

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年11月23日

安琪酵母 (600298.SH)/29.90元

难得的tenbagger品种

——2010年酵母营销年会纪要

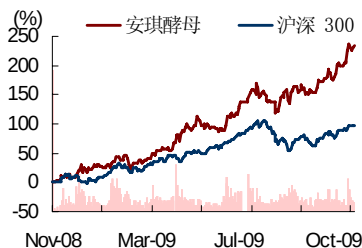
日用消费·食品饮料
目标估值: 32元
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3308
总股本(万股)	27140
已上市流通股(万股)	27140
总市值(亿元)	81
流通市值(亿元)	81
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	18.5
资产负债率	49.1%
主要股东	湖北安琪生物集团
主要股东持股比例	45.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	61	205
相对表现	13	32	117



相关报告

- 1、《安琪酵母(600298)-性价比与服务制胜》2009/10/23
- 2、《安琪酵母(600298)-业务空间广,进入壁垒高》2009/9/1
- 3、《安琪酵母(600298)-业绩好于预告,治理即获改善》2009/8/20
- 4、《保龄宝(002286)-食品饮料行业背后的“军火商”》2009/8/18
- 5、《安琪酵母(600298)-从分食走向共赢》2009/7/16
- 6、《安琪酵母(600298)-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1 深度报告

我们上周参加了公司上海技术中心揭牌仪式及 2010 年酵母营销年会, 年会主题“巩固专营, 全面推进, 强化终端, 创新发展”。我们认为这是个 tenbagger 品种, 在酵母领域已经与世界巨头站在一个层面上竞争, 在酵母这个平台开发出抽提物、酵母营养品等丰富产品梯队, 引领中国大众食品安全、营养的消费趋势。

- **在国内媒体和经销商眼中的安琪、马利与乐斯福:** 安琪与马利、乐斯福在定位、服务、推广、配套方面既有优势(服务、推广等优势), 也存差距(中档客户为主), 但我们看到公司正在持续快速发挥优势, 弥补不足, 安琪的竞争优势正持续增强。
- **布局深化令同行在短期内无法赶上:** 安琪 1997 年提出生产布局全国东西南北中, 十年内整合了各地的生产资源, 2006 年开始技术服务营销布局, 在宜昌、北京、上海成立技术中心后, 还将在成都建立技术中心。安琪的应用技术服务和营销平台之完善令同行短期内无法赶上。
- **创新发展推动经销商专营制度:** 经销商专营是对渠道资源的整合, 安琪酵母两届营销年会都强调专营, 采取多种创新手段支持专营商发展, 有效实现了对国内流通渠道的占有, 也保证了业务的不断增长。
- **未来 2 年公司将在产品和渠道上全面推进:** 本次年会我们感受到公司将在产品线全面推广上大做文章, 传统的酵母产品在规格、品种上推进, 新开发产品则在政策上给予倾斜并全面推广, 除原有的干调渠道外, 商超和面粉渠道也将进一步加强推广, 公司在销售规模上雄心勃勃。
- **维持“强烈推荐”投资评级:** 我们认为公司是难得的 tenbagger 品种, 管理团队上下一心, 经营策略合理到位, 已经能与国际巨头站在同一层面上竞争。公司利用酵母为平台开发出丰富的、引领食品营养和安全的產品梯队, 未来发展空间广阔。我们暂维持原盈利预测不变, 维持“强烈推荐-A”评级。我们认为公司有能力通过良好的业绩增长化解目前的高估值。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1061	1311	1676	2084	2561
同比增长	22%	24%	28%	24%	23%
营业利润(百万元)	117	145	296	393	515
同比增长	2%	25%	104%	32%	31%
净利润(百万元)	91	104	247	328	423
同比增长	15%	15%	137%	33%	29%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.80	1.06	1.37
PE	89.5	77.7	37.4	28.2	21.9
PB	10.2	9.4	5.3	4.7	4.1

资料来源: 招商证券

一、安琪酵母与国际巨头在同一层面上竞争

我们对于安琪酵母的优势认识在前期报告中已有多方面陈述，借本次机会我们与业内专业媒体和经销商着重交流了安琪与国际酵母巨头乐斯福、马利的差异点，安琪酵母既有优势也有差距，不过大家一致认可的是，安琪酵母在优势方面无人能及，而在与同行的差距上则不断缩小。

- **定位差异：**安琪以做民用产品为主，马利客户则集中于大的工业客户，专注于烘焙类酵母，乐斯福产品较高端，以酒店宾馆为主。之所以有此差异，也是安琪适应国情的必然，安琪起步期以酿酒酵母获得市场认可，并开发出适应国内馒头发酵用的馒头酵母，因此烘焙原料的经验没有马利足，高端品起步也稍晚，但受访者都表示公司在这两方面成长也非常快速。
- **服务差异：**河北一位兼营安琪与马利产品的经销商认为，安琪的服务在民用方面有绝对优势，但在烘焙上目前还不如马利专业，马利的销售人员都是烘焙专家，有传统的西点制作经验，在业内口碑好，但安琪这样的人才还不多，可喜的是安琪在不断改善，北京技术中心让他有机会带客户去接受培训。乐斯福高管层基本是外籍人士，至少也是香港人，质量在业内很好，但公司运作习惯与国内有些不同，河北那位经销商基本不与乐斯福合作。
- **推广策略：**最近一年来安琪和乐斯福的推广活动最多，马利较少。在推广服务方面，各家企业都在建技术服务中心，安琪还计划在成都建企业技术中心，今后形成东西南北中的技术服务布局，但上海的规模最大，今后上海总部将成为最重要的国际交流平台。目前马利和乐斯福也在上海、北京设立了营销中心，但安琪的技术中心全国布局更为完善。
- **配套产品：**经销商反映，在烘焙产品方面，马利有自己的面包改良剂厂（在番禺）和油脂工厂（天津），所以产品配套方面做的比安琪要好，相当于有完整的面包原料供应线；安琪的面包改良剂自主生产，市场反应也不错，但油脂并非自产，在供应稳定性上还有改善空间。

二、两年来公司获得良好发展

公司营销年会每2年举办一次，上届营销年会主题巩固专营，强化目标，实现双赢，上届以来的两年是安琪酵母发展最快、效益最好的两年。本届年会主题是“巩固专营，全面推进，强化终端，创新发展”。

- 1、**经营规模高速增长。**2009年收入比2007年增加6.5亿元，年均增长27%，增幅居全球酵母行业首位。
- 2、**产能继续扩大。**两年间新增干酵母产能3万吨，鲜酵母8000吨，抽提物8000吨。目前全国前三大酵母工厂，最大抽提物工厂、鲜酵母工厂、原料生产线全部为安琪所有，伊犁3万吨产能全国最大，宜昌2.5万吨全国第二，崇左2万吨，正在进行1.5万吨扩建，明年下半年将成为全国最大。
- 3、**产品线不断丰富。**2年内开发新产品50多项，其中预拌粉、鲜味汁、无铝油条膨

松剂受到市场好评。5 克小包装产品、馒头改良剂等发展非常迅速，每年以 50% 速度增长。无铝油条膨松剂发展非常快，很多地方的永和豆浆已使用安琪的产品。安琪已经实现人无我有、人有我优的优势。

4、应用技术研究推广能力不断提高。公司在 1997 年提出生产布局东西南北中，整合全国原料资源，目前已经完成；2006 年提出服务布局东西南北中的应用技术培训中心，以此为服务平台。北京中心运行一年效果非常明显，帮助经销商推进新产品销售起了很好作用。上海技术中心今年成立，成为华东区域总部，未来在与国际客户交流合作中也将发挥重要作用。公司在成都青羊区已签约 1800 平方的一栋楼，筹建西部的区域总部。这个布局实现后将是同行无法短期赶上的。

公司新组建了烘焙和发酵面食技术服务中心，由酵母营销中心副总李雪松担任总经理，形成了 60 多人的技术队伍，多层面的培训和推广成为公司重要竞争优势。

安琪作为发酵面食分会会长单位和秘书长单位，先后命名了安徽湖北两个镇为面点师之乡，得到当地政府极高重视，也帮助其加强了与安琪的合作交流，如上海著名的芭比馒头即是安徽面点师的创作。

5、国际竞争力不断提升。两年来的显著特点是国际业务发展迅猛，特别是金融危机以来安琪逆势而上，出口增速 40% 以上，目前在国外供不应求，尤其是高糖酵母成为抢手货。经过这些年打拼，安琪的品牌已得到国际认可，知名度和信誉度不断提升，已成为全球酵母行业主要供应商。近期公司公告埃及投资年产 1.5 万吨干酵母，表明公司国际化进入全新发展阶段。公司表示，埃及项目不仅面向非洲、中东，还将出口欧美，从那边出口到欧美的产品可以少交 10% 的关税。

6、新业务蓬勃发展。酵母营销中心继续推进应用技术服务的同时，公司三项新业务发展显示未来良好发展态势。其中抽提物 09 年比 07 年增长 71%，动物营养收入两年增长 96%，保健品业务增长 114%。

- 抽提物因为天然、安全在全球发展很快，全球知名的企业正响应 300 多位专家的倡议，降低食物盐分。专家们认为摄盐过多是心脏病高血压的主要原因之一，因此食物需要降盐。但盐分减少后，食物鲜味不足，通过增加抽提物可以提高食物鲜味，满足食品既健康又鲜美。目前第一大酱油厂龟甲万现在已在产品上明确表示降盐 40%，联合利华承诺所有调味产品都降盐，计划全年减少 1500 吨盐，这些都将用酵母抽提物来增厚其鲜味。另外，鸡精行业中凡高档鸡精都要使用 YE。因此 YE 未来前景一片光明。
- 动物营养上今年收入将达 1 亿多元，海内外市场发展都非常好。
- 保健品前几年一直是在改进产品和理顺品牌，今年已收到明显效果。中国保健品协会非常重视，安琪即食酵母受到很多消费者青睐，在四川、山东、湖北、湖南等省已上千万元规模。公司益福康产品即将获得保健品批文，该产品有快速提高免疫力作用，是酵母多糖和酵母硒的复合产品。公司的保健品销售今年将突破亿元规模，公司保健品事业部的人员认为 1 亿元和 3 亿元是个转折点，突破亿元后预计保健品在未来将有爆发式增长。

7、人才队伍技术实力不断壮大。公司已拥有 6 名海外聘请的高级技术人才，60 多位专业技术人才队伍，投资 2000 万设立了生物技术开发试验车间，是行业唯一高水平的实验装置。公司研发的高糖酵母、富硒酵母、超级酿酒酵母已成为全球抢手货。其中超酒酵母独占中国市场，在美国、巴西也有很多市场份额，对美国出口已达到 1500 吨，

占美国市场 20% 份额。富硒酵母也已获得 FDA 认证，批准在饲料中添加，在美国销售非常好。安琪技术中心在全国 500 家企业技术中心评比中获的第 88 位。

8、企业信誉度不断增强。公司拥有网上自主贷款、商业承兑汇票等多种财务融资手段，承兑汇票一直保持在 1-2 亿元，使规模扩大时财务费用还不断降低。公司和银行的合作关系和授信手段在全国企业中也少见。

9、系列产品知名度不断提高。安琪已经形成以安琪为主的三大系列品牌，酵母以安琪为主，天府、天使、国光、乐厨等为辅；生物产品以福邦为主；保健品以纽特为主，康普力星、开智等为辅。

公司每年花 300 万元在国际商标注册，中国商标局授予安琪中国马德里十佳商标注册单位。08 年以来安琪处理了一系列商标假冒行为，如安儿不正当抢注商标，已被工商局撤销；安琪富强、长军安琪、安琪长龙等侵权行为，公司已提出诉讼。公司在 2 年内共处理假冒安琪的窝点 16 个，1 个制假包材的窝点，这些窝点经常是安琪、十三香、太太乐等都做，因此公司也和太太乐、十三香等企业联合打假。

10、企业机制更为灵活。一是公司建立了一流的信息化管理，在规模不断扩大下公司仍然保持小企业的灵活机制，效率较高，公司信息化管理是全体员工引以为荣的。二是管理层与科技骨干的持股机制，管理层和 380 为科技骨干参股上市公司，安琪目前既是国有企业，又有管理层和绝大多数骨干员工持股，是最好的机制。

图 1：安琪酵母海内外生产和销售网络



资料来源：招商证券

三、安琪经销商的发展特点

1、专营商越来越多。公司在 2007 年对经销商实行专营制度，在政策上多方面鼓励经销商专营。两年来，公司的专营经销商越来越多，2009 年前一百名的经销商专营超过了 80%，专营经销商的业务平均增长率达到 15%。公司给予经销商专营的优惠手段包括：

- **专营与返利挂钩：**年终返利中对专营经销商给予比一般经销商多一半的返利，这项政策未来 2 年还将延伸到二级经销商；
- **优惠的信用融资渠道：**公司通过与银行的合作，本次年会设计出创新性的方案，为专营经销商提供利率优惠的信用融资手段，帮助经销商解决现款结算条件下的流转资金压力问题，当场获得经销商的热烈反应；
- **优厚的技术培训政策：**公司给予专营经销商更多的优先接受应用技术培训机会，帮助经销商巩固和培养更多客户。

2、双月目标考核下经销商动力进一步增强。公司通过双月目标考核，加强和理顺了渠道体系，经销商的任务完成率都有明显提高。

3、新产品销售力度加强。33%的经销商完成和超过了新产品销售任务；70%的经销商完成任务的 80%以上。陕西、宜昌、昆明的部分经销商新产品完成达到 200%。安徽某县经销商做安琪烘焙原料，非常成功，决定全面专营安琪系列，还建议安琪，凡经销商采购安琪达一定额的赠送培训的机会。

4、经销商素质、实力不断增强，经营规模不断扩大。80%的一级经销商在继续增长，如江苏某经销商 07 年 700 万元销售额，08 年增长 30%，09 年已达到 1000 万元。

四、国际酵母行业现状

1、全球酵母工业处于稳步发展阶段

全球酵母行业年均增长 3-4%，但中国年均增长 15%，另一些第三世界的发展中国家酵母发展非常快。

2、酵母的应用领域不断扩展

3、社会对食品原料的安全关注进一步提高

酵母被列为食品而非添加剂，这将进一步扩大酵母的使用空间使用量。

4、中国几大主要酵母厂都在扩张产能，新进入者也在增多，竞争加剧

但政府在加大环保要求，部分酵母企业会因环保问题停产限产。全球范围看，很多大的酵母企业工厂环保问题被政府批评、停产。所以安琪酵母不怕竞争。

5、全球竞争格局不断变化

国际大的同行越来越重视安琪，金融危机下欧洲受到影响较大，大的酵母企业又都在欧洲，中国安琪的影响力不断增大。

五、未来增长目标和措施

公司认为 2009 年收入实现 17 亿元的把握比较大，其中酵母（即酵母营销中心，面用、酒用的鲜酵母、干酵母及改良剂）13 亿元，抽提物事业部约 1.7 亿元，营养产品 1 亿元，动物营养 8000 万元，乳业 2000 多万，有机肥及其他近 3000 万元。2010 年初步目标实现 20 亿元收入。公司销售目标雄心勃勃，在十二五规划期末，即 2015 年实现收入 50 亿元，年均增长率约 20%。

1、进一步更新观念，推行强迫营销，进行市场二次开发

强迫营销是指进一步整合内外部资源，二次开发是指摆脱多年业绩良好的思想束缚，去证实市场的巨大空间，追求市场全覆盖，进一步开发产品新用途，公司要求品种到场、宣传到位、责任到人、份额争先。公司有好的诉求，未来会加强卖场、超市的营销，对经销商也做好宣传。公司的高档酵母起步稍晚，但目前国内已成为第一。对安琪来说最好做的应该是亚洲市场，安琪在很多亚洲地区都做到第一，菲律宾、台湾、孟加拉等。

2、酵母产品重点推进规格创新和鲜酵母销售

- 大包装产品（大于 450 克）继续推进多品牌多价位的策略。
- 小包装产品继续推进多规格推广，重点是 5 克，在 5 克、10 克的质量上这两年有更多进步，100 克产品要逐渐面市，另外推出超市装。安琪产品好但推广力度不够，今年一定要到达县级市场。继续大力推进 5 克小包装，今后推进 100 克包装产品。公司认为 100 克产品在不发达国家的市场非常大，性价比高于 5 克，在中国卖得还一般，公司相信国内也有喜欢 100 克产品的消费群。
- 鲜酵母产品发酵速度比干酵母更快，对于大客户有时间效率意义。在公司干酵母基本满产而鲜酵母产能尚未拉满的条件下，公司将积极推进鲜酵母的销售，对大的客户用鲜酵母去取代干酵母，加强鲜酵母的渠道力量，进入主要面食区的渠道销售。

3、新产品销售抓住食品安全和营养健康机遇

- 食品原料：兰州市场前期所有改良剂下架，唯独安琪的品种可以卖，体现了安琪产品的安全性；一般改良剂在食品安全法颁布前的老问题是含溴酸钾，溴酸钾能够改善面粉品质但有致癌作用，09 年食品安全法颁布后，安琪产品不含溴酸钾的安全性使其迎来更好的发展机遇。而公司针对目前国内市场油条膨松剂用明矾导致铝超标的食品安全现状，开发出无铝油条膨松剂，20 克包装，推出后也获得市场好评，很多地区的永和豆浆已开始采用安琪的无铝膨松剂。
- 调味品产品：安琪的主要产品为鸡精，鲜味汁、馅旺，这些都是直接由 YE 开发成终端产品，得到了国际同行的赞赏，尤其是鲜味汁，做好后很有发展前景。未来公司计划把调味品业务做到 5 亿元规模。
- 甜酒曲：公司在努力实现中国传统食品便利化、商品化，将在有甜酒消费习惯的区域加强推广。对工业用户，公司新开发了一个风味甜酒曲，适应了工业用户的需求。甜酒曲销售利润率也很高。
- 酿酒酵母：公司重点抓好两个产品，一个是超级酿酒酵母，在酒精生产中取代原来的高酒酵母，有非常好的效益；超酒酵母是国内几家指定乙醇生产厂普遍使用的产品，在美国酒精市场也占据了 20% 份额，达到 1500 吨年出口规模。二是着力推广适合白酒生产的酿酒曲，目前大批知名白酒企业都已成为公司酿酒酵母客户。

4、继续实施产能扩建

公司将尽快完成崇左 1.5 万吨新产能，并加快其他工厂的技改扩产项目，包括伊犁也有改造增产计划。2010 年公司将新增产能 1 万吨干酵母。另外要加快推进海外工厂建设，安琪国际化、专业化已出现端倪，建厂海外得到政府支持，相应的贷款 3 年内给予利息补偿。

5、发挥应用技术优势，强化推广力量

公司花力气加强应用技术研究，加强应用技术服务平台建设，一对一解决问题，开展多层次多类型的推广活动，目前安琪的优势已是其他同行不可比的。到 2010 年公司要在每个地级市至少举办三场培训推广活动，烘焙类发酵面食类至少各一次。酿酒酵母这次推出新产品后正在做新一轮的推广，效果很好，公司负责推广，经销商任务就是组织学员。无铝油条膨松剂就做了很多活动，嘉兴地区做的很好。

6、开展集中性品牌推广

一是明年春节前后在央视做广告，投入约几百万，坚持每年春节前后做；二是明年上半年组织全国性立足终端的产品宣传展示的旋风行动；三是推出适合卖场超市的家庭包装，发挥产品展示作用，目前公司已经组合了这部分产品；四是组织终端产品千人推广活动，借助于保健品销售人员，协助经销商推广。我们看到公司在品牌宣传上还制作了酵母宝宝的卡通片，形象地宣传安琪品牌及酵母在食品工业中的应用。

7、进一步加强对经销商服务

公司承诺：1）坚持完善 365 天全天候服务制度；2）通过生产计划优化，物流调整等提高货物准时交付能力，现在的准时交付率是 89.8%，国内 93.2%；3）进一步推进客户管理系统使用率，即 CRM。4）开展经销商培训，在产品知识、渠道开发、公司管理、企业文化等方面培训，还计划为专营经销商的新一代开一至二期培训班；5）为经销商信用融资。公司通过与银行合作，创新性地设计了为经销商提供低成本信用融资方案，获得经销商现场的热烈反响；6）严格年度及月度目标考核，严格市场价格及串货，坚决打击售价行为，保护经销商利益。

六、投资策略

维持“强烈推荐”投资评级。我们认为公司是难得的 tenbagger 品种，管理团队上下一心，经营策略合理到位，已经能与国际巨头站在同一层面上竞争。公司利用酵母为平台开发出丰富的、引领食品营养和安全的产品梯队，未来发展空间广阔。我们暂维持原盈利预测不变，重申“强烈推荐-A”评级，我们认为公司未来有望通过良好业绩化解目前的高估值。

图 2: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 3: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《安琪酵母（600298）-性价比与服务制胜》2009/10/23
- 2、《安琪酵母（600298）-业务空间广，进入壁垒高》2009/9/1
- 3、《安琪酵母（600298）-业绩好于预告，治理即获改善》2009/8/20
- 4、《保龄宝（002286）-食品饮料行业背后的“军火商”》2009/8/18
- 5、《安琪酵母（600298）-从分食走向共赢》2009/7/16
- 6、《安琪酵母（600298）-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1 深度报告

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	497	538	685	1090	1564
现金	76	44	96	365	675
交易性投资	10	4	0	0	0
应收票据	13	3	4	5	6
应收款项	69	73	78	97	119
其它应收款	7	11	14	17	21
存货	283	372	454	558	685
其他	38	31	38	47	58
非流动资产	1105	1497	2171	2263	2179
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	800	1009	967	1062	979
无形资产	62	66	64	61	59
其他	244	422	1140	1140	1140
资产总计	1602	2034	2856	3353	3743
流动负债	580	723	659	756	873
短期借款	315	357	150	150	150
应付账款	133	151	193	237	291
预收账款	19	29	38	47	58
其他	113	185	277	322	375
长期负债	134	323	279	429	379
长期借款	123	311	261	411	361
其他	12	11	18	18	18
负债合计	715	1046	938	1185	1252
股本	271	271	310	310	310
资本公积金	254	254	934	934	934
留存收益	271	340	504	722	1002
少数股东权益	91	123	170	202	244
母公司所有者权益	796	866	1748	1966	2246
负债及权益合计	1602	2034	2856	3353	3743

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	103	280	406	461	548
净利润			247	328	423
折旧摊销			103	106	106
财务费用			24	31	25
投资收益			(6)	0	0
营运资金变动			(2)	(40)	(49)
其它			39	36	42
投资活动现金流	(273)	(475)	(46)	(200)	(20)
资本支出			(50)	(200)	(20)
其他投资			4	0	0
筹资活动现金流	187	163	(307)	8	(218)
借款变动			(212)	150	(50)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(84)	(111)	(143)
其他			(12)	(31)	(25)
现金净增加额	16	(32)	52	269	310

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1061	1311	1676	2084	2561
营业成本	738	865	1070	1314	1613
营业税金及附加	8	10	12	15	19
营业费用	131	171	198	234	277
管理费用	57	73	80	95	112
财务费用	22	39	24	31	25
资产减值损失	(8)	1	1	1	1
公允价值变动收益	5	(6)	0	0	0
投资收益	0	0	6	0	0
营业利润	117	145	296	393	515
营业外收入	17	8	15	10	10
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	133	152	310	402	524
所得税	12	9	16	41	58
净利润	121	143	294	361	465
少数股东损益	31	39	47	32	42
母公司所有者净利润	91	104	247	328	423
EPS (元)	0.33	0.39	0.80	1.06	1.37

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	21.7%	23.6%	27.8%	24.3%	22.9%
营业利润	2.0%	24.7%	103.8%	32.5%	31.1%
净利润	14.7%	15.2%	136.7%	32.8%	28.9%
获利能力					
毛利率	30.4%	34.0%	36.1%	36.9%	37.0%
净利率	8.5%	8.0%	14.8%	15.8%	16.5%
ROE	11.4%	12.1%	14.1%	16.7%	18.8%
ROIC	9.5%	10.5%	12.8%	13.7%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	51.4%	32.8%	35.3%	33.5%
净负债比率	27.3%	33.1%	16.2%	18.2%	15.0%
流动比率	0.9	0.7	1.0	1.4	1.8
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.7	1.0
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	18.2	18.4	22.2	23.9	23.7
应付帐款周转率	6.2	6.1	6.2	6.1	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.39	0.80	1.06	1.37
每股经营现金	0.38	1.03	1.31	1.49	1.77
每股净资产	2.93	3.19	5.65	6.35	7.25
每股股利	0.13	0.13	0.27	0.36	0.46
估值比率					
PE	89.5	77.7	37.4	28.2	21.9
PB	10.2	9.4	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	47.6	36.4	23.3	18.7	15.3

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。