

疆内不达预期，收购向华东扩张

增持 维持

目标价格：暂无

事件：公司发布2014年半年报，实现收入1.5亿，YoY-9.3%，归母净利润1382万，YoY-13.7%。同时公司预计前3Q归母净利润YoY-20%-0%。

对此，我们点评如下：

- **2Q单季度收入下滑11.7%，下半年有望逐步改善：**受竞争加剧及部分区域意外事件影响，公司2Q单季度收入下滑11.7%，较1Q的下滑7%有所扩大；分产品来看，1Q生鲜乳供应紧张和市场竞争加剧致公司1H乳制品收入下滑5.8%；受反腐影响，粽子销售不畅致节日食品收入下滑19.5%；受新疆地区局部波动致部分门店营业时间缩短影响，烘焙食品收入下滑17.5%。分区域来看，公司上半年乌鲁木齐收入下滑5.6%至1.1亿，南疆收入下滑26.6%至2167万，下半年有望逐步改善；
- **促销减少致毛利率提升2.1个百分点，费用率大幅提升致2Q净利率下滑0.6个百分点：**在部分店面受南疆意外事件影响缩短营业时间内，公司为了保障单店盈利减少了店面促销活动，上半年烘焙和节日食品毛利率分别提升7.6和3.6个百分点，公司2Q毛利率提升2.1个百分点至38.8%；由于职工薪酬和店面租金成本相对固定，在收入下滑下，销售费用率和管理费用率分别提升3.3和4.2个百分点，综合影响下，2Q净利润下滑16.6%，净利率下滑0.6个百分点至11%；
- **烘焙业务开始在华东扩张，未来有望成为公司成长的主要推动力：**公司烘焙连锁店在新疆地区已新增6家店面，预计下半年将继续新增3-4家，低于年初制定的全年新开20家目标，但公司通过收购宁波烘焙龙头浙江新美心，将新增235家门店，且利用新美心中央工厂的多余产能有望逐步辐射上海等华东区域商超市场，烘焙业务区域扩张有望成为公司未来成长的主要推动力；
- **盈利预测及投资建议：**预计14-16年收入分别为3.9亿、4.3亿和4.8亿，YOY-0.1%、10.1%和12.8%；归母净利润0.56亿、0.64亿和0.73亿，YOY-2.6%、13.6%和15%；EPS分别为0.61元、0.70元和0.80元，维持“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	403	388	387	426	481
增长率(%)	16.1%	-3.9%	-0.1%	10.1%	12.8%
归母净利润(百万)	60.09	57.75	56	64	73
增长率(%)	12.7%	-3.9%	-2.6%	13.6%	15.0%
每股收益	0.656	0.630	0.614	0.698	0.802
市盈率	47	49	50	44	38

食品饮料行业

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

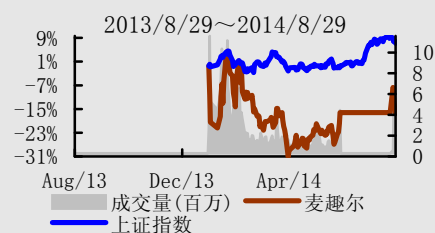
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《五粮液中报点评：最差时候已经过去，下半年有望高增长》

2014/8/28

《克明面业中报点评：市场份额为先，短期业绩承压》

2014/8/27

《食品饮料行业周报：白酒有望跟随市场开始第二轮反弹》

2014/8/25

《麦趣尔动态跟踪：收购布局华东，股权激励稳定团队》

2014/8/25

《贝因美中报点评：收入降幅缩窄，关注转型和新品推广》

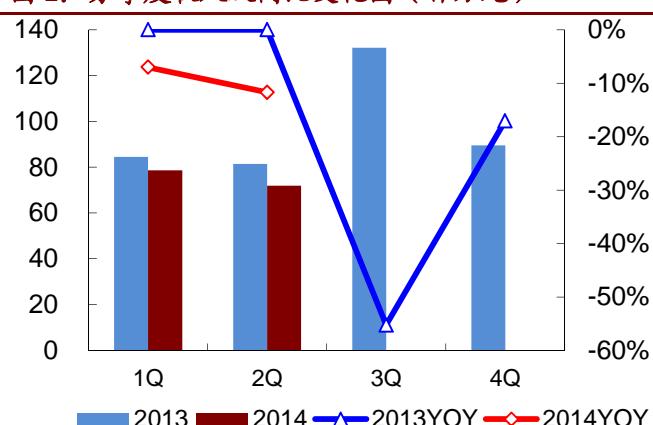
2014/8/25

图 1：有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q14	2Q14	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	79	72	-12%	-9%	竞争加剧及部分区域意外事件影响
-营业成本	65%	61%	-2.1	-3.6	
=毛利	35%	39%	2.1	3.6	促销减少致毛利率提升
-营业税金及附加	1%	1%	0.0	0.4	
-销售费用	16%	16%	3.3	0.4	职工薪酬和店面租金成本相对固定，在收入下滑下，销售费用率下降
-管理费用	10%	11%	4.2	1.2	职工薪酬相对固定，在收入下滑下，销售费用率下降
-财务费用	0%	1%	-1.0	0.0	
-资产减值损失	0.0%	0.7%	-0.9	0.7	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.0%	2.0%	2.0	2.0	
+营业外收支	0.2%	-0.2%	-0.5	-0.4	
=利润总额	8.7%	11.2%	-1.9	2.5	
-所得税费用	1.2%	0.2%	-1.3	-1.0	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	7.5%	11.0%	-0.6	3.5	毛利率提升和费用率下降的综合结果

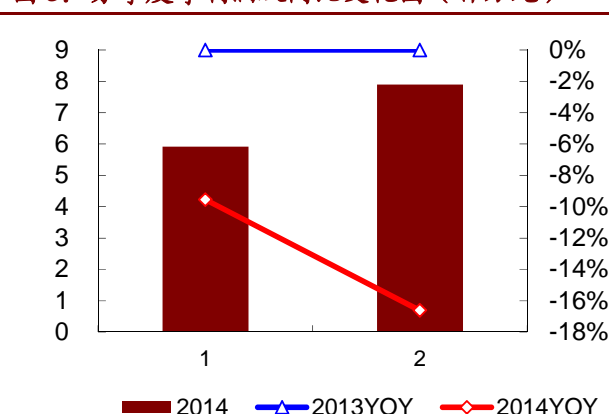
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 2：分季度收入及同比变化图（百万元）



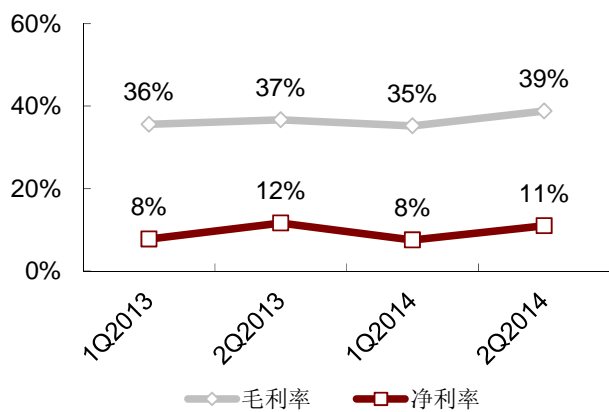
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 3：分季度净利润及同比变化图（百万元）



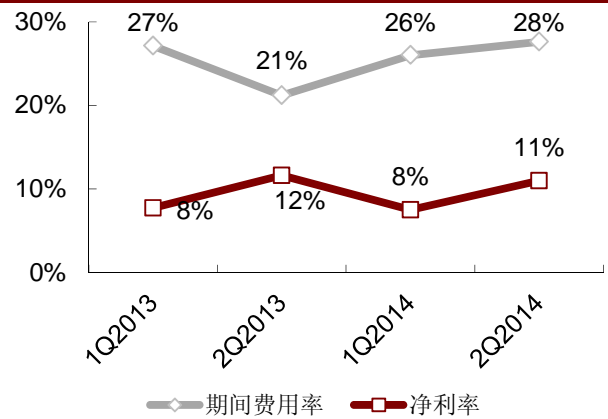
资料来源：Wind，宏源证券研究所

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	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	388	387	426	481	货币资金	146	303	270	257
YOY	-4%	0%	10%	13%	应收和预付款项	113	100	99	105
营业成本	236	238	262	293	存货	45	39	36	32
毛利	152	149	165	188	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	39%	38%	39%	39%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	4	4	4	5	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	55	63	70	无形资产和开发支出	30	36	42	47
% 营业收入	14.0%	14.2%	14.8%	14.6%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	29	29	32	37	资产总计	483	741	806	882
% 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	-5	应付和预收款项	90	85	86	88
% 营业收入	0.6%	-0.6%	-1.4%	-1.1%	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	85	86	88
投资收益	0	0	0	0	股本	78	92	92	92
营业利润	57	63	71	82	资本公积	46	310	310	310
% 营业收入	14.8%	16.1%	16.7%	17.0%	留存收益	198	255	319	392
营业外收支	7	0	0	0	归属母公司股东权益	323	656	720	794
利润总额	64	63	71	82	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	16.6%	16.1%	16.7%	17.0%	股东权益合计	323	656	720	794
所得税费用	6	6	7	8	负债和股东权益合计	483	741	806	882
净利润	58	56	64	73					
归属于母公司所有者的净利润	58	56	64	73					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	39%	38%	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%	15%	16%
无形资产投资	-8	-139	-130	-120	EBITDA/销售收入	39%	21%	22%	23%
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%	9%	9%
投资活动现金流净额	-8	-140	-130	-120	ROA	12%	8%	8%	8%
债券融资	0	-1	0	0	ROIC	15%	8%	8%	9%
股权融资	0	277	0	0	销售收入增长率	-4%	0%	10%	13%
银行贷款增加（减少）	0	-69	0	0	EBIT 增长率	-78%	-6%	7%	17%
筹资成本	2	-2	-6	-5	EBITDA 增长率	-52%	-46%	13%	19%
其他	0	0	0	0	净利润增长率	-80%	-3%	14%	15%
筹资活动现金流净额	-2	205	0	0	总资产增长率	13%	53%	9%	9%
现金净流量	15	157	-33	-13	股东权益增长率	-64%	262%	5%	11%
					经营现金净流增长率	-64%	262%	5%	11%
					流动比率	1.9	5.3	4.8	4.5
					速动比率	1.6	4.8	4.3	4.1
					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
		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	zhoudi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
机构	北京保险/私募	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。