

15年看并购+品类扩张，定增有望重启增长

买入 维持

目标价格：暂无

事件：公司公布年报业绩预告，2014年归属上市公司净利润4.6至5.5亿，同比增长10%-30%，低于市场预期。

报告摘要：

- **4Q收入增速继续下滑，15年有望逐步改善：**我们预计4Q单季度收入同比略有下滑，低于市场预期：1) 消费景气度下行，影响主品牌收入增长；2) 对经销商考核侧重同店增长导致新增网点数量少，且前三季度增速已经不高，经销商在认为完成全年计划可能性较低下，四季度冲高收入意愿不大；3) 公司对主营进口业务的奈梵斯进行调整，收入大幅减少。我们认为**15年公司有望在产品品类拓展、渠道营销等方面加大改革力度，且将调整经销商考核机制，加大销售网点拓展，有望带动公司15年收入增速逐步恢复；**
- **费用投放增加及奈梵斯大幅亏损导致4Q净利润大幅下滑，但全年仍有希望完成股权激励目标：**我们预计4Q单季度公司净利润同比下滑**50%以上：**一方面四季度公司收入增速下滑，另一方面公司四季度冠名《养生堂》节目，品牌营销费用投放增加，此外，预计奈梵斯全年大幅亏损3000万左右影响整体利润增长。公司14年净利润增长21%即可完成股权激励考核要求（较12年增长82%），公司仍有希望完成股权激励目标；
- **定增后并购项目将加速启动，15年公司各项改变值得期待：**保健品行业是朝阳行业，未来仍有望保持20%以上的增长，短期内公司业绩增长受到压力，但15年公司将在战略制定、考核机制、产品品类拓展等诸多方面进行改进，业绩增速将逐步回升；此外，公司定增已经过会，有望在一季度完成增发，资金到位后公司并购项目有望加速启动，若成功引入国外知名品牌，配合公司营销和渠道优势，公司市场竞争力将进一步提升，长期成长值得期待。
- **盈利预测及投资建议：**我们下调盈利预测，预计14至16年净利润增长21%、25%和24%，EPS分别为0.78、0.98和1.21元，**15年业绩有望逐步恢复，且并购项目、品类扩张将取得进展，成长值得期待，维持“买入”评级。**

| 主要经营指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 1,067 | 1,482 | 1,688 | 2,053 | 2,549 |
| 增长率(%) | 62% | 39% | 14% | 22% | 24% |
| 归母净利润(百万) | 280 | 422 | 511 | 640 | 792 |
| 增长率(%) | 50% | 50% | 21% | 25% | 24% |
| 每股收益 | 0.427 | 0.643 | 0.779 | 0.975 | 1.207 |
| 市盈率 | 136 | 113 | 35 | 28 | 23 |

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

刘洋(S1180514080005)

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

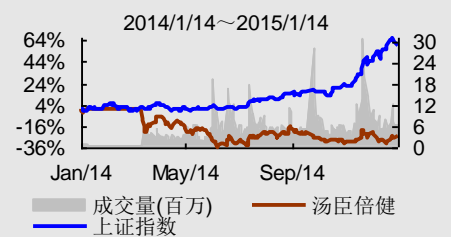
研究助理：

秦聪

电话：010-88085099

Email: qincong@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《食品饮料周报：白酒国企改革加速，调味品有望补涨》
2015/1/11
- 《行业动态跟踪：渠道见底但预期不高，国企改革成破局关键》
2015/1/7
- 《食品饮料周报：白酒估值有望继续提升，食品蓝筹可布局》
2014/12/21
- 《行业调研报告：高端酒消费见底，期待旺季批价回升》
2014/12/21
- 《老白干酒动态跟踪：中期前景向好，仍有一倍潜在空间》
2014/12/16

图 1: 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 | 1,482 | 1,688 | 2,053 | 2,549 | 货币资金 | 1530 | 2425 | 2220 | 2042 |
| YOY | 39% | 14% | 22% | 24% | 应收和预付款项 | 71 | 90 | 109 | 135 |
| 营业成本 | 523 | 592 | 713 | 885 | 存货 | 234 | 259 | 313 | 388 |
| 毛利 | 959 | 1097 | 1340 | 1664 | 其他流动资产 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 65% | 65% | 65% | 65% | 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业税金及附加 | 18 | 21 | 25 | 31 | 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 固定资产和在建工程 | 477 | 477 | 677 | 927 |
| 销售费用 | 317 | 355 | 421 | 510 | 无形资产和开发支出 | 95 | 102 | 109 | 114 |
| % 营业收入 | 21.4% | 21.0% | 20.5% | 20.0% | 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 管理费用 | 154 | 157 | 185 | 229 | 资产总计 | 2438 | 3329 | 3370 | 3529 |
| % 营业收入 | 10.4% | 9.3% | 9.0% | 9.0% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -34 | -41 | -48 | -44 | 应付和预收款项 | 214 | 932 | 989 | 1012 |
| % 营业收入 | -2.3% | -2.4% | -2.3% | -1.7% | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | 1 | 0 | 0 | 1 | 其他负债 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 224 | 932 | 989 | 1012 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 股本 | 328 | 656 | 656 | 656 |
| 营业利润 | 503 | 605 | 757 | 937 | 资本公积 | 1163 | 1163 | 1163 | 1163 |
| % 营业收入 | 33.9% | 35.8% | 36.9% | 36.8% | 留存收益 | 742 | 597 | 580 | 716 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 2233 | 2416 | 2399 | 2535 |
| 利润总额 | 503 | 605 | 757 | 937 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 营业收入 | 33.9% | 35.8% | 36.9% | 36.8% | 股东权益合计 | 2233 | 2416 | 2399 | 2535 |
| 所得税费用 | 82 | 94 | 117 | 145 | 负债和股东权益合计 | 2457 | 3348 | 3388 | 3548 |
| 净利润 | 422 | 511 | 640 | 792 | | | | | |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 422 | 511 | 640 | 792 | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 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 | 65% | 65% | 65% | 65% |
| 取得投资收益收回现金 | 0 | 0 | 0 | 0 | 三费/销售收入 | 29% | 28% | 27% | 27% |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT/销售收入 | 32% | 33% | 35% | 35% |
| 无形资产投资 | -168 | -7 | -211 | -261 | EBITDA/销售收入 | 39% | 36% | 36% | 37% |
| 固定资产投资 | 0 | 0 | 0 | -50 | 销售净利率 | 28% | 30% | 31% | 31% |
| 其他 | 0 | 5 | 0 | -1 | ROE | 19% | 21% | 27% | 31% |
| 投资活动现金流净额 | -171 | -7 | -211 | -261 | ROA | 17% | 15% | 19% | 22% |
| 债券融资 | 0 | -6 | 0 | 0 | ROIC | 18% | 20% | 25% | 30% |
| 股权融资 | 0 | 328 | 0 | 0 | 销售收入增长率 | 39% | 14% | 22% | 24% |
| 银行贷款增加(减少) | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT 增长率 | 58% | 20% | 26% | 26% |
| 筹资成本 | -34 | -41 | -48 | -44 | EBITDA 增长率 | 78% | 5% | 24% | 25% |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长率 | 50% | 21% | 25% | 24% |
| 筹资活动现金流净额 | -131 | 322 | -656 | -656 | 总资产增长率 | 19% | 37% | 1% | 5% |
| 现金净流量 | 324 | 895 | -205 | -178 | 股东权益增长率 | 463% | -7% | 14% | 12% |
| | | | | | 经营现金净流增长率 | 463% | -7% | 14% | 12% |
| | | | | | 流动比率 | 8.6 | 3.0 | 2.7 | 2.6 |
| | | | | | 速动比率 | 7.5 | 2.7 | 2.4 | 2.2 |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 12.0 | 11.0 | 11.0 | 11.0 |

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。

秦聪: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 清华大学五道口金融学院金融学硕士, 2013年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

| | | 姓名 | 手机号 | 手机号 | 邮箱 |
|-----|---------|---------------|---------------|----------------------|------------------------|
| 公募 | 北京片区 | 李倩 | 010-88013561 | 13631508075 | liqian@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 |
| | | 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 | |
| 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。