

**白酒**  
**署名人: 张镭**  
S0960209060260  
0755-82026705  
zhanglei@cjis.cn  
**参与人: 柯海东**  
S0960110080062  
0755-82026712  
kehaidong@cjis.cn

**6-12个月目标价:**

当前股价: 23.57元  
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2528.29
总股本(百万)	325
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	47
EPS	0.26
每股净资产(元)	2.49
资产负债率	41.41%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
酒鬼酒	9.28	10.08	18.27
食品饮料	7.65	-2.67	6.68
沪深300指数	7.07	-6.47	-13.93



**相关报告**

酒鬼酒-增发完成在即, 业绩有望持续高速增长——2011年三季报点评 2011-10-30  
酒鬼酒-定增获批利好兑现, 复兴进程有待跟踪 2011-08-25  
酒鬼酒-基本面向好, 定向增发方案获批将成股价催化剂 2011-08-04

**酒鬼酒**

**000799**

**强烈推荐**

**销售情况良好, 增发完成后业绩有望持续高速增长**

**——联合调研纪要**

近期我们组织了酒鬼酒的联合调研, 调研对象包括公司高管及湖南省内外经销商。公司销售情况良好, 增发完成后业绩释放动力较足, 我们上调 11/12/13 年 EPS 预测至 0.43/0.79/1.45 元, PE 为 50/27/15 倍, 维持“强烈推荐”评级。

**投资要点:**

- **高档酒内参翻番增长。**我们预计高档的内参酒全年有望完成 2 亿+的营收, 实现翻番增长, 近期一批价已从 980 元上调至 1080 元。内参的增长主要来自湖南省内, 今年以来销售情况良好的原因有三点: 1、中糖重组酒鬼酒后经过持续运作, 酒鬼酒这一湘酒第一品牌逐步复兴; 2、去年 5 月份后成立的湖南销售公司效仿老窖染泉模式, 捆绑了经销商利益, 激励作用明显(已入股湖南销售公司的经销商反映湖南很多没入股的经销商希望入股); 3、高层公关成功, 酒鬼酒持续进行省内高层公关, 目前省内高层逐步形成了消费内参酒的氛围; 4、茅台提价后假酒增多挤出的需求增加。
- **中档酒省外通过招商实现增长, 省内正通过控货逐步实现价格体系稳定。**今年以来酒鬼酒相继成立北方营销中心、南方营销中心, 在北京、山东、河南、广东、新疆等地持续招商开拓市场, 中报显示省外收入 2.28 亿元, 占比 57%, 增速在 60%+。省外主要推广中档酒封坛、精品酒鬼系列酒(终端定价在 300~800 元, 其中主力产品封坛十五年终端价 520 元左右)。由于省外有部分货窜至省内, 使得省内中档酒价格体系受到一定影响, 目前正通过控货的方式逐步实现价格稳定。据我们草根调研, 目前销售终端库存已较少, 价格体系逐步稳定, 我们将对控量情况紧密跟踪。
- **预计 2011 全年有望完成 10 亿元的营收, 增发完成后业绩释放动力增加。**前三季度公司营收 6.6 亿(+90%), EPS0.28 元(+46%), 由于大股东要参与定增, 报表业绩偏谨慎, 本次增发价格定在 20.1 元, 大股东以现金认购 15%, 彰显了对上市公司长期发展的信心, 增发完成后公司业绩释放动力增强, 因此我们预计在明年春节提前, 四季度旺季及业绩真实反映的情况下, 全年 EPS 超过 0.4 元概率较大。
- **预计 2012 年营收有望冲击 15 亿元。**我们认为内参明年有望继续实现翻番增长贡献 4 亿以上的营收, 增长来源于省内更扁平化的市场运作, 覆盖空白区域市场。中低档产品在理顺价格体系后实现 30% 以上的增长难度不大, 即贡献 10 亿左右的收入。参考近几年来 15 亿收入规模时白酒企业营业费用率水平, 我们认为酒鬼酒的营业费用率从今年前三季度的 35% 降至明年 30% 以下的水平概率较大, 净利率有望从 14% 提升至 17% 左右(值得注意的是前几年因亏损而没交的所得税明年很可能按 25% 的税率全额上缴), 预测 EPS 约为 0.8 元。
- **其它问题:**二股东长城资产管理公司前十月份减持 320.6 万股, 原因是每年其本身做报表的需要, 并非不看好上市公司。
- **上调盈利预测。**上调 11/12/13 年 EPS 预测至 0.43/0.79/1.45 元, PE 为 50/27/15 倍, 维持“强烈推荐”评级。风险提示: 营销政策执行力度、经济下行

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	560	978	1470	2011
收入同比(%)	54%	74%	50%	37%
归属母公司净利润	79	140	257	471
净利润同比(%)	36%	76%	84%	83%
毛利率(%)	73.9%	73.1%	75.4%	76.0%
ROE(%)	10.5%	15.2%	21.9%	28.6%
每股收益(元)	0.24	0.43	0.79	1.45
P/E	87.66	49.90	27.12	14.79
P/B	9.21	7.59	5.93	4.23
EV/EBITDA	59	34	17	10

资料来源: 中投证券研究所

**表 1 公司定向增发投资项目情况**

募资项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	目的
“馥郁香型”优质基酒酿造技改	5482.60	5482.60	拟达到 4500 吨优质基酒产能
基酒分级储藏及包装中心技改	19871.10	19871.10	
营销网络建设项目	5054.00	5054.00	在国内建 100 个营销网点(包括旗舰店、专卖店、专柜等)
品牌媒体推广项目	31000.00	12000.00	拟 5 年内, 在央视、各地卫视, 报刊杂志, 户外平面做广告
合计	61317.70	42317.70	

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

**表 2 酒鬼酒参与定向增发的七家机构**

序号	认购对象	配售股数 (万股)	配售比例 (%)	金额 (元)
1	中皇有限公司	328	15.00	65965125
2	张寿清	300	13.71	60300000
3	上海洛瑞尔投资管理合伙企业 (有限合伙)	362	16.55	72762000
4	天津盛熙股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	300	13.71	60300000
5	天津凯石富利股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	400	18.28	80400000
6	上海丹晟创业投资有限公司	300	13.71	60300000
7	鹏华基金管理有限公司	198	9.04	39740373
	合计	2188		439767498

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

**表 3 酒鬼酒增发完成后前十大股东**

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	限售股数量 (万股)	限售股可流通时间
1	中皇有限公司	10072.73	31.00	10072.73	增发部分流通时间为 2014 年 11 月 2 日
2	中国长城资产管理公司	2528.91	7.78	-	
3	中海能源策略混合型证券投资基金	1070.00	3.29	-	
4	国投瑞银创新动力股票型证券投资基金	699.45	2.15	-	
5	易方达价值成长混合型证券投资基金	530.00	1.63	-	
6	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	512.81	1.58	-	
7	天津凯石富利股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	400.00	1.23	400.00	2012 年 11 月 2 日
8	上海洛瑞尔投资管理合伙企业 (有限合伙)	362.00	1.11	362.00	2012 年 11 月 2 日
9	张寿清	361.20	1.11	300.00	2012 年 11 月 2 日
10	华泰柏瑞盛世中国股票型开放式证券投资基金	329.33	1.01	-	
	合计	16866.44	51.89	11134.73	

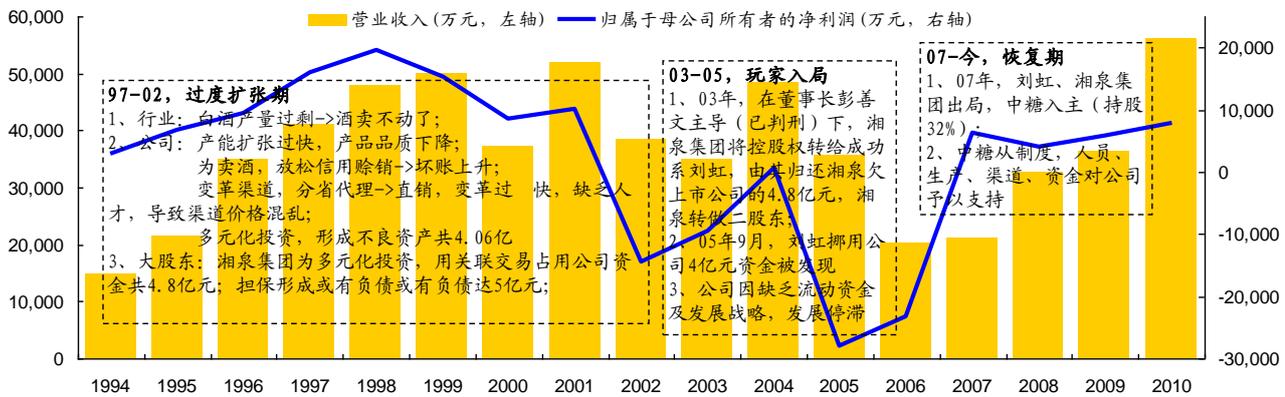
资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

表 4 酒鬼酒季度关键财务数据

	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q
经营活动产生的现金流量净额(百万)	26	-55	-4	34	29	42	78	108	45
预收账款(百万)	118	142	135	148	173	129	178	209	154
同比增长	42%	102%	190%	69%	47%	-9%	32%	42%	-11%
季度营业收入(百万)	83.35	100.76	114.02	121.67	109.71	215.10	186.10	212.13	259.40
同比增长	63%	-27%	79%	4%	32%	113%	63%	74%	136%
毛利率	73%	77%	76%	73%	71%	75%	73%	72%	76%
营业税金率	15%	13%	14%	12%	16%	17%	16%	15%	16%
营业费用率	23%	48%	39%	39%	33%	35%	36%	30%	37%
管理费用(百万)	14.64	20.14	18.02	19.58	14.63	29.77	16.60	22.24	26.69
非经常性损益合计	9.56	24.09	-4.35	39.85	2.42	12.96	3.68	13.11	-4.79
归属于母公司所有者净利润(百万)	23.04	21.37	2.32	47.00	9.47	20.63	21.00	39.86	25.13
同比增长	-211%	-61%	-143%	142%	-59%	-3%	806%	-15%	165%
剔除非经常性损益净利润(百万)	13.49	-2.73	6.67	7.15	7.05	7.67	17.32	26.74	29.93
同比增长	-164%	-107%	-219%	-74%	-48%	-381%	160%	274%	324%
基本每股收益	0.076	0.071	0.008	0.155	0.03	0.07	0.07	0.13	0.08

资料来源:公司公告、中投证券研究所

图 1 酒鬼酒发展历程



资料来源:公司公告、中投证券研究所

表 5 酒鬼酒曾经有过辉煌的发展历程

	1996	1997	1998	1999	2001
湘泉酒厂利税总额(亿元)	2.2	4	5.5	5.8	2.6
白酒行业排名	14	6	2	3	7
五粮液利税总额(亿元)	7.5	11.4	12.4	17.1	28.1
白酒行业排名	1	1	1	1	1

资料来源:中国糖酒年鉴、中投证券研究所(注:湘泉酒厂为酒鬼酒前身及其大股东)

图 2 酒鬼酒的产品（洞藏、内参、封坛 15 年、湘泉）



资料来源：中投证券研究所

表 6 酒鬼酒产品情况

产品系列（终端价区间）	主力品种	终端价	诉求点	备注
洞藏（600-20000）	无明显主力	2000+	洞藏，品质更好	品种繁，占比小
内参（1280-1780）	52 度内参	1380	内敛乾坤，参悟天地	高于茅老五
封坛 10/15/20 年（300-800）	15 年红坛	600+	封坛 15 年，只为这一刻	高于剑南春
酒鬼酒 50 度/52 度（200-600）	买断经营多	300-550	酒中妙品，鬼斧神工	略高于剑南春
湘泉原浆系列（138-198）	N.A	N.A	湘泉原浆，湘酒典范	类似老窖特曲

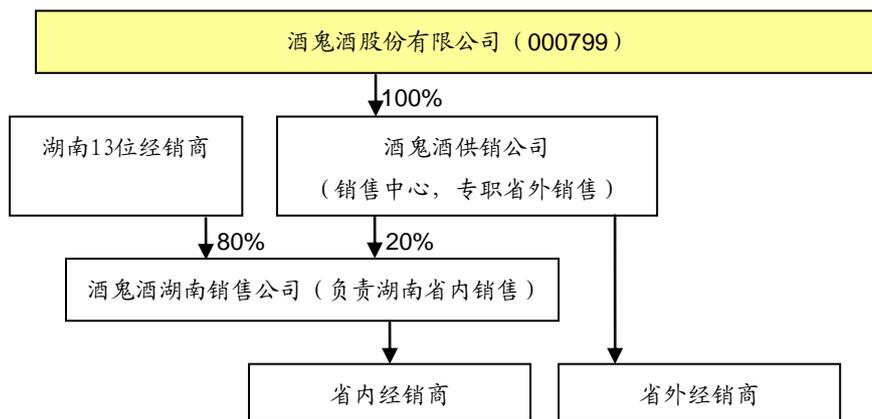
资料来源：中投证券研究所

表 7 酒鬼酒与省内竞品对比（2010 年末）

厂商	规模	香型口感	终端价位（元/500ml）	品牌塑造及诉求	销售措施		
酒鬼酒	5 亿	馥郁香型	洞藏（600-20000）	洞藏，品质更好	省内与经销商合资成立销售公司，利益捆绑紧密，且增发筹资成功，投 5054 万，以湖南为中心，在全国建 100 个营销网点，省内网点布到县一级，建立计算机物流网络系统跟踪销售情况		
			内参（1280-1780）	内敛乾坤，参悟天地			
			封坛 10/15/20 年（300-800）	封坛十五年，只为这一刻			
			酒鬼酒 50 度/52 度（200-600）	酒中妙品，鬼斧神工			
			湘泉原浆系列（138-198）	湘泉原浆，湘酒典范			
湘窖酒	10 亿元	浓香	开口笑 9 年（138）	邵阳老酒，轻松一口	以铺货量为关键		
			邵阳老酒（10）				
			武陵上酱（3880）				
武陵酒	1 亿-	酱香	武陵中酱（780）	酱酒将军	经销商靠价差盈利		
			武陵少酱（480）				
			“浏阳河”“金世纪”“红太阳”“喜洋洋”“万事兴”“2008”“青花瓷”“浏阳河年份酒”八大系列产品，主力价位 40~100			想唱就唱，想喝就喝	以铺货量为关键
泸州老窖	3~4 亿	浓香	国窖 1573（700+）、老窖特曲售价（200+）	中国荣耀	“柒泉模式”，主要是老窖的业务员与经销商合资的销售公司运作		

资料来源：中投证券研究所

图 3 酒鬼酒销售公司组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所（湖南销售公司的运作模式：价格体系：酒鬼酒低价出货给湖南销售公司，湖南销售公司则加价（加价后售价与酒鬼酒公司卖给省外经销商的出厂价一致）卖给经销商（一批）；营销费用投放：酒鬼酒公司内各个品牌事业部负责高空投放广告，湖南销售公司则负责地面广告投放（利用加价后的价差利润做投放费用），经销商再投入少量地面费用。对经销商的吸引力：一批经销商从两方面获利，一是参股湖南销售公司获取投资收益，二是赚取产品一批二批价差。）

附录：中投证券食品饮料团队近 1 年来发布的报告

酒鬼酒-销售情况良好，增发完成后业绩有望持续高增长——联合调研纪要	2011/11/13
酒鬼酒-增发完成在即，业绩有望持续高增长——2011 年三季度点评	2011/10/30
泸州老窖-主营业务增长超预期，投资收益拖累净利润——2011 年三季度点评	2011/10/28
水井坊-业绩大幅增长，仍需紧密关注品牌渠道重塑——2011 年三季度点评	2011/10/26
五粮液-预收款仍处高位保障今年增长，短期控量稳价有利明年持续向好——2011 年三季度点评	2011/10/26
洽洽食品-利润增速超预期，目前估值偏低	2011/10/25
皇氏乳业-收入持续高增长，利润率有待提升	2011/10/24
双汇发展-三季度环比大幅改善，明年利润率弹性巨大	2011/10/22
山西汾酒-短期业绩波动不改长期品牌复兴趋势——2011 年三季度点评	2011/10/20
好想你-季报点评：业绩触底的弹性品种	2011/10/20
洽洽食品-传统炒货销量增长加快，利润率高弹性已显现——跟踪报告	2011/10/20
贵州茅台-净利高增长，预收创新高——2011 年三季度点评	2011/10/17
贵州茅台-新管理层上任有望带来茅台价值重估	2011/10/12
贵州茅台-中档酒经重新定位，将有望成为新利润增长点——2011 年秋季糖酒会经销商大会点评	2011/10/11
白酒-高档酒提价预期延后，行业整体高增长持续——发改委限价座谈会点评	2011/9/25
好想你-调研简报：经销商期权激励政策促进未来持续的高增长	2011/9/23
双汇发展-调研简报：产销量同比已有增长，盈利能力不断提升	2011/9/23
五粮液-基本面持续强劲，十二五末市值有望冲击 5000 亿——深圳投资者交流会纪要	2011/9/8
贵州茅台-中报业绩超预期，印证了今年将是茅台业绩高增长的新起点——2011 年中报点评	2011/8/30
五粮液-提价幅度超市场预期，明年业绩有望继续增长 40%+	2011/8/30
水井坊-中高档酒下滑趋势扭转，控股权稳定后关注如何重塑品牌渠道	2011/8/26
酒鬼酒-定增获批利好兑现，复兴进程有待跟踪	2011/8/24
白酒-高景气度下白酒行业的发展趋势及风险隐患——中投证券白酒行业研讨会会议纪要	2011/8/24
皇氏乳业-成本拐点已现，期待省外扩张	2011/8/22
双汇发展-中报符合预期，预计三季度环比大幅改善	2011/8/18
五粮液-基本面强劲大超预期，上调 12 个月目标价至 55 元——五粮液调研简报	2011/8/16
青岛啤酒-成本拐点渐显，期待四季度毛利率回升	2011/8/13
伊利股份-中报高增长，净利率出现上行拐点	2011/8/5
葡萄酒-进口酒冲击对国产酒的影响——中投证券葡萄酒行业研讨会会议纪要	2011/8/4
酒鬼酒-基本面向好，定向增发方案获批将成股价催化剂	2011/8/3
洽洽食品-调研简报：基本面持续好转，成长空间巨大	2011/8/1
五粮液-年内团队有望彻底稳定，基本面良好，股价回落正是买入良机——董事会秘书辞职公告点评	2011/8/1
酒鬼酒-费用控制显效，期待省内持续发力	2011/7/28
洽洽食品-中报符合预期，毛利率持续回升	2011/7/27
双汇发展-恢复符合预期，价值回归继续推进	2011/7/24
洽洽食品-股价连续上涨点评：进入利润率拐点的休闲食品新贵	2011/7/22
五粮液-公司研究：老茅市值创新高，五粮液还远吗？（差 29%！）	2011/7/21
酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙，加快决策速度	2011/7/13
葡萄酒行业深度研究系列报告一以资源、品牌、渠道全产业链视角，畅享葡萄酒行业下一个黄金 10 年	2011/7/12
CPI 再超预期，中报向好，进入旺季催生酒类行情——食品饮料股价异动点评	2011/7/12
洽洽食品-下一个中国旺旺	2011/7/07
酒鬼酒-销售好转，增发稳步推进，关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础	2011/6/28

双汇发展-利空出尽走出阴霾，重上高速发展轨道	2011/6/22
2011 年食品饮料行业中期策略报告-通胀预期变化下高端品和大众品的轮动表现	2011/6/20
五粮液-重申我们推荐五粮液的三逻辑，公司是抗通胀、增速预期有提升、低估值的绝佳品种	2011/6/12
泸州老窖-集中主业，决战高端——股东大会、投资者交流会点评	2011/6/10
五粮液-增长预期大幅加强，估值相对显著偏低	2011/6/09
洽洽食品-调研简报：二季度毛利率大幅回升，目前市盈率偏低	2011/6/08
双汇发展-发货量已恢复九成，资产重估不改变重组结果	2011/5/30
伊利股份-成本趋稳、提价效果显现、费用控制促进净利润大幅提升	2011/5/25
青岛啤酒-品牌加速升级，销售持续扩张	2011/5/11
洽洽食品-调研简报：收入有望突破 30 亿，利润弹性来自原材料价格下降	2011/5/02
光明乳业-一季报点评：海外收购贡献收入增长主要来源	2011/4/30
伊利股份-年报、一季报点评：收入保持高速增长，盈利能力逐步回升	2011/4/30
双汇发展-年报、一季报点评：一季度收入增速大幅降低，销量逐步恢复	2011/4/28
水井坊-调整影响短期业绩，期待并购提升价值——2010 年年报点评	2011/4/28
贵州茅台-如期而至的高增长书写十二五开局新篇章——2011 年 1 季报点评	2011/4/23
酒鬼酒-增长仍有余力，增发尚需时日——2011 年 1 季报点评	2011/4/22
双汇发展-股价逼近要约收购价格，估值偏离基本面	2011/4/21
双汇发展-瘦肉精事件创造绝佳的中长期买入机会	2011/4/19
皇氏乳业-调研简报：与分众传媒合作，五一开始水牛奶在上海大规模铺货	2011/4/14
洽洽食品-一季报点评：收入快速增长，成本趋稳促盈利能力回升	2011/4/14
白酒-整体波澜不惊，个体静待催化剂	2011/4/11
食品饮料-短期禁止涨价不改白酒年内确定性增长——发改委评价酒类企业涨价行为点评	2011/4/7
蒙牛乳业-蒙牛乳业业绩公告点评：长期受惠于行业整合的龙头企业	2011/4/4
光明乳业-区外市场销售提速，差异化战略见成效	2011/4/1
贵州茅台-放量、提高出厂价平抑终端价过快增速是公司最佳的战略措施——季克良接受采访报道点评	2011/3/29
泸州老窖-2011 年将重返业绩增长的快车道——2010 年业绩年报点评	2011/3/27
洽洽食品-糖酒会休闲食品行业调研简报—薯片行业空间巨大	2011/3/25
金字火腿-巴玛火腿在糖酒会上面向全国招商	2011/3/25
水井坊-2011 年仍是调整转型年	2011/3/24
贵州茅台-期待“十二五”的开局之年——2010 年年报点评	2011/3/21
洽洽食品-稳居炒货龙头 打造休闲食品新贵	2011/3/14
伊利股份-加大重点消费市场产能布局 建设华南地区运营中心	2011/3/14
贵州茅台-量价齐升助力茅台市值看至 3000 亿元	2011/3/10
金字火腿-旧时王谢堂前燕，飞入寻常百姓家	2011/3/4
皇氏乳业-2010 年业绩快报点评：产能释放效应将在 2011 年逐步显现	2011/2/27
乳制品行业-新政点评：许可证重审和降低进口奶粉关税加速乳制品行业整合	2011/2/26
泸州老窖-业绩超预期，重返快车道——2010 年业绩快报点评	2011/2/22
食品饮料-白酒板块股价异动点评——成长确定性强，估值吸引力大	2011/2/21
水井坊-扩产能，五年再造 4 个水井坊	2011/2/16
双汇发展-以史为鉴，双汇十二五末股价超 300 元，市值超 4000 亿	2011/2/16
酒鬼酒-增发方案获批将成股价催化剂	2011/2/14
水井坊-股价凸显套利空间，经营拐点仍需等候	2011/2/10
酒鬼酒-业绩大幅增长，期待省内发力——2010 年年报点评	2011/1/28

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	788	1104	1367	1852
现金	199	273	470	658
应收账款	4	16	23	29
其他应收款	66	56	89	118
预付账款	70	13	18	24
存货	448	709	722	965
其他流动资产	2	37	46	58
<b>非流动资产</b>	503	599	778	961
长期投资	77	60	60	60
固定资产	325	359	455	553
无形资产	93	116	140	165
其他非流动资产	8	64	123	183
<b>资产总计</b>	1290	1703	2145	2813
<b>流动负债</b>	534	776	962	1160
短期借款	190	0	0	0
应付账款	48	98	129	169
其他流动负债	296	678	833	991
<b>非流动负债</b>	0	10	9	8
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	10	9	8
<b>负债合计</b>	534	786	971	1168
少数股东权益	0	0	0	0
股本	303	325	325	325
资本公积	760	760	760	760
留存收益	-307	-167	89	560
归属母公司股东权益	756	917	1174	1645
<b>负债和股东权益</b>	1290	1703	2145	2813

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	100	335	421	411
净利润	79	140	257	471
折旧摊销	24	31	37	44
财务费用	9	6	-1	-2
投资损失	-12	-16	-4	-7
营运资金变动	33	159	94	-140
其他经营现金流	-33	14	39	44
<b>投资活动现金流</b>	39	-90	-227	-225
资本支出	56	110	201	202
长期投资	-21	-17	0	0
其他投资现金流	75	4	-26	-23
<b>筹资活动现金流</b>	-5	-171	2	3
短期借款	40	-190	0	0
长期借款	-3	0	0	0
普通股增加	0	22	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-42	-3	2	3
<b>现金净增加额</b>	135	74	197	188

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	560	978	1470	2011
营业成本	146	263	361	483
营业税金及附加	85	154	232	318
营业费用	203	304	416	442
管理费用	82	103	124	149
财务费用	9	6	-1	-2
资产减值损失	-28	13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	16	4	7
<b>营业利润</b>	75	150	342	628
营业外收入	13	16	0	0
营业外支出	1	2	0	0
<b>利润总额</b>	86	164	342	628
所得税	7	25	86	157
<b>净利润</b>	79	140	257	471
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	79	140	257	471
<b>EBITDA</b>	108	188	378	671
<b>EPS (元)</b>	0.26	0.43	0.79	1.45

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	53.6%	74.4%	50.3%	36.8%
营业利润	466.4	100.3%	128.0	83.4%
归属于母公司净利润	35.8%	75.7%	84.0%	83.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	73.9%	73.1%	75.4%	76.0%
净利率	14.2%	14.3%	17.5%	23.4%
ROE	10.5%	15.2%	21.9%	28.6%
ROIC	12.0%	23.4%	40.4%	51.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.4%	46.1%	45.3%	41.5%
净负债比率	35.81	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.47	1.42	1.42	1.60
速动比率	0.56	0.51	0.67	0.76
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.45	0.65	0.76	0.81
应收账款周转率	13	15	12	12
应付账款周转率	3.64	3.61	3.19	3.25
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.43	0.79	1.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	1.03	1.30	1.27
每股净资产(最新摊薄)	2.33	2.82	3.61	5.06
<b>估值比率</b>				
P/E	87.66	49.90	27.12	14.79
P/B	9.21	7.59	5.93	4.23
EV/EBITDA	59	34	17	10

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434