

研究所

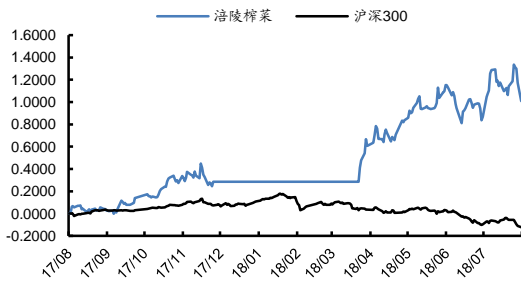
证券分析师：  
021-68591576

余春生 S0350513090001  
yucs@ghzq.com.cn

## 提价+多品类发展，未来业绩增长可期

### ——涪陵榨菜（002507）动态研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
涪陵榨菜	7.5	9.3	101.0
沪深300	-2.7	-14.6	-12.2

#### 市场数据

2018-08-06

当前价格（元）	26.09
52周价格区间（元）	12.64 - 30.78
总市值（百万）	20594.33
流通市值（百万）	20134.18
总股本（万股）	78935.72
流通股（万股）	77172.03
日均成交额（百万）	140.62
近一月换手（%）	30.09

#### 相关报告

《涪陵榨菜（002507）中报点评：量价齐升收入稳增，提价+成本业绩大幅增长》——2018-07-29

《涪陵榨菜（002507）动态点评：主打产品量价齐升，Q1业绩大幅增长》——2018-04-03

《涪陵榨菜（002507）动态点评：业绩超出预期，Q4增长提速》——2018-03-22

《涪陵榨菜（002507）动态点评：收购完善品类布局，渠道协同打造新增长点》——2018-03-02

《涪陵榨菜（002507）深度报告：传统榨菜持续升级，脆口新品值得期待》——2017-11-24

#### 投资要点：

■ **公司概况：榨菜行业细分龙头，市占率遥遥领先** 根据中国产业信息网数据，包装类榨菜2017年销售额49.7亿元，同增8%，连续多年实现稳定增长。消费者出于安全及品质等方面考虑，购买消费榨菜等产品的品牌意识逐步提升，带动行业集中度逐步提升，包装榨菜（不含散装）CR5之和从2008年的50.50%提升到2017年的69.1%。

■ **行业增长动力：榨菜用途增加、渠道下沉、包装对散装的替代** 受益城市化进程和渠道下沉，商业化榨菜用量也随之增加。小包装对散装的替代，也使得品牌榨菜消费量增加。食品安全和消费升级趋势，助推行业升级，份额向龙头企业集中。

■ **核心竞争力：产品品质优异和原料地限制壁垒，带来品牌溢价** 从原料产地来看，由于受到气候及环境的限制，榨菜原料青菜头目前在我国主要集中在种植于重庆、四川眉山和浙江地区，重庆、四川及浙江三省青菜头产量占比合计已超过90%，其他区域种植面积积极小几乎可忽略不计。产品品质差异和原料地限制壁垒，带来了乌江的品牌溢价。乌江榨菜2011-2017年期间销量增长33.78%，复合增长率4.97%，收入增长115.70%，复合增长率13.67%。公司收入增速高于销量增速主要源于品牌溢价下的产品提价。

■ **成本控制：与农户的长期合作+原料窖池的大量修建** 榨菜成本中青菜头原料占比约42%左右，公司从以下几方面对原材料进行调控，以减少毛利率的波动：1）公司会根据原料库存、需求等整体情况，综合分析后，采用订单、保护价等多种模式鼓励农民种植原料植物，确保农民种植收益，确保公司稳定的原料来源；2）二是加大修建原料窖池。

■ **未来增长空间：产品继续提价+渠道下沉+品类多元化** 价差较品质和品牌带来的敏感度还不是特别高，仍存一定提价空间。公司各地区渠道发展不均衡，渠道下沉仍有空间。公司依托榨菜产业创造的品牌、市场、技术、资本、人才及管理优势，将向与公司现有销售渠道与模式高度重合的相关产业发展。

■ **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 公司是榨菜行业细分龙头，

### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

市占率遥遥领先；榨菜用途增加、渠道下沉、包装对散装的替代，行业增长潜力仍在；产品品质优异和原料地限制壁垒，带来品牌溢价；与农户的长期合作+原料窖池的大量修建，以控制成本；产品继续提价+渠道下沉+品类多元化，公司未来增长可期。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.82 元、0.90 元、1.08 元，对应 PE 分别为 32X、29X、24X，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**食品安全问题；原材料价格波动风险；产能建设不达预期；新品推广不达预期。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1520	2047	2412	2927
增长率(%)	36%	35%	18%	21%
净利润（百万元）	414	647	711	856
增长率(%)	61%	56%	10%	20%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.82	0.90	1.08
ROE(%)	21.48%	25.44%	22.09%	21.23%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、公司概况：榨菜行业细分龙头，市占率遥遥领先

酱腌菜是以可食蔬菜为主要原料，经不同的腌制工艺制作的各种蔬菜制品的总称。榨菜是酱腌菜中的主要子品类，以其鲜、香、嫩、脆的特点驰名中外，与德国甜酸甘兰、法国酸黄瓜并列为世界三大名腌菜。榨菜含丰富的人体所必需的蛋白质、胡萝卜素、膳食纤维、矿物质等，以及谷氨酸、天门冬氨酸、丙氨酸等 17 种游离氨基酸，可以用佐餐、炒菜和做汤。现代营养学认为，榨菜能健脾开胃、补气添精、增食助神；低盐保健型榨菜，还有保肝减肥的作用。

**榨菜等腌制品行业稳定增长，品牌意识带动集中度提升。**榨菜等腌制品作为日常家庭消费当中的常备食品，行业整体规模稳步增长。根据重庆农业农村信息网及前瞻产业研究院推算，2017 年我国青菜头总产量 386 万吨。青菜头收购主要分为加工收购和外运鲜销两部分，外运鲜销的青菜头主要用于蔬菜供应售价较高。近几年青菜头外运鲜销占比稳定在 34% 左右，即 2017 年用于榨菜制作的青菜头产量占比 66% 左右，对应产量 255 万吨左右。根据榨菜制作工艺，青菜头制作榨菜制成率约 3:1，即 3 吨青菜头可产成 1 吨榨菜。根据青菜头总量测算，2017 年我国榨菜行业产量为 85 万吨左右，对应收入 75 亿元左右。根据中国产业信息网数据，包装类榨菜 2017 年销售额 49.7 亿元，同增 8%，连续多年实现稳定增长。消费者出于安全及品质等方面考虑，购买消费榨菜等产品的品牌意识逐步提升，带动行业集中度逐步提升，包装榨菜（不含散装）CR5 之和从 2008 年的 50.50% 提升到 2017 年的 69.1%。

**公司市占率达到 29.7%，处于遥遥领先地位。**公司的主要竞争对手是鱼泉、铜钱桥、辣妹子和备得福等，几家竞争对手的年榨菜产销量、企业规模等和公司相比均有较大差距。截止到 2017 年末，乌江榨菜在包装类榨菜市场份达到 29.7%，较第二名 12.6% 的鱼泉高出一倍以上，市场占有率遥遥领先。

## 2、行业增长动力：榨菜用途的增加、渠道下沉和包装对散装的替代

**受益城市化进程和渠道下沉，商业化榨菜用量也随之增加。**农村家庭和很多偏远落后地区的乡镇，酱腌菜一般由自家腌制，在城市化进程和商家渠道下沉的过程中，转向市场购买。此外，在社会工业化进程中，很多年轻人绝大部分已经不会做酱腌菜，会做酱腌菜的家庭越来越少，但是酱腌菜的消费习惯并没有改变，尤其是生活水平的提高，很多三高人群消费向素食转变，含有多种微量元素、维生素和氨基酸，具有佐餐开胃功能的榨菜等酱腌菜消费量在增加。

**小包装对散装的替代，也使得品牌榨菜消费量增加。**散装榨菜存在诸多食品安全问题，由于食品安全的敏感性，散装榨菜产量逐渐减少，小包装产品增长较快，目前行业的增速主要源于小包装对散装的替代，目前乌江公司产品全部是小包装产品。

**食品安全和消费升级趋势，助推行业升级，份额向龙头企业集中。** 酱腌菜行业鱼龙混杂，大部分是小作坊式的小企业，而这类企业在国家的历次检查中食品安全问题频发。随着消费者健康、安全意识的提高，对于无品牌、小作坊生产的产品选择性逐渐降低，另一方面，政府也在逐渐从食品安全、环保等方面加大整治力度，规范企业质量原则，清理不合格小企业。随着行业的不断被净化，内部不断被整合，市场份额将逐渐向龙头企业集中。

### 3、核心竞争力：产品品质优异和原料地限制壁垒，带来品牌溢价

涪陵地区作为涪陵榨菜的原产地，其生产的榨菜质地脆嫩，风味鲜美，营养丰富，具有特殊酸味和咸鲜味，而其他地区生产的榨菜口感相对偏硬。同时乌江榨菜作为行业龙头企业，工艺上更为先进，口感上更为鲜美，也更受消费者青睐。

**榨菜原料产地集中，涪陵地区品质最优。** 从原料产地来看，由于受到气候及环境的限制，榨菜原料青菜头目前在我国主要集中种植于重庆、四川眉山和浙江地区，重庆、四川及浙江三省青菜头产量占比合计已超过 90%，其他区域种植面积小几乎可忽略不计。而其中由于土壤等因素影响，涪陵地区又是我国种植面积最大且青菜头品质最高的地方，市场上比较知名的榨菜品牌如乌江、鱼泉、辣妹子均来自于重庆。此外，由于青菜头一般于每年冬天种一季，大致在春节前后进行收割采集，成熟青菜头收割的最佳时间窗口仅 1 月左右。同时，刚收购的青菜头属于生鲜类产品，容易腐烂变质，且运输成本较高，这就决定了榨菜企业必须围绕青菜头产地开展布局。而且，榨菜企业基本上是从菜农手中收购青菜头，由于青菜头价格受气候，种植面积，供需关系产生周期性波动，乌江为保证菜农的利益，与菜农签订长期的合作协议，相互之间有着深刻的信任关系，这是其他企业不可比拟的，这也筑就了乌江榨菜的相对的原料壁垒。

**产品品质差异和原料地限制壁垒，带来了乌江的品牌溢价。** 参考京东零售价，乌江榨菜 80 克 5 袋是 11 元，折算成每 100 克是 2.75 元；鱼泉榨菜 60 克 6 袋 7.90 元，折算成每 100 克是 2.19 元；斜桥榨菜 90 克 2 元，折算成每 100 克是 2.22 元；铜钱桥 128 克/袋 2.50 元，折算成每 100 克是 1.95 元；六必居榨菜 70 克 5 袋 8.5 元，折算成 100 克 2.42 元；备得福 40 克 50 袋 34.80 元，折算成每 100 克是 1.74 元。乌江相对于其他品牌价格高出 13.63%~58%。从乌江 2011 年到 2017 年的销量和收入数据来看，2011 年销量 9.76 万吨，2017 年销量 13.05 万吨，6 年期间销量增长 33.78%，复合增长率 4.25%。2011 年销售收入 7.05 亿元，2017 年收入 15.2 亿元，6 年期间收入增长 115.70%，复合增长率 11.61%。公司收入增速高于销量增速主要源于品牌溢价下的产品提价。

表 1：公司 2011 年-2017 年销量和收入增长情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
销售量 (吨)	97,559.11	87,818.38	104,448.36	95,833.30	97,527.49	111,306.22	130,519.65
增速		-9.98%	18.94%	-8.25%	1.77%	14.13%	17.26%

营业总收入 (百万元)	704.66	712.66	846.22	906.43	930.66	1120.81	1520.24
增速		1.14%	18.74%	7.12%	2.67%	20.43%	35.64%

资料来源：wind，国海证券研究所

## 4、成本控制：与农户的长期合作+原料窖池的大量修建

榨菜成本中青菜头原料占比约 42%左右，因此，原料价格的变化对公司毛利率影响较大。公司从以下几方面对原材料进行调控，以减少毛利率的波动：

一是公司会根据原料库存、需求等整体情况，综合分析后，采用订单、保护价等多种模式鼓励农民种植原料植物，确保农民种植收益，确保公司稳定的原料来源。乌江多年来已经在涪陵地区当地建立起了“公司+基地+农户”模式，通过由公司与相关村社、合作经济组织或团体组成生产基地，公司为农户提供种子、化肥等生产资料，公司约定收购的方式保障了其基本原材料的供应。

公司原料收购包括收购青菜头、头盐、二盐和三盐。每 3 吨左右的青菜头做 1 吨产成品。青菜头需经过三腌三榨，从头盐、二盐到三盐前后需经过 3-4 个月方能投入生产。第一次腌制需加盐 5% 腌制 5-7 天形成头盐，第二次腌制需加盐 6% 需腌制 10-15 天形成二盐，第三次腌制根据二盐盐度青棵加盐到 13 度后腌制 45 天以上后进行封池囤压。一般而言，青菜头收购保证农民种植利益，头盐、二盐和三盐收购价格根据市场原则确定。

二是加大修建原料窖池。一般而言，榨菜产品产量与原料池的配比在 1:1.5-2 吨之间比较合适。为了平抑原材料价格波动对公司利润的影响，公司最近几年都在大力度修建原料储藏池以发挥蓄水池作用，目前原料窖池 20 余万吨左右。随着公司大量窖池群的修建启用，公司锁定成本原料的比例大大增加，原料价格的波动将逐步减小。

## 5、未来增长空间：产品继续提价+渠道下沉+品类多元化

价差较品质和品牌带来的敏感度还不是特别高，仍存一定提价空间。消费者价格敏感度不高，同时乌江具有品质优异和品牌知名度优势，品牌的溢价能力十分突出，目前与其他品牌有一定的价差，但价差相比品质和品牌带来的敏感度还不是特别高，我们认为未来仍有一定的提价空间。

表 2：公司近两年提价信息

时间	内容
----	----

2016 年二季度	上调 11 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 8%-12%;
2017 年一季度	上调 80 克和 88 克榨菜主力 9 个单品的产品到岸价格，提价幅度为 15%-17%;
2017 年四季度	公司将脆口榨菜从 175g 包装降至 150g, 主力榨菜 88g 降至 80g, 售价不变;

资料来源：公司公告，新闻，国海证券研究所

**公司各地区渠道发展不均衡，渠道下沉仍有空间。**公司产品销售渠道分商超、流通和其他三类，其中流通占总量的 90%以上，商超占 6%-8%左右，其他（出口、特渠和礼品）占 1%-2%左右。公司在全力建设好传统渠道的同时，还大力拓展航空配餐渠道、快餐渠道等特殊渠道。

公司销售网络健全，是榨菜行业中唯一一家建设有全国销售网络的企业。目前公司拥有 1200 多家一级经销商，八个销售大区，37 个办事处组成的专业营销团队，销售网络覆盖全国 34 个省市自治区，264 个地市级市场。公司将省会城市以及人口在 200 万以上城市划分为一线市场，50-200 万人城市划分为二线市场；10-50 万人的城市划分为三线市场，城镇人口不足 10 万，但是具备开发条件的，仍然可以开发。华南市场为公司的主力市场，销售收入占比约 30%，公司品牌知名度和美誉度较高，市场几乎渗透到三线城市和乡镇农村。而华东、华北、华中、西南、西北、中原为发展中市场，销售收入占比约 8%-13%，在做细做透一线市场的基础上，重点开发二、三线市场，提高产品覆盖率，扩大销售规模。东北地区为公司最薄弱市场，主要受经济收入较低的影响，以浙江品牌榨菜为主，未来随着经济发展，仍有很大拓展空间。

**多元化战略进行时。**在立足榨菜，做大榨菜产业的同时，依托榨菜产业创造的品牌、市场、技术、资本、人才及管理优势，将向与公司现有销售渠道与模式高度重合的辣椒、萝卜、海带、泡菜、豆瓣、竹笋等相关产业发展。2013 年，公司调研、策划、开发了香辣下饭菜、萝卜干、海带丝等 6 只新品，开展了榨菜原料二次发酵的研究，为公司产品力的进一步提升奠定了基础。

脆口榨菜于 2006 年推出，定位于满足人们对高品质产品的追求，但与当时的主流榨菜品类价格有较大差距，且销售渠道主要在 KA 卖场，所以当时没有形成量的突破。通过多年推广和引导，随着消费者认知的转变，消费增长升级，2014 年以来，公司加大推广力度，在 2015 年就实现了放量增长，形成爆品。目前已经做到 A/B/C 类超市的全覆盖，并进一步向农贸菜市场、社区便利店渗透。目前公司拥有两条 175 克脆口生产线，设计产能约 2 万吨，同时公司今年新增的 3000 吨/年的 25 克小包装脆口生产线，已经开始试生产（该生产线如果全部生产 175 克脆口产品，产能可超过 1 万吨/年）。同时，公司也在着力将其打造成公司未来的销售大单品。

2015 年 3 月 19 日，公司以 1.29 亿收购了惠通泡菜，正式进入泡菜市场。我国泡菜行业近几年增长迅速，市场规模 400 亿以上，但无真正的细分龙头，竞争格局相对分散。公司布局泡菜，有望借助自身品牌力和渠道力，进一步打开公司收入增长空间。2016、2017 年惠通收入增长 20.26%和 50.09%。2017 年公司

泡菜产品仅覆盖 20%经销商，受益渠道拓张未来 5 年有望维持 30%左右收入增长。

酱类市场空间广阔，公司正积极寻求并购标的，有望成为下一个重要的增长点。酱类包括辣椒酱、豆瓣酱、黄豆酱、海鲜酱、香菇酱等多个子类，行业规模预计在 450 亿元左右。公司于 2016 年 3 月 29 日停牌，计划收购东北大酱企业，但最终因作价差异，未达成一致。17 年 12 月公司再度停牌拟收购四川恒星和四川味之浓两个豆瓣酱企业，但由于同业竞争等问题导致收购止。虽然公司收购酱类企业多有波折，但体现了公司布局酱类企业的决心，我们看好乌江榨菜未来布局酱类企业所带来的业绩增长。

## 6、盈利预测与评级

**维持公司“买入”评级。**公司是榨菜行业细分龙头，市占率遥遥领先；榨菜用途增加、渠道下沉、包装对散装的替代，行业增长潜力仍在；产品品质优异和原料地限制壁垒，带来品牌溢价；与农户的长期合作+原料窖池的大量修建，以控制成本；产品继续提价+渠道下沉+品类多元化，公司未来增长可期。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.82 元、0.90 元、1.08 元，对应 PE 分别为 32X、29X、24X，维持公司“买入”评级。

表 3: 盈利预测

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	1520	2047	2412	2927
增长率(%)	36%	35%	18%	21%
净利润（百万元）	414	647	711	856
增长率(%)	61%	56%	10%	20%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.82	0.90	1.08
ROE(%)	21.48%	25.44%	22.09%	21.23%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 7、风险提示

- 1) 食品安全问题;
- 2) 原材料价格波动风险;
- 3) 产能建设不达预期;
- 4) 新品推广不达预期

附表：涪陵榨菜盈利预测表

证券代码:	002507.SZ				股价:	26.09	投资评级:	买入	日期:	2018-08-06		
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值				2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	21%	25%	22%	21%	EPS	0.52	0.82	0.90	1.08			
毛利率	48%	55%	52%	51%	BVPS	2.44	3.22	4.08	5.11			
期间费率	19%	20%	20%	19%	<b>估值</b>							
销售净利率	27%	32%	29%	29%	P/E	49.73	31.84	28.98	24.07			
<b>成长能力</b>					P/B	10.68	8.10	6.40	5.11			
收入增长率	36%	35%	18%	21%	P/S	13.55	10.06	8.54	7.04			
利润增长率	61%	56%	10%	20%								
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>				<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
总资产周转率	0.61	0.71	0.61	0.60	<b>营业收入</b>				<b>1520</b>	<b>2047</b>	<b>2412</b>	<b>2927</b>
应收账款周转率	256.89	183.20	213.88	197.35	<b>营业成本</b>				<b>787</b>	<b>922</b>	<b>1166</b>	<b>1425</b>
存货周转率	3.18	3.18	3.18	3.18	<b>营业税金及附加</b>				<b>26</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>49</b>
<b>偿债能力</b>					<b>销售费用</b>				<b>219</b>	<b>341</b>	<b>383</b>	<b>459</b>
资产负债率	22%	12%	19%	18%	<b>管理费用</b>				<b>48</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	<b>73</b>
流动比	3.24	7.00	4.23	4.86	<b>财务费用</b>				<b>(2)</b>	<b>0</b>	<b>(5)</b>	<b>(10)</b>
速动比	2.71	5.84	3.65	4.27	<b>其他费用 / (-收入)</b>				<b>21</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>44</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>					<b>营业利润</b>				<b>470</b>	<b>730</b>	<b>805</b>	<b>975</b>
					<b>营业外净收支</b>				<b>18</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
现金及现金等价物	142	(2)	617	1182	<b>利润总额</b>				<b>488</b>	<b>755</b>	<b>830</b>	<b>1000</b>
应收款项	6	11	11	15	<b>所得税费用</b>				<b>74</b>	<b>108</b>	<b>120</b>	<b>144</b>
存货净额	248	301	380	464	<b>净利润</b>				<b>414</b>	<b>647</b>	<b>711</b>	<b>856</b>
其他流动资产	1128	1519	1789	2171	<b>少数股东损益</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>1524</b>	<b>1829</b>	<b>2797</b>	<b>3832</b>	<b>归属于母公司净利润</b>				<b>414</b>	<b>647</b>	<b>711</b>	<b>856</b>
固定资产	719	647	932	839								
在建工程	60	235	60	60	<b>现金流量表 (百万元)</b>				<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
无形资产及其他	118	115	112	109	<b>经营活动现金流</b>				<b>523</b>	<b>63</b>	<b>830</b>	<b>608</b>
长期股权投资	0	0	0	0	<b>净利润</b>				<b>414</b>	<b>647</b>	<b>711</b>	<b>856</b>
<b>资产总计</b>	<b>2484</b>	<b>2890</b>	<b>3965</b>	<b>4904</b>	<b>少数股东权益</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
短期借款	0	0	0	0	<b>折旧摊销</b>				<b>59</b>	<b>75</b>	<b>68</b>	<b>96</b>
应付款项	110	116	298	404	<b>公允价值变动</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
预收帐款	238	22	241	261	<b>营运资金变动</b>				<b>50</b>	<b>(241)</b>	<b>(750)</b>	<b>(596)</b>
其他流动负债	123	123	123	123	<b>投资活动现金流</b>				<b>(600)</b>	<b>(103)</b>	<b>(110)</b>	<b>93</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>470</b>	<b>261</b>	<b>662</b>	<b>788</b>	<b>资本支出</b>				<b>(29)</b>	<b>(103)</b>	<b>(110)</b>	<b>93</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>长期投资</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期负债	86	86	86	86	<b>其他</b>				<b>(572)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>86</b>	<b>筹资活动现金流</b>				<b>(67)</b>	<b>(32)</b>	<b>(36)</b>	<b>(43)</b>
<b>负债合计</b>	<b>556</b>	<b>347</b>	<b>748</b>	<b>874</b>	<b>债务融资</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股本	789	789	789	789	<b>权益融资</b>				<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股东权益	1928	2542	3218	4030	<b>其它</b>				<b>(67)</b>	<b>(32)</b>	<b>(36)</b>	<b>(43)</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2484</b>	<b>2890</b>	<b>3965</b>	<b>4904</b>	<b>现金净增加额</b>				<b>(144)</b>	<b>(73)</b>	<b>684</b>	<b>658</b>

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所



## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，8年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。