

业绩符合预期，期待下半年旺季

——南方食品（000716）2014年半年度财报点评

2014年07月29日

强烈推荐/维持

南方食品

财报点评

| | | | |
|----|---------------------|-----------------------|--|
| 徐昊 | 分析师 | 执业证书编号：S1480514070003 | |
| | xuhao@dxzq.net.cn | 010-66554017 | |
| 焦凯 | 分析师 | 执业证书编号：S1480512090001 | |
| | jiaokai@dxzq.net.cn | 010-66554144 | |

事件：

公司公布2014年上半年财务报告：2014年上半年销售收入6.29亿元，同比增长20.40%，上半年归属股东净利润3706万元，同比增长58.45%，扣非后净利润2837万元，同比增长102.59%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2012Q4 | 2013Q1 | 2013Q2 | 2013Q3 | 2013Q4 | 2014Q1 | 2014Q2 |
|------------|---------|-----------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入（百万元） | 289.72 | 301.07 | 221.17 | 297.84 | 485.44 | 369.79 | 259.01 |
| 增长率（%） | 59.05% | 80.92% | -3.97% | 27.48% | 67.56% | 22.82% | 17.11% |
| 毛利率（%） | 40.58% | 28.49% | 20.47% | 28.48% | 37.00% | 23.92% | 31.70% |
| 期间费用率（%） | 37.79% | 22.48% | 24.20% | 26.28% | 32.20% | 18.34% | 29.08% |
| 营业利润率（%） | 4.67% | 5.69% | 0.49% | 1.58% | 3.73% | 5.70% | 2.43% |
| 净利润（百万元） | 10.28 | 19.45 | 4.01 | 5.90 | 11.72 | 27.04 | 9.80 |
| 增长率（%） | 362.49% | -1196.40% | -75.48% | 70.63% | 14.04% | 39.05% | 144.61% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.06 | 0.11 | 0.02 | 0.02 | 0.05 | 0.11 | 0.04 |
| 资产负债率（%） | 58.66% | 62.55% | 41.04% | 40.73% | 42.60% | 39.84% | 37.55% |
| 净资产收益率（%） | 2.07% | 5.29% | 0.49% | 0.72% | 1.40% | 3.13% | 1.14% |
| 总资产收益率（%） | 0.85% | 1.98% | 0.29% | 0.42% | 0.80% | 1.88% | 0.71% |

观点：

- 2014年上半年销售收入6.29亿元，同比增长20.40%，上半年归属股东净利润3706万元，同比增长58.45%，扣非后净利润2837万元，同比增长102.59%。2014年Q2收入2.59亿元，同比下降18.6%，净利润985万元，同比增长172.57%。
- 分产品看，传统袋糊类产品销售收入3.41亿元，同比增长11.24%，传统产品二季度收入增速与一季度旺季相当。液态饮品上半年收入8541万元，2013年上半年液态产品收入基数小，同比大幅增长1851.39%。一季度液态产品实现收入约5000万元，二季度淡季销售约4500万元，销售符合预期。
- 公司年初提出液态产品2014年要实现2.6亿元的销售收入，上半年收入计划完成率约33%。全年看，收入目标有望达成：1）上半年液态芝麻乳还处在铺货阶段，下半年随着铺货率的提高，收入保持增长；2）

下半年是公司产品销售旺季（近三年来上半年销售收入占全年收入比例在40%-45%，下半年收入占比更大），液态产品到和传统产品有着形象和品牌上的关联，下半年动销状况预期也好于上半年。2014年是芝麻乳产品铺货渠道建设年，2015年将是单品收入快速增长年，2016年是芝麻乳单品将利润释放年。

- 上半年传统袋糊产品毛利率39.28%，同比提升2.24个百分点，液态产品毛利率30.61%，综合毛利率27.12%，同比提升2.02个百分点。液态产品毛利率目前还是没有达到设计的40%以上的水平，目前液态产品均为外协生产，未来自有产能达产后将提升液态产品的毛利率。
- 公司非公开发行股票募集资金拟投入的“江西南昌黑芝麻乳生产基地”、“安徽滁州黑芝麻乳生产基地”建设前期准备工作顺利展开。江西南昌黑芝麻乳生产基地已先行自筹部分资金开工建设，安徽滁州黑芝麻乳生产基地的建设用地已落实、环境评价报批工作业已完成，其他各项筹建工作正在有序进行中。预计2015年1月江西南昌产能有望投产，滁州产能释放预期在2016年上半年。

结论：

公司未来盈利增长主要看液态黑芝麻乳的增长，目前产品处在铺货阶段，渠道增长势头较好，单品有望在2015年进入放量阶段。下半年是公司产品销售旺季，预计收入将加速增长。预计公司2014年至2016年EPS分别为0.31元，0.46元和0.64元，对应PE分别为39.6倍、26.5倍和19.1倍，虽然短期估值偏贵，但我们看好公司新品成长性，估值可以被业绩增长消化，维持公司“强烈推荐”投资评级。

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 | | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|-------|--------|----------------|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产合计 | 319 | 650 | 798 | 921 | 1138 | 营业收入 | 641 | 1306 | 1640 | 1943 | 2280 | | | | | | |
| 货币资金 | 47 | 244 | 328 | 392 | 543 | 营业成本 | 376 | 910 | 1114 | 1250 | 1403 | | | | | | |
| 应收账款 | 53 | 65 | 81 | 96 | 112 | 营业税金及附加 | 6 | 8 | 10 | 12 | 14 | | | | | | |
| 其他应收款 | 115 | 67 | 84 | 99 | 116 | 营业费用 | 209 | 256 | 336 | 458 | 572 | | | | | | |
| 预付款项 | 35 | 163 | 174 | 187 | 201 | 管理费用 | 57 | 66 | 83 | 98 | 113 | | | | | | |
| 存货 | 69 | 104 | 122 | 137 | 154 | 财务费用 | 17 | 34 | 22 | 6 | 2 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -21.94 | 2.46 | 3.00 | 2.00 | 0.00 | | | | | | |
| 非流动资产合计 | 635 | 809 | 708 | 645 | 584 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 长期股权投资 | 5 | 9 | 9 | 9 | 9 | 投资净收益 | -0.27 | 11.45 | 10.00 | 8.00 | 8.00 | | | | | | |
| 固定资产 | 411 | 459 | 396 | 255 | 166 | 营业利润 | -2 | 41 | 81 | 126 | 183 | | | | | | |
| 无形资产 | 181 | 224 | 201 | 179 | 157 | 营业外收入 | 30.80 | 11.60 | 13.00 | 12.00 | 10.00 | | | | | | |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 7.88 | 6.57 | 7.00 | 8.00 | 8.00 | | | | | | |
| 资产总计 | 954 | 1459 | 1506 | 1565 | 1722 | 利润总额 | 21 | 46 | 87 | 130 | 185 | | | | | | |
| 流动负债合计 | 476 | 527 | 494 | 458 | 552 | 所得税 | 4 | 5 | 11 | 17 | 28 | | | | | | |
| 短期借款 | 261 | 230 | 116 | 0 | 0 | 净利润 | 18 | 41 | 76 | 113 | 157 | | | | | | |
| 应付账款 | 85 | 151 | 183 | 206 | 231 | 少数股东损益 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 预收款项 | 8 | 44 | 93 | 151 | 220 | 归属母公司净利润 | 19 | 41 | 76 | 113 | 157 | | | | | | |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 223 | 328 | 179 | 195 | 246 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 131 | 94 | 144 | 194 | 194 | BPS (元) | 0.10 | 0.19 | 0.31 | 0.46 | 0.64 | | | | | | |
| 长期借款 | 123 | 87 | 137 | 187 | 187 | 主要财务比率 | | | | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | | | | | |
| 负债合计 | 607 | 622 | 638 | 652 | 746 | 成长能力 | | | | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 4 | 4 | 4 | 4 | 营业收入增长 | 10.31% | 103.52 | 25.59% | 18.50% | 17.32% | | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 178 | 246 | 246 | 246 | 246 | 营业利润增长 | -114.31 | -2545.7 | 97.70% | 55.32% | 45.28% | | | | | | |
| 资本公积 | 179 | 486 | 486 | 486 | 486 | 归属于母公司净利润 | 50.78% | 121.45 | 84.15% | 49.22% | 39.08% | | | | | | |
| 未分配利润 | -22 | 74 | 86 | 103 | 126 | 获利能力 | | | | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 345 | 834 | 864 | 909 | 972 | 毛利率(%) | 41.45% | 30.29% | 32.05% | 35.65% | 38.43% | | | | | | |
| 负债和所有者权 | 954 | 1459 | 1506 | 1565 | 1722 | 净利率(%) | 2.73% | 3.15% | 4.62% | 5.82% | 6.90% | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | | 总资产净利润(%) | | | | | 1.95% | 2.82% | 5.03% | 7.22% | 9.13% | |
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | ROE(%) | | | | | 5.39% | 4.94% | 8.77% | 12.44% | 16.18% | | |
| 经营活动现金流 | 41 | 107 | 184 | 198 | 239 | 偿债能力 | | | | | | | | | | | |
| 净利润 | 18 | 41 | 76 | 113 | 157 | 资产负债率(%) | 64% | 43% | 42% | 42% | 43% | | | | | | |
| 折旧摊销 | 207.91 | 253.18 | 0.00 | 63.75 | 60.75 | 流动比率 | 0.67 | 1.23 | 1.61 | 2.01 | 2.06 | | | | | | |
| 财务费用 | 17 | 34 | 22 | 6 | 2 | 速动比率 | 0.52 | 1.03 | 1.37 | 1.71 | 1.78 | | | | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -16 | -15 | -17 | 营运能力 | | | | | | | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | 0 | 49 | 58 | 68 | 总资产周转率 | 0.72 | 1.08 | 1.11 | 1.27 | 1.39 | | | | | | |
| 投资活动现金流 | -165 | -203 | 33 | 6 | 8 | 应收账款周转率 | 10 | 22 | 22 | 22 | 22 | | | | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 8.41 | 11.04 | 9.80 | 10.00 | 10.45 | | | | | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 25 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 11 | 10 | 8 | 8 | 每股收益(最新摊薄) | 0.10 | 0.19 | 0.31 | 0.46 | 0.64 | | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 115 | 286 | -132 | -140 | -96 | 每股净现金流(最新) | -0.05 | 0.78 | 0.34 | 0.26 | 0.61 | | | | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊) | 1.93 | 3.39 | 3.51 | 3.70 | 3.95 | | | | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 50 | 50 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 68 | 0 | 0 | 0 | P/E | 117.21 | 64.50 | 39.58 | 26.53 | 19.07 | | | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 307 | 0 | 0 | 0 | P/B | 6.31 | 3.60 | 3.47 | 3.30 | 3.09 | | | | | | |
| 现金净增加额 | -9 | 191 | 84 | 64 | 151 | EV/EBITDA | 11.27 | 9.37 | 16.33 | 14.31 | 10.76 | | | | | | |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

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，6 年食品饮料行业研究经验。

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

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。