

2Q 有所恢复，省外开拓需待行业回暖

增持 维持

目标价格：暂无

事件：

公司发布 2014 年半年报，上半年实现收入 14.1 亿，YoY-7.4%，归母净利润 4.6 亿，YoY -6.2%，基本 EPS 1.02 元，位于招股书中业绩预测的上限。

对此，我们点评如下：

- **2Q 报表收入同比正增长，增速 13%，预收款调节后预计上半年真实收入下滑 20%左右：**公司 1Q 报表收入下滑 17%，2Q 增长 13%，收入增速环比恢复。但预收账款由年初 3.8 亿降至年中 1.4 亿，考虑预收账款后，上半年真实收入为 12.1 亿。若去年同期没有调节预收款，则今年上半年真实收入同比下滑 20%。与之印证的是，销售商品、提供劳务收到的现金 12.5 亿，下滑 14.5%。受行业调整影响，省外开拓受阻，上半年收入下滑 19%，而省内 1Q、2Q 分别下滑 16% 与增长 14%，大本营市场相对较好；
- **省外结构大幅下降拉低毛利率，减少硬性广告投入节约销售费用，2Q 净利增长 5%：**公司上半年产品结构降级，导致毛利率下滑 1pct 至 68.4%，其中省内基本持平，省外下降 14pct 至 55%。公司适当调整广告投入策略，减少产品硬性广告投入，上半年销售费用减少 14%，销售费用率下降 1pct 至 12.3%。职工薪酬与折旧费用增加，叠加收入下滑的影响，管理费用率提升 1pct 至 5.3%。上半年净利率略微提升 0.4pct 至 32.4%，净利润下滑 6.2% 至 4.6 亿；
- **公司定位在差异化的喜酒市场，苏酒第二品牌根基牢固，调整期稳固省内，未来省外空白市场开拓值得期待：**1) 公司作为苏酒第二品牌，省内市场仍有较大挖潜空间，通过分级开发+精耕细作，不断挤占小品牌空间，省内市场 2Q 以来逐步恢复；2) 公司主打差异化喜宴酒，将在省外市场加大投入，广告投放与销售分布上侧重于省外，募投项目包括拟在全国开设 400 个专卖店，并设立 5 个区域营销中心，未来有望填补全国化喜宴酒定位空白；
- **盈利预测及投资建议：**预计 14-16 年收入分别为 23.4 亿、24.1 亿和 26.0 亿，YOY-7%、3%和 7.8%；归母净利润 YOY-7.8%、4.1%和 8.8%；EPS 分别为 1.25 元、1.30 元和 1.42 元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2,594	2,515	2,339	2,410	2,598
增长率 (%)	15.7%	-3.0%	-7.0%	3.0%	7.8%
归母净利润(百万)	677	681	628	654	711
增长率 (%)	26.9%	0.7%	-7.8%	4.1%	8.8%
每股收益	1.504	1.514	1.251	1.302	1.417
市盈率	17.26	17.14	20.74	19.93	18.31

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

《星河生物深度报告：蘑菇步入拐点，进军高盈利牛肉产业链》

2014/08/05

《食品饮料行业周报：行业估值修复，白酒乳品将继续受益》

2014/08/03

《茅台股权激励点评：激励制度完善将开启白酒行业创新时代》

2014/07/30

《顺鑫农业中报点评：低端酒快速增长，地产增厚业绩》

2014/07/29

《好想你动态跟踪：转型效果超市场预期，建议买入》

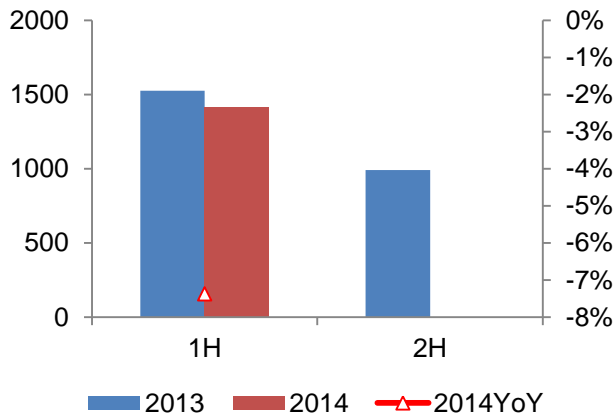
2014/07/28

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1H13	2H13	1H14	同比 变化	环比 变化	点评
营业收入(百万元)	1525	991	1413	-7%	43%	预收账款由年初 3.8 亿降至年中 1.4 亿, 考虑预收账款后, 上半年真实收入为 12.1 亿。若去年同期没有调节预收款, 则今年上半年真实收入同比下滑 20%
-营业成本	31%	27%	32%	0.9	4.2	
=毛利	69%	73%	68%	-0.9	-4.2	上半年产品结构降级, 导致毛利率下滑
-营业税金及附加	8%	12%	9%	1.0	-2.9	
-销售费用	13%	28%	12%	-0.9	-16.0	适当调整广告投入策略, 减少产品硬性广告投入, 上半年销售费用减少 14%
-管理费用	4%	9%	5%	1.0	-3.8	职工薪酬与折旧费用增加, 叠加收入下滑的影响, 管理费用率提升
-财务费用	0%	-1%	-1%	-0.7	-0.3	存款金额较大, 利息收入增加
-资产减值损失	0%	0%	0%	0.0	0.0	
+公允价值变动损益	0%	0%	0%	0.0	0.0	
+投资收益	0%	0%	0%	0.0	0.0	
+营业外收支	0%	0%	0%	-0.1	0.0	
=利润总额	44%	24%	43%	-1.5	18.5	
-所得税费用	12%	5%	10%	-1.9	5.5	递延所得税影响
-少数股东损益	0%	0%	0%	-0.1	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	32%	19%	32%	0.4	12.9	行业调整导致高盈利的高端酒下滑, 但通过减少广告节约费用

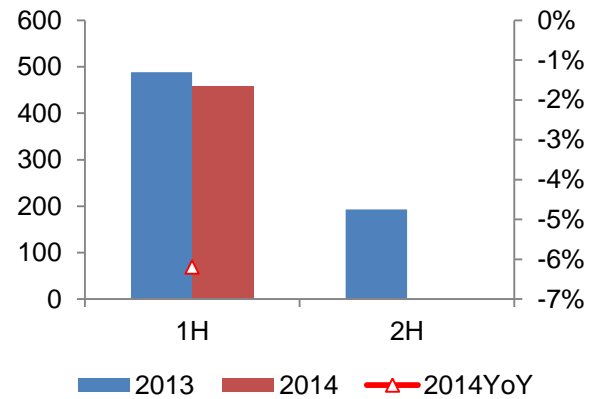
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2：半年度收入及同比变化图（百万元）



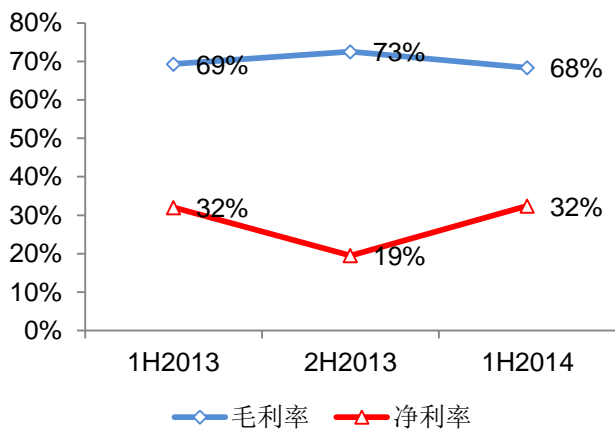
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：半年度净利润及同比变化图（百万元）



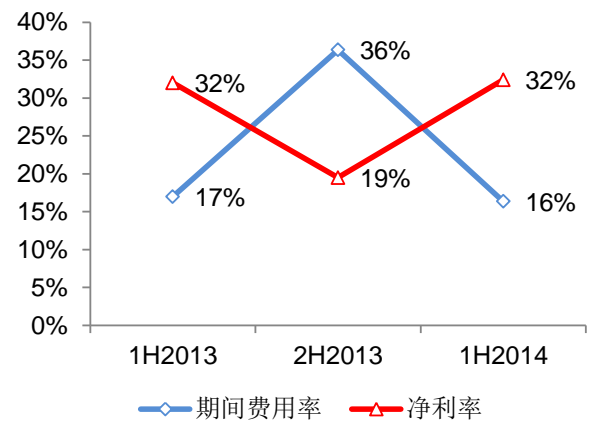
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：半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 5：半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 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	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,515	2,339	2,410	2,598	货币资金	1143	3052	2571	2371
YOY	-3%	-7%	3%	8%	应收和预付款项	81	50	52	55
营业成本	740	716	745	798	存货	1145	392	408	437
毛利	1775	1623	1666	1800	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	71%	69%	69%	69%	长期股权投资	6	6	6	6
营业税金及附加	248	230	237	256	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.8%	9.9%	9.9%	9.9%	固定资产和在建工程	673	1268	1863	2458
销售费用	482	454	468	496	无形资产和开发支出	182	164	149	136
% 营业收入	19.2%	19.4%	19.4%	19.1%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	153	152	157	159	资产总计	3367	4723	4412	4238
% 营业收入	6.1%	6.5%	6.5%	6.1%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-16	-50	-67	-59	应付和预收款项	1040	1983	2015	2087
% 营业收入	-0.6%	-2.2%	-2.8%	-2.3%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1069	1983	2015	2087
投资收益	0	0	0	0	股本	450	502	502	502
营业利润	909	837	871	948	资本公积	228	994	994	994
% 营业收入	36.1%	35.8%	36.2%	36.5%	留存收益	1610	1234	884	592
营业外收支	6	0	0	0	归属母公司股东权益	2288	2730	2380	2087
利润总额	915	837	871	948	少数股东权益	10	10	10	10
% 营业收入	36.4%	35.8%	36.2%	36.5%	股东权益合计	2298	2740	2389	2097
所得税费用	235	209	218	237	负债和股东权益合计	3366	4722	4405	4184
净利润	680	628	654	711					
归属于母公司所有者的净利润	681	628	654	711	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东损益	-1	0	0	0	毛利率	71%	69%	69%	69%
					三费/销售收入	25%	24%	23%	23%
					EBIT/销售收入	35%	34%	33%	34%
					EBITDA/销售收入	44%	46%	52%	58%
					销售净利率	27%	27%	27%	27%
					ROE	30%	19%	18%	18%
					ROA	20%	14%	15%	15%
					ROIC	29%	18%	17%	17%
					销售收入增长率	-3%	-7%	3%	8%
					EBIT 增长率	-1%	-12%	2%	11%
					EBITDA 增长率	-7%	-2%	17%	20%
					净利润增长率	1%	-8%	4%	9%
					总资产增长率	13%	17%	12%	21%
					股东权益增长率	26%	10%	22%	22%
					经营现金净流增长率	-33%	934%	-29%	18%
					流动比率	2.3	4.2	6.3	6.7
					速动比率	1.2	3.9	5.9	6.2
					应收账款周转天数	2.2	2.2	2.2	2.2
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E					
经营活动现金流净额	282	427	428	429					
取得投资收益收回现金	0	0	0	0					
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	-137	-606	-605	-605					
固定资产投资	0	-550	-550	-550					
其他	0	-1	0	0					
投资活动现金流净额	-136	-607	-605	-605					
债券融资	0	-28	0	0					
股权融资	7	817	0	0					
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0					
筹资成本	-16	-50	-67	-59					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-200	789	-1004	-1004					
现金净流量	159	1910	-482	-227					

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
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@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
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。