

业绩继续高增长，估值有提升空间

买入 首次

目标价格：暂无

事件：公司发布2014年半年报，实现营业收入272.9亿，YoY13.6%，归母净利润22.9亿，YoY31.9%，扣非净利润增长91%，超市场预期。

对此，我们点评如下：

- **提价+高端产品快速增长，2Q单季度收入增长16.8%：**受去年8月和12月两次提价以及高端产品快速增长影响，公司2Q单季度收入增长16.8%，增速较1Q的11.8%提升5个百分点；分产品来看，液体乳上半年增长15.3%，我们预计高端产品中金典增速50%以上；上半年奶粉及奶制品增长9.1%，远好于奶粉行业增长情况；
- **2Q单季度毛利率提升3.1个百分点，剔除去年所得税减免影响，2Q净利润增长59%：**2Q单季度公司毛利率提高3.1个百分点，主要原因：1) 去年产品提价已基本涵盖去年原料成本上涨影响，且今年成本价格环比下降（主产区生鲜乳均价已从2月份的每公斤4.27元下降至目前的3.94元，降幅7.7%）；2) 高端产品快速增长带动公司产品结构升级，拉动毛利率提升。随着公司规模的扩大，2Q单季度销售费用率下降0.7个百分点至17.4%，职工薪酬提升导致管理费用率提升1.8个百分点，公司2Q营业利润增长71.8%，净利润下滑3.4%，净利率达8.5%，若剔除去年同期股权激励计划行权致所得税费用减少4.91亿影响，公司2Q净利润增长59%；
- **业绩继续高增长，估值有提升空间，建议长期持有：**1) 公司金典、每益添等高端产品保持良好势头，且随着下半年常温酸奶产能释放，安慕希有望利用伊利品牌宣传和渠道优势实现销量的快速增长；2) 利润继续保持快速增长：原奶价格下降、产品结构升级，以及公司费用率下降将共同推动今明两年公司业绩继续高增长；3) 估值有较大提升空间，公司14年估值仅19倍，与蒙牛的26倍比有较大提升空间，公司是国内乳品行业龙头，业绩快速增长，沪港通的临近有望带来公司估值提升；
- **盈利预测及投资建议：**公司业绩超预期，我们上调盈利预测，维持“买入”评级；预计14-16年归母净利润YOY32.3%、21.5%和17.4%；EPS分别为1.376元、1.67元和1.96元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	41,991	47,779	54,237	61,392	69,119
增长率(%)	12.1%	13.8%	13.5%	13.2%	12.6%
归母净利润(百万)	1,717	3,187	4,216	5,123	6,013
增长率(%)	-5.1%	85.6%	32.3%	21.5%	17.4%
每股收益	0.560	1.040	1.376	1.672	1.962
市盈率	47	26	19	16	14

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

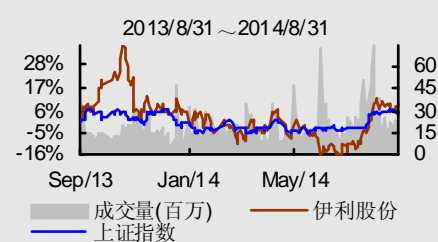
研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

市场表现



相关研究

《麦趣尔中报点评：疆内不达预期，收购向华东扩张》

2014/8/29

《海天味业动态跟踪报告：激励方案务实合理，利在长期发展》

2014/8/29

《贵州茅台中报点评：恢复再次确认，估值有望进一步修复》

2014/8/29

《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

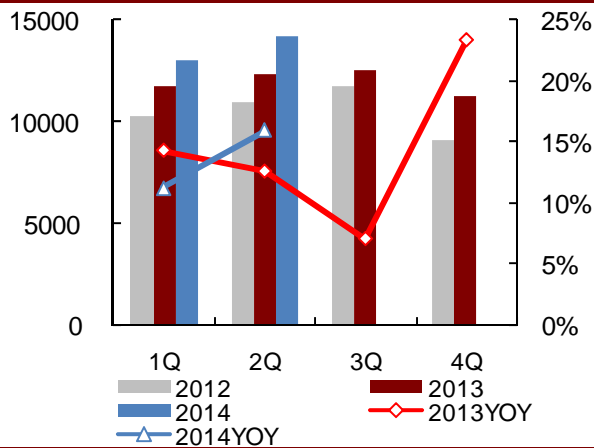
公司财务数据点评

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	12297	12550	11208	13036	14251	16%	9%	产品结构调整以及单价提高所致
-营业成本	71%	74%	73%	66%	67%	-3.1	1.2	
=毛利	29%	26%	27%	34%	33%	3.1	-1.2	去年产品提价已基本涵盖去年原料成本上涨影响, 且今年成本价格环比下降; 高端产品快速增长带动公司产品结构升级
-营业税金及附加	1%	0%	0%	0%	1%	-0.2	0.1	
-销售费用	18%	15%	16%	21%	18%	-0.6	-3.3	
-管理费用	4%	5%	5%	5%	6%	1.9	1.6	主要是职工薪酬增长所致
-财务费用	0%	0%	0%	0%	0%	0.1	0.4	主要是货币资金增加使得利息收入增加所致
-资产减值损失	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0	0.0	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.1%	0.2%	0.9%	0.2%	0.3%	0.2	0.1	
+营业外收支	1.1%	0.8%	1.1%	0.6%	0.8%	-0.3	0.2	
=利润总额	7.4%	6.6%	6.6%	9.0%	9.3%	1.9	0.3	毛利率较去年同期提升
-所得税费用	-2.8%	0.4%	0.5%	1.2%	1.5%	4.4	0.3	去年同期股权激励计划行权致所得税费用减少 4.91 亿
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	10.2%	6.2%	6.0%	7.7%	7.7%	-2.5	0.0	所得税费较去年同期提高影响

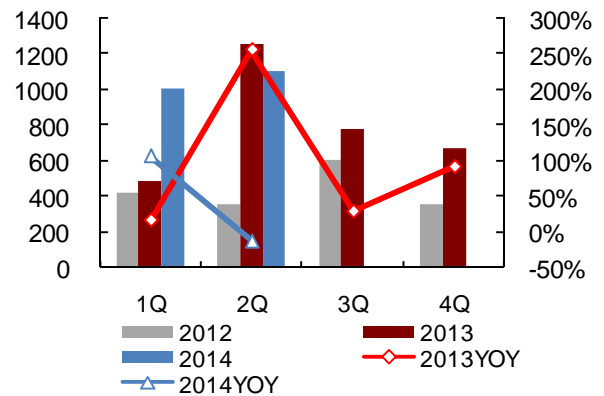
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



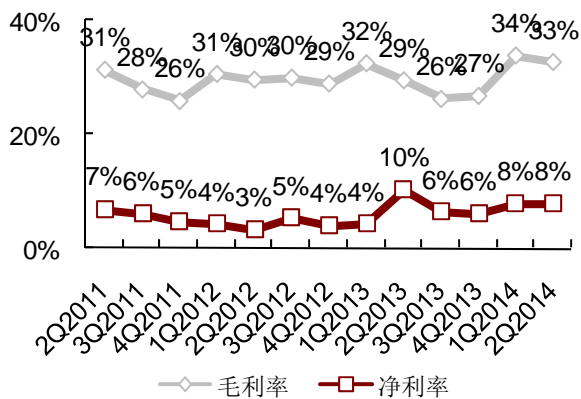
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



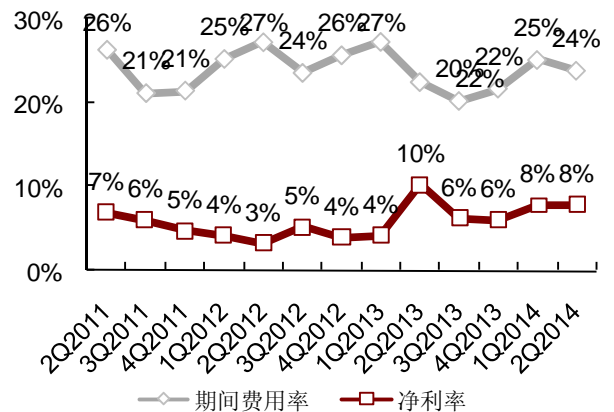
资料来源: 上市公司年报, 宏源证券研究所

图 4: 分季度毛利率与净利率关系图



资料来源: 上市公司年报, 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: 上市公司年报, 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	2013E	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入	47,779	54,237	61,392	69,119	货币资金	8173	10680	11000	15417
YOY	14%	14%	13%	13%	应收和预付款项	793	952	1378	1548
营业成本	34,083	36,999	41,722	46,777	存货	3683	4055	5144	5767
毛利	13696	17239	19670	22342	其他流动资产	3636	0	0	0
% 营业收入	29%	32%	32%	32%	长期股权投资	558	558	558	558
营业税金及附加	234	266	301	338	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产和在建工程	13166	16166	21166	24666
销售费用	8546	9654	10744	11958	无形资产和开发支出	913	878	845	813
% 营业收入	17.9%	17.8%	17.5%	17.3%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	2392	2766	3131	3525	资产总计	31108	32573	37885	44900
% 营业收入	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%	短期借款	4086	0	404	0
财务费用	-33	-61	-211	-260	应付和预收款项	11368	11446	11207	12586
% 营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	30	4	1	1	其他负债	1106	1060	1060	1060
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	16565	12506	12671	13646
投资收益	131	80	80	80	股本	2043	3064	3064	3064
营业利润	2659	4689	5785	6861	资本公积	7539	6518	6518	6518
% 营业收入	5.6%	8.6%	9.4%	9.9%	留存收益	6556	10772	15894	21907
营业外收支	401	400	400	400	归属母公司股东权益	16125	20354	25476	31489
利润总额	3060	5089	6185	7261	少数股东权益	188	206	229	256
% 营业收入	6.4%	9.4%	10.1%	10.5%	股东权益合计	16313	20559	25705	31745
所得税费用	-141	856	1040	1221	负债和股东权益合计	32877	33065	38376	45392
净利润	3201	4234	5146	6040					
归属于母公司所有者的净利润	3187	4216	5123	6013					
少数股东损益	14	18	23	27					
现金流量表	2013E	2014E	2015E	2016E	财务指标	2013E	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流净额	282	427	428	429	毛利率	29%	32%	32%	32%
取得投资收益收回现金	0	80	80	80	三费/销售收入	23%	23%	22%	22%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	5%	8%	9%	9%
无形资产投资	-3182	-2526	-4611	-3111	EBITDA/销售收入	9%	11%	11%	12%
固定资产投资	0	-2500	-2000	-1500	销售净利率	7%	8%	8%	9%
其他	0	77	0	0	ROE	20%	21%	20%	19%
投资活动现金流净额	-5828	-2446	-4531	-3031	ROA	10%	13%	13%	13%
债券融资	1496	-43	0	0	ROIC	13%	18%	18%	17%
股权融资	6118	0	0	0	销售收入增长率	14%	14%	13%	13%
银行贷款增加（减少）	0	-4086	404	-404	EBIT 增长率	53%	80%	21%	19%
筹资成本	-33	-61	-211	-260	EBITDA 增长率	49%	32%	20%	17%
其他	227	12	0	0	净利润增长率	84%	32%	22%	17%
筹资活动现金流净额	7236	-4266	391	-417	总资产增长率	68%	5%	16%	19%
现金净流量	6882	2506	320	4417	股东权益增长率	127%	68%	-52%	76%
					经营现金净流增长率	127%	68%	-52%	76%
					流动比率	1.1	1.4	1.5	1.8
					速动比率	0.8	1.0	1.1	1.4
					应收账款周转天数	1.9	3.0	3.0	3.0

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
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。