

投资评级 **增持** 维持

**股票数据**

6个月内目标价(元)	20.58
01月08日收盘价(元)	17.96
52周股价波动(元)	16.70-23.31
总股本/流通A股(百万股)	800/166
总市值/流通市值(百万元)	14368/2989

**相关研究**

《受益消费升级，中高端持续发力》	2017.01.23
《中高端占比提升，节流效果显著》	2016.08.16

**市场表现**


沪深 300 对	1M	2M	3M
绝对涨幅	-1.1	-11.5	-9.4
相对涨幅	3.0	-14.7	-15.0

资料来源：海通证券研究所

分析师: 阚宏伟

Tel: (010)58067941

Email: whw9587@htsec.com

证书: S0850514030001

分析师: 唐宇

Tel: (021)23219389

Email: ty11049@htsec.com

证书: S0850517110004

分析师: 成珊

Tel: (021)23212207

Email: cs9703@htsec.com

证书: S0850516080006

# 市场基础稳固，期待产品结构升级释放新活力

**投资要点:**

- 17年前三季度营收稳中微增，因销售费用及营业税金增加净利润下降。**公司三季度报告显示，17Q1-3 实现营收 21.84 亿元/+2.11%，归母净利润 4.28 亿元/-9.67%，扣非归母净利润 4.27 亿元/-8.35%。前三季度公司毛利率为 60.03%，同比下降 1.67pct，三项费用率合计 18.07%，同比增加 0.33pct。其中销售费用率 13.30%，增加 0.60pct，单三季度 16.02%，增长 2.53pct，主要来自于市场投入加大，增强对生态洞藏系列的宣传力度；管理费用率为 5.32%，减少 0.27pct，单三季度 6.14%，增长 0.17pct，维持较稳态势；财务费用率为 -0.55%，增加 0.01pct。税金及附加占营收比重为 15.95%，增加 1.03pct。综合来看，2017 年前三季度公司收入增速较 2016 年全年的 3.81% 有所放缓；归母净利润下降主要是毛利率降低、销售和营业税率增加。
- 民营控股，费用指标占优。**根据 2017 年 3 季报，公司控股股东安徽迎驾集团股份有限公司持有 79.04%，公司作为民营控股的上市公司，管理优化，做大做强的动力较足，费用指标相对优于省内其他白酒上市公司。对比省内白酒上市公司费用率，公司管理费用、销售费用率合计为 18.62%，仅高于口子窖的 12.22%，低于古井贡和金种子的 41.22%、39.26%。
- 行业消费升级趋势持续，品牌价值凸显。公司积极发展中高档产品线，高端及电商渠道，挑战机遇并存。**公司主打系列迎驾之星包括金星、银星系列，定位中档。其中金星定位 80-120 元价格带，银星定位 40-80 元价格带。高端产品系列迎驾生态洞藏以“醉得慢、醒得快、窖香浓、有点甜”的鲜明风格获市场高度认可，目前定位 120-400 元价格带。2016 年公司完成了迎驾生态洞藏系列产品在核心市场的全面布局，并全力打造销售大单品-迎驾金星。2017 年前三季度，公司仍在努力推动产品结构升级。2012 年至今，迎驾贡酒中高档酒占比不断提高，2016 年中高档酒营收占比达 54%，较 2012 年增长了 4%。2017 年第三季度，中高档酒占比已达 57%。行业消费升级，品牌挤出效应显著，公司作为安徽省领先企业，省内竞争格局相对稳定，但仍面临省外中高端产品和省内龙头的竞争，增速相对放缓。公司正积极利用现有品牌、渠道、资本优势，进一步加强迎驾品牌知名度和品质，提高中高档产品占比，应对行业消费升级趋势。

**主要财务数据及预测**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2926.80	3038.33	3110.00	3230.30	3344.13
(+/-)YoY(%)	-1.09%	3.81%	2.36%	3.87%	3.52%
净利润(百万元)	530.40	683.01	690.15	784.21	836.39
(+/-)YoY(%)	9.01%	28.77%	1.05%	13.63%	6.65%
全面摊薄 EPS(元)	0.66	0.85	0.86	0.98	1.05
毛利率(%)	58.33%	61.77%	62.17%	63.11%	63.70%
净资产收益率(%)	14.53%	17.37%	16.66%	17.64%	17.41%

资料来源：公司年报 (2015-2016)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

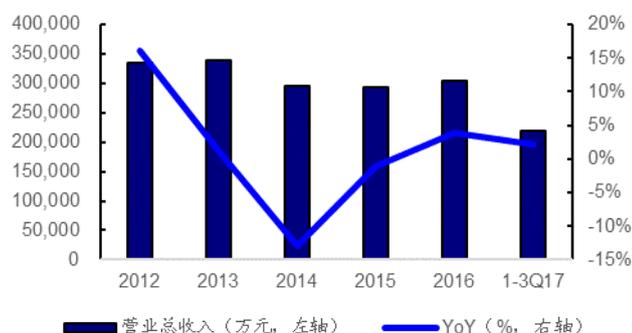
- **控股股东拟增持，体现集团层面做大做强信心决心。**2017年11月20日，公司公告控股股东增持计划，计划在未来6个月内继续增持金额拟不低于2000万元人民币，不超过6000万元人民币。截止2017年12月5日，迎驾集团累计增持1,948,825股，占公司总股本的0.24%，总增持金额为3,366.91万元，超过承诺增持金额下限2,000万元人民币的50%。我们认为，迎驾集团此次增持，体现了作为控股股东对做大做强迎驾贡酒的信心和决心。
- **盈利预测及投资建议。**公司控股股东为民营企业，多年深耕安徽及周边市场，整体保持稳中有增的趋势，费用管控能力强于同类白酒业上市公司；作为安徽省领先白酒品牌，公司正顺应行业消费升级趋势积极推进品牌、渠道升级战略，毛利率较高的中高端产品收入占比有所提高。2017年是公司产品结构升级投入期，为打造公司品牌力和推广高端产品销售费用投入有所增大，但预期会对公司后续发展产生积极影响。我们预计公司2017-2019年EPS0.86/0.98/1.05元，2018年可比公司估值21.43倍，综合考虑同业估值和公司情况，给予2018年21倍PE，目标价20.58元，维持“增持”评级。
- **风险提示。**经济下行消费需求降低，市场竞争加剧品牌认知度下降。

## 1. 前三季度收入增长放缓，盈利承压

### 1.1 财务指标相对平稳

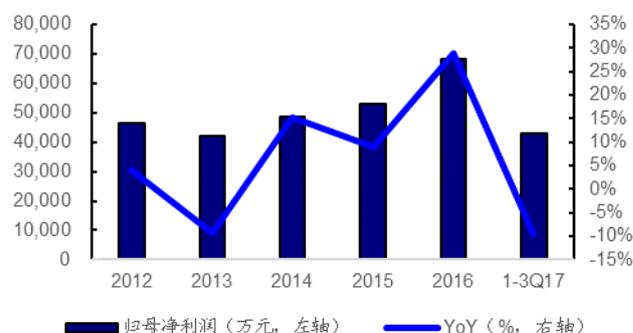
2017 年前三季度，实现营收 21.84 亿元/+2.11%，归母净利润 4.28 亿元/-9.67%，扣非归母净利润 4.27 亿元/-8.35%。前三季度公司毛利率为 60.03%，同比下降 1.67pct，三项费用率合计 18.07%，同比增加 0.33pct。其中销售费用率 13.30%，增加 0.60pct，单三季度 16.02%，增长 2.53pct，主要来自于市场投入加大，增强对生态洞藏系列的宣传力度；管理费用率为 5.32%，减少 0.27pct，单三季度 6.14%，增长 0.17pct，维持较稳态势；财务费用率为-0.55%。税金及附加占营收比重为 15.95%，增加 1.03pct。综合来看，2017 年前三季度公司收入增速较上年全年的 3.81%有所放缓；归母净利润下降主要是毛利率降低、费用率和营业税率增加。

图1 12-16FY 及 1-3Q17 营业收入变化



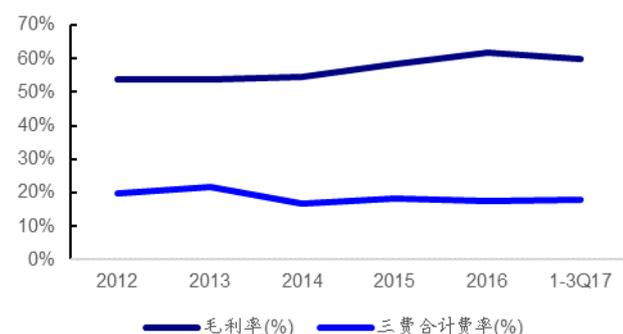
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 12-16FY 及 1-3Q17 归母净利润变化



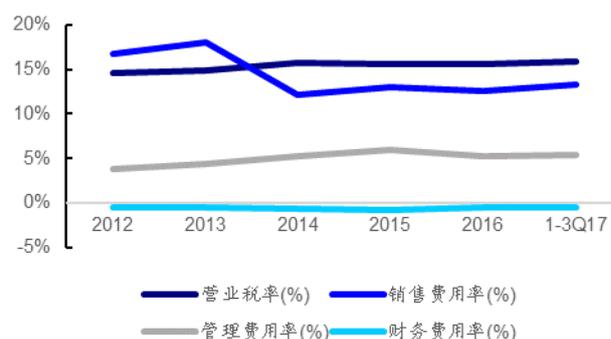
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图3 12-16FY 及 1-3Q17 毛利率及三费合计费率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 12-16FY 及 1-3Q17 营业税率，销售、管理、财务费率

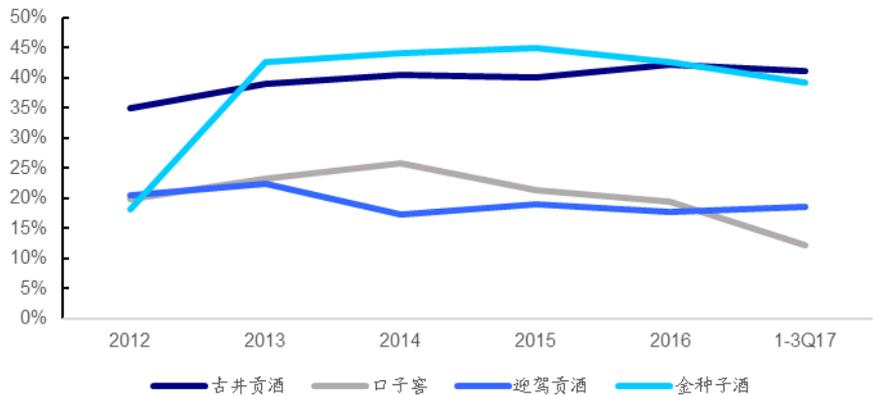


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.2 民营控股，费用指标占优

公司作为民营控股的上市公司，费用管控一直较好，费用指标在安徽四家公司中相对突出。尽管 2017 年公司为提高品牌力和推动中高端产品销售加大了市场投入，但对比省内白酒上市公司，公司管理费用、销售费用率合计为 18.62%，仅高于口子窖的 12.22%，低于古井贡和金种子的 41.22%、39.26%。

图5 12-16FY及1-3Q17 安徽省白酒类上市公司销售及管理费用率合计趋势

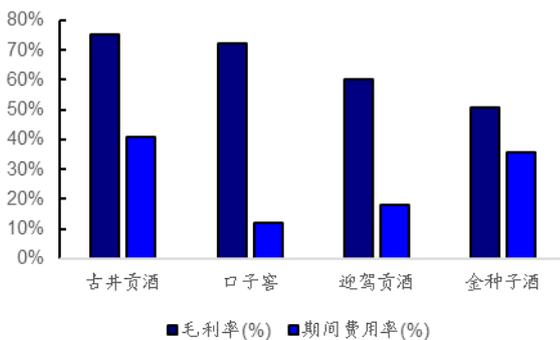


资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 1.3 徽酒探花, 收入占比相对稳定

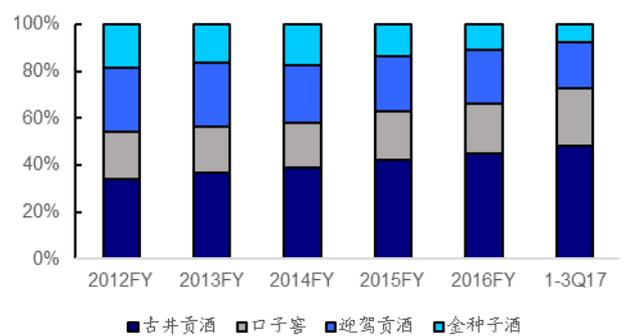
2017年前三季度,迎驾贡酒实现收入21.84亿元,占安徽四家上市公司收入合计的20%,收入规模位列第三。2016年全年,迎驾贡酒收入合计为30.38亿元,占安徽四家上市公司收入合计的23%,收入规模位列第二。对比来看,2014年来受益消费升级带来的白酒行业逐步复苏,公司收入规模在2014年触底后迅速回升,但收入增速和盈利水平增速都低于定位档次较高的古井贡酒、口子窖酒。毛利率上看,迎驾贡酒的毛利率为60.03%,低于古井贡酒的75.37%,口子窖的72.03%,高于金种子的50.54%。结合收入、盈利指标,公司在安徽省内四家白酒上市公司中位列探花。安徽省内竞争格局较为稳定受益于白酒行业消费升级,古井贡酒及口子窖酒的业绩表现较优。

图6 1-3Q17年安徽主要白酒企业毛利率、期间费用率情况



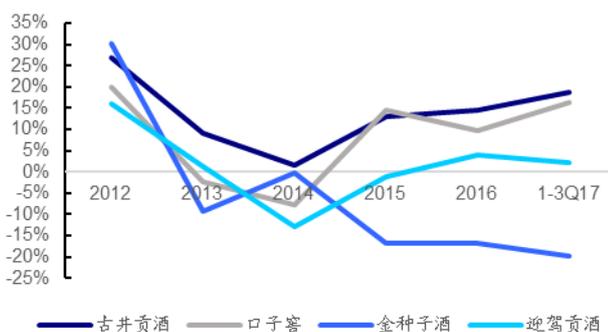
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 2012-2016FY及1-3Q17 安徽四家上市公司收入占比



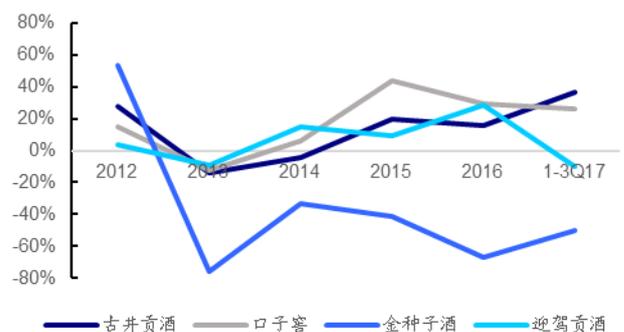
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 12-16FY及1-3Q17 安徽白酒上市公司收入增长率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 12-16FY及1-3Q17 安徽白酒上市公司归母净利润增长率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 2. 积极面对消费升级需求，机遇与挑战并存

### 2.1 中高档酒占比不断提高，积极推动品牌升级、高端及电商渠道能力

公司坐落于中国天然氧吧、中西部第一个国家级生态县、首批国家级生态保护与建设示范区——安徽省霍山县。得益于地理环境优势，水资源优势，公司目前专注打造生态白酒，推动产品结构升级。公司中高档白酒产品包括生态洞藏系列、生态年份系列、迎驾之星系列等主要产品。普通白酒包括百年迎驾贡系列、迎驾古坊系列、迎驾糟坊系列等。

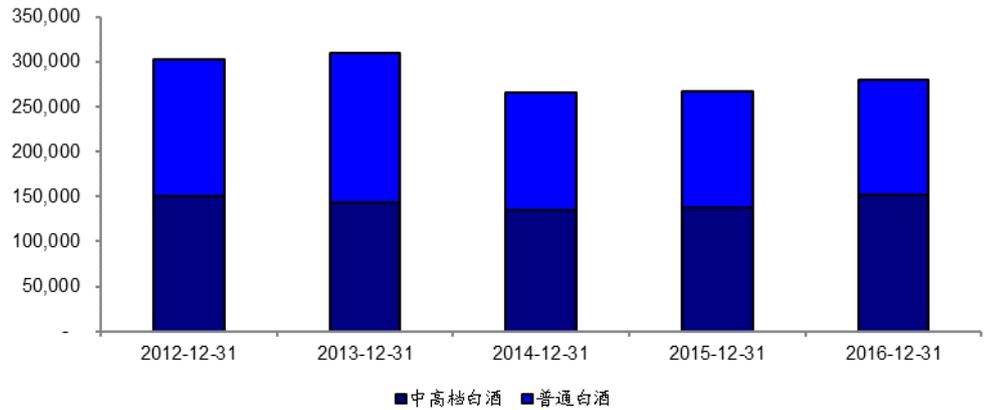
表 1 迎驾贡酒产品结构

系列	产品		
生态洞藏	 生态洞藏 16 (42度) ¥ 368/500ml	 生态洞藏 9 (42度) ¥ 268/500ml	 生态洞藏 (42-52度) ¥ 129-139/375ml
生态年份	 年份 20 (52度) ¥ 364/500ml	 年份 10 (42度) ¥ 224/450ml	 年份 8 (42度) ¥ 139/450ml
迎驾金银星	 迎驾金星 (42-52度) ¥ 95-98/450ml	 迎驾银星 (42-52度) ¥ 75-78/450ml	
封藏系列	 封藏 10 (52度) ¥ 119/500ml	 封藏 8 (42度) ¥ 79/500ml	 封藏 6 (42度) ¥ 55/500ml
普通白酒	 醇香 (50度) ¥ 69/750ml	 百年迎驾贡酒 (42度) ¥ 65/450ml	 糟坊 (42度) ¥ 37/450ml
	 淮南子 (42度) ¥ 36/450ml	 佛子岭特曲 (42-50度) ¥ 32-33/750ml	 老窖 (45度) ¥ 25/500ml

资料来源：公司官网，京东商城 2018 年 01 月 04 日查询，海通证券研究所

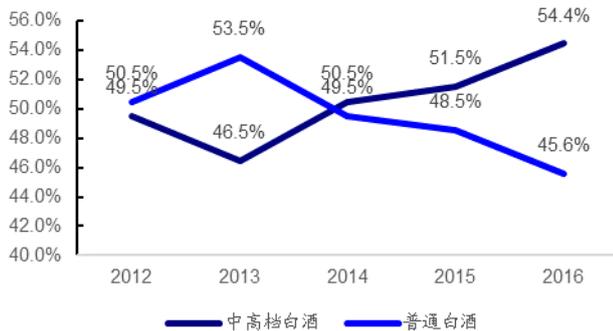
目前，公司重点发力定位高端的“醉得慢、醒得快、窖香浓、有点甜”的迎驾生态洞藏系列产品，及销售大单品-迎驾金星。2016 年全年，生态洞藏系列实现收入增长 270.15%，迎驾金星实现收入增长 14.05%。主打产品系列迎驾之星包括金星、银星系列，金星定位 80-120 元价格带，银星定位 40-80 元价格带。高端产品系列生态洞藏、生态年份覆盖 120-400 元价格带。

图10 2012-2016 年迎驾贡酒中高档及普通白酒营业收入（万元）



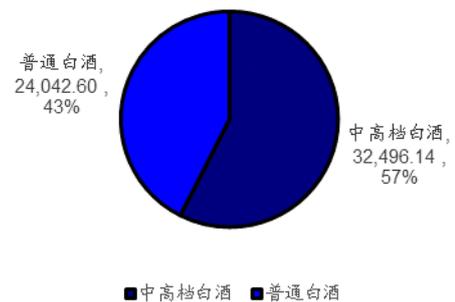
资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 2012-2016 年迎驾贡酒中高档及普通白酒营收占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 3Q17 公司中高档及普通白酒营收（万元）及占比



资料来源：Wind，海通证券研究所

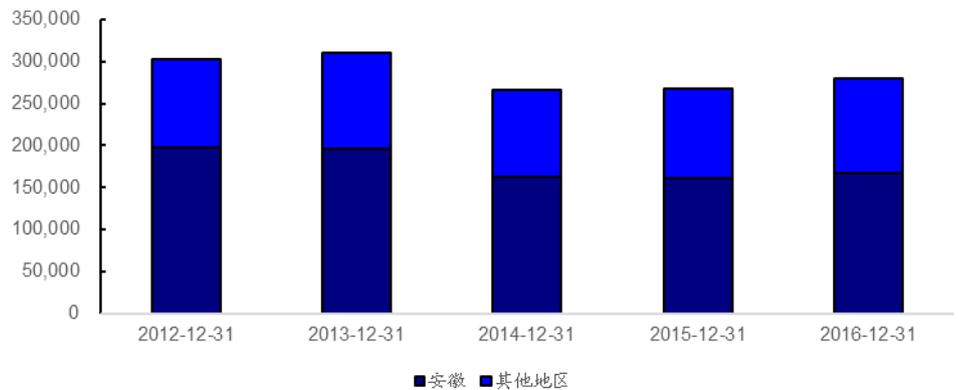
**2012-2016 年迎驾贡酒中高档酒占比不断提高，2016 年中高档酒营收占比达 54% 较 2012 年增长了 4%。2017 年第三季度，中高档酒占比已达 57%。**2017 年上半年，安徽迎驾洞藏酒销售有限公司的成立，预计后续公司会继续推进洞藏酒系列的销售。目前，公司销售架构上形成“3+N”个扁平化营销组织，即针对高档产品、中高档产品及电商产品销售的三个销售公司——迎驾洞藏、销售公司、迎驾电子商务；针对定制产品、古坊、普酒、散酒等其他系列，公司成立多个事业部。品牌宣传上，公司以生态为核心，坚持优质品牌理念，创新媒体宣传方式，与产品销售氛围形成合力，品牌宣传工作扎实有效。在上半年国内权威评比活动中，迎驾贡酒官方微信被中国内刊协会评为 2016 年度新媒体“金龙奖”；《迎驾报》获 2016 年度“金纽带奖”；《中国迎驾》获 2016 年度“好杂志”特等奖。2017 年，公司先后举办了“第三届迎驾大别山生态文化文学笔会”、“迎驾新娘”、“2017 年封藏大典”等活动。

## 2.2 省内竞争格局相对稳定，消费升级背景下行业挑战与机遇并存

2016 年省内销售收入为 16.69 亿元，省外销售收入为 11.29 亿元。过去三年，省内外销售收入占比相对稳定，2014-2016 年省内收入占比分别为 60.9%、60.0%、59.6%。安徽省仍然是公司主要市场，作为区域领先品牌，一方面省内竞争格局比较稳定，一方面白酒市场区域性比较明显。全国白酒市场处于消费升级，挤压式发展阶段，消费者重

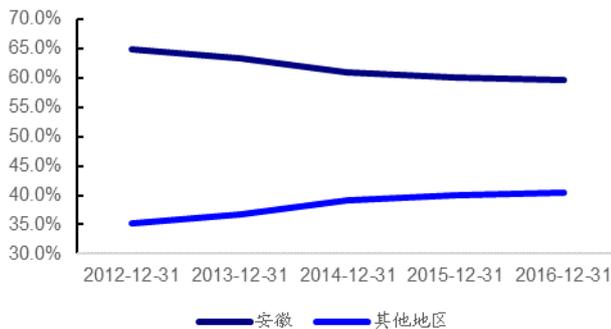
质轻量, 品牌偏好更为突出。公司目前品牌力相对全国龙头较弱, 但作为资本、资金实力较好, 且具有上市公司平台和安徽的区域优势, 品牌提高的空间和实力皆在。

图13 2012-2016年迎驾贡酒分地区白酒业务收入(万元)



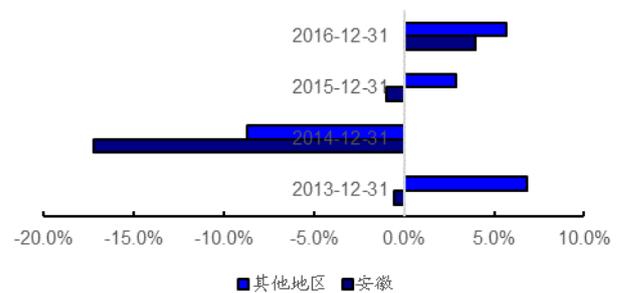
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 2012-2016年迎驾贡酒分地区白酒业务营收占比



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 2012-2016年迎驾贡酒分地区白酒业务营收增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3. 控股股东公告增持计划, 部分彰显对企业发展信心

迎驾贡酒于2015年5月27日在上海证券交易所上市, 控股股东为安徽迎驾集团股份有限公司, 实际控制人倪永培。截止2017年9月30日, 安徽迎驾集团股份有限公司共持有公司79.04%。

表2 截止2017年9月30日迎驾贡酒十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
安徽迎驾集团股份有限公司	632,316,000	79.04%
中科汇通(深圳)股权投资基金有限公司	20,390,000	2.55%
李晨	3,105,000	0.39%
中国银行股份有限公司-招商中证白酒指数分级证券投资基金	2,283,395	0.29%
中国平安人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	2,000,000	0.25%
倪永培	1,584,000	0.20%
中国平安人寿保险股份有限公司-分红-银保分红	1,571,102	0.20%
中国农业银行股份有限公司-中证500交易型开放式指数证券投资基金	1,008,584	0.13%
田越江	1,000,000	0.13%
董彩石	941,500	0.12%
合计	666,199,581	83.30%

资料来源: wind, 海通证券研究所

2017年11月20日, 公司公告控股股东增持计划。公司控股股东安徽迎驾集团股份有限公司于2017年11月20日通过上海证券交易所集中竞价系统增持公司股票

113.80 万股, 占公司总股本的比例为 0.14%, 并计划在未来 6 个月内继续增持金额拟不低于 2000 万元人民币, 不超过 6000 万元人民币(含本次增持)。2017 年 12 月 5 日, 迎驾集团通过上海证券交易所集中竞价系统增持公司股票 810,825 股, 占公司总股本的 0.10%。至公告日, 迎驾集团累计增持 1,948,825 股, 占公司总股本的 0.24%, 总增持金额为 3,366.91 万元, 超过承诺增持金额下限 2,000 万元人民币的 50%。我们认为, 迎驾集团此次增持, 体现了作为控股股东对做大做强迎驾贡酒的信心和决心。

#### 4. 盈利预测及投资建议

公司控股股东为民营企业, 多年深耕安徽及周边市场, 整体保持稳中有增的趋势, 费用管控能力强于同类白酒业上市公司; 作为安徽省领先白酒品牌, 公司正顺应行业消费升级趋势积极推进品牌、渠道升级战略, 毛利率较高的中高端产品收入占比有所提高。2017 年是公司产品结构升级投入期, 为打造公司品牌力和推广高端产品销售费用投入有所增大, 但预期会对公司后续发展产生积极影响。我们预计公司 2017-2019 年 EPS0.86/0.98/1.05 元, 2018 年可比公司估值 21.43 倍, 综合考虑同业估值和公司情况, 给予 2018 年 21 倍 PE, 目标价 20.58 元, 维持“增持”评级。

表 3 迎驾贡酒业务分项收入预测与假设 (百万元)

	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>3038.33</b>	<b>3110.00</b>	<b>3230.30</b>	<b>3344.13</b>	<b>毛利</b>	<b>1876.71</b>	<b>1933.55</b>	<b>2038.62</b>	<b>2130.21</b>
普通酒	1275.11	1220.00	1200.00	1150.00	普通酒	717.99	683.20	672.00	644.00
中高档酒	1523.26	1670.00	1820.30	1984.13	中高档酒	1115.47	1210.75	1328.82	1448.41
其他业务	239.96	220.00	210.00	210.00	其他业务	43.25	39.60	37.80	37.80
<b>营业成本</b>	<b>1161.62</b>	<b>1176.45</b>	<b>1191.68</b>	<b>1213.91</b>	<b>毛利率</b>	<b>61.77%</b>	<b>62.17%</b>	<b>63.11%</b>	<b>63.70%</b>
普通酒	557.12	536.80	528.00	506.00	普通酒	56.31%	56.00%	56.00%	56.00%
中高档酒	407.79	459.25	491.48	535.71	中高档酒	73.23%	72.50%	73.00%	73.00%
其他业务	196.71	180.40	172.20	172.20	其他业务	18.02%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 可比公司估值

代码	公司名称	股价(元) 截至 01 月 08 日	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000596.SZ	古井贡酒	68.54	306.71	2.17	2.75	3.49	31.64	24.88	19.67
603589.SH	口子窖	45.45	272.70	1.70	2.13	2.62	26.77	21.33	17.37
603369.SH	今世缘	15.73	197.33	0.72	0.87	1.02	21.78	18.08	15.39
可比公司平均				1.53	1.92	2.37	26.73	21.43	17.47

资料来源: Wind, 海通证券研究所

备注 1: 股价与市值截止日为 01 月 08 日, 估值来自 Wind 一致预测、海通预测

备注 2: 可比公司估值上, 由于公司地处华东地区, 主要收入来源为安徽省内, 故选择安徽、江苏的区域性白酒上市公司, 金种子酒由于没有 Wind 一直预测这里没有选择。

#### 5. 风险提示

经济下行消费需求降低, 市场竞争加剧品牌认知度下降, 环保标准提高成本费用压力等风险。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3038.33</b>	<b>3110.00</b>	<b>3230.30</b>	<b>3344.13</b>
每股收益	0.85	0.86	0.98	1.05	营业成本	1161.62	1176.45	1191.68	1213.91
每股净资产	4.92	5.18	5.56	6.00	毛利率%	61.77%	62.17%	63.11%	63.70%
每股经营现金流	0.88	1.25	1.17	1.24	营业税金及附加	474.93	489.83	508.77	526.70
每股股利	0.000	0.600	0.600	0.600	营业税金率%	15.63%	15.75%	15.75%	15.75%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	382.16	413.63	406.37	420.69
P/E	21.04	20.82	18.32	17.18	营业费用率%	12.58%	13.30%	12.58%	12.58%
P/B	3.65	3.47	3.23	2.99	管理费用	160.22	163.90	161.52	167.21
P/S	4.73	4.62	4.45	4.30	管理费用率%	5.27%	5.27%	5.00%	5.00%
EV/EBITDA	13.41	12.42	10.88	9.95	EBIT	859.40	866.20	961.96	1015.62
股息率 (%)	<b>0.00%</b>	<b>3.34%</b>	<b>3.34%</b>	<b>3.34%</b>	财务费用	-14.22	-45.24	-71.88	-86.16
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.47%	-1.45%	-2.23%	-2.58%
毛利率	61.77%	62.17%	63.11%	63.70%	资产减值损失	3.95	0.00	0.00	0.00
净利润率	22.49%	22.20%	24.29%	25.02%	投资收益	23.28	13.18	15.12	15.84
净资产收益率	17.37%	16.66%	17.64%	17.41%	<b>营业利润</b>	<b>896.19</b>	<b>924.62</b>	<b>1048.97</b>	<b>1117.61</b>
资产回报率	12.09%	10.80%	11.64%	11.71%	营业外收支	10.33	-4.00	-2.88	-1.93
投资回报率	21.87%	28.45%	32.30%	35.32%	<b>利润总额</b>	<b>906.51</b>	<b>920.62</b>	<b>1046.09</b>	<b>1115.68</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	998.48	1006.35	1116.08	1176.88
营业收入增长率	3.81%	2.36%	3.87%	3.52%	所得税	223.20	230.15	261.52	278.92
EBIT 增长率	24.18%	0.79%	11.06%	5.58%	有效所得税率%	24.62%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润增长率	28.83%	1.05%	13.63%	6.65%	少数股东损益	0.31	0.31	0.35	0.38
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>683.01</b>	<b>690.15</b>	<b>784.21</b>	<b>836.39</b>
资产负债率	30.3%	35.1%	33.9%	32.7%	<b>扣除非经常性损益净利润</b>	<b>675.53</b>	<b>693.47</b>	<b>786.73</b>	<b>838.21</b>
流动比率	2.49	2.23	2.36	2.52	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
速动比率	1.28	1.38	1.51	1.67	货币资金	976.88	1865.46	2219.77	2653.57
现金比率	—	—	—	—	应收款项	71.31	67.87	70.50	72.98
<b>经营效率指标</b>					存货	1957.04	1824.94	1848.57	1883.05
应收帐款周转天数	7.97	7.97	7.97	7.97	其它流动资产	994.98	994.98	994.98	994.98
存货周转天数	566.20	566.20	566.20	566.20	流动资产合计	4115.30	4871.52	5255.74	5730.21
总资产周转率	0.56	0.52	0.49	0.48	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.30	2.38	2.61	2.90	固定资产	1334.70	1414.40	1488.26	1547.25
					在建工程	24.00	44.00	64.00	74.00
					无形资产	113.68	137.20	154.86	171.88
					非流动资产合计	1535.41	1518.49	1481.75	1413.00
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5650.72</b>	<b>6390.01</b>	<b>6737.49</b>	<b>7143.21</b>
净利润	683.31	690.46	784.57	836.76	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
折旧摊销	139.08	140.15	154.12	161.27	应付账款	384.65	404.63	409.87	417.51
营运资金变动	-81.32	181.18	13.01	8.29	预收账款	479.19	490.50	509.47	527.42
<b>经营活动现金流</b>	<b>704.33</b>	<b>1002.62</b>	<b>939.46</b>	<b>992.42</b>	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-79.70	-73.86	-58.99	流动负债合计	1656.05	2184.88	2227.80	2276.76
无形资产投资	0.00	-23.52	-23.52	-23.52	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	138.91	127.23	120.27	94.45	其它长期负债	57.45	57.45	57.45	57.45
<b>投资活动现金流</b>	<b>-282.68</b>	<b>-114.04</b>	<b>-105.14</b>	<b>-78.61</b>	非流动负债合计	57.45	57.45	57.45	57.45
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>负债总计</b>	<b>1713.50</b>	<b>2242.33</b>	<b>2285.25</b>	<b>2334.21</b>
股票发行	1.47	0.00	0.00	0.00	实收资本	800.00	800.00	800.00	800.00
<b>融资活动现金流</b>	<b>-398.53</b>	<b>0.00</b>	<b>-480.00</b>	<b>-480.00</b>	普通股股东权益	3932.43	4142.58	4446.80	4803.18
现金净流量	23.12	888.57	354.31	433.80	少数股东权益	4.79	5.10	5.45	5.83
公司自由现金流	565.34	847.76	771.22	838.75	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5650.72</b>	<b>6390.01</b>	<b>6737.49</b>	<b>7143.21</b>
股权自由现金流	600.85	888.57	834.31	913.80					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 08 日  
资料来源: 公司年报 (2016), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

闻宏伟 食品饮料行业  
唐宇 食品饮料行业  
成珊 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：伊力特,广弘控股,贵州茅台,盐津铺子,千禾味业,珠江控股,洋河股份,龙大肉食,会稽山,双汇发展,光明乳业,中炬高新,珠江啤酒,安琪酵母,酒鬼酒,伊利股份,迎驾贡酒,金枫酒业,海天味业,水井坊,今世缘,绝味食品,西王食品,云图控股,金达威,沱牌舍得,金禾实业,青岛啤酒,泸州老窖,好想你

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。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。在任何情况下，本公司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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。