

# 业绩加速下滑，且行且看机制改善

## 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6.6亿，YoY-23.1%，归母净利润6332万，YoY-38.4%，基本EPS 0.10元，低于市场预期。

**对此，我们点评如下：**

- **行业深度调整且市场竞争加剧，公司2Q收入加速下滑：**高端黄酒需求疲弱，且市场竞争加剧，公司2Q收入下滑37%，增速较1Q加速下滑（1Q下滑15.6%）：女儿红上半年收入下滑20%至1.8亿；预计原酒上半年销售很少，而去年同期收入6957万（若剔除原酒影响并假设1H无原酒销售，上半年收入下滑16%）。新品料酒定位中高端，已开始推广，未来有望逐步贡献收入；
- **费用率大幅提升致2Q单季度净利润下滑78.5%：**公司高端产品下滑，但中端产品仍保持升级，2Q单季度毛利率提升1.3pct至42.7%。公司上半年广告费用和销售返利下降，但预计因组建料酒销售团队以及专卖店开设等因素，职工薪酬等费用仍有所增长，2Q单季度费用额略有下滑，但收入大幅下滑导致销售费用率和管理费用率分别提升7.6和3.3个百分点，2Q单季度净利率下滑8.6pct至4.5%，2Q净利润下滑78.5%至850万；
- **渠道深耕与品牌宣传逐步推进，期待外埠市场扩张与激励机制改善：**
  - 1) **渠道扩张和深耕将继续推进：**公司配股已完成，募投资金主要用于产能和渠道扩张，截至上半年公司已新开设19家专卖店，并与酒仙网达成战略合作，黄酒目前消费仍主要集中于江浙沪区域，未来随消费群体的培育，外埠扩张的空间仍很大；
  - 2) **品牌力将逐步提升：**公司参与拍摄的《女儿红》电视剧预计将于年底开拍，有望进一步提升品牌影响力。
  - 3) 今年各地国企改革进程加速，浙江国企改革方案也有望出炉，公司激励机制的改善值得期待；
- **盈利预测及投资建议：**预计14-16年收入分别为13.6亿、15.1亿和17.5亿，YOY-7.4%、11.2%和15.7%；归母净利润分别为1.3亿、1.57亿和1.9亿，YOY-9.6%、19.6%和21%；EPS分别为0.21元、0.25元和0.3元，维持“增持”评级。

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

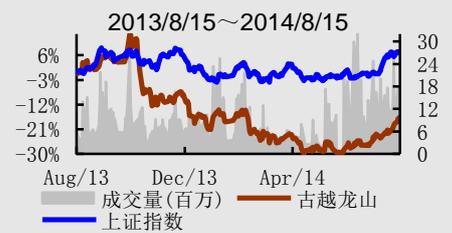
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《好想你中报点评：专卖店恢复增长，品牌宣传再加码》

2014/08/15

《加加食品中报点评：酱油增速低于预期，关注新品推广》

2014/08/15

《老白干酒中报点评：基本面逐步好转，期待改制红利》

2014/08/15

《食品饮料行业周报：旺季将至，食品饮料收获行情将持续》

2014/08/10

《今世缘中报点评：2Q有所恢复，省外开拓需待行业回暖》

2014/08/06

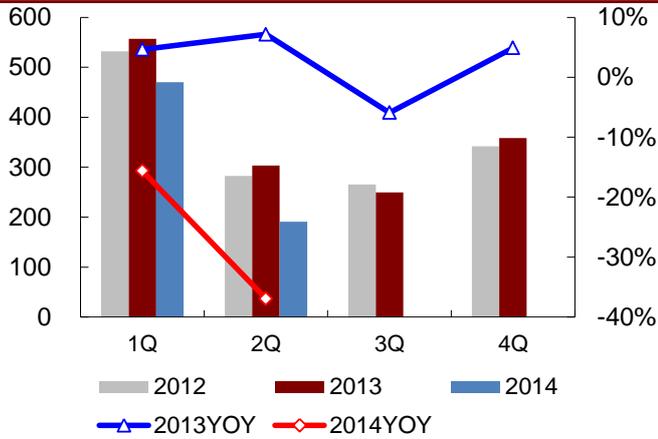
主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1,422	1,468	1,359	1,512	1,749
增长率 (%)	14.1%	3.2%	-7.4%	11.2%	15.7%
归母净利润(百万)	192	145	131	157	190
增长率 (%)	12.2%	-24.6%	-9.6%	19.6%	21.0%
每股收益	0.301	0.227	0.205	0.246	0.299
市盈率	29	39	43	36	29

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	557	303	250	358	470	191	-37%	-59%	经济增速放缓+打压三公消费高端黄酒销售下滑，且上半年原酒销售很少
-营业成本	60%	59%	62%	65%	61%	57%	-1.3	-3.8	
=毛利	40%	41%	38%	35%	39%	43%	1.3	3.8	低端向中端升级仍在继续，中端产品占比提升
-营业税金及附加	4%	4%	3%	4%	3%	5%	0.8	1.5	
-销售费用	16%	13%	17%	15%	13%	21%	7.6	7.3	职工薪酬仍有所增加，费用投放仅小幅下降，在收入大幅下滑下费用率提升
-管理费用	5%	6%	10%	8%	5%	9%	3.3	3.7	收入大幅下滑推高费用率
-财务费用	1%	1%	2%	2%	1%	2%	1.3	1.0	
-资产减值损失	0.0%	0.9%	-0.6%	0.3%	0.0%	0.6%	-0.3	0.6	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	0.6%	0.1%	1.1%	0.1%	0.7%	0.1	0.6	
+营业外收支	-0.2%	0.3%	2.4%	2.1%	-0.1%	0.5%	0.2	0.6	
=利润总额	15.3%	17.6%	7.9%	9.4%	15.6%	6.4%	-11.2	-9.2	
-所得税费用	3.9%	4.4%	1.9%	1.9%	3.8%	1.8%	-2.6	-2.1	
-少数股东损益	0.0%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1	0.1	
=归属于母公司所有者净利润	11.3%	13.1%	6.1%	7.2%	11.7%	4.5%	-8.6	-7.2	销售与管理费用率显著提升，抵消毛利率提升的效果

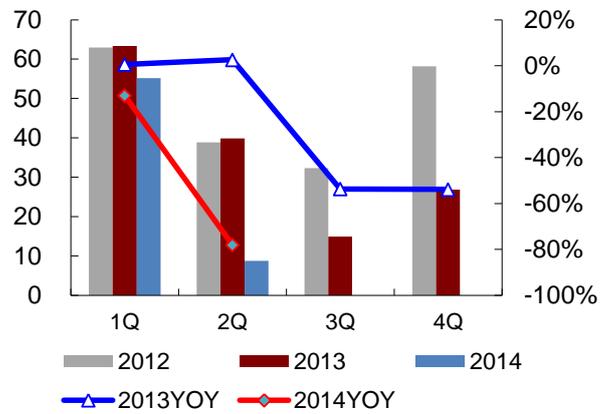
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



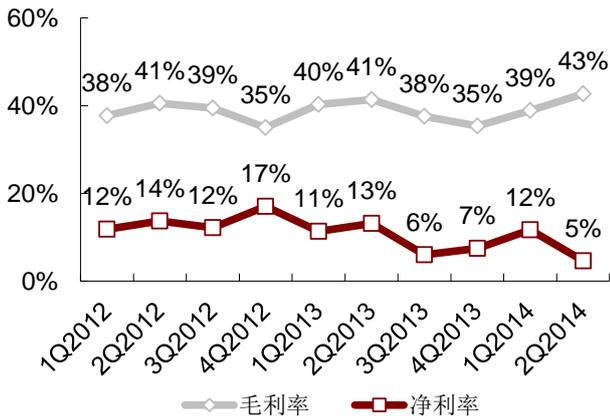
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



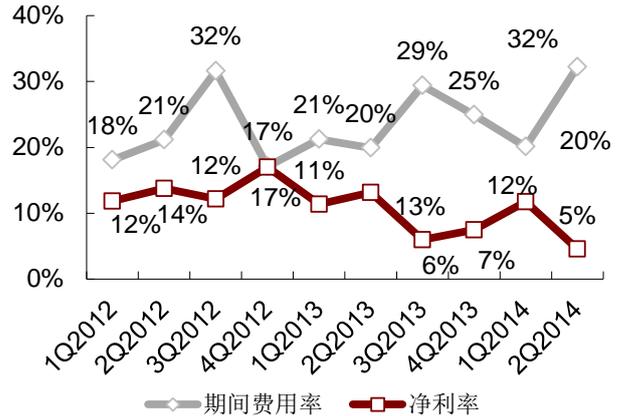
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 4：分季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：分季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					资产负债表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,468	1,359	1,512	1,749	货币资金	259	500	500	500
YOY	3%	-7%	11%	16%	应收和预付款项	151	135	142	140
营业成本	898	828	917	1,064	存货	1643	1361	1558	1603
毛利	570	531	595	686	其他流动资产	8	1	1	1
% 营业收入	39%	39%	39%	39%	长期股权投资	97	97	97	97
营业税金及附加	55	51	57	65	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	固定资产和在建工程	1237	1367	1477	1587
销售费用	221	217	239	271	无形资产和开发支出	156	161	166	171
% 营业收入	15.0%	16.0%	15.8%	15.5%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	98	92	103	119	资产总计	3589	3514	3665	3649
% 营业收入	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	短期借款	448	319	279	10
财务费用	22	17	9	-1	应付和预收款项	612	544	578	640
% 营业收入	1.5%	1.3%	0.6%	0.0%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0	其他负债	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1071	863	857	651
投资收益	6	5	5	5	股本	635	809	809	809
营业利润	179	158	192	236	资本公积	961	961	961	961
% 营业收入	12.2%	11.6%	12.7%	13.5%	留存收益	896	1026	1182	1372
营业外收支	13	15	15	15	归属母公司股东权益	2488	2795	2951	3141
利润总额	192	173	207	251	少数股东权益	29	30	31	31
% 营业收入	13.1%	12.7%	13.7%	14.3%	股东权益合计	2517	2825	2982	3172
所得税费用	47	42	50	61	负债和股东权益合计	3589	3688	3839	3823
净利润	145	131	157	190					
归属于母公司所有者的净利润	144	130	156	190					
少数股东损益	1	1	1	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	39%	39%	39%	39%
取得投资收益收回现金	0	5	5	5	三费/销售收入	23%	24%	23%	22%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	13%	13%	13%	13%
无形资产投资	-146	-147	-106	-106	EBITDA/销售收入	24%	25%	25%	23%
固定资产投资	0	-80	-50	-50	销售净利率	10%	10%	10%	11%
其他	0	-20	0	0	ROE	6%	5%	5%	6%
投资活动现金流净额	-143	-143	-101	-101	ROA	4%	4%	4%	5%
债券融资	-43	-2	0	0	ROIC	5%	4%	5%	5%
股权融资	0	0	0	0	销售收入增长率	3%	-7%	11%	16%
银行贷款增加(减少)	0	-129	-40	-268	EBIT 增长率	2%	-13%	15%	17%
筹资成本	22	17	9	-1	EBITDA 增长率	-1%	-5%	10%	11%
其他	-14	3	0	0	净利润增长率	-25%	-10%	20%	21%
筹资活动现金流净额	-145	-153	-59	-278	总资产增长率	0%	-2%	4%	0%
现金净流量	-216	241	0	0	股东权益增长率	3%	12%	6%	6%
					经营现金净流增长率	1%	638%	-70%	136%
					流动比率	1.9	2.3	2.6	3.5
					速动比率	0.4	0.7	0.8	1.0
					应收账款周转天数	20.9	32.0	30.0	25.0

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@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
		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	zhouidi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	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。