

民营黄酒龙头，大众价位具有竞争力

增持 首次

目标价格：暂无

报告摘要：

- **公司是第三大黄酒品牌，上市公司中唯一的民营黄酒企业，有望推动行业创新：**公司是绍兴黄酒龙头之一，13年销售收入9.3亿，市场占有率6.07%，位居行业第三位，受高端产品销售下滑影响，13年和1Q14公司收入分别下滑4.2%和16.6%；公司是第一家民营黄酒上市企业，有望实施更灵活的激励政策，推动行业发展；公司目前产能10万千升，募投项目计划增加4万千升中高端优质黄酒，已于2010年动工，预计2014年竣工；
- **黄酒行业全国化已启动，公司大本营市场稳固，具备向外开拓的能力和意愿，有望获得超越行业的增速：黄酒行业07至13年复合增速17%，且江浙沪以外市场增长更快，06至12年销售收入占比从22%提高至48%。**公司目前战略是“深耕核心市场、开发潜在市场”，一方面江浙沪市场是公司收入主要来源，且仍有一定的市场空间，公司有望利用自身品牌力与产能条件，以差异化战略抢占核心消费区内市场份额；外埠市场收入目前较小，公司将集中优势资源，有步骤的突破直辖市、省会城市等重点市场，未来有望逐步贡献收入；
- **公司毛利率行业领先，费用率位于行业低水平，净利润率在上市公司中拔得头筹：**公司13年毛利率高达46%，比市场占有率第一的古越龙山高出7个百分点，主要由于中低端产品价格高于竞争对手。公司成本费用控制相对较好，销售费用率已连续两年低于古越龙山和金枫酒业，13年公司净利率13.4%，行业领先；
- **盈利预测及投资建议：**预计14-16年收入分别为9亿、9.55亿、10.6亿，同比增长-3.6%、6.2%和10.9%，净利润1.17亿、1.36亿和1.54亿，同比增长-5.3%、15.5%和13.8%，预计EPS分别为0.29元、0.34元和0.39元。参考可比公司估值，我们认为合理估值区间为20X14PE/18X15PE，6-12个月合理价值区间为5.8-6.1元。

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

基本信息

发行前股本(万股)	30000
本次发行总股数(万股)	10000
公司股东拟发售股份数量(万股)	0
募集资金(万元)	44300
行业	食品制造业
日期	2014/8/20

数据来源：宏源证券研究所

相关研究

《海天味业中报点评：结构升级明显，看好多品类扩张》

2014/08/20

《青青稞酒中报点评：积极调整，下半年有望重回增长》

2014/08/18

《食品饮料行业周报：旺季临近，白酒动销加快》

2014/08/17

《古越龙山中报点评：业绩加速下滑，且行且看机制改善》

2014/08/16

《好想你中报点评：专卖店恢复增长，品牌宣传再加码》

2014/08/15

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	975	934	900	955	1,059
增长率(%)	10.7%	-4.2%	-3.6%	6.2%	10.9%
归母净利润(百万)	127	124	117	136	154
增长率(%)	14.3%	-2.5%	-5.3%	15.5%	13.8%
每股收益	0.318	0.310	0.294	0.339	0.386
市盈率	14	14	15	13	11

注：市盈率为按照发行价4.43元计算

目录

一、公司是民营绍兴黄酒龙头	3
1、市占率位居行业第三位，净利率逐步提升	3
2、股权结构	5
3、募投项目将增加优质黄酒 4 万千升，项目建设接近完工	6
二、公司深耕江浙沪，并逐步开拓埠外市场，具备“走出去”的基础	7
1、黄酒已有全国化趋势，12 年江浙沪外收入占比已达 48%	7
2、公司品牌力强，具备向外扩张能力	8
三、盈利分析：毛利率高、费用控制好，公司盈利能力行业领先	10
1. 公司中低端产品价格相对较高，毛利率行业领先	10
2. 销售费用率行业最低，净利率行业领先	11
四、盈利预测、估值及投资建议	12
1、核心假设	12
2、预测结论	12
3、相对估值及投资建议	12
五、风险提示	13

插图

图 1：公司产品以普通瓶装黄酒和中高端瓶装黄酒为主	3
图 2：公司 13 年收入 9.3 亿，09-13 年收入复合增长 9.9%	4
图 3：公司 13 年净利润 1.2 亿，09-13 年复合增长 6.7%	4
图 4：公司市场占有率为 7.2%，位居行业第三位	4
图 5：公司销售区域以浙江地区为主，2013 年浙江地区收入占比达 72%	4
图 6：近年来公司毛利率逐步提高	5
图 7：公司费用率逐渐下降，净利率逐步提升	5
图 8：公司由精功集团控股，金良顺为实际控制人	6
图 9：公司控股子公司围绕黄酒产业链生产和销售环节分布	6
图 10：公司募投资金运用计划及完成状况（万元）	7
图 11：2007-2013 年黄酒行业销售收入总体呈现增长趋势（单位：亿元）	7
图 12：2006 年非江浙沪地区占比 22%，江浙沪地区占比 78%（以黄酒销售收入计）	8
图 13：2012 年非江浙沪地区占比 48%，江浙沪地区占比 52%（以黄酒销售收入计）	8
图 14：2007-2012 年安徽、福建等非传统消费区销售收入增长迅速	8
图 15：会稽山产品在国内外多次获奖，品牌力强	9
图 16：公司毛利率远高于行业平均水平，在行业内仅低于金枫酒业	10
图 17：会稽山中低端产品网上零售价显著高于竞争对手	11
图 18：三家黄酒上市公司对比：会稽山销售费用率最低	11
图 19：2013 年公司净利率 13.4%，位居领先地位	11
图 20：可比公司估值一览表（收盘价和盈利预测截止日期为 2014 年 8 月 24 日）	13
图 21：三张财务报表摘要	14

一、公司是民营绍兴黄酒龙头

1、市占率位居行业第三位，净利率逐步提升

公司以普通和中高端瓶装黄酒为主，市占率位居行业第三位：公司是绍兴黄酒龙头企业之一，2013年销售收入9.3亿，市场占有率6.07%，位居行业第三位：

- 大众价位黄酒保持增长，占比已超过中高端，成为主力品种：公司产品以普通和中高端瓶装黄酒为主，2013年公司普通和中高端瓶装黄酒营业收入分别为4.5亿元、4.1亿元，收入占比分别为49.1%、44.5%，两种产品合计占比达93.6%：

图1：公司产品以普通瓶装黄酒和中高端瓶装黄酒为主

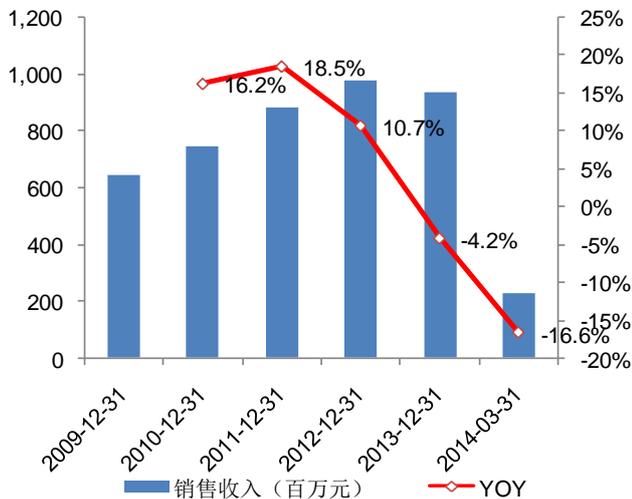
产品系列	主要产品	营收占比	营收增速	毛利率	图片
普通瓶装黄酒	水乡国色（红） 东风 汾湖	49.09%	13.95%	38.1%	
中高端瓶装黄酒	会稽山牌5年以上产品 水乡国色（金、银） 帝聚堂（五年、八年） 西塘老酒	44.47%	-17.23%	54.70%	
黄酒原酒	手工原酒 机械原酒	2.87%	-30.93%	52.80%	
其他产品	白酒原酒 瓶装白酒 葡萄酒	3.57%	6.98%	38.89%	

资料来源：网络公开资料，招股意向书，宏源证券研究所

- 受酒类消费大环境影响，公司过去两年收入增速逐渐下滑：公司营业收入由09年的6.4亿增至13年的9.3亿，复合增速为9.9%，同期净利润复合增速6.7%，但13年

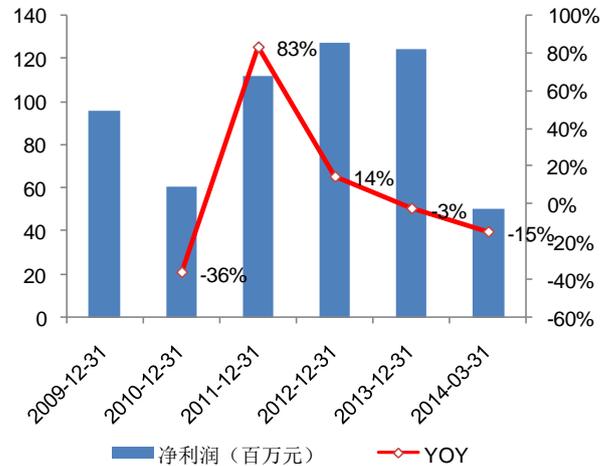
因经济景气下行影响，公司高端黄酒收入下滑，影响公司整体收入增长，13年公司收入下滑4.2%，净利润下滑2.5%，14年一季度延续了下滑态势；

图 2：公司 13 年收入 9.3 亿，09-13 年收入复合增长 9.9%



资料来源：Wind，宏源证券研究所

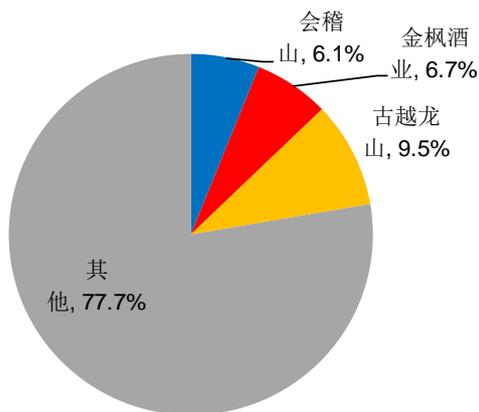
图 3：公司 13 年净利润 1.2 亿，09-13 年复合增长 6.7%



资料来源：Wind，宏源证券研究所

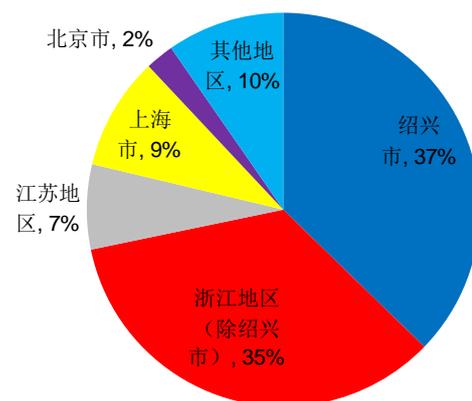
- ◆ **公司市场占有率达 6.07%，位居黄酒行业第三位：**2013 年，公司在黄酒生产及销售的市场占有率为 6.07%，在同类公司中位列第三，仅次于古越龙山和金枫酒业，二者市场占有率分别为 9.5%和 6.7%；

图 4：公司市场占有率为 7.2%，位居行业第三位



资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

图 5：公司销售区域以浙江地区为主，2013 年浙江地区收入占比达 72%



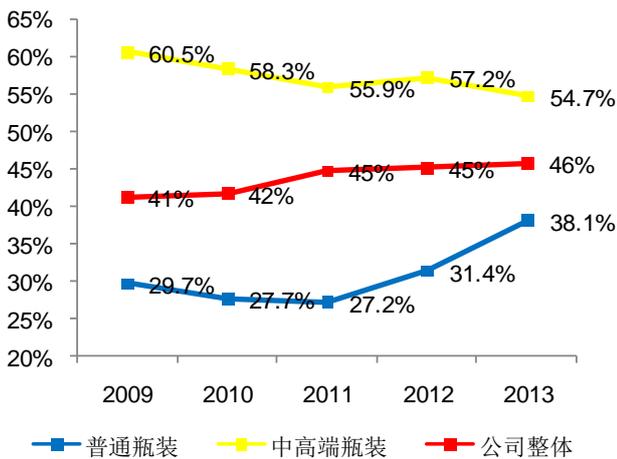
资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

- ◆ **公司产品销售主要集中在江浙沪地区，开始逐步拓展全国市场：**公司产品营业收入主要来自江浙沪地区，2013 年占比 92%，其中浙江地区营收占比从 2011 年的 71% 提升到 2013 年的 79%。此外，公司已开始了全国市场的拓展，拥有超过一千家的营

销网点，覆盖全国 20 余个省、直辖市及自治区，并开始采取与酒仙网合作、开设天猫官方旗舰店等方式加强网购渠道销售，拓展非传统市场；

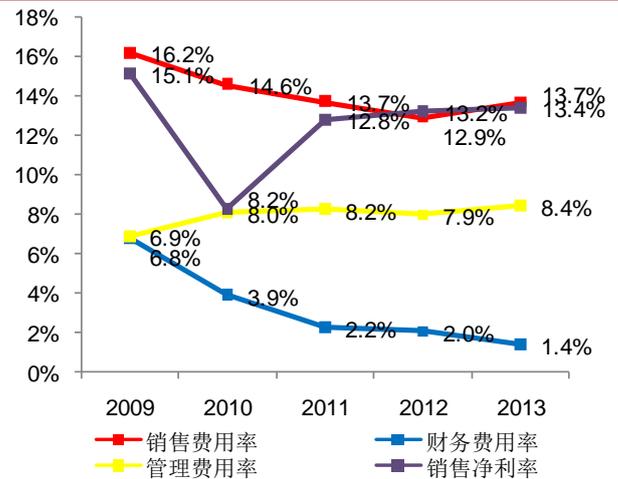
- ◆ **盈利能力较强，毛利率、净利率均稳定提升：**公司自 2009 年以来综合毛利率持续上升，由 2009 年 41.55% 提高至 13 年的 45.92%。其中，中高端瓶装黄酒的毛利率从 2009 年的 60.54% 下降到 2013 年 54.70%；但普通瓶装黄酒毛利率从 2011 年的 27.2% 提升到 2013 年的 38.1%。近几年公司销售和管理费用率相对稳定，受到毛利率上升的贡献，公司净利率从 2010 年的 8.12% 上升到 2013 年的 13.40%。

图 6：近年来公司毛利率逐步提高



资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

图 7：公司费用率逐渐下降，净利率逐步提升

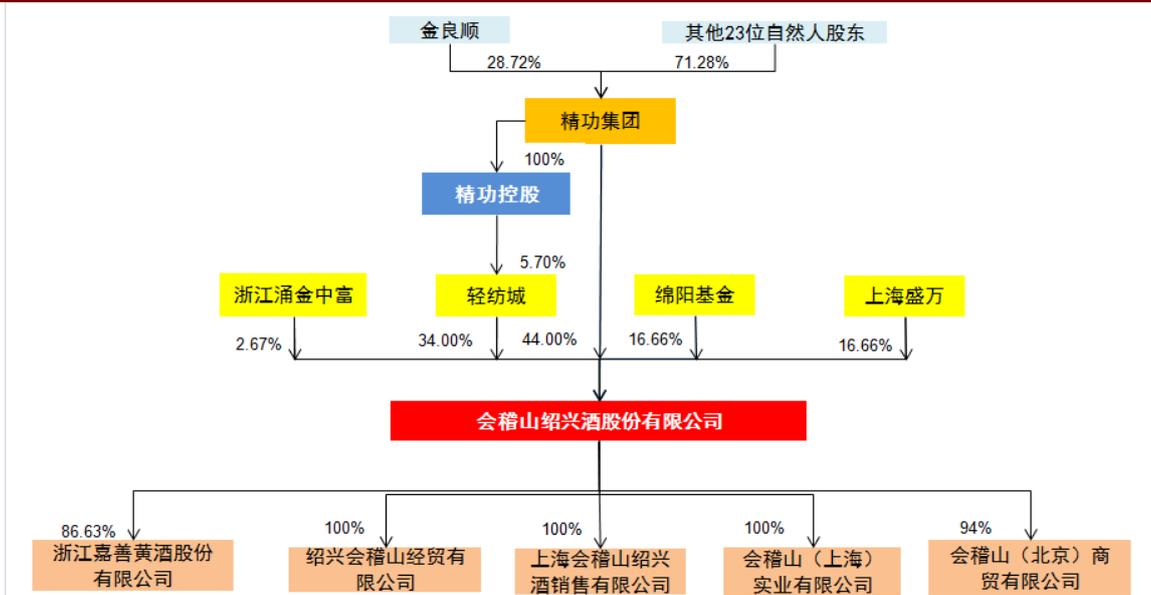


资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

2、股权结构

公司控股股东是精功集团，直接持有会稽山 44% 股权并通过控股子公司精功控股持有轻纺城 5.7% 的股份，轻纺城持有会稽山 34% 的股权。金良顺先生持有精功集团 28.7% 的股份，为精功集团第一大股东，是本公司实际控制人，按发行后股本计算，金良顺持有上市公司 9.48% 的股份，其家族合计持有股份比例为 19.74%，公司总经理傅祖康持有公司 1.85% 的股份。

图 8：公司由精功集团控股，金良顺为实际控制人



资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

图 9：公司控股子公司围绕黄酒产业链生产和销售环节分布

公司	成立日期	注册资本	股东构成及控制情况	主营业务	净利润(万元)
嘉善黄酒	1999年5月26日	6671.41万元	会稽山 86.63%	黄酒的生产 and 销售	960.58
会稽山经贸	2001年12月30日	300万元	会稽山 100%	黄酒销售	20.44
上海会稽山	2004年8月20日	200万元	会稽山 100%	黄酒销售	-13.71
会稽山实业	2005年10月28日	1000万元	会稽山 100%	黄酒等产品的销售	-129.37
会稽山(北京)商贸	2010年12月22日	1000万元	会稽山 94%，赵东红 6%	黄酒等产品的销售	29.71

资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

3、募投项目将增加优质黄酒 4 万千升，项目建设接近完工

募投项目计划增加 4 万千升中高端优质黄酒，项目已于 2010 年 5 月动工，预计 2014 年竣工，且截至 3 月底，项目中机械黄酒车间、后熟罐区及制曲车间的主体建筑部分已经基本完工，项目建成后公司的生产规模、技术水平制造能力和产品结构等都将得到较大幅

度的提高，财务结构进一步改善，财务费用显著减低，从而进一步提高公司的盈利能力，为公司的后续发展打下坚实的基础，此外，公司目前产能 10 万千升，2013 年公司产能利用率达 96.5%，募投项目达产后公司产能将增加 40%，达 14 万千升：

图 10：公司募投资金运用计划及完成状况（万元）

项目名称	总投资额	建设期	达产后销售收入	达产后净利润	项目资金投入进度				
					2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
年产中高档优质绍兴黄酒 4 万千升，糟烧 1034 吨	41804	5 年	23755	4450	3672	5043	13599	12302	6754

资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

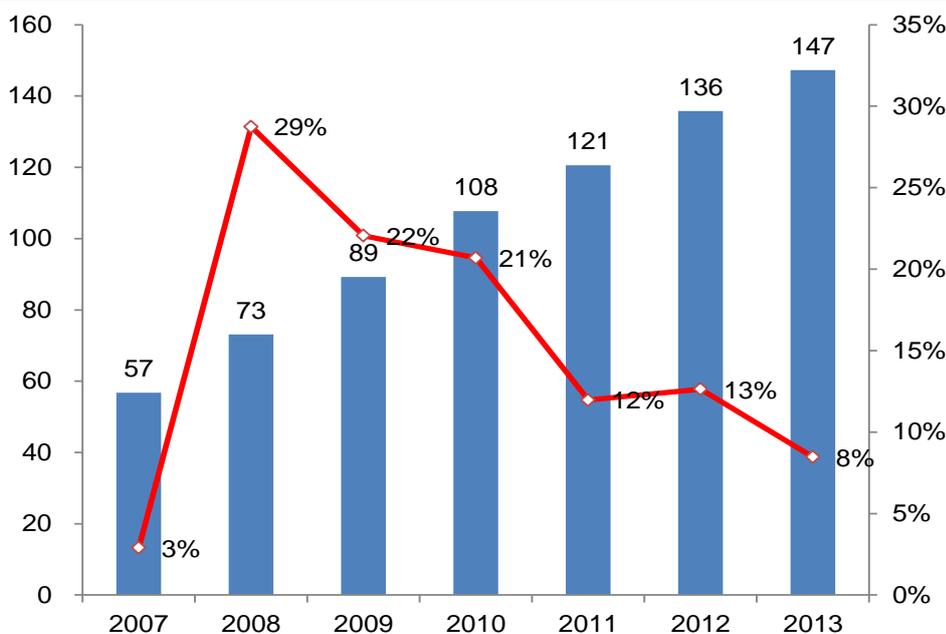
二、公司深耕江浙沪，并逐步开拓埠外市场，具备“走出去”的基础

1、黄酒已有全国化趋势，12 年江浙沪外收入占比已达 48%

黄酒消费市场逐年扩大，行业销售收入保持增长，07 至 13 年复合增速 17%，且非传统黄酒市场增速较快，收入占比从 2006 年的 22% 提升至 2012 年的 48%：

- ◆ 2007 年至 2013 年，我国的黄酒行业销售收入由 57 亿元增长至 147 亿元，年均复合增长率约为 17%：居民人均可支配收入的增加与非传统黄酒区域的较快增长，有望使得黄酒行业销售收入的增长态势在未来继续维持；

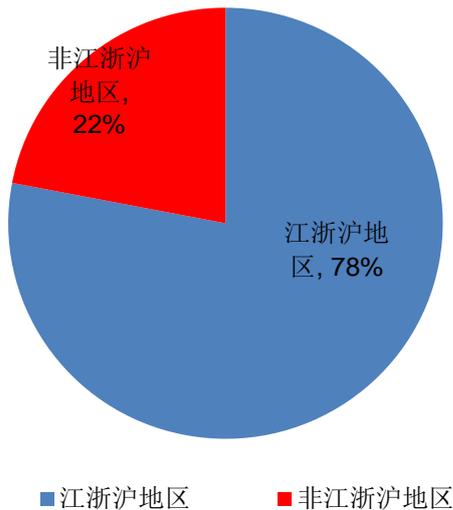
图 11：2007-2013 年黄酒行业销售收入总体呈现增长趋势（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，宏源证券研究所

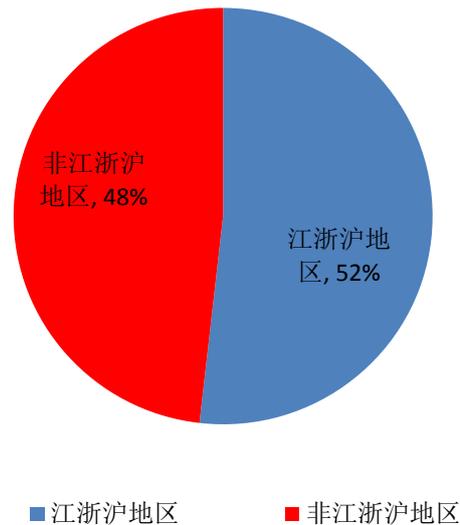
- ◆ 非传统黄酒消费市场发展较快，外埠销售收入占比增幅显著提高：从 2006 到 2012 年，黄酒制造企业在江浙沪外的销售收入占比从 22% 上升至 48%，非传统市场的快速增长使得黄酒消费高度集中江浙沪的传统格局被打破。2007-2012 年 6 年间，安徽、福建、陕西、湖南等非传统黄酒消费区域的销售收入年均复合增长率达到 39% 至 53%，增长势头迅猛。

图 12: 2006 年非江浙沪地区占比 22%，江浙沪地区占比 78% (以黄酒销售收入计)



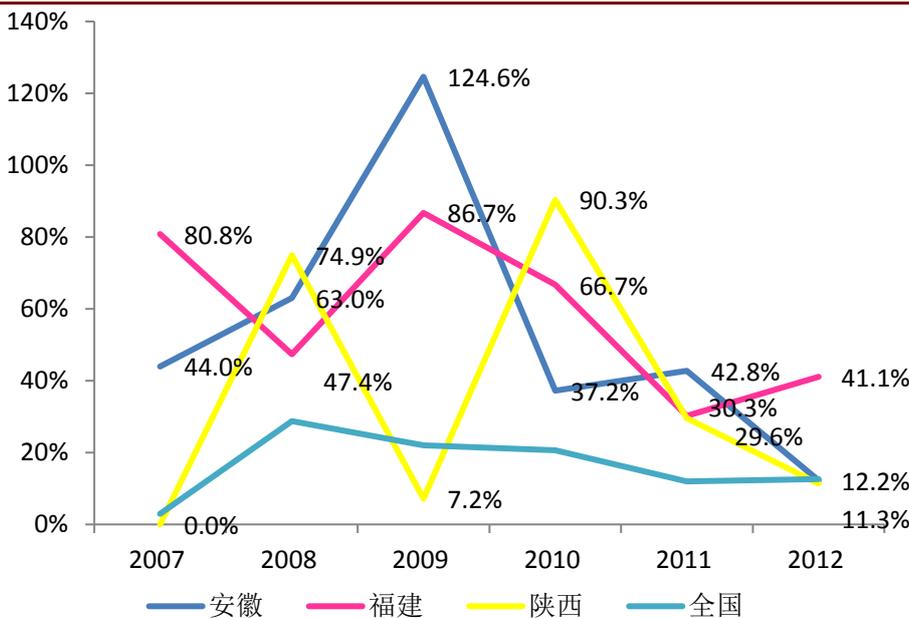
资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 13: 2012 年非江浙沪地区占比 48%，江浙沪地区占比 52% (以黄酒销售收入计)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图 14: 2007-2012 年安徽、福建等非传统消费区销售收入增长迅速



资料来源: 招股意向书, 宏源证券研究所

2、公司品牌力强，具备向外扩张能力

公司在国内外多次获得金奖，有望为区域深耕和渠道扩张提供品牌背书：

- ◆ 公司黄酒生产历史悠久、产品品质优良、在各类酒类评比中获得荣誉众多，有望通过自身渠道建设以及江浙沪地区的经济、文化辐射效应，抓住非传统消费区的增长机会，提高盈利水平。

图 15：会稽山产品在国内外多次获奖，品牌力强

会稽山黄酒历年所获国际国内奖项一览			
评奖机构	获奖年份	奖项	类别
美国巴拿马太平洋万国博览会	1915	金奖	国际
第四届国际酒类及饮料博览会	1985	金奖	
巴黎国际食品博览会	1986	金牌奖	
首届北京国际博览会	1989	金奖	
日本国际博览会	1992	金奖	
巴拿马国际食品博览会	1994	金奖	
第一届全国评酒会	1952	全国十八大名酒之一	国内
第二届全国评酒会	1963	全国十八大名酒之一	
第三届全国评酒会	1979	全国十八大名酒之一	
轻工业部全国酒类大赛	1984	金杯奖	
上海首届世界名烟名酒系列产品博览会	1994	金爵奖	
国家质检总局	2007	中国名牌产品	

资料来源：招股意向书，宏源证券研究所

江浙沪区域拥有深厚的黄酒饮用传统，也是销售收入主要来源，且江苏市场缺少强势本土品牌，存在一定的市场进入空间，公司有望利用自身品牌力与产能条件，以差异化战略抢占核心消费区内市场份额：

- ◆ **江浙沪仍是黄酒主流消费区，且仍具有深耕价值：**江浙沪是黄酒的主流消费区域，人均消费量远高于外埠市场，短期内不会改变，江浙沪市场是公司立足根本，且仍具有深耕价值；
- ◆ **江苏市场缺少强势本土品牌，存在一定的市场进入空间：**苏、浙、沪三大消费核心区中，浙江黄酒生产企业众多，市面上知名黄酒品牌包括古越龙山、会稽山、塔牌等多个品牌，行业龙头古越龙山和会稽山占据了一半以上的省内市场容量，竞争格局较为稳定；上海市场有 60%到 70%的份额被本地金枫酒业出产的以和酒、石库门系列为代表的改良型营养黄酒市场份额所占据；同为黄酒传统消费大省的江苏本地黄酒品牌仅有沙洲优黄、锡山特黄等少数几种，尤其在中高端市场缺少强势的本地品牌，目前竞争较为激烈，存在进入空间；
- ◆ **公司以差异化战略抢占江苏市场份额：**会稽山在 2006 年适应江苏消费市场推出新型低度黄酒“水香国色”系列，在纯糯米的黄酒原料中加入异麦芽低聚糖、枸杞、茯苓等配料，口感甘甜爽口，同时降低了酒精度数。该产品推出后四年内年增长率达 40%。

江浙沪以外市场增速较快，公司目前埠外市场收入体量较小，仍处于市场培育和开发阶段，未来伴随着公司上市，品牌知名度将进一步提升，公司将集中优势资源，有步骤的重点突破直辖市、省会城市等重点市场，未来有望逐步贡献收入：

- ◆ 公司以“深耕核心市场、开发潜在市场”为营销战略，通过将全国市场分为成熟市场、竞争性市场和培育市场三大类进行分类管理，一千余家营销网点已覆盖全国二十多个省市。营销重点集中在沿海京、沪等大城市及江浙、福建、广东，在沿海一线的两翼主攻山东、河南市场，以及江西、安徽等江浙周边区域，并逐渐向内地推动；
- ◆ 公司与电商展开战略合作，对传统销售渠道形成补充：会稽山于 2013 年 12 月与酒仙网签署战略合作协议，宣布将在电商层面开展全方位合作，会稽山官方旗舰店已在酒仙网平台上线。电商渠道无地域限制的特征对传统销售渠道形成补充与拓展，同时有利于培育 80、90 后的年轻消费者，对公司消费群体年轻化与全国化具有积极作用。

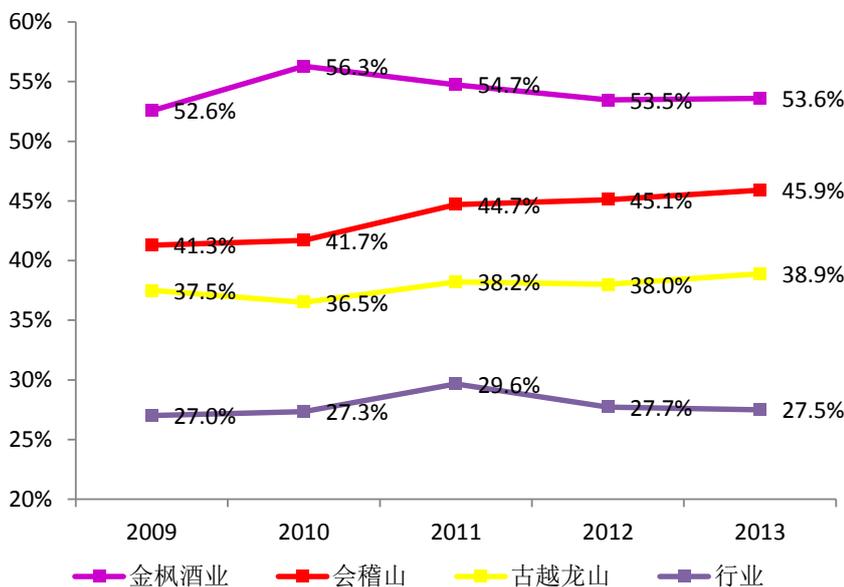
三、盈利分析：毛利率高、费用控制好，公司盈利能力行业领先

1. 公司中低端产品价格相对较高，毛利率行业领先

公司大众化黄酒产品的售价显著高于竞争对手，将从以家庭消费、大众餐饮为主流的行业调整趋势中获益：

- ◆ 公司毛利率远高于行业平均水平，在行业内仅低于金枫酒业：会稽山近五年企业毛利率保持在 40% 以上，远高于 28% 左右的行业平均水平，比行业龙头古越龙山高出将近 10 个百分点，在行业内仅低于全机械化生产的金枫酒业。

图 16：公司毛利率远高于行业平均水平，在行业内仅低于金枫酒业



资料来源：上市公司年报，会稽山招股意向书，Wind，宏源证券研究所

- ◆ 公司中低端产品价格较古越龙山同类产品高：从 1 号店、酒仙网等网上销售渠道可以看到，会稽山 3 年、5 年陈加饭酒、花雕酒的网上销售价格，均明显高于主要竞争对手古越龙山的同等可比产品。以 3 年陈花雕酒为例，会稽山三年花雕酒 500ml 的 1 号店售价 18 元，古越龙山千禧三年绍兴花雕酒 500ml、旗下品牌沈永和 1664 老牌花雕 500ml（3 年陈）的售价同为 9.9 元，价格优势显著；

- 此外，公司成本控制相对较好，推出的以帝聚堂、水香国色系列为代表的新型黄酒产品，其定价与传统中高端黄酒相仿，加入枸杞、蜂蜜、低聚糖后的原料成本较传统纯糯米原料成本降低。

图 17：会稽山中低端产品网上零售价显著高于竞争对手

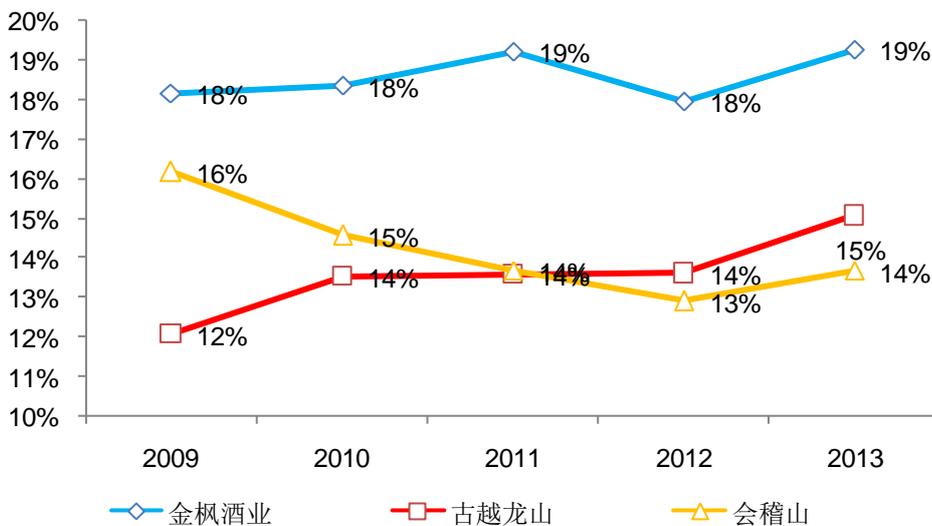
	3 年陈加饭酒 500ml	3 年陈花雕酒 500ml	5 年陈 500ml
会稽山	11.5 元	18 元	25 元
古越龙山	10 元	9.9 元	19.9 元

资料来源：酒仙网，1 号店，宏源证券研究所

2. 销售费用率行业最低，净利率行业领先

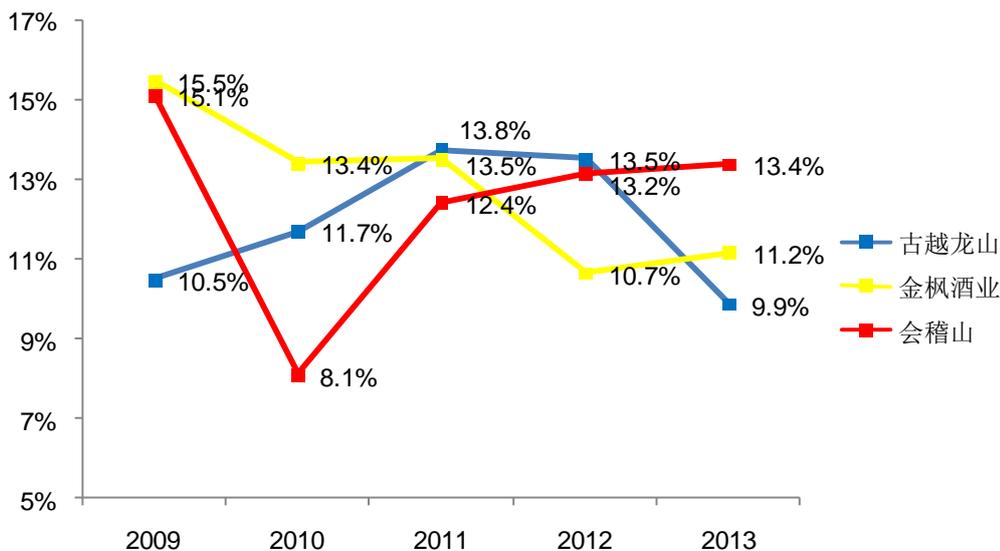
公司优势品牌导致低市场费用投入，盈利性行业领先：09 年开始公司销售费用率逐步下降，13 年因行业调整费用率略有上升，但从 12 年年开始公司销售费用率即为上市公司最低水平，13 年仅为 14%，较金枫酒业低 5 个百分点。公司净利率逐步提升，从 2010 年的 8.1% 提升至 2013 年的 13.4%，显示出良好的盈利性。

图 18：三家黄酒上市公司对比：会稽山销售费用率最低



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 19：2013 年公司净利率 13.4%，位居领先地位



资料来源：招股意向书，wind，宏源证券研究所

四、盈利预测、估值及投资建议

1、核心假设

分产品收入、毛利率以及公司费用率预测：

- ◆ 我们预测公司中高端瓶装黄酒 14 至 16 年销售收入分别下滑 11%、增长 2%和增长 5%；预计公司普通瓶装酒 14-16 年仍然保持增长，增速分别为 3%、10%和 16%；综合，14-16 年公司收入增速分别为-3.6%、6.2%和 10.9%；
- ◆ 毛利率方面，我们预计受行业高端销售受阻影响，公司中高端瓶装黄酒 14 至 16 年毛利率分别为 51.9%、50.9%和 50.5%；预计公司普通瓶装酒三年毛利率分别为 37.4%、38.6%和 39.8%；综合，14-16 年公司毛利率分别为 43.9%、44%和 44.3%；
- ◆ 费用率方面，我们预计 14-16 年公司销售费用率均为 14%，较 13 年 13.7%有所增加；管理费用率 14-16 年分别为 8.5%、8.2%和 8%；而因上市募集资金的因素，公司 14-16 年财务费用率分别为-0.1%、-1.3%和-1.3%。

2、预测结论

预计公司 2014-2016 年收入分别为 9 亿元、9.55 亿元和 10.6 亿元，增速分别为-3.6%、6.2%和 10.9%；2014-2016 年归属母公司净利润分别为 1.17 亿元、1.36 亿元和 1.54 亿元，增速分别为-5.3%，15.5%和 13.8%，净利润增速超过收入增速主要原因是公司三项费用率降低。

3、相对估值及投资建议

以上盈利预测对应 2014-2016 年 EPS 分别为 0.294 元、0.339 元和 0.386 元，目前行业

黄酒板块估值相对较高，14年古越龙山和金枫酒业估值分别为49倍和30倍，但市场给高估值是由于对古越龙山抱有改制预期，而预计金枫在整体运营或业务范围等方面也将有所改进。因此，为了对比的合理性，我们选取了区域性二三线白酒（与公司主营业务在浙江区域比较相近），我们认为合理估值区间为20X14PE/18X15PE，6-12个月合理价值区间为5.8-6.1元，相比较公司上市首日发行价4.43元有35%左右的上涨空间，给予“增持”评级。

图 20：可比公司估值一览表（收盘价和盈利预测截止日期为 2014 年 8 月 24 日）

公司名称	收盘价	13EPS	14EPS	15EPS	14YOY	15YOY	14PE	15PE
古越龙山	8.9	0.23	0.17	0.20	-24%	14%	51	44
金枫酒业	8.6	0.27	0.28	0.32	5%	12%	30	27
今世缘	27.3	1.51	1.25	1.25	-17%	0%	22	22
金种子酒	9.0	0.24	0.28	0.34	15%	24%	33	26
古井贡酒	25.2	1.24	1.30	1.48	5%	14%	19	17
山西汾酒	16.2	1.11	0.77	0.87	-30%	13%	21	19

资料来源：Wind，宏源证券研究所

五、风险提示

原材料价格波动风险：公司生产经营所需的主要原材料包括糯米、粳米、小麦、鉴湖水等。其中糯米一项是较难标准化的农产品，且价格波动幅度较大，从而易使生产成本的不确定性增加。

产品质量风险：公司生产的高品质绍兴黄酒部分依赖于公司所在地的鉴湖水，用于酿造的鉴湖水被认为具有清澈透明、水色低、透明度高、溶解氧高、耗氧量低等优点；在水污染已成为全国性环境问题的前提下，保证所用水源的安全、可靠与优质，无疑是控制产品安全质量风险的首要条件。

产能消化风险：公司募投项目计划增加4万千升中高端优质黄酒，项目已于2010年5月动工，预计2014年竣工，公司目前产能10万千升，届时产能将增加40%，但目前行业增速放缓，公司面临产能释放后消化不畅的风险；

图 21：三张财务报表摘要

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	934	900	955	1,059	货币资金	290	570	601	697
YOY	-4%	-4%	6%	11%	应收和预付款项	88	50	38	36
营业成本	507	505	535	590	存货	635	62	48	40
毛利	427	395	420	469	其他流动资产	5	1	1	1
% 营业收入	45.8%	43.9%	44.0%	44.3%	长期股权投资	0	0	0	0
营业税金及附加	34	33	35	38	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	固定资产和在建工程	817	1067	1267	1427
销售费用	128	126	134	148	无形资产和开发支出	167	173	178	183
% 营业收入	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	79	76	78	85	资产总计	2063	1968	2113	2291
% 营业收入	8.4%	8.5%	8.2%	8.0%	短期借款	245	0	0	0
财务费用	13	-1	-12	-13	应付和预收款项	527	205	214	234
% 营业收入	1.4%	-0.1%	-1.3%	-1.3%	长期借款	290	290	290	294
资产减值损失	4	0	0	0	其他负债	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1099	495	504	528
投资收益	0	0	0	0	股本	300	400	400	400
营业利润	170	161	185	211	资本公积	253	545	545	545
% 营业收入	18.2%	17.8%	19.4%	19.9%	留存收益	395	513	648	803
营业外收支	1	0	0	0	归属母公司股东权益	949	1458	1593	1748
利润总额	171	161	185	211	少数股东权益	22	22	22	22
% 营业收入	18.3%	17.8%	19.4%	19.9%	股东权益合计	970	1479	1615	1769
所得税费用	46	43	50	57	负债和股东权益合计	2069	1974	2119	2297
净利润	125	117	136	154					
归属于母公司所有者的净利润	124	117	136	154	财务指标	2013E	2014E	2015E	2016E
少数股东损益	1	0	0	0	毛利率	46%	44%	44%	44%
					三费/销售收入	23%	22%	21%	21%
					EBIT/销售收入	20%	18%	18%	19%
					EBITDA/销售收入	36%	25%	26%	26%
					销售净利率	13%	13%	14%	15%
					ROE	13%	8%	9%	9%
					ROA	6%	6%	6%	7%
					ROIC	9%	7%	7%	7%
					销售收入增长率	-4%	-4%	6%	11%
					EBIT 增长率	-5%	-15%	9%	14%
					EBITDA 增长率	32%	-35%	11%	14%
					净利润增长率	-2%	-6%	15%	14%
					总资产增长率	14%	-5%	7%	8%
					股东权益增长率	15%	52%	9%	10%
					经营现金流净额增长率	-11%	246%	-50%	9%
					流动比率	1.3	3.4	3.3	3.4
					速动比率	0.5	3.1	3.0	3.2
					应收账款周转天数	22.0	15.0	9.0	7.0

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

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	zhouidi@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。