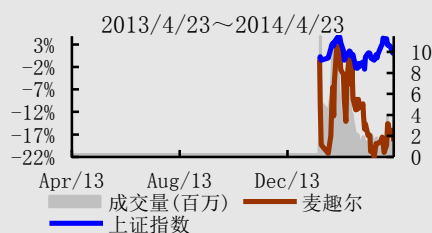
#### 研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《汤臣倍健：费用管控提业绩，下半年看品类扩张》

2014/4/22

《克明面业：1Q 业绩超预期，激励彰显增长信心》

2014/4/21

《食品饮料周报：茅台推出经销新政，销量或再超预期》

2014/4/20

《五粮液：基本面底部已现，建议逐步布局》

2014/4/17

《皇氏乳业：收购传媒公司，打开增长新空间》

2014/4/21

图 1：13 年分产品增速情况

分产品	营业收入（百万）	营业收入 YoY	毛利率	毛利率变动
乳制品	245.56	-2.76%	29.06%	增加 0.02 个百分点
烘焙食品	68.29	-2.6%	49.6%	下降 0.77 个百分点
节日食品	71.03	-7.28%	65.97%	增加 5.68 个百分点
其他食品及其他	2.77	-29.71%	0.86%	下降 13.99 个百分点

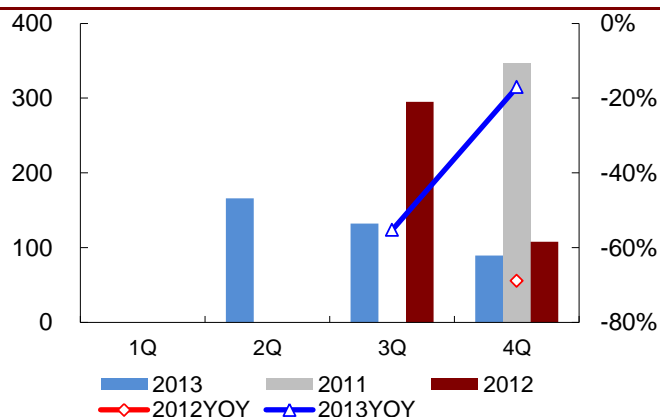
资料来源：宏源证券研究所

图 2：13 年分地区增速情况

分地区	营业收入（百万）	营业收入 YoY	毛利率	毛利率变动
疆内	370.03	-4.46%	38.99%	增加 0.73 个百分点
疆外	17.62	10.96%	44.5%	下降 1.16 个百分点

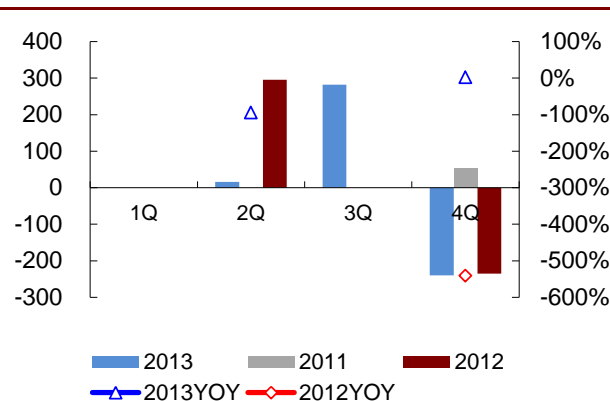
资料来源：宏源证券研究所

图 3：分季度收入及同比变化图（百万元）



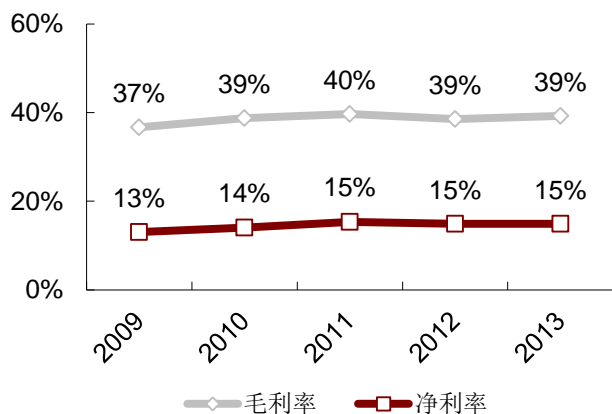
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 4：分季度净利润及同比变化图（百万元）



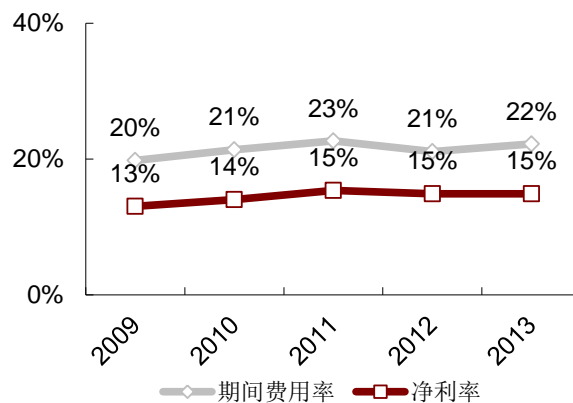
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 5：分年度毛利率与净利率关系图



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6：分年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 7：三张财务报表分析摘要**
**财务报表预测（单位：百万元）**

<b>利润表</b>					<b>资产负债表</b>				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	388	416	497	597	货币资金	146	304	279	280
YOY	-4%	7%	19%	20%	应收和预付款项	113	108	115	130
营业成本	236	256	303	363	存货	45	42	42	40
毛利	152	161	193	234	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	39%	39%	39%	39%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	4	4	5	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产和在建工程	143	273	393	503
销售费用	54	59	72	87	无形资产和开发支出	30	36	42	47
% 营业收入	14.0%	14.2%	14.5%	14.6%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	29	32	38	45	资产总计	483	752	837	938
% 营业收入	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	短期借款	69	0	0	0
财务费用	2	-2	-6	-6	应付和预收款项	90	91	100	109
% 营业收入	0.6%	-0.6%	-1.2%	-1.0%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	5	1	0	0	其他负债	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	161	91	100	109
投资收益	0	0	0	0	股本	78	92	92	92
营业利润	57	68	85	102	资本公积	46	310	310	310
% 营业收入	14.8%	16.2%	17.0%	17.0%	留存收益	198	259	335	427
营业外收支	7	0	0	0	归属母公司股东权益	323	661	737	829
利润总额	64	68	85	102	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	16.6%	16.2%	17.0%	17.0%	股东权益合计	323	661	737	829
所得税费用	6	7	8	10	负债和股东权益合计	483	752	837	938
净利润	58	61	76	92					
归属于母公司所有者的净利润	58	61	76	92					
少数股东损益	0	0	0	0					
<b>现金流量表</b>					<b>财务指标</b>				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	39%	39%	39%	39%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	22%	21%	21%	21%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	17%	16%	16%	16%
无形资产投资	-8	-139	-130	-120	EBITDA/销售收入	39%	21%	21%	22%
固定资产投资	0	-60	-60	-60	销售净利率	15%	15%	15%	15%
其他	0	2	0	0	ROE	18%	9%	10%	11%
投资活动现金流净额	-8	-140	-130	-120	ROA	12%	8%	9%	10%
债券融资	0	-1	0	0	ROIC	15%	9%	10%	10%
股权融资	0	277	0	0	销售收入增长率	-4%	7%	19%	20%
银行贷款增加（减少）	0	-69	0	0	EBIT 增长率	-78%	2%	19%	22%
筹资成本	2	-2	-6	-6	EBITDA 增长率	-52%	-43%	22%	23%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	-80%	5%	25%	20%
筹资活动现金流净额	-2	205	0	0	总资产增长率	13%	55%	11%	12%
现金净流量	15	157	-25	1	股东权益增长率	-64%	263%	14%	16%
					经营现金净流增长率	-64%	263%	14%	16%
					流动比率	1.9	5.0	4.4	4.2
					速动比率	1.6	4.6	4.0	3.8
					应收账款周转天数	162.2	65.0	55.0	50.0

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

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
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵 然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。