

年份原浆仍是公司增长基石

——古井贡酒（000596）调研报告

2015年12月07日

强烈推荐/维持

古井贡酒

调研报告

报告摘要:

- **年份原浆是公司业绩稳定增长的基石。**2014年年份原浆销售占比接近60%，其中核心产品献礼版和5年占比超过80%。年份原浆已经站稳安徽省白酒市场100-200元价格带的龙头位置。预计未来3年年份原浆的销售占比会继续提升，年份原浆收入增长是公司业绩提升基础。
- **经销商共享利益增长，现金流状况优良。**古井通过“三通工程”的建设，确立了渠道精细化运作的渠道战略。2011年公司完成了渠道定价模式的转换，渠道控价模式维护了价格体系稳定。控价模式下经销商利益绑定也得到增强。公司前五大客户销售金额占公司销售比例在2011年后呈现持续提升的趋势。经销商实力的增长带来公司现金流的稳定，古井销售现金流在2015年有显著改善。
- **中国白酒5.0和区域扩张助力目标。**5月上旬公司召集河南市场营销人员以及河南地区经销商召开年份原浆河南市场战略启动会。河南市场收入占比目前为10%，河南市场收入还有提升空间。针对省外市场推出了年份原浆幸福版，切换年份原浆献礼版。安徽省内市场新上市两家白酒公司费用投放没有铺开，古井省内市场份额暂时无忧。
- **公司提出中国白酒进入5.0时代：**从“服务经销商、渠道和终端”向“服务最终消费者”转变。公司已通过无极酒窖和国医堂的落地，打造直接服务消费者渠道。虽然2009年古井集团完成了战略投资者引入，但股份公司激励机制还未完善，在安徽国改浪潮推进下，激励机制完善值得期待。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2015年-2017年营业收入分别为51.72亿元、57.07亿元和62.48亿元，归属于上市公司股东净利润分别为6.61亿元、7.64亿元和8.76亿元，每股收益分别为1.31元、1.52元和1.74元，给予公司6个月目标价39.30元，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,580.58	4,650.86	5,172.22	5,707.36	6,248.54
增长率(%)	9.14%	1.53%	11.21%	10.35%	9.48%
净利润(百万元)	622.00	597.04	660.71	764.39	876.87
增长率(%)	-14.28%	-4.01%	10.66%	15.69%	14.72%
净资产收益率(%)	16.62%	14.28%	12.15%	12.96%	13.65%
每股收益(元)	1.24	1.19	1.31	1.52	1.74
PE	27.50	28.66	25.99	22.47	19.58
PB	4.59	4.11	3.16	2.91	2.67

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

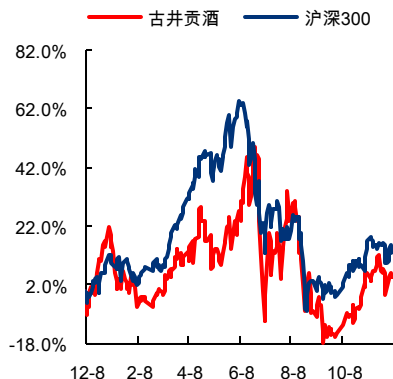
执业证书编号:

S1480512090001

交易数据

52周股价区间(元)	33.49-32.24
总市值(亿元)	168.66
流通市值(亿元)	128.47
总股本/流通A股(万股)	50360/38360
流通B股/H股(万股)	12000/
52周日均换手率	1.79

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《古井贡酒（000596）：预收账款期末余额创历史新高》2015-10-30
- 2、《古井贡酒（000596）：白酒淡季业绩持续改善》2015-08-24
- 3、《古井贡酒（000596）：谋变布新，推出无极酒窖、无极票号》2015-05-28
- 4、《古井贡酒（000596）：二季度收入转正是积极信号》2014-08-12

目 录

1. 年份原浆是业绩稳定增长基石	4
1.1 年份原浆价格精准定位	4
1.2 “三通工程”确保渠道基础	5
2. 让经销商共享利益增长	6
2.1 打造渠道控价模式	6
2.2 经销商规模成长带来公司稳定现金流	7
3. 中国白酒 5.0 和区域扩张助力百亿目标	8
3.1 河南市场复制安徽成功模式	8
3.2 安徽省内市场地位巩固暂无竞争压力	8
3.3 中国白酒 5.0 上线创造新模式	9
4. 改革红利还未完全释放	10
5. 盈利预测	11
6. 投资评级	12
7. 投资风险	12

表格目录

表 1:古井贡酒历年提价情况表	4
表 2:年份原浆省内外竞品对照表	4
表 3:可比上市公司估值表	12
表 4: 公司盈利预测表	13

插图目录

图 1:年份原浆各品类历史出厂价（元）	5
图 2:年份原浆各品类渠道利润空间（元，终端价-出厂价）	5
图 3:古井贡酒渠道“三通工程”建设流程图	5
图 4:白酒渠道价格操作模式对比图	6
图 5:古井贡酒前五大客户销售金额和占比	7
图 6:古井贡酒第一大客户销售金额和占比	7
图 7:古井贡酒季度经营现金流移动平均曲线	7
图 8:古井贡酒季度移动平均现金流和收入差额曲线	7
图 9:古井贡酒年份原浆幸福版	8
图 10:安徽四家白酒公司销售净利率曲线	9
图 11:安徽四家白酒公司销售费用占比曲线	9

图 12:古井贡无极酒窖开窖典礼.....	10
图 13:古井贡无极酒窖无极票号.....	10
图 14:古井贡酒股份公司股权结构图.....	11
图 15:年份原浆收入和收入占比预测表.....	11

1. 年份原浆是业绩稳定增长基石

1.1 年份原浆价格精准定位

古井贡酒年份原浆是公司在 2008 年初上市的一个新品类, 首批上市年份原浆 5 年和 8 年产品并没有找准安徽市场核心消费价格带, 公司及时调整了产品结构, 推出价格带更接地气地年份原浆献礼版。经过 2008 年和 2009 年两年市场培育, 年份原浆从 2010 年开始进入放量增长阶段。2014 年古井贡酒白酒销售收入 45.25 亿元, 年份原浆系列收入占比接近 60%。

表 1: 古井贡酒历年提价情况表

提价时间	提价品类	提价幅度	提价理由
2010 年 1 月	红运、金奖系列	5%	理顺产品价格体系
2010 年 3 月	年份原浆	5%-20%	原材料、包材涨价
2010 年 11 月	年份原浆	5%-20%	价格联动、分摊包材成本
2011 年 3 月	年份原浆、淡雅	3%-25%	价格联动、成本上升
2014 年 12 月	年份原浆献礼、5 年	5%	产品包装升级

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

2010 年后公司经过几次产品提价, 已经将年份原浆的献礼版、5 年产品终端价格带锁定在 100-200 元区间。在安徽省内白酒细分市场, 年份原浆献礼版、5 年以及口子窖 5 年、6 年产品牢牢占据 100-200 元价格带 70% 以上市场份额。100-200 元白酒价格带是安徽白酒市场的“黄金地带”, 群众消费基础好能够保持量的增长, 消费对品牌忠诚度, 有相对好的利润空间。

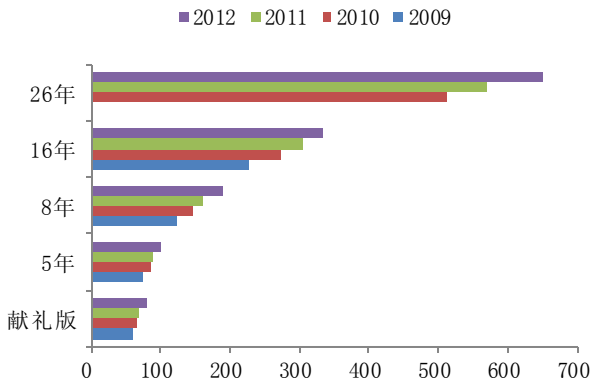
表 2: 年份原浆省内外竞品对照表

品类	省内竞品	省外竞品
年份原浆献礼版	口子窖 5 年、迎驾金星、高炉家 6 年、徽蕴 6 年	区域强势品牌
年份原浆 5 年	口子窖 6 年、迎驾 15 年、宣酒 10 年、高炉家 10 年、徽蕴 10 年	洋河海之蓝
年份原浆 8 年	口子窖 10 年	洋河天之蓝
年份原浆 16 年	口子窖 20 年	洋河梦之蓝
年份原浆 26 年		茅台、五粮液、国窖 1573

资料来源: 公司资料、东兴证券研究所

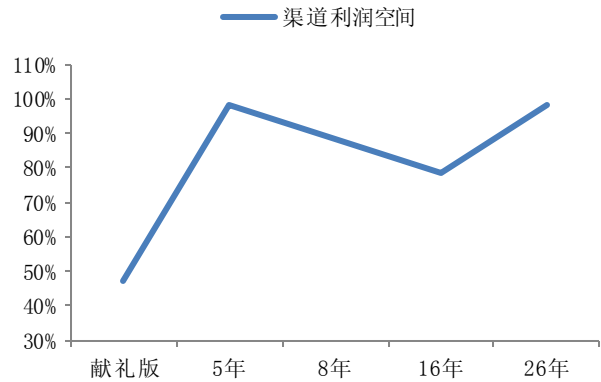
白酒行业自 2012 年开始进向下调整周期, 对年份原浆销售是冲击体现在产品结构方面, 8 年以上产品的年份原浆 16 年、26 年产品在 2013 年后出现一定程度下降, 但高端产品在年份原浆品类销售占比较小, 整体影响不大。核心产品年份原浆献礼版和 5 年的销售占比在 2014 年已经提升至 80% 以上。

图 1:年份原浆各品类历史出厂价 (元)



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

图 2:年份原浆各品类渠道利润空间 (元, 终端价-出厂价)



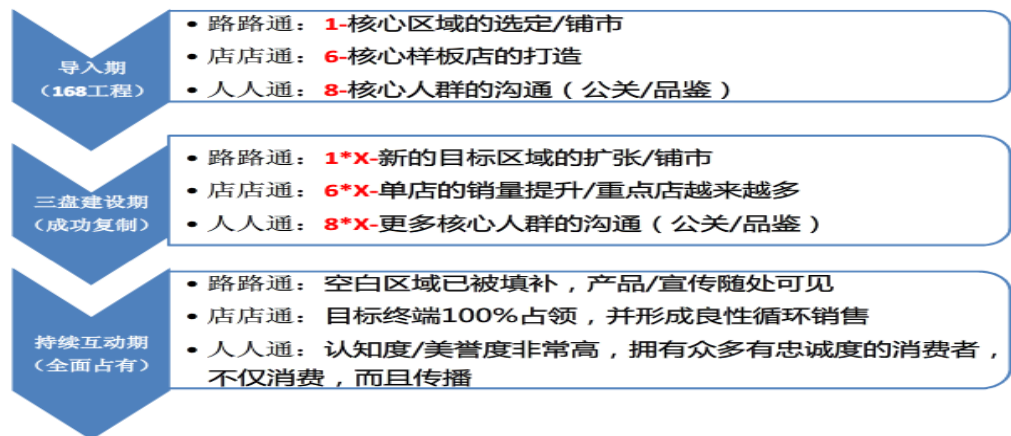
资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

公司最近的一次提价是在2014年12月,市场当时对公司提价的反映普遍是偏向负面,认为在仍保有一定渠道库存以及价格小幅倒挂的情况下,提价不利销售。经历了1年市场检验,提价已经得到正面反馈,公司2015年前三季度收入增长13.77%。

1.2 “三通工程” 确保渠道基础

古井贡酒一直是安徽白酒中擅长渠道精细化运作的公司。古井为年份原浆量身打造的渠道策略是推广“三通工程”——“路路通、店店通和人人通”。公司对“三通工程”的核心内容定义为:在小区内实现高占有,在选定区域内集中资源,建立规划、执行、督导三位一体执行体系,通过精细化的网点建设和核心消费者意识培养,构建渠道和消费良性互动。先在区域做到第一,然后进行成功复制、逐步扩大市场占有率,将板块连城一体。

图 3:古井贡酒渠道“三通工程”建设流程图



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

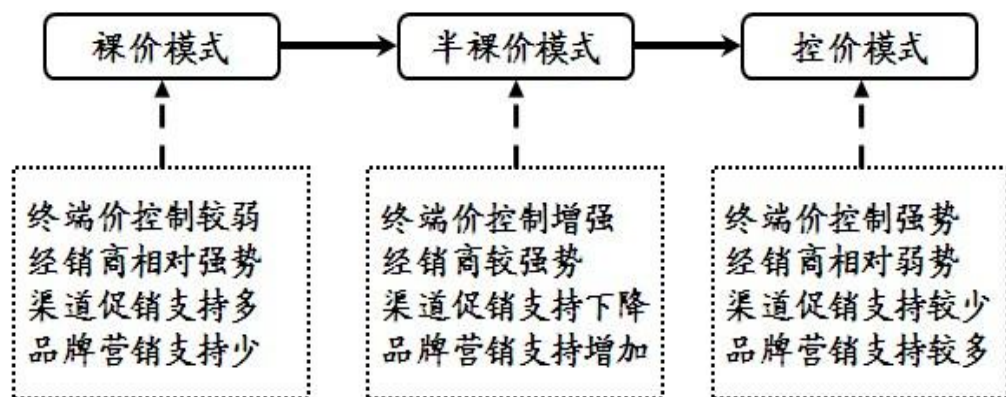
古井的渠道策略直接指向的是终端网络，与其他厂商通过经销商开拓终端网络的战略不同。公司通过直接打通终端网络的策略，来贴近消费群体。经过“三通工程”的建设，古井在省内市场终端网络覆盖率已经完善，这也是本轮行业调整中古井能迅速完成调整的逻辑。

2. 让经销商共享利益增长

2.1 打造渠道控价模式

公司从 2011 年 11 月开始调整渠道价格模式，价格模式调整为控价模式。控价模式的核心是强调厂商对于经销、分销以及终端价格的掌控力，经销商利润模式也随即调整，从差价盈利调整到差价盈利+返点盈利。

图 4:白酒渠道价格操作模式对比图



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

控价模式下的经销商价=开票价+票折返利：

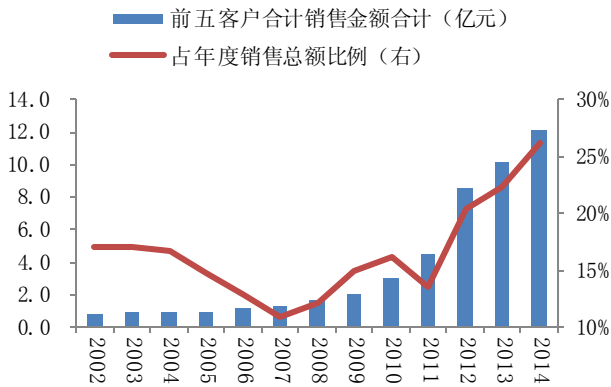
- 票折返利通过季返和年返两种方式兑现，可以返现金，也可作为货款使用；
- 一级经销商考核销售额以“开票价”为准，各种费用支持的基础也以“开票价”为准；
- 一级经销商参照公司对一级经销商的控价方式，对分销商采取季返、年返的方式进行控价管理。

控价模式的建立使得公司对渠道各环节价格的掌控力更强，也保证了经销各环节利润水平的稳定，减少了产品串货的风险。公司打造的控价模式也是最为契合公司渠道精细化操作策略的价格模式。

2.2 经销商规模成长带来公司稳定现金流

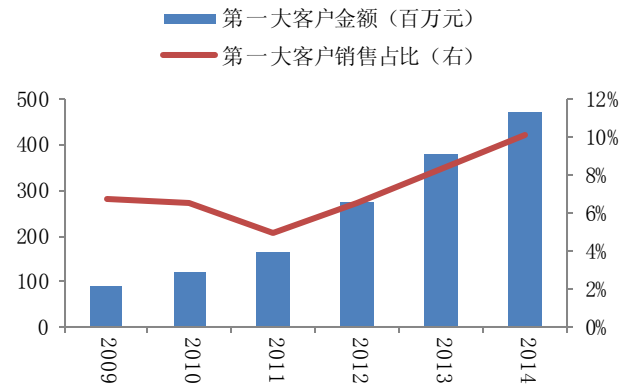
2008 年公司开始推广年份原浆产品同时也开启了新的经销商招商工作, 年份原浆收入成长同时公司经销商规模和运营能力也一同提升。公司前五大客户销售金额占公司销售比例在 2011 年后呈现持续提升的趋势。我们认为经销商实力的提升有利于公司销售趋势稳定。

图 5:古井贡酒前五大客户销售金额和占比



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

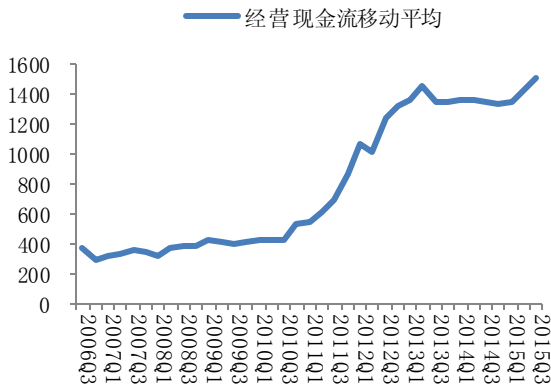
图 6:古井贡酒第一大客户销售金额和占比



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

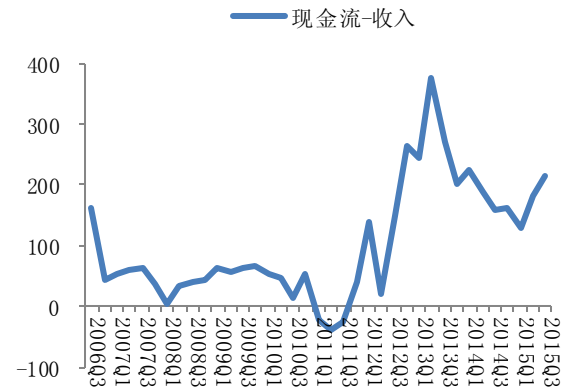
经销商实力的增长带来公司现金流的稳定, 从剔除季节性影响后古井贡酒单季度经营性现金流曲线可以看出, 在白酒行业调整的阶段公司现金流实现增长。虽然现金流与当季收入差额在行业调整的 2013 至 2014 年出现下降, 但 2015 年前三季度重新返回了上升趋势, 公司现金流在 2015 年出现显著改善。

图 7:古井贡酒季度经营现金流移动平均曲线



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

图 8:古井贡酒季度移动平均现金流和收入差额曲线



资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

3. 中国白酒 5.0 和区域扩张助力百亿目标

3.1 河南市场复制安徽成功模式

公司今年在区域战略上将河南市场地位突出。河南与安徽接壤，白酒消费习惯相近。河南白酒市场整体规模接近 200 亿元，并且河南本地区品牌还未出现强势品牌，全面占领的情况，市场进入门槛相对低。

2015 年 5 月公司召集河南市场营销人员以及河南地区经销商召开年份原浆河南市场战略启动会。公司将河南市场以郑州为核心，细化为 9 个区域分别操作。公司针对省外市场推出了年份原浆幸福版，切换年份原浆献礼版，价格与省内献礼版接近。

图 9:古井贡酒年份原浆幸福版



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

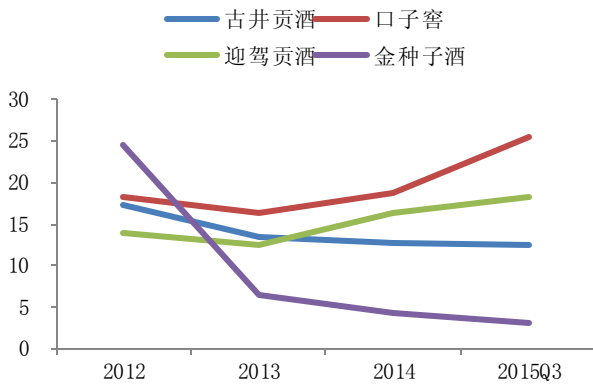
目前河南市场已经成为公司省外第一大市场，收入占比达到 10%。但我们认为未来河南市场销售收入有望接近安徽市场。公司在河南市场运作的策略大体和以前安徽市场运作策略一致。安徽白酒市场竞争激烈程度超过河南，我们认为这套运作策略在安徽市场已经取得成功，在河南市场复制成功的概率较大。

3.2 安徽省内市场地位巩固暂无竞争压力

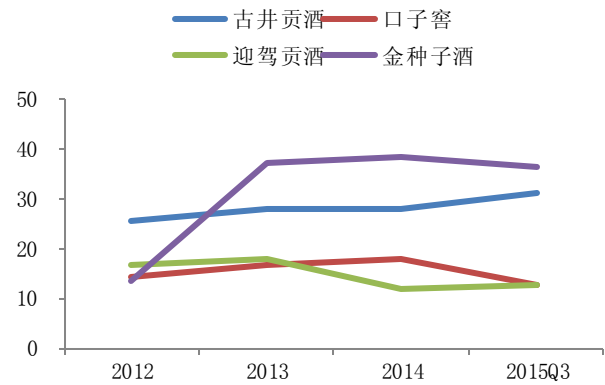
迎驾贡酒和口子窖 2015 年 IPO 后，安徽白酒行业拥有四家上市公司，市场担心两家新上市公司在暂无业绩压力的情况下，会增加安徽市场费用投入，争夺安徽市场份额。但从两家公司前三季度营销费用情况来看，并没有出现销售费用的快速提升。

口子窖和迎驾贡酒 2015 年三季报披露数据显示，两家公司销售费用率占比基本维持了 2012 年至 2014 年的平均水平，口子窖费用占比还略有下降。我们认为行业环境

是造成两家公司对费用投放持谨慎态度的主要原因。

图 10:安徽四家白酒公司销售净利率曲线


资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 11:安徽四家白酒公司销售费用占比曲线


资料来源：公司资料，东兴证券研究所

古井贡酒近三年的费用占比呈现上升趋势，我们认为不仅是和白酒行业销售环境相关，也是和公司执行的渠道战略以及渠道精细化操作的特点相关。我们认为公司目前对费用投放的策略会对保持市场份额有积极作用。

3.3 中国白酒 5.0 上线创造新模式

古井集团董事长梁金辉先生提出古井开启中国白酒 5.0 时代：

- 白酒 1.0 时代：白酒渠道资源稀缺阶段，厂商对外部资源完全依赖；
- 白酒 2.0 时代，厂商重掌自主经营权，设立专门销售机构，代理模式快速增长；
- 白酒 3.0 时代：经销商开始分化，省级总代理开始出现；
- 白酒 4.0 时代：符合渠道竞争加剧的阶段，垂直销售模式比例增加；
- 白酒 5.0 时代：服务白酒消费者。

古井提出的 5.0 模式是以用户为中心，利用互联网等渠道，建立用户与产品以及产业链之间互联互通的系统。白酒 5.0 最大的变化是从过去“服务经销商、渠道和终端”向“服务最终消费者”的转变。公司现在针对白酒 5.0 落地将打造以全球呼叫中心为前端，以城市、乡村、婚庆、理财和养生保健等体验中心为中端，以结算中心为末端的新模式。

公司 5 月 19 号在古井质量生态产业园召开古井贡酒年份原浆无极酒窖开窖大典。无极酒窖内设酒窖 99 座，特质陶坛 19999 只，白酒储藏能力 3 万吨。无极酒窖的模式

是定制原酒模式，1个陶坛原酒（1吨）定制价格在100-120万元。公司为无极酒窖的产品提供免费储藏、原酒保值以及回购的服务。“无极票号”也同时揭牌，提供勾调后产品的提取服务。无极酒窖产品的推出完善了产品体系，对古井塑造品牌形象有积极作用，但短期内对业绩提振有限。“无极酒窖”是白酒5.0构想落地产品的体现之一。

图 12:古井贡无极酒窖开窖典礼



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

图 13:古井无极酒窖无极票号



资料来源：公司资料，东兴证券研究所

白酒5.0落地的另一个项目是古井打造的“古井贡酒养生国医堂”，公司与全国30名国医大师签订战略合作设立国医堂，进行网络互动，对网民一对一诊治并为其选择合适的养生保健酒。古井贡酒发力保健养生白酒可以利用亳州“药都”资源。

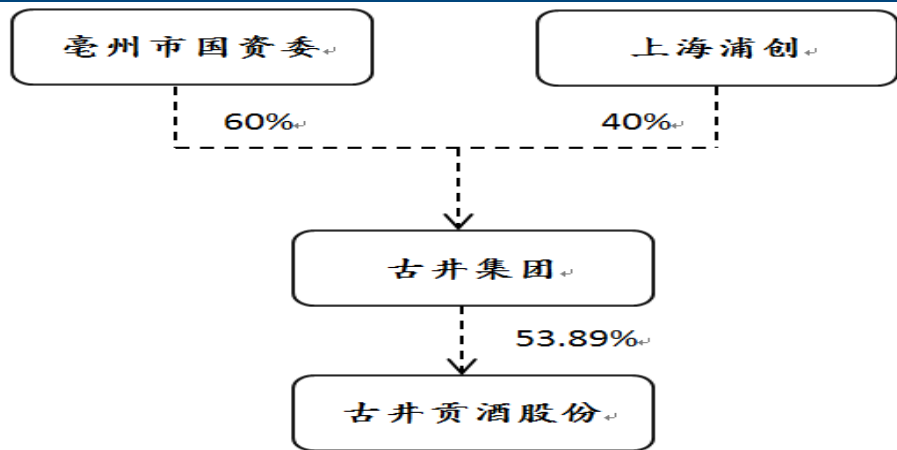
4. 改革红利还未完全释放

亳州市国资委与上海浦创股权投资有限公司于2009年7月30日在安徽省亳州市签署了《安徽古井集团有限责任公司40%股权转让合同》，将其持有的古井集团40%股权转让给上海浦创，股权转让的价格为4.65亿元。

安徽省国资委在2014年发布了《2014年深化全省国资国企改革的安排意见》，推进江淮汽车集团整体上市，还将对四家省属企业进行重组改革。虽然古井贡酒不属于安徽省属国资企业，改革推进的时间表要落后于省属企业。但我们认为未来安徽省国企改革会逐步推进到市属国资企业这一环节。古井集团和古井贡酒股份公司仍将继续享受国企改革红利。

古井集团股东引入上海浦创后，股份公司业绩在2009年至2012年的符合增长率达到32.37%。古井集团改革第一轮改革红利我们认为已经释放完毕。但股份公司的股权激励等制度还没有建立，我们判断公司下一轮改革的重点将会完善激励机制。

图 14:古井贡酒股份公司股权结构图



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

5. 盈利预测

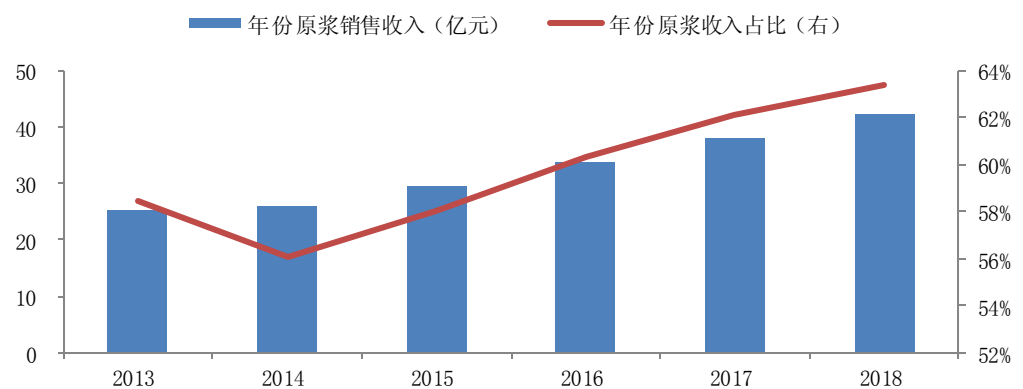
我们预计公司 2015 年-2017 年年份原浆系列酒销售收入分别为：29.48 亿元、33.85 亿元和 38.18 亿元，占公司白酒收入的比例分别为 58.0%、60.3%和 62.1%。

预计古井贡酒 2015 年至 2017 年收入分别为 51.72 亿元,57.07 亿元和 62.49 亿元，收入增速分别为 11.21%、10.35%、9.48%。

预计公司 2015 年至 2017 年的营业毛利率分别为 68.91%、69.90%和 70.43%，毛利率的逐年提升因为年份原浆销售占比的提高。

假设公司 2015 年至 2017 年销售费用占比分别为 28.06%、28.20%和 28.06%，考虑到公司未来省外市场扩张战略，我们预计销售费用占比仍会维持较高水平。

图 15:年份原浆收入和收入占比预测表



资料来源：公司资料、东兴证券研究所

预计公司 2015 年至 2017 年归属上市公司股东净利润分别为 6.61 亿元、7.64 亿元和 8.77 亿元, 对应 EPS 分别为 1.31 元、1.52 元和 1.74 元。

6. 投资评级

白酒行业可比上市公司 2015 年和 2016 年的平均估值为 72.4 倍和 49.3 倍。我们认为古井贡酒未来 3 年业绩增长趋势确定, 区域市场的加速扩张和国改推进将给公司估值带来催化剂。古井贡酒 6 个月目标价为 39.3 元, 对应 2016 年 PE 为 25.9 倍, 维持公司“强烈推荐”投资评级。

表 3:可比上市公司估值表

公司名称	EPS			PE			PS
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
口子窖	0.70	0.83	0.95	57.07	48.40	42.21	10.67
迎驾贡酒	0.61	0.64	0.73	49.29	46.48	41.00	8.11
金种子酒	0.16	0.15	0.18	57.67	61.27	51.06	3.17
洋河股份	2.99	3.40	3.95	22.20	19.51	16.79	5.96
老白干酒	0.42	0.75	1.61	134.37	75.29	35.19	3.78
沱牌舍得	0.04	0.10	0.16	442.87	183.51	109.81	4.38
平均	0.82	0.98	1.27	127.24	72.41	49.34	6.01

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

7. 投资风险

古井贡酒的投资风险有:

- 安徽省内市场竞争加剧的风险;
- 河南市场开拓不利的风险;
- 国有企业改革低于预期的风险。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	3694	4006	5722	6509	7376	营业收入	4581	4651	5172	5707	6249
货币资金	1382	718	2627	3291	4018	营业成本	1384	1459	1608	1718	1848
应收账款	6	4	7	8	9	营业税金及附加	631	667	703	761	816
其他应收款	6	8	9	10	11	营业费用	1280	1304	1451	1609	1753
预付款项	90	36	44	52	62	管理费用	510	579	619	673	726
存货	1075	1227	1322	1412	1519	财务费用	-47	-38	-17	-30	-37
其他流动资产	900	1502	1502	1502	1502	资产减值损失	8.04	8.69	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2123	2408	2077	1834	1591	公允价值变动收益	0.00	0.12	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	10.05	105.14	65.00	30.00	20.00
固定资产	1266.48	1724.13	1573.63	1361.50	1149.36	营业利润	825	776	872	1006	1162
无形资产	315	306	276	245	215	营业外收入	31.60	28.57	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	4.24	7.93	15.00	10.00	15.00
资产总计	5817	6414	7799	8343	8967	利润总额	852	796	887	1026	1177
流动负债合计	2034	2186	2303	2388	2486	所得税	230	199	226	262	300
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	622	597	661	764	877
应付账款	443	405	485	518	557	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	147	378	409	443	480	归属母公司净利润	622	597	661	764	877
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1178	1175	1098	1219	1368
非流动负债合计	40	46	0	0	0	BPS (元)	1.24	1.19	1.31	1.52	1.74
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	2074	2232	2303	2388	2486	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	9.14%	1.53%	11.21%	10.35%	9.48%
实收资本(或股	504	504	504	504	504	营业利润增长	-13.56%	-5.94%	12.42%	15.39%	15.51%
资本公积	1294	1295	2173	2173	2173	归属于母公司净利润	-14.28%	-4.01%	10.66%	15.69%	14.72%
未分配利润	1688	2109	2340	2608	2915	获利能力					
归属母公司股东	3743	4181	5439	5897	6423	毛利率(%)	69.78%	68.63%	68.91%	69.90%	70.43%
负债和所有者权	5817	6414	7742	8286	8910	净利率(%)	13.58%	12.84%	12.77%	13.39%	14.03%
现金流量表						总资产净利润(%)	10.69%	9.31%	8.47%	9.16%	9.78%
	单位:百万元					ROE(%)	16.62%	14.28%	12.15%	12.96%	13.65%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	偿债能力					
经营活动现金流	638	387	1120	911	1021	资产负债率(%)	36%	35%	30%	29%	
净利润	622	597	661	764	877	流动比率	1.82	1.83	2.48	2.73	2.97
折旧摊销	400.24	437.14	0.00	242.79	242.79	速动比率	1.29	1.27	1.91	2.13	2.36
财务费用	-47	-38	-17	-30	-37	营运能力					
应收账款减少	0	0	-3	-1	-1	总资产周转率	0.82	0.76	0.73	0.71	0.73
预收帐款增加	0	0	31	34	37	应收账款周转率	642	868	906	766	763
投资活动现金流	-1489	-836	158	30	20	应付账款周转率	10.13	10.97	11.63	11.39	11.63
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	88	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.24	1.19	1.31	1.52	1.74
投资收益	10	105	65	30	20	每股净现金流(最新	-2.19	-1.24	3.79	1.32	1.44
筹资活动现金流	-252	-176	630	-276	-314	每股净资产(最新摊	7.43	8.30	10.80	11.71	12.75
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	27.50	28.66	25.99	22.47	19.58
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	4.59	4.11	3.16	2.91	2.67
资本公积增加	-3	1	878	0	0	EV/EBITDA	13.41	14.00	9.52	11.39	9.61
现金净增加额	-1103	-625	1908	664	727						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 7 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

2010 年进入天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 3 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。