

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

金徽酒(603919)

投资评级 无评级

上次评级

马铮 首席研究员  
执业编号: S1500520110001  
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 百元以上发力明显，省外市场开拓加速

2021年04月26日

**事件:** 公司 2020 年实现营业总收入 17.31 亿元, 同比增长 5.89%; 实现归母净利润 3.31 亿元, 同比增长 22.44%。2021Q1 公司实现营业收入 5.08 亿元, 同比增长 48.43%; 归母净利润 1.15 亿元, 同比增长 99.34%。

**点评:**

- **业绩增长逐季加速，恢复势头向好。** 公司 20Q4 实现营业总收入 6.86 亿元, 同比增长 29.82%; 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比增长 59.59%。21Q1 实现营业总收入 5.08 亿元, 同比增长 48.43%; 实现归母净利润 1.15 亿元, 同比增长 99.34%, 疫情后动销恢复向好, 公司产品结构持续优化, 全线产品提价较为成功。受疫情限制返乡及农村宴席减少影响, 营收较 19Q1 略有下滑; 得益于产品结构改善归母净利润较 19 Q1 增长 5.65%。
- **产品结构持续优化，向高端化发力明显。** 2020 年受农村市场销售不佳等因素影响, 中档及低端酒的收入分别为 8.09、2.89 亿元, 同比下降 10.48%、31.30%, 全年整体增速表现不佳。由于 7 月以来高档酒提价较为成功, 成本控制较好, 高档酒收入为 8.67 亿元, 同比增长 29.08%, 收入占比为 50.86%, 同比增加 9.32pct。2020 年, 公司毛利率为 62.51%, 同比增加 1.79pct, 其中高档酒毛利率为 70.37%, 同比增加 2.49pct。21Q1, 公司毛利率进一步提升 2.99pct 至 65.50%, 产品结构持续优化。
- **省内核心市场坚挺，省外市场开拓加速。** 2020 年, 公司渠道策略转向“深度分销+大客户”双轮驱动加强省内渠道精耕与下沉, 深度开发的甘肃西部, 收入增速为 30.3%, 收入占比提升 1.82pct; 甘肃中部地区收入增速表现较为稳健; 甘肃东南部、兰州及周边地区市场营收略减, 主要系 2019 年基数较高。包括省外市场在内的其他地区实现营收 2.89 亿元, 同比增加 38.46%, 占比提升至 16.94%, 未来享受复星渠道及品牌力资源赋能, 省外拓展有望进一步加速。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 0.79 元、0.98 元、1.23 元。2021 年作为公司五年计划承前启后的重要一年, 公司营收目标为 21 亿, 净利润目标 3.8 亿。到 2023 年, 公司计划实现营收 30 亿, 净利润 6 亿, 持续开拓省外市场。
- **风险因素:** 省外市场开拓不及预期; 食品安全风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,634	1,731	2,106	2,511	3,013
增长率 YoY %	11.8%	5.9%	21.7%	19.2%	20.0%
归属母公司净利润 (百万元)	271	331	403	499	623
增长率 YoY%	4.6%	22.4%	21.5%	24.0%	24.7%
毛利率%	60.7%	62.5%	63.1%	64.0%	64.8%
净资产收益率ROE%	10.6%	11.9%	13.3%	14.9%	16.6%
EPS(摊薄)(元)	0.53	0.65	0.79	0.98	1.23
市盈率 P/E(倍)	33.20	61.99	51.99	41.93	33.61
市净率 P/B(倍)	3.53	7.39	6.90	6.25	5.59

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 23 日收盘价

## 目 录

1. 结构持续优化，省外加速开拓.....	4
1.1 产品结构持续优化，向高端化发力明显.....	6
1.2 省内核心市场坚挺，省外市场开拓加速.....	7
2. 2021年承前启后，目标收入21亿.....	8
3. 盈利预测和评级.....	10
3.1 盈利预测及假设.....	10
3.2 估值.....	10
4. 风险提示.....	11

## 表 目 录

表 1: 公司收入预测.....	10
表 2: 可比公司盈利及估值对比.....	10

## 图 目 录

图 1: 公司业绩恢复势头向好.....	4
图 2: 产品结构升级提升毛利率.....	4
图 3: 2020年白酒整体吨价提升幅度大.....	4
图 4: 原材料成本逐年提升.....	4
图 5: 2020年高档酒及低档酒毛利率提升明显.....	5
图 6: 2020年及21Q1期间费用率略降.....	5
图 7: 2020年各品类毛利率均有不同程度上升.....	5
图 8: 销售人员数及薪酬逐年提升.....	5
图 9: 营业收入与销售回款匹配.....	6
图 10: 21年Q1经营性净现金流为负.....	6
图 11: 百元以上产品动销恢复加快.....	6
图 12: 21Q1公司百元以上产品收入占比达到60.3%.....	6
图 13: 2020年甘肃西部及其他地区收入增长明显.....	7
图 14: 甘肃西部及其他地区近年来增速远高于其他区域.....	7
图 15: 2020年其他地区经销商达到196家.....	7
图 16: 20年经销商收入占比达96.2%.....	7
图 17: 2021-2023年营收目标.....	8
图 18: 2021-2023年净利润目标.....	8

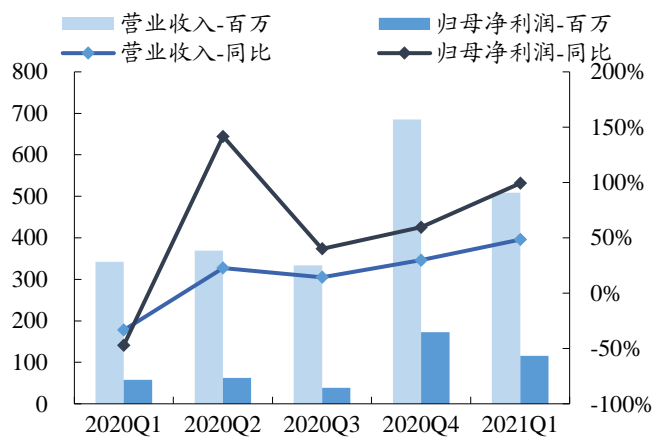
## 1. 结构持续优化，省外加速开拓

**2020 年收入端小幅增长、利润端稳健增长，Q4 业绩加速增长。**公司 2020 年实现营业总收入 17.31 亿元，同比增长 5.89%；实现归母净利润 3.31 亿元，同比增长 22.44%。其中，20Q4 公司实现营业总收入 6.86 亿元，同比增长 29.82%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 59.59%，增速亮眼。

**受益于产品结构持续优化，21Q1 业绩持续向好。**公司 21Q1 实现营业总收入 5.08 亿元，同比增长 48.43%；实现归母净利润 1.15 亿元，同比增长 99.34%，业绩向好趋势持续，主要系公司产品结构持续优化及全线产品提价。但与 19Q1 营收 5.14 亿元、归母净利润 1.41 亿元相比，公司业绩仍未恢复到位。

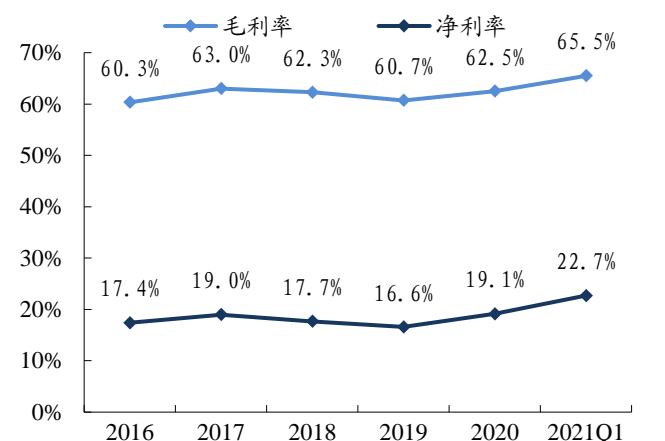
**净利润增速高于销售收入增速。**2020 年净利润增速高于销售收入增速原因如下：第一，产品结构的升级，受疫情影响，农村市场销售不佳，中档及低档酒收入出现下滑，而公司重点投入的高档酒业绩增长较快。第二，在费用投入方面，2020 年 1-4 月份基本上没有销售，费用投入较少。

图 1：公司业绩恢复势头向好



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：产品结构升级提升毛利率



数据来源：Wind，信达证券研发中心

**整体吨价提升幅度大，吨成本连续上行，毛利率大幅提升。**2020 年，公司整体毛利率为 62.51%，同比增加 1.79pct，其中白酒毛利率 62.89%，同比增加 2.1pct。虽然近年来原料、人工、制造费用等成本的不不断上涨，但得益于公司产品结构持续优化及全线产品提价，吨价上升明显，毛利率提升幅度较大，21Q1 公司毛利率进一步提升至 65.5%，同比增加 5.02pct。

图 3：2020 年白酒整体吨价提升幅度大

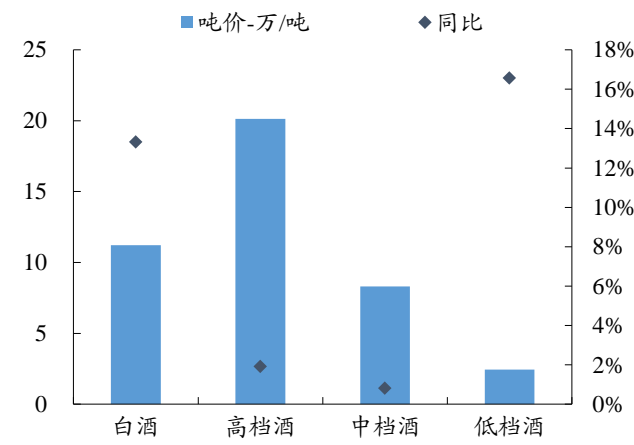
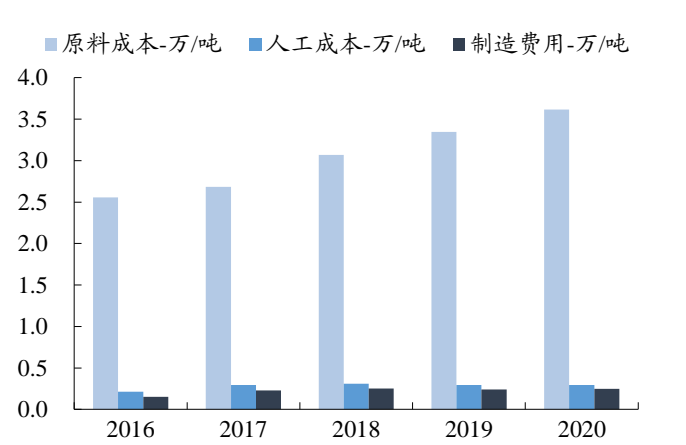
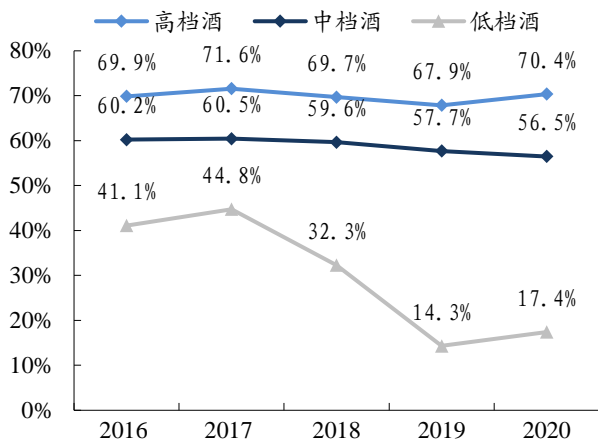


图 4：原材料成本逐年提升

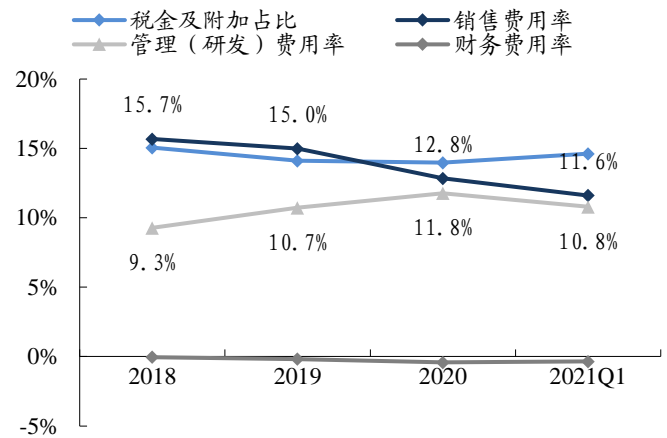


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5: 2020 年高档酒及低档酒毛利率提升明显**


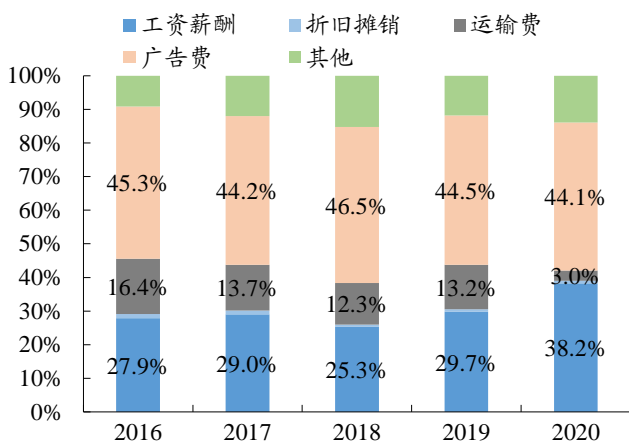
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

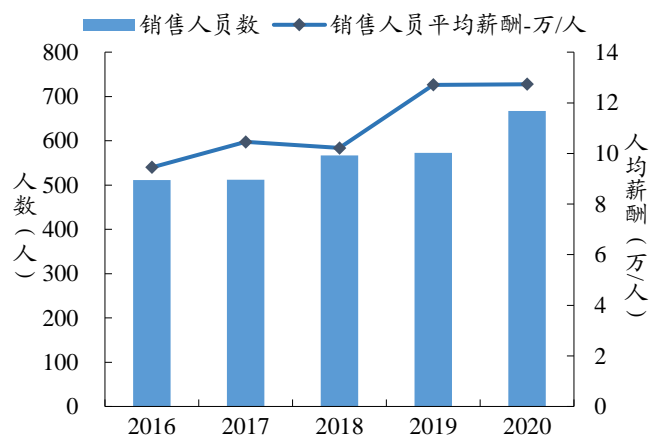
**图 6: 2020 年及 21Q1 期间费用率略降**


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

期间费用率降低, 进一步带动净利率提升。2020 年, 公司销售费用率为 12.84%, 同比减少 2.15pct, 主要系运输费转移到营业成本科目以及广告费的下降, 其中工资薪酬占比逐年提升, 与公司渠道扩张及销售团队待遇提升有关; 管理(研发)费用率为 11.78%, 同比增加 1.06pct, 主要系职工薪酬的提升和研发费用的增加; 税金及附加占比为 14.57%, 同比增加 0.58pct。公司 2020 年及 21Q 期间费用率持续降低, 净利润率提升至 22.7%, 较 20Q1 增加 5.8pct。

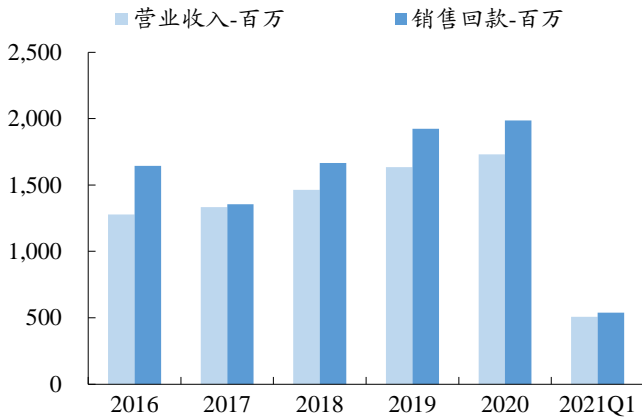
**图 7: 2020 年各品类毛利率均有不同程度上升**


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

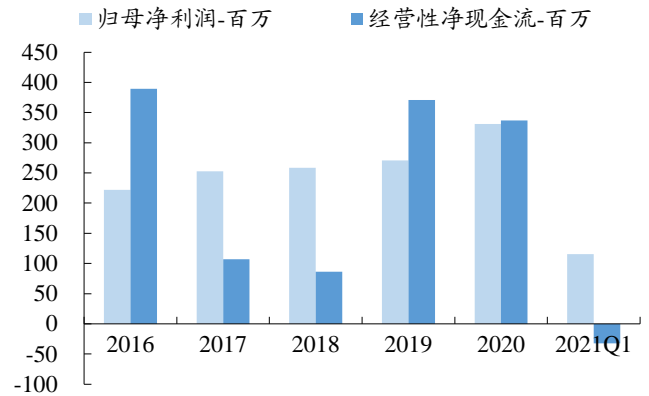
**图 8: 销售人员数及薪酬逐年提升**


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

销售回款与营收匹配, 21Q1 经营性净现金流转负。2020 年及 21Q1, 公司经营现金流情况良好, 销售回款与营收匹配。但 21Q1 经营性净现金流出现负值, 主要系公司 2020 年末实现企业所得税、增值税、消费税较 2019 年末增加, 因此 2021 年 1 月上缴税款较多, 支付的各项税费大幅上升, 经营性现金流支出同比增长幅度大。

**图 9：营业收入与销售回款匹配**


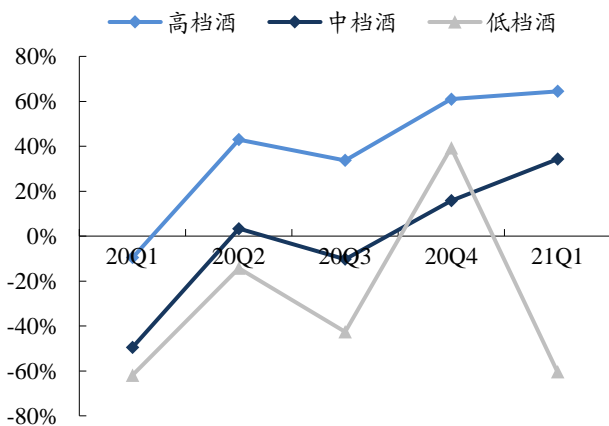
数据来源：Wind，信达证券研发中心

**图 10：21 年 Q1 经营性净现金流为负**


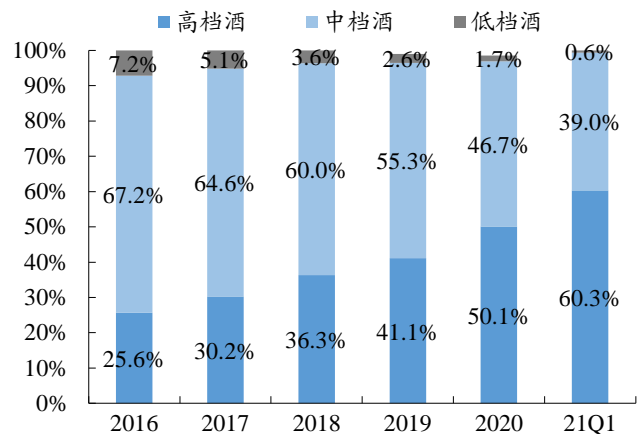
数据来源：Wind，信达证券研发中心

### 1.1 产品结构持续优化，向高端化发力明显

**高档白酒动销恢复加快，销售占比持续提升。**2020 年受农村市场销售不佳等因素影响，中档及低档品分别为 8.09、2.89 亿元，分别较去年同期变动-10.48%、-31.30%，整体增速表现不佳。由于 8 月以来世纪金徽系列、金徽十八年产品提价较为成功，高档产品收入同比增长 29.08%，达到 8.67 亿元，销售占比达 50.86%，同比增加 9.32pct。21Q1 公司产品结构持续优化，高档酒营收占比提升至 60.34%，同比增加 5.87pct；中档酒营收占比为 39%，同比减少 4.11pct；低档酒营收下滑幅度大，占比不足 1%，与 2021 年初疫情防控下春节返乡人流较少等有关。

**图 11：百元以上产品动销恢复加快**


数据来源：Wind，信达证券研发中心

**图 12：21Q1 公司百元以上产品收入占比达到 60.3%**


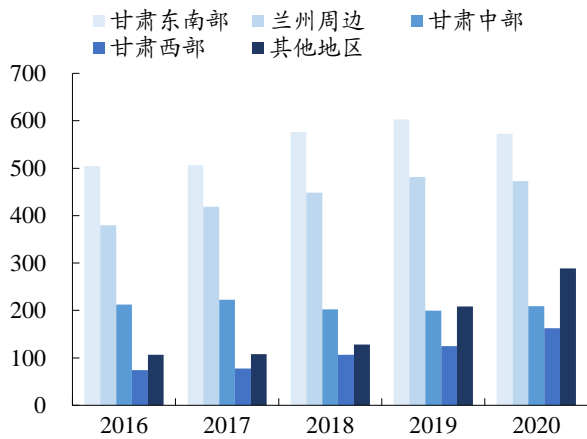
数据来源：Wind，信达证券研发中心

**五星、柔和、能量、年份这 4 个高档系列均保持较好增长。**柔和系列收入增长 100%，能量系列收入增长 30% 以上，十八年收入保持 20% 以上的增长，二十八年因为基数比较小，2020 年收入接近翻倍。五星处于 150-200 元价位带，收入占比约 15%；柔和系列有三款产品，位于 100-300 元价位带，收入占比接近 20%；能量系列同样位于 100-300 元价位带，主要在省外布局，收入占比 5-8%；十八年卡位 300-500 元次高端价位带，收入占比 6-8%；二十八年是公司的高端产品，成交价在 1000 元左右，收入占比 3-5%。2020 年对公司收入增长贡献最大的是柔和系列，其次是十八年。

## 1.2 省内核心市场坚挺，省外市场开拓加速

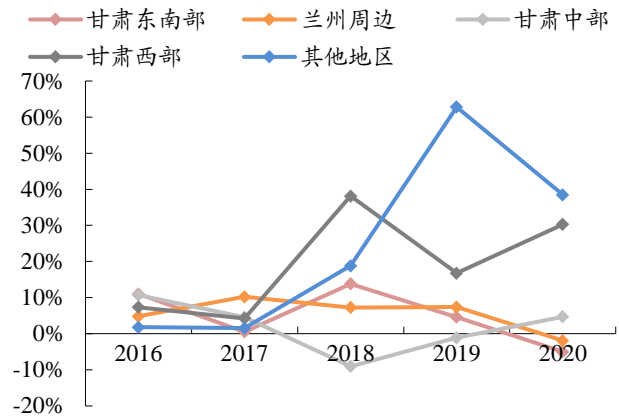
省内核心市场坚挺，薄弱市场仍有渗透空间。20 年公司渠道策略转向“深度分销+大客户”双轮驱动加强省内渠道精耕与下沉，深度开发的甘肃西部收入增速超过 30%，收入占比分别提升 1.82pct、4.04pct；甘肃中部地区收入增速表现较为稳健；甘肃东南部、兰州及周边地区市场营收略有收缩。总体来看省内核心市场总体增长稳健，薄弱市场仍有渗透空间。

图 13: 2020 年甘肃西部及其他地区收入增长明显



数据来源: Wind, 信达证券研发中心 单位: 百万

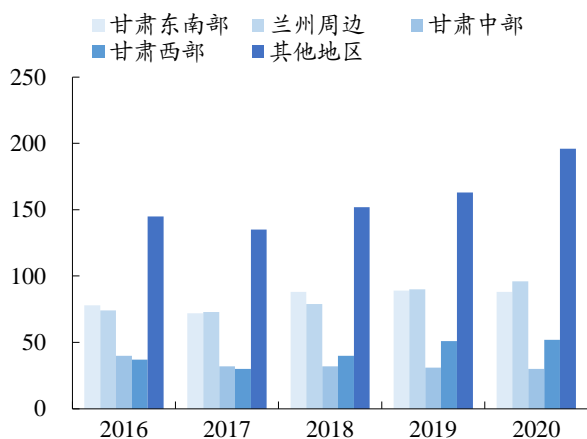
图 14: 甘肃西部及其他地区近年来增速远高于其他区域



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

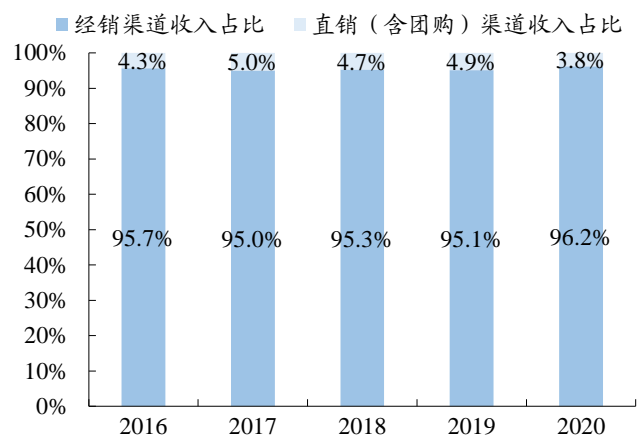
通过“核心店”拓展市场，省外收入规模快速增长。公司利用“核心店”开拓省外市场，通过“聚焦资源、精准营销、做不对称”方式实现不对称竞争。一方面，核心店策略明确省外市场重点在于终端销售，公司将 60% 以上费用投入终端，不仅承担大部分前置性费用，还通过举办品鉴会等活动实现客情维护。另一方面，核心店策略明确省外市场推进将稳扎稳打，重点在于提升单店销售占比，使金徽酒成为市县的核心品牌后，再进行周边渗透。目前公司已通过“核心店”方式深度渗透陕西、宁夏等市场，新疆、内蒙、北京、上海、广州等市场均处于开拓状态中。受益于产品结构升级叠加渠道不断拓展，包括省外市场在内的其他地区 2020 年实现营收 2.89 亿元，同比增加 38.46%，占比达 16.94%，同比增加 4.04pct。

图 15: 2020 年其他地区经销商达到 196 家



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 20 年经销商收入占比达 96.2%



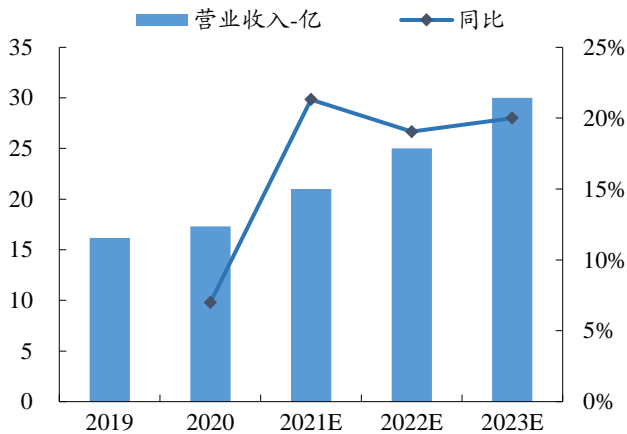
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

经销商团队不断扩容，经销渠道收入占比略有提升。公司经销商数量呈上升态势，2020 年末，金徽酒经销商总数为 462 家，较 2019 年增加 38 家，其中其他地区经销商数量增加 33 家，兰州周边地区增加 6 家，其余省内地区经销商数量保持相对平稳。经销商队伍扩容加速经销渠道收入提升，2020 年公司经销渠道收入同比增长 6.65%，占比提升至 96.2%。相比之下，公司直销渠道受阻，全年收入下滑 18.8%，占比回落至 3.8%。

## 2. 2021 年承前启后，目标收入 21 亿

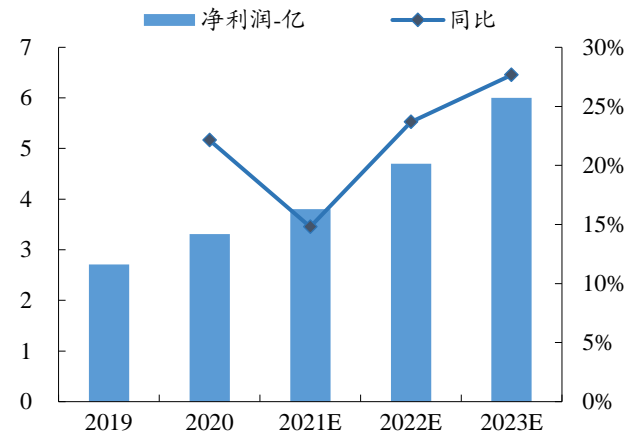
2021 年公司计划实现营业收入 21 亿元，比上年增长 21.34%；预计实现净利润 3.8 亿元，比上年增长 14.69%。公司从 2019 年起开始了“二次创业”，并定下“五年目标”。2019-2023 年，要实现营收 16.2 亿元、18.3 亿元、21 亿元、25 亿元、30 亿元，实现净利润 2.8 亿元、3.2 亿元、3.8 亿元、4.7 亿元、6 亿元。2021 年是公司五年规划里承前启后的关键一年，将围绕“组织转型发展、市场重点突破、品牌双轮驱动、生产提质增效、机制创新升级”的基本思路做好各项工作。

图 17: 2021-2023 年营收目标



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 2021-2023 年净利润目标



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

**聚焦资源，精准营销，深度掌控。**公司实施千店网络、万商联盟等工程，实现合理分配渠道利益，进而掌控渠道终端网络。截至 2020 年末，签约经销商 462 家，直接关联终端门店 32000 余家。2021 年在市场营销方面，公司将坚持 C 端置顶，积极推进大客户运营，坚持“聚焦资源，精准营销，深度掌控”的基本思路。一是**营销模式由“深度分销”向“深度分销+大客户运营”双轮驱动转变**，成立大客户部，整合公司资源为销售赋能，集中精力做大客户运营；二是**优化营销授权体系**，逐步建立以大区为单位的经营主体，授予其充分的营销策略制定权、营销费用支配权、营销人员管理权和绩效奖励分配权，提升营销战斗力；三是**配套升级营销考核体系**，坚持正激励导向，以增量分级计提奖金，多劳多得，市场扩展、终端动销与员工收入强关联，增加员工的获得感和幸福感。

**深入宣传“金徽酒 正能量”的精神诉求和“只有窖香 没有泥味”的独特品格，不断发扬陇酒文化，生动诠释正能量内涵。**一是匹配优质媒体资源，提升年份系列产品影响力，巩固金徽酒的品牌地位，打造高端白酒引领者；二是分产品设定主题推广活动，积极开展事件营销，增加金徽酒在主流消费群体的曝光度；三是以消费者为中心，开展民间品酒师、鉴赏会、金徽浪漫樱花节等活动，提高消费者认知度；四是以品质为载体、以新媒体为手段，进行 KOL 传播，培育新生代消费力量；五是持续开展公益助学、美丽乡村建设等活动，积极履行社会责任，传递金徽正能量。

**公司重新推出“陇南春”品牌，定位次高端以上产品。**公司在 1966 年就开始做实验酒，到 1978 推出了陇南春。1978 年到 1996 年左右，陇南春在大西北比较风靡，在华东市场上也有所涉猎，给消费者留下了比较深刻的印象。公司一直在准备陇南春的研发，目前陇南春的主体已经准备完毕，正在进行产品相关的策划，有望于 2021 年年内推出。

**深耕大西北、布局全国、重点突破。**甘肃市场要实现全价位、全渠道、高占有，巩固和提升甘肃大本营地位，省内市占率超过 26%；西北市场“深度分销+大客户运营”，依托品质研



好品牌故事，提高市场占有率；全国化市场以陇南春重点突破，集中资源培育核心消费者，打造样板市场。全国化方面，公司主要从两方面入手：**（1）陕西、宁夏、内蒙古、新疆等环甘肃市场**，经过近几年消费培育及互动，已形成一定消费者群体，需要点动成线，加大公司产品宣传，在保持原有消费者互动频次的基础上，使更多消费者能见到产品。**（2）把重点放在了华东市场**，一是围绕复星生态，做大客户营销模式，加大团购市场，二是依托复星在华东地区餐饮与饮料渠道，配备团队后在华东小范围区域进行重点突破，打造样板市场，以点带面进行拓展。

### 3. 盈利预测和评级

#### 3.1 盈利预测及假设

**收入预测:** 我们预计金徽酒 2021-2022 年的收入将分别达到 21.06 亿元、25.11 亿元和 30.13 亿元, 分别同比增长 21.7%、19.2%和 20.0%。

表 1: 公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
高档酒	收入-百万元	672	867	1128	1443	1848
	YOY	26%	29%	30%	28%	28%
	毛利率	67.9%	70.4%	70.5%	71.0%	71.5%
中档酒	收入-百万元	904	809	930	1023	1125
	YOY	3%	-10%	15%	15%	15%
	毛利率	57.7%	56.5%	56.0%	55.5%	50.0%
低档酒	收入-百万元	42	29	23	19	15
	YOY	-20%	-31%	-20%	-20%	-20%
	毛利率	14.3%	17.4%	19.0%	21.0%	22.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**毛利率预测:** 我们预计金徽酒 2021-2023 年的毛利率将分别达到 63.1%、64.0%和 64.8%, 分别同比上升 0.6pct、0.9pct 和 0.8pct。

**费用率预测:** 我们预计金徽酒 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 23.0%、23.0%和 23.0%, 保持平稳。

**净利润预测:** 我们预计金徽酒 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 4.03 亿元、4.99 亿元和 6.23 亿元, 分别同比增长 21.5%、24.0%和 24.7%。

#### 3.2 估值

表 2: 可比公司盈利及估值对比

2021/04/23	总市值 (亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG		PS	
		19A	20E	21E	19-21	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
今世缘	673	1.16	1.25	1.54	15.3%	46.18	42.97	34.76	2.28	13.82	13.15	10.62	
酒鬼酒	626	0.92	2.26	3.11	83.8%	208.87	85.06	61.82	0.74	41.38	23.13	17.53	
ST 舍得	409	1.51	1.58	2.11	18.2%	80.49	76.74	57.59	3.16	15.43	14.97	11.60	
水井坊	534	1.69	2.17	2.81	28.9%	64.65	50.39	38.88	1.34	15.09	12.82	10.33	
顺鑫农业	376	1.09	0.57	1.19	4.3%	46.46	89.50	42.67	9.82	2.52	2.42	2.12	
迎驾贡酒	345	1.16	1.19	1.54	15.0%	37.08	36.19	28.03	1.87	9.14	10.00	7.95	
口子窖	385	2.87	2.30	2.78	-1.5%	22.38	27.92	23.06	-15.32	8.24	9.35	8.04	
平均					23.4%	72.30	58.40	40.97	0.55	15.09	12.26	9.74	
金徽酒	209	0.53	0.65	0.79	22.0%	77.36	63.19	51.95	2.36	12.81	12.10	8.34	

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 今世缘、顺鑫农业、迎驾贡酒、金徽酒 2020 年数据为实际值

我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.79 元、0.98 元、1.23 元, 对应 2021 年 4 月 23 日收盘价 (41.27 元/股) 市盈率 52/42/34 倍。

## 4. 风险提示

---

### 省外市场开拓不及预期

作为区域性酒企，公司品牌在全国的知名度仍有不足，省外市场拓展还需公司加大对产品、品牌营销、渠道建设方面加大资源投入，预计若拓展不成功会影响公司业绩。

### 食品安全问题

如果公司个别产品因为生产监管不严而出现食品安全风险，将对公司整体的品质、口碑、形象产生重大打击，进而影响公司维持、提升市场份额。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	1,416	1,748	2,006	2,349	2,806	
货币资金	502	592	701	954	1,316	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	14	8	12	14	17	
预付账款	10	3	8	9	11	
存货	848	1,137	1,277	1,363	1,453	
其他	41	8	8	9	10	
<b>非流动资产</b>	1,763	1,784	1,890	1,995	2,101	
长期股权投资	0	1	1	1	1	
固定资产	1,234	1,566	1,676	1,786	1,896	
无形资产	167	187	183	178	174	
其他	361	29	29	29	29	
<b>资产总计</b>	3,178	3,532	3,895	4,344	4,907	
<b>流动负债</b>	614	715	823	955	1,123	
短期借款	0	10	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	169	209	234	260	291	
其他	444	496	589	695	832	
<b>非流动负债</b>	23	39	39	39	39	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	23	39	39	39	39	
<b>负债合计</b>	637	754	862	994	1,162	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,541	2,778	3,034	3,350	3,745	
<b>负债和股东权益</b>	3,178	3,532	3,895	4,344	4,907	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,634	1,731	2,106	2,511	3,013	
同比	11.8%	5.9%	21.7%	19.2%	20.0%	
归属母公司净利润	271	331	403	499	623	
同比	4.6%	22.4%	21.5%	24.0%	24.7%	
毛利率(%)	60.7%	62.5%	63.1%	64.0%	64.8%	
ROE%	10.6%	11.9%	13.3%	14.9%	16.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.53	0.65	0.79	0.98	1.23	
P/E	33.20	61.99	51.99	41.93	33.61	
P/B	3.53	7.39	6.90	6.25	5.59	
EV/EBITDA	15.39	39.02	34.20	28.21	22.91	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	1,634	1,731	2,106	2,511	3,013	
营业成本	642	649	777	905	1,061	
<b>营业税金及附加</b>	231	242	295	351	422	
销售费用	245	222	284	339	407	
管理费用	147	164	200	239	286	
研发费用	29	40	53	63	75	
财务费用	-3	-7	-19	-25	-34	
减值损失合	0	0	0	0	0	
<b>投资净收益</b>	-1	-1	0	0	0	
其他	6	14	11	13	15	
<b>营业利润</b>	350	434	527	652	811	
营业外收支	-5	-13	-11	-12	-13	
<b>利润总额</b>	345	421	516	640	798	
所得税	74	90	114	141	176	
<b>净利润</b>	271	331	403	499	623	
少数股东损	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	271	331	403	499	623	
EBITDA	419	512	592	709	857	
EPS(当	0.53	0.65	0.79	0.98	1.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	371	337	477	647	803	
净利润	271	331	403	499	623	
折旧摊销	78	98	95	95	95	
财务费用	3	-1	0	0	0	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变	11	-97	-31	42	73	
其它	9	6	11	12	13	
<b>投资活动现</b>	-225	-73	-211	-212	-213	
资本支出	-188	-142	-211	-212	-213	
长期投资	0	-2	0	0	0	
其他	-37	71	0	0	0	
<b>筹资活动现</b>	101	-118	-157	-183	-228	
吸收投资	362	0	0	0	0	
借款	-160	-20	-10	0	0	
支付利息或	-99	-98	-147	-183	-228	
<b>现金流净增</b>	247	147	109	253	362	
加额						

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东总监	王莉本	18121125183	<a href="mailto:wangliben@cindasc.com">wangliben@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。