

证券研究报告

平安食品饮料

中性 (维持)

证券分析师

**汤玮亮** 投资咨询资格编号  
S1060512040001  
0755-22624571  
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

**张宇光** 一般从业资格编号  
S1060113090015  
0755-22627143  
zhangyuguang467@pingan.com.cn

**王俏怡** 一般从业资格编号  
S1060113110013  
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告最后一页的免责声明

青青稞酒(002646)

费用投入加大，业绩低于预期

事项：

青青稞酒发布 2014 年业绩预增修改公告，净利同比降 15%-20%，降幅超 3 季度财报的预告。下降的主要原因：(1) 2014 年，受白酒行业整体深度调整影响，营业收入较去年同期下降 5%-10%；(2) 由于加大市场营销力度和管理支出，费用较去年同期增长较大，公司业绩较去年同期有一定程度的下降。

平安观点：

- 估计 4Q14 收入降幅与 1-3Q14 差不多，基本符合我们的预期，4Q14 净利降幅则超出我们的预期。4Q14 业绩继续下滑显示西部地区白酒消费对整风运动的反应有滞后性。若取收入预告增速区间的中值-7.5%测算，4Q14 营收降-9%，降幅与 1-3Q14 差不多。4Q14 净利降幅区间位于 32%-59%，高于我们下降 19%的判断。我们已经在 3 季报点评中提示了，3Q14 收入虽然恢复增长，但据此判断公司销售已经企稳可能为时尚早，主要由于西部地区白酒消费对整风运动的反应有滞后性。
- 估计 2014 年收入下滑主要由于青海省内市场需求萎缩所致，省外市场总体可同比持平。整风运动前，西北地区中高档酒需求政务及国企需求占比高，民间消费能力较弱，整风运动的影响从政府到国企逐级展开，而民间消费基数太低无法弥补中高档白酒需求的下滑。公司在青海市场品牌力虽然很强，不过由于市占率较高，省内市场扩张空间有限，已经达到 50%以上，因此省内市场容量大幅下降之后，难以在通过挤压竞品来获得增长。因此，估计 2014 年青海省内收入出现明显下滑。省外市场分化较大，由于部分省外市场仍处于扩张期，估计 2014 年省外市场总收入同比有望持平。
- 分品种看，根据我们草根调研，估计中档酒（100-200 元价位）和散酒（60-70 元）有望实现增长，中高端酒（200 元以上）受整风运动和行业竞争的影响降幅较大。
- 费用投入大增可能是 4Q14 净利大幅下降的主因。由于行业竞争加剧，我们判断 4Q14 公司的费用投入可能加大，销售和管理费用率同比均大幅上升。由于行业还处于调整期，我们判断公司也可能做适当的盈余管理，预提部分费用。
- 根据业绩预告，我们下调 2014 年净利预测 6%，预计 2014-2016 年营收同比-7.3%、+8.0%、+10%，净利同比-17.4%、+8.5%、9.2%，EPS 为 0.69、0.74、0.81 元。公司管理和销售团队优秀，西北市场复制青海模式，未来仍有较大的成长空间，投资机会来自于未来公司在西部地区可能重现高速扩张的态势。考虑到公司短期销售仍难言企稳，维持“中性”的评级。
- 风险提示：中西部地区白酒行业调整的时间超出我们的预期。

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,438	1,333	1,440	1,584
YoY	20.1%	-7.3%	8.0%	10.0%
营业成本	476	423	457	502
毛利率	66.9%	68.3%	68.3%	68.3%
营业税金及附加	228	207	223	246
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	229	269	291	320
管理费用	85	107	115	127
财务费用	-23	-26	-33	-37
投资净收益	0	5	5	5
营业利润	443	359	392	432
加: 营业外收入	43	37	37	37
减: 营业外支出	2	1	0	0
利润总额	483	395	429	469
减: 所得税	110	87	94	103
净利润	373	308	335	365
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	373	308	335	365
YoY	23.9%	-17.4%	8.5%	9.2%
销售净利润率	26.0%	23.1%	23.2%	23.1%
EPS (当年股本)	0.83	0.69	0.74	0.81
EPS (最新股本摊薄)	0.83	0.69	0.74	0.81

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	24.1	29.2	26.9	24.6
PEG	-1.4	3.4	2.9	1.0
PB	4.4	3.8	3.5	3.2
P/S	6.3	6.8	6.3	5.7
EV/EBITDA	17.6	21.7	20.0	18.2
股息收益率	2.3%	1.0%	1.5%	2.0%
经营回报率				
ROE	18.3%	13.1%	12.9%	12.9%
ROA	15.7%	11.6%	11.4%	11.5%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	14.4%	11.9%	11.6%	11.2%
速动比率	3.5	5.0	5.3	5.6
运营效率				
存货周转率	1.1	1.0	1.1	1.1
流动资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	4.0	2.8	2.7	2.8

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	373	308	335	365
折旧摊销	25	27	32	36
营运资金投资	60	-99	18	32
经营活动现金净流量	300	502	309	328
资本开支	235	39	50	50
投资活动现金净流量	-317	-29	-45	-45
债务融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-113	0	-90	-135
融资活动现金净流量	-113	26	-57	-98
当年现金净流量	-129	500	207	185

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,060	1,560	1,767	1,952
应收款项	2	2	2	2
预付款项	36	28	36	39
存货	460	409	442	486
其他流动资产	52	0	0	0
流动资产合计	1,611	1,999	2,247	2,479
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	445	510	550	575
无形资产	72	72	72	72
其他非流动资产	256	86	66	54
非流动资产合计	773	668	688	701
资产总计	2,384	2,668	2,935	3,180
短期借款	0	0	0	0
应付款项	166	152	164	178
预收款项	50	53	61	63
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	159	165	176	176
流动负债合计	324	317	340	355
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	18	0	0	0
非流动负债合计	18	0	0	0
负债合计	342	317	340	355
归属母公司所有者权益	2,042	2,350	2,595	2,825
其中: 实收资本	450	450	450	450
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,042	2,350	2,595	2,825
负债及股东权益总计	2,384	2,668	2,935	3,180

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：0755-82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：021-33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033