



与腾讯战略合作，加强线上影响力

买入 维持

事件：

公司发布公告与腾讯集团内关联公司深圳市世纪凯旋科技有限公司结成战略合作伙伴关系，在大数据、健康产业、营销等领域开展合作。

对此，我们点评如下：

- **借助腾讯营销及电商优势促进产品销售，公司市占率及品牌影响力将进一步提升：**与腾讯联姻后，公司有望利用对方媒体和社交平台（QQ、微信、网络、视频等）加大产品宣传和营销力度，且公司和腾讯同为奥委会合作伙伴，有望在奥运体育赛事上展开深度合作，公司品牌影响力将进一步提升；腾讯旗下拥有易迅、拍拍网、微信商城等电商平台，且入股京东网，公司有望与其在定制产品、仓储物流体系等开展合作，并可利用腾讯电商平台技术经验以及流量资源，运营自身电商平台，此外，伊利和腾讯分别拥有线下和线上优势，将在 O2O 方面展开合作，公司目前在乳品综合市场占有率达 20.3%，随着销售渠道将进一步丰富，公司市场占有率将进一步提升。
- **利用大数据分析消费者行为，打造健康产业链，向“世界一流的健康食品集团”迈进：**公司未来有望与腾讯在消费者大数据分析领域展开合作，通过数据挖掘与研究，根据消费者年龄、消费产品、消费频次等信息，实现精准营销，提高消费粘性，以寻求更具可复制价值的商业服务及盈利模式，此外，公司或将立足于乳品业务，推动公司迈向“世界一流的健康食品集团”。
- **公司基本面向好，高端产品快速增长及费用率下降推动14年业绩高速增长：**（1）2月份原奶价格开始环比回落，今年原奶价格大概率环比将出现下降，且公司去年7月和12月两次产品提价，成本压力将逐步减轻；（2）公司金典液奶等高端产品快速增长，且随着广告宣传的推进，QQ星14年有望高增长，奶粉将继续受益于行业整合，公司高端产品占比将继续提升；（3）随着公司规模扩大，公司销售费用率有望继续下降，预计今年公司扣非净利润仍有30%以上增长。
- **盈利预测及投资建议：**预计 13-15 年 EPS 分别为 1.51 元、1.7 元和 2.07 元，与腾讯合作提升品牌影响力增加销售，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	37,451	41,991	48,155	54,034	59,727
增长率(%)	26.2%	12.1%	14.7%	12.2%	10.5%
归母净利润(百万)	1,809	1,717	3,092	3,469	4,228
增长率(%)	132.8%	-5.1%	80.1%	12.2%	21.9%
每股收益	0.886	0.841	1.514	1.698	2.069
市盈率	23	42	23	21	17

食品饮料研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

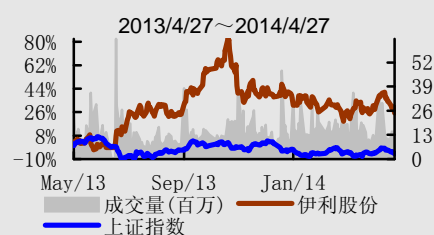
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《贵州茅台：季报分歧将带来再次买入机会》

2014/4/25

《青青稞酒：受到反腐波及，等待下半年销售回暖》

2014/4/25

《老白干酒：聚焦省内、低端升级，收入逐步改善》

2014/4/24

《三全食品：渠道深耕、产品升级推动收入高增长》

2014/4/23

《麦趣尔：业绩低于预期，14 年看烘焙扩张》

2014/4/23

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				
	2012	2013E	2014E	2015E		2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	41,991	48,155	54,034	59,727	货币资金	2004	7582	9191	12027
YOY	12%	15%	12%	11%	应收和预付款项	1073	1500	1651	1796
营业成本	29,505	33,822	37,507	41,029	存货	2995	3243	3597	3934
毛利	12486	14333	16527	18699	其他流动资产	5	1	1	1
% 营业收入	30%	30%	31%	31%	长期股权投资	568	568	568	568
营业税金及附加	249	286	321	355	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	8764	9672	10631	无形资产和开发支出	832	801	771	744
% 营业收入	18.5%	18.2%	17.9%	17.8%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2810	2745	3026	3345	资产总计	18476	27018	31657	37012
% 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	-15	-174	-220	应付和预收款项	8895	10264	11414	12521
% 营业收入	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.4%	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	10269	11419	12526
投资收益	27	40	50	50	股本	1599	2043	2043	2043
营业利润	1616	2593	3728	4637	资本公积	1845	7512	7512	7512
% 营业收入	3.8%	5.4%	6.9%	7.8%	留存收益	3892	6985	10454	14681
营业外收支	471	400	450	450	归属母公司股东权益	7335	16539	20008	24236
利润总额	2087	2993	4178	5087	少数股东权益	190	210	230	250
% 营业收入	5.0%	6.2%	7.7%	8.5%	股东权益合计	7525	16749	20238	24486
所得税费用	351	-120	689	839	负债和股东权益合计	19815	27018	31657	37012
净利润	1736	3112	3489	4248					
归属于母公司所有者的净利润	1717	3092	3469	4228					
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%	30%	31%	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%	9%	10%
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%	19%	17%	17%
投资活动现金流净额	-3057	-2002	-3311	-3011	ROA	9%	11%	11%	11%
债券融资	-411	-808	0	0	ROIC	14%	16%	14%	15%
股权融资	0	6111	0	0	销售收入增长率	12%	15%	12%	11%
银行贷款增加（减少）	0	-2578	0	0	EBIT 增长率	12%	54%	38%	25%
筹资成本	49	-15	-174	-220	EBITDA 增长率	34%	25%	31%	22%
其他	37	1	0	0	净利润增长率	-5%	79%	12%	22%
筹资活动现金流净额	-905	2629	0	0	总资产增长率	-3%	46%	17%	17%
现金净流量	-1554	5578	1609	2836	股东权益增长率	-34%	106%	-1%	19%
					经营现金净流增长率	-34%	106%	-1%	19%
					流动比率	0.5	1.2	1.3	1.4
					速动比率	0.3	0.9	1.0	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:

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。