

泸州老窖 (000568.SZ)

渠道扩张，单品发力，老窖重焕青春

● 个人消费升级，商务需求回暖，高端白酒行业收入有望两位数快速增长

(1) 居民高端白酒实际购买力仍处高位，预计上层中产以上人口数量未来三年复合增长约 13%。个人消费升级明显加上商务需求回暖，预计未来三年高端白酒行业销量复合增长 13%左右。(2) 高端白酒进入价格提升通道，茅五泸终端价格不断上行，五粮液和国窖 1573 出厂价 2015 年至今分别提升 21%和 10%。预计未来三年高端白酒行业量价齐升，收入复合增长 15%-20%。

● 公司品牌基础深厚，营销体制改善，渠道持续扩张，销售将快速恢复

公司近两年品牌和营销渠道全方位改善明显，带动多地销售快速恢复。(1) 泸州老窖是第一次全国评酒会上评选出的四大名酒之一，品牌力强，在四川、河北、山东、河南等地有良好消费基础，利于公司开拓市场。(2) 公司由柴泉模式转向品牌专营模式，成立国窖、窖龄、特曲和博大四大专营公司。这一方面提高了公司终端掌控力，另一方面国窖 1573、特曲、窖龄等核心产品得到聚焦，品牌形象快速提升。(3) 公司下沉及扩张各地渠道初见成效，原优势市场销售恢复，新市场将快速扩张。西南地区收入占比 50%，16 年收入 40 亿元，重回历史高点；14-16 年华北、华中和其他地区收入分别复合增长 23%、12%、30%，未来有望成为增长重要来源。

● 预计未来三年国窖收入增速 30%以上，2019 年中高档酒收入占比将达 85%

(1) 公司聚焦国窖 1573、特曲、窖龄，中高档酒收入将快速增长。2016 年国窖 1573、特曲、窖龄收入预计分别为 29、19、9 亿元左右。2014-2016 年国窖 1573 收入复合增速 80%，随着渠道扩张以及产品价格提升，预计未来三年国窖 1573 收入仍有望保持 30%以上复合增长。(2) 核心产品提价及产品结构升级明显，盈利能力不断提升。一方面据草根调研，今年初国窖 1573 出厂价提高 10%左右，特曲窖龄价格提升 15%左右，预计高档酒及中档酒毛利率分别提升 1 个及 4 个百分点左右。另一方面三大系列收入占比从 2014 年的 28%提升至 2016 年 69%，预计 2019 年占比将达 85%左右。公司综合毛利率从 2014 年 48%提升至 2016 年 62%，预计 2019 年将达 75%左右。

● **盈利预测及投资建议：** 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.83/2.42/3.11 元，对应 PE 分别为 28/21/16 倍。在高端白酒收入快速增长的背景下，公司营销渠道改善明显，中高档白酒收入将快速增长，给予买入评级。

● **风险提示：** 销售不达预期，费用大幅上行，食品安全事故

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,900.16	8,304.00	10,162.35	12,312.08	14,744.24
增长率(%)	28.89%	20.35%	22.38%	21.15%	19.75%
EBITDA(百万元)	1,739.62	2,414.59	3,295.90	4,382.65	5,647.36
净利润(百万元)	1,472.98	1,927.74	2,571.10	3,398.51	4,361.55
增长率(%)	67.42%	30.87%	33.37%	32.18%	28.34%
EPS(元/股)	1.05	1.38	1.83	2.42	3.11
市盈率(P/E)	25.82	24.00	27.59	20.87	16.26

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	48.32 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-11

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,402/1,402
流通 A 股市值(百万元)	67,098
每股净资产(元)	7.87
资产负债率(%)	18.64
一年内最高/最低(元)	52.20/29.50

相对市场表现



分析师：	王永锋 S0260515030002
	01059136605
	wangyongfeng@gf.com.cn
分析师：	卢文琳 S0260515030004
	010-59136660
	luwenlin@gf.com.cn

相关研究：

泸州老窖一季报点评：业绩符合预期，产品结构升级明显	2017-05-03
泸州老窖年报点评：国窖收入增长近 90%，毛利率大幅提升	2017-04-19
泸州老窖三季报点评：业绩超预期，盈利能力大幅提升	2016-10-27

目录索引

一、个人消费升级，商务需求回暖，高端白酒行业快速增长.....	4
（一）个人消费升级和商务需求回暖，驱动高端白酒行业快速增长.....	4
（二）量价齐升，高端白酒行业收入未来三年有望保持 15-20%左右增速.....	8
二、公司品牌基础深厚，营销体制改善，渠道持续扩张.....	11
（一）公司品牌底蕴深厚，多地有良好消费基础.....	11
（二）公司由柒泉模式转向品牌专营模式，营销变革提高终端掌控力.....	12
（三）公司积极扩张渠道，加大市场投入，多地销售快速恢复.....	15
三、预计未来三年国窖收入增速 30%以上，盈利能力快速提升.....	19
（一）公司聚焦国窖 1573、特曲、窖龄，中高档酒收入快速增长.....	19
（二）产品结构升级和核心产品提价，带动公司盈利能力不断提升.....	21
1、核心产品进入提价通道，毛利率将继续上行.....	21
2、中高端白酒占比提升明显，毛利率将继续提升.....	22
四、盈利预测.....	24

图表索引

图 1: 12 年之前白酒消费类型占比: 以政商务消费为主.....	4
图 2: 16 年开始白酒消费类型占比: 以个人消费为主.....	4
图 3: 2015 年我国各年龄段人口占总人口比重.....	5
图 4: 人均可支配收入 (元/年) 与飞天茅台、普五终端价之比.....	6
图 5: 白酒行业产量增速与固定资产投资增速相关性较高, 且略微滞后 1-2 年.....	7
图 6: 固定资产实施计划投资额明显回升.....	7
图 7: 房屋新开工面积与商品房销售面积.....	7
图 8: 新增人民币贷款额累计保持增长.....	7
图 9: 2017 年一季度 GDP 增速达 6.9%.....	7
图 10: CPI 酒类价格略微滞后于 CPI 走势.....	8
图 11: 白酒行业利润增速与 CPI 较为吻合.....	8
图 12: 据部分经销商调研, 茅台、五粮液、老窖一批价大幅上行.....	8
图 13: 普五及国窖 1573 均已提高出厂价.....	9
图 14: 预计到 2020 年, 高端白酒市场占比进一步提升.....	10
图 15: 泸州老窖传统市场具有较好的消费基础.....	12
图 16: 新管理层上任后的改革成果.....	12
图 17: 泸州老窖公司销售组织架构.....	13
图 18: 柴象模式与品牌专营模式的比较.....	14
图 19: 柴象模式以区域划分经销商, 渠道层级多.....	14
图 20: 品牌专营模式下缩减渠道层级, 突出大单品运作.....	15
图 21: 公司销售费用率近年来逐年提高.....	16
图 22: 广告营销投入明显加大.....	16
图 23: 泸州老窖区域收入分布 (亿元).....	16
图 24: 西南地区营业收入重回历史高点.....	17
图 25: 2014-2016 年华北地区收入复合增速 23%.....	17
图 26: 2014-2016 年华中地区收入复合增速 12%.....	17
图 27: 2014-2016 年其他地区收入复合增速 30%.....	17
图 28: 三大高端白酒 16 年后终端价格逐步提升.....	20
图 29: 我们预计国窖 1573 销量预计未来稳步增长 (吨).....	20
图 30: 泸州老窖各档白酒毛利率 (%).....	22
图 31: 泸州老窖中高端白酒收入占比不断提高.....	22
图 32: 泸州老窖酒类整体毛利率上升明显.....	23
表 1: 个收入阶层家庭户数情况分析: 未来五年富裕人群增速最快 (单位: 百万户).....	5
表 2: 高端名酒主要销量情况.....	10
表 3: 泸州老窖连续五届被评为“中国名酒”.....	11
表 4: 2016 年泸州老窖产品主要结构.....	19
表 5: 泸州老窖三大核心单品 2016 年来逐步提价.....	21
表 6: 预计泸州老窖产品结构拆分情况.....	24

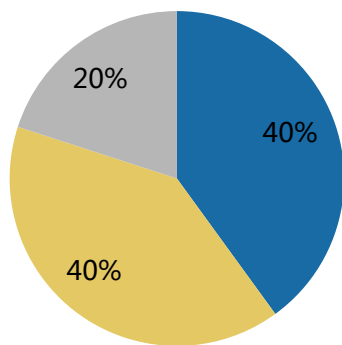
一、个人消费升级，商务需求回暖，高端白酒行业快速增长

（一）个人消费升级和商务需求回暖，驱动高端白酒行业快速增长

12年以前两轮白酒牛市是投资拉动需求，主要以政务和商务消费为主，我们估计12年之前白酒政务和商务消费占比分别40%左右，个人消费占比20%左右。12年受八项规定影响，政务消费逐步下降。

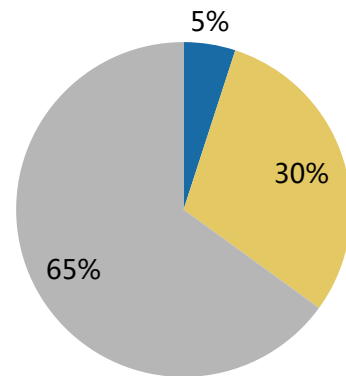
根据媒体报道，茅台董事长袁仁国2016年表示，茅台公务消费已降至1%，由于不同价位段酒政务消费略有不同，我们预计目前政务白酒消费平均占5%左右，而个人和商务消费估计分别占65%、30%。目前三公消费占比已经极低，白酒消费主要由个人消费以及正常的商务消费驱动，高端白酒作为面子消费，成为带有精神文化属性的消费品。其中，个人需求是白酒行业调整以来主要推动力，人均可支配收入提升是个人需求提升的基础，消费结构升级是主要趋势。此外，随着经济回暖，白酒商务需求较2014-2015年有所提升。

图1：12年之前白酒消费类型占比：以政商务消费为主



■ 政务消费 ■ 商务消费 ■ 个人消费

图2：16年开始白酒消费类型占比：以个人消费为主



■ 政务消费 ■ 商务消费 ■ 个人消费

资料来源：研究员对经销商草根调研，广发证券发展研究中心

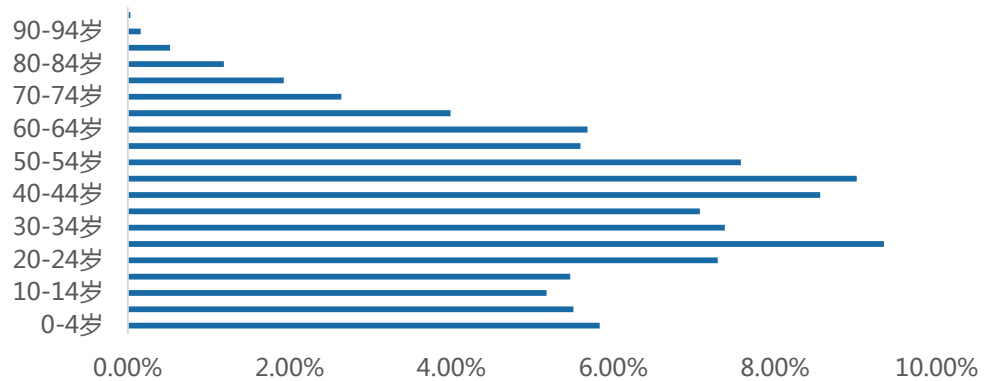
资料来源：研究员对经销商草根调研，广发证券发展研究中心

1、居民实际购买力大幅提升和富裕阶层快速崛起带动高端白酒行业快速增长

- 预计未来十年内，白酒消费人口的基数基本保持稳定

从消费人口基数角度来看，根据《尼尔森2016酒类消费者研究》的调查，30-39岁的人群依然是白酒市场消费的主力，而未来十年消费主力20-29岁的消费者中有三分之一的消费者，预计未来饮酒量会增加。根据2015年国家统计局发布的数据来看，我国30-39岁人口约占总人口的14.45%，而20-29岁的人群占比为16.64%，40-49岁的人群占比为17.58%。因此，我们预计未来十年内，白酒消费人口的基数基本保持稳定。短期内人口结构对于白酒消费的影响不大。而对于年轻消费群体对酒类以及不同类型白酒的偏好，目前并不好判断。但是，新一代年轻人群在消费偏好上，更加注重品质和品牌，因此，我们预计消费高端名酒是一个重要的趋势。

图3: 2015年我国各年龄段人口占总人口比重



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

● 富裕人群和上层中产阶层人数的增长带动中高端白酒的消费

人均可支配收入是个人消费白酒的另一个重要驱动因素。就中高端白酒而言,富裕人群和上层中产阶层是该类型白酒消费的主力人群。根据波士顿咨询发布的分析数据可以看出,预计未来5年,我国富裕人群增速最快,未来五年的复合增速达到16.9%,其次是上层中产阶层,未来5年复合增速达到12.3%,二者合计复合增速13.2%。因此,未来五年内,随着富裕人群和上层中产阶层人数的增长,将有效地推动中高端白酒的消费。

表1: 个收入阶层家庭户数情况分析: 未来五年富裕人群增速最快 (单位: 百万户)

阶层	2010	2015	2020E	未来五年复合增速	2010 占比	2015 占比	2020E 占比	
准中产与低收入阶层	133.4	100.5	73.1	-6.2%	53%	34%	22%	(家庭月均可支配收入5200元以下)
新兴中产阶层	65.8	84.1	85.9	0.4%	26%	28%	25%	(家庭月均可支配收入5200-8300元)
中产阶层	33.8	61.2	81.3	5.8%	14%	20%	24%	(家庭月均可支配收入8300-12500元)
上层中产阶层	14.6	43.0	76.8	12.3%	6%	14%	23%	(家庭月均可支配收入12500-24000元)
富裕人群	1.8	10.1	21.9	16.9%	1%	3%	6%	(家庭月均可支配收入24000元以上)
上层中产阶层和富裕人群合计	16.45	53.0	98.7	13.2%	7%	18%	29%	(家庭月均可支配收入12500以上)

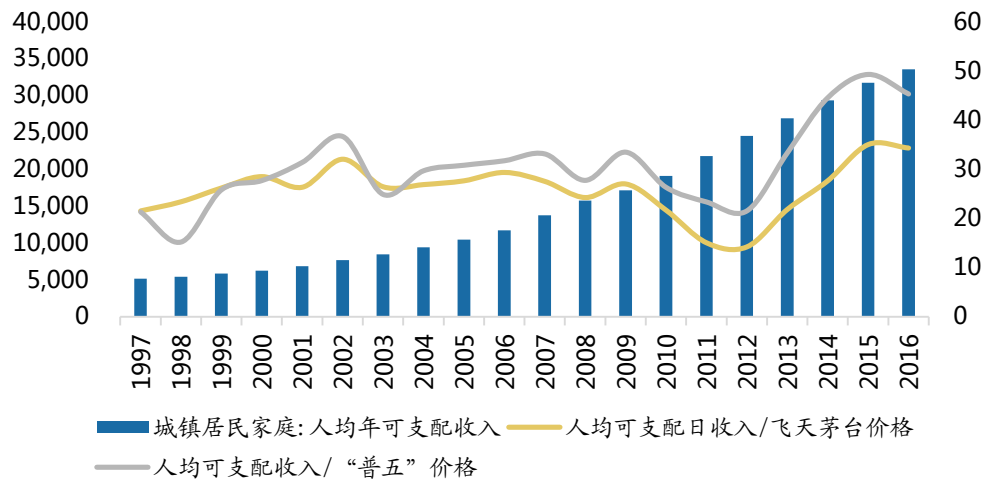
数据来源: 波士顿咨询, 广发证券发展研究中心

● 2012年以后居民高端白酒实际购买力快速提升

从人均可支配收入与高端白酒价格进行纵向比较看,如图4所示,为人均可支配收入与飞天茅台、普五终端价之比。2012年以后,人均可支配收入与高端酒价格之比快速增长,目前处于历史较高水平。近几年白酒行业调整导致产品价格下降也变

相提升了居民购买力，刺激了个人消费量。2012年八项规定等措施出台后，政务消费与商务消费受到较大程度的影响，而个人消费受影响较小，同时，由于白酒价格的下降变相提升了个人购买力，反而带动了个人消费增长。据京东等数据，五粮液52度的“普五”零售价由2012年的1100元降至2015年660元附近，“飞天茅台”由2012年1500元-2000元降至2015年800-900元附近，“国窖1573”由1530元降至650元附近等。在高端白酒价格下降的同时，人均可支配收入也在不断增加。据此，我们认为个人消费升级将进一步驱动高端白酒消费回暖。

图4：人均可支配收入（元/年）与飞天茅台、普五终端价之比



数据来源：Wind，糖酒快讯，广发证券发展研究中心

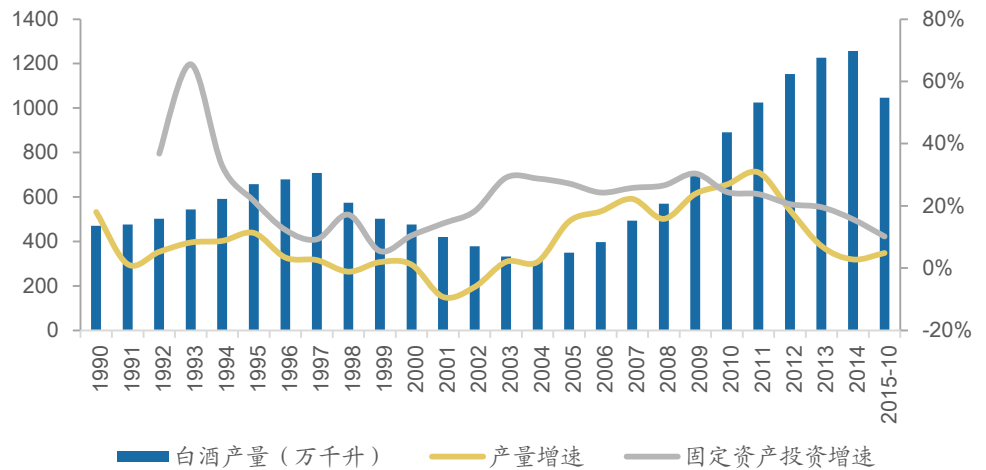
2、经济呈企稳回升态势，高端白酒行业商务消费回暖

白酒商务需求与经济发展形势密切相关，从历史数据可知，白酒行业景气度与固定资产投资增速相关性较高，且略微滞后1-2年。

据国家统计局最新公布数据，2017年一季度宏观经济数据向好，超出市场预期。一季度GDP增速达6.9%，连续两个季度回升，主要宏观经济指标特别是固定资产投资、房地产等超预期增长。

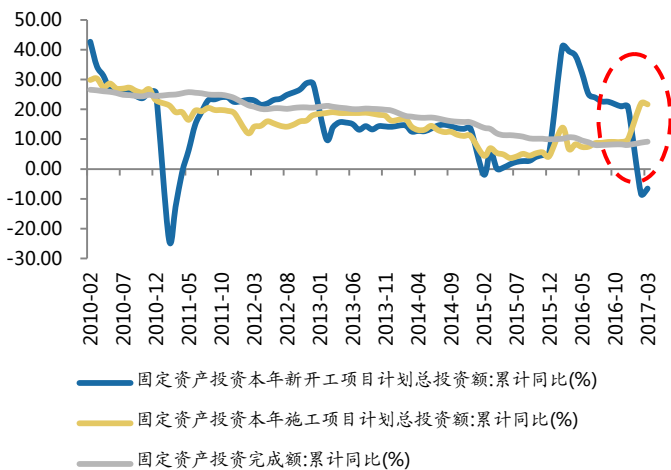
我们认为投资需求仍有潜在发展空间，基建投资是重点，白酒商务消费量有望提升。据目前所披露的省份重点项目投资计划，各省投资额均在千亿以上，达到万亿。基建将继续成为稳定投资乃至稳定增长的主要力量，PPP发展正成为关注热点，截至2016年12月末，全国入库项目11260个、总投资13.5万亿元，落地率31.6%。国家示范项目共计743个，投资额1.86万亿元，落地率49.7%。就目前来看，固定资产投资本年施工项目计划投资额累计同比明显回升、房屋新开工与销售面积同比增幅已超预期、新增人民币贷款额累计保持增长。基建投资继续发力，PPP大举落地，将有助于进一步提升白酒商务消费量。

图5: 白酒行业产量增速与固定资产投资增速相关性较高, 且略微滞后1-2年



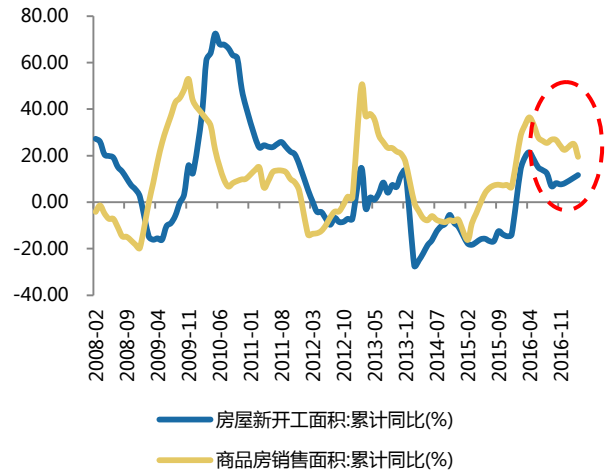
数据来源: Wind, 糖酒快讯, 广发证券发展研究中心

图6: 固定资产实施计划投资额明显回升



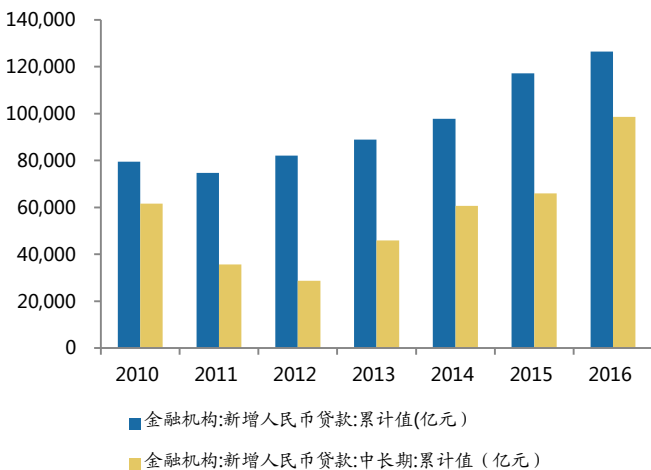
资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图7: 房屋新开工面积与商品房销售面积



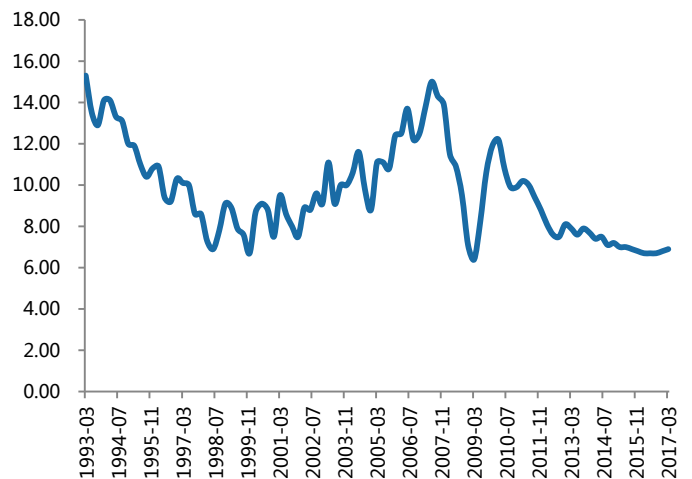
资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 新增人民币贷款额累计保持增长



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 2017年一季度GDP增速达6.9%



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

通胀温和回升，有助于白酒提价和社会加库存。2015年以来，CPI当月同比缓慢回升，2017年稍有回落，但酒类CPI当月同比2016年以来至今一直温和回升。我们认为未来随着基建等稳增长拉动经济，以及酒类CPI高于全行业CPI的趋势，如果今年酒类通胀不断回升，具备强势定价权的中高端白酒将受益明显。白酒行业具备强势提价能力，特别是高端白酒产量和每年供应的量是有限的，当通胀预期起来以后，社会将进入加库存阶段，渠道和消费者将提前囤酒，进一步增加高端白酒需求，供需不匹配后高端白酒在通胀环境下提价容易。同时白酒的高毛利率、弱成本端压力特征，使得白酒在通胀环境下盈利能力大幅提高，白酒成为绝佳的抗通胀品种。从以前历史数据证明，通胀上升期和滞涨期，白酒行业尤其一线高端白酒的业绩增长会加快，例如通胀走高的年份如2004年、2007年、2010年等。

图10: CPI酒类价格略微滞后于CPI走势

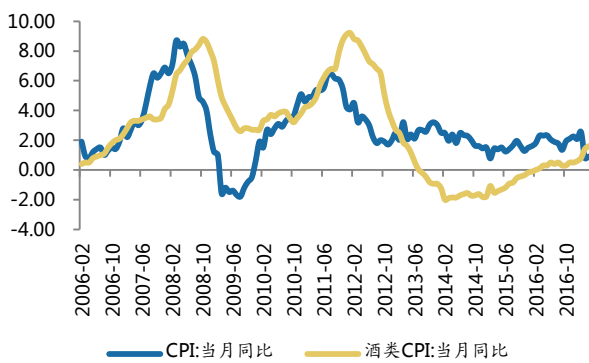
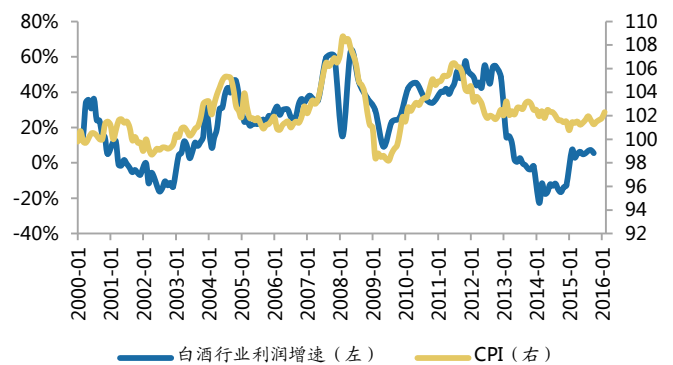


图11: 白酒行业利润增速与CPI较为吻合



资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

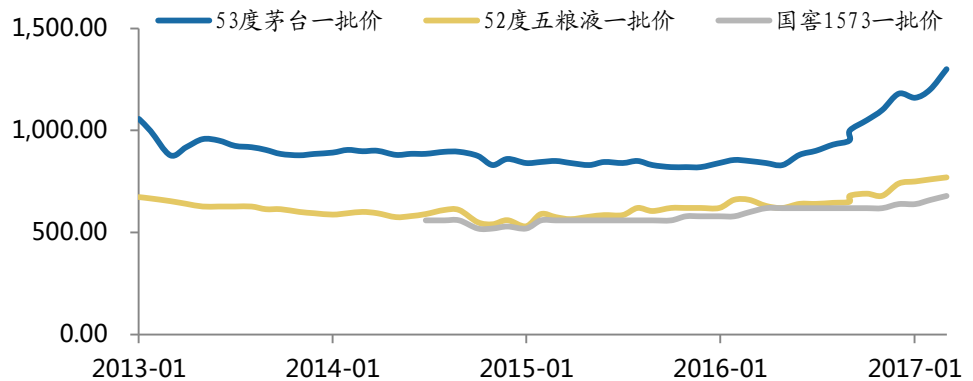
资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 量价齐升，高端白酒行业收入未来三年有望保持 15-20%左右增速

1、高端白酒进入价格提升通道

需求回暖带动高端白酒终端价格及一批价上涨。由于个人消费及商务消费回暖，社会库存降至低点，白酒需求开始回暖，带动高端白酒茅台、五粮液、泸州老窖一批价格均有较大幅度增长。据经销商调研，茅台一批价格由2016年初840元上调至2017年1300元，涨幅55%；52度五粮液一批价从2016年初620元上调至2017年770元，涨幅24%；国窖1573的一批价格从2016年初580元提至680元左右，涨幅17%。

图12: 据部分经销商调研，茅台、五粮液、老窖一批价大幅上行



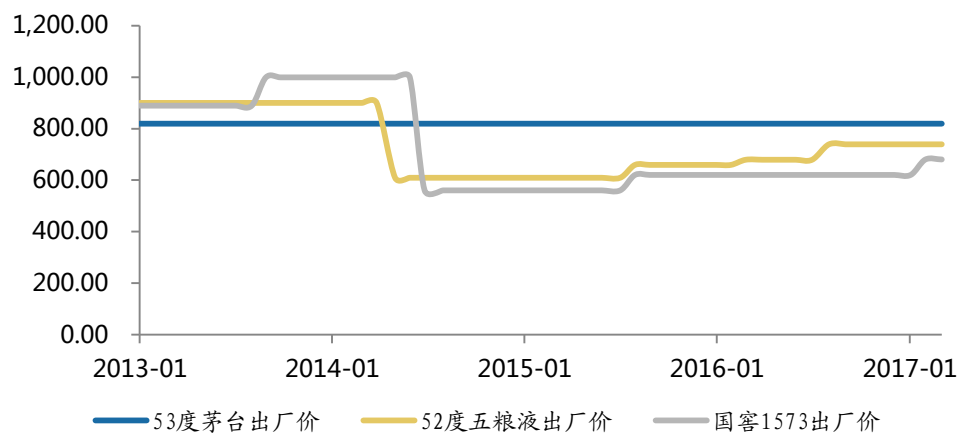
数据来源: 研究员对经销商草根调研, 广发证券发展研究中心

茅台未来3年供给偏紧，高端白酒整体终端价格及一批价仍呈上升趋势。

2017-2020年茅台对应4年前的基酒量基本持平，而需求有望稳定增长，未来3年茅台酒供给偏紧将成为常态，其终端价格及一批价预计呈上行趋势，在此背景下，五粮液、泸州老窖价格空间将被打开，具备价格上行的基础。

五粮液及国窖1573近两年提高出厂价，预计茅台明后年有望提高出厂价。据wind数据，2015年至今，52度五粮液出厂价提价三次，从609元/瓶提价至739元/瓶，提价幅度约21%；2017年初国窖1573出厂价从620元/瓶提至680元/瓶，提价幅度约10%；茅台出厂价格仍为819元/瓶。鉴于茅台酒终端价格和一批价格走高为经销商提供了充足利润空间，我们预测，在高端白酒整体提高出厂价的前提下，茅台酒明后年提高出厂价概率较大。

图13：普五及国窖1573均已提高出厂价

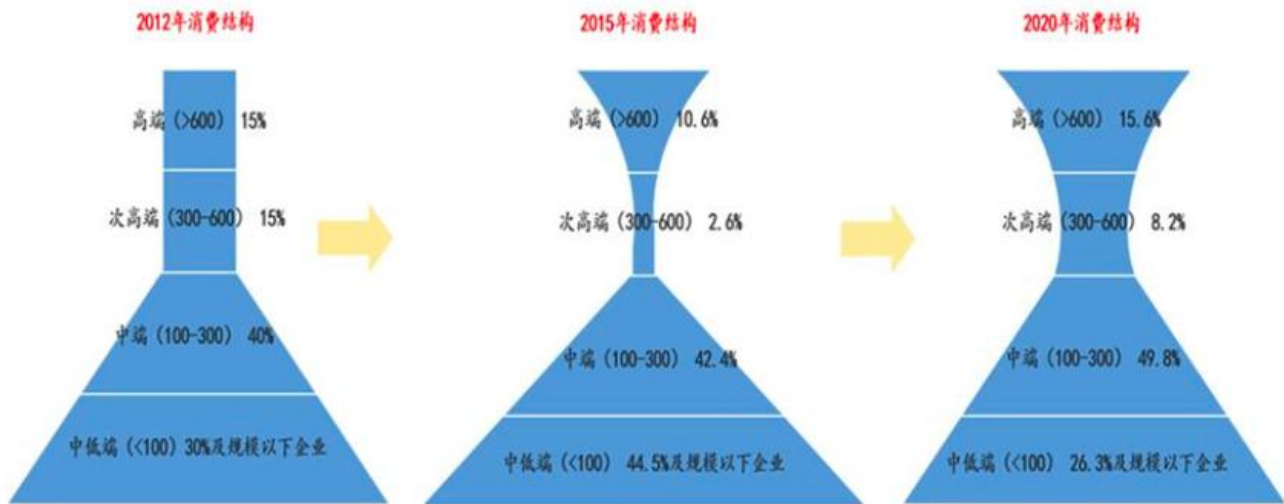


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2、预计未来三年高端白酒行业销量增速13%左右，收入增速15-20%

消费升级将使高端白酒销量未来三年保持13%左右稳定复合增速，叠加价格因素，预计高端白酒市场规模可保持15-20%复合增速。根据波士顿咨询数据，未来上层中产与富裕人群总数将从15年的5300万户上升至2020年的9870万户，接近翻倍，年复合增速13%；上层中产与富裕家庭的家庭月消费是中产阶级与新兴中产的3.2倍，而上层中产与富裕家庭的消费占私人城镇消费的比例也将由2015年的40%升至2020年的55%，并能贡献整体消费增量的81%。我们认为家庭月均可支配收入在1.25万元以上的家庭属于消费高端白酒的重要人群，由于中国人喜好面子，高净值人群多数会选择消费高端名酒，因此我们认为在不考虑其他因素情况下，高净值人群增加将使整体高端白酒销量保持13%左右复合增速，叠加价格因素，预计高端白酒收入可保持15%-20%复合增速。

图 14: 预计到 2020 年, 高端白酒市场占比进一步提升



数据来源: 新食品, wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 高端名酒主要销量情况

	茅台及年份酒销量 (吨)	茅台及年份酒销量增速	普五销量 (吨)	普五销量增速	国窖 1573 销量 (吨)	国窖 1573 销量增速	三大单品合计	其他高端酒 (市场份额 12 年之前 20%, 之后 5%)	高端酒	高端酒增速
2010	8618		12807		2954		24378	6095	30473	
2011	10031	16%	14600	14%	2800	-5%	27431	6858	34289	13%
2012	12338	23%	16000	10%	3900	39%	32288	8367	40655	19%
2013	15300	24%	14988	-13%	1480	-62%	31768	1672	33440	-20%
2014	18300	20%	14538	-3%	1000	-32%	33838	1770	35608	6%
2015	20496	12%	13000	-11%	2000	100%	35496	1868	37364	6%
2016	23000	12%	13500	3.85%	3400	70%	39900	2100	42000	12%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

二、公司品牌基础深厚，营销体制改善，渠道持续扩张

（一）公司品牌底蕴深厚，多地有良好消费基础

浓香型白酒是目前中国白酒香型中销量占比最大的一个香型，其酿造特点是泥窖生香，窖龄越长，美酒愈香。1915年，泸州老窖大曲酒获得巴拿马万国博览会金奖，为泸州老窖特曲的诞生奠定了基础；1952年，在全国首届品酒会上，泸州老窖特曲作为浓香型的典型代表获得了首届四大名酒之一，并在之后的1963年、1979年、1984年、1989年五届蝉联中国名酒，成为浓香型白酒领域唯一蝉联五届中国名酒的浓香型白酒品牌。同时，泸州老窖特曲作为浓香型白酒中的典型代表，成为浓香型白酒的首届国家标准中主要的参照对象。

国窖1573作为泸州老窖的明星产品，由泸州老窖酒传统酿制技艺纯手工酿造。1999年9月10日，我国首次白酒拍卖会上，编号为1999的国窖1573酒以18万元成交，并载入《大世界吉尼斯纪录》。自2008年以来，泸州老窖举办国窖1573封藏大典活动，极大地拓展了品牌的文化深度，提升品牌的影响力。在公司不懈的品牌深耕下，“国窖1573”的市场影响力正不断得到提升。

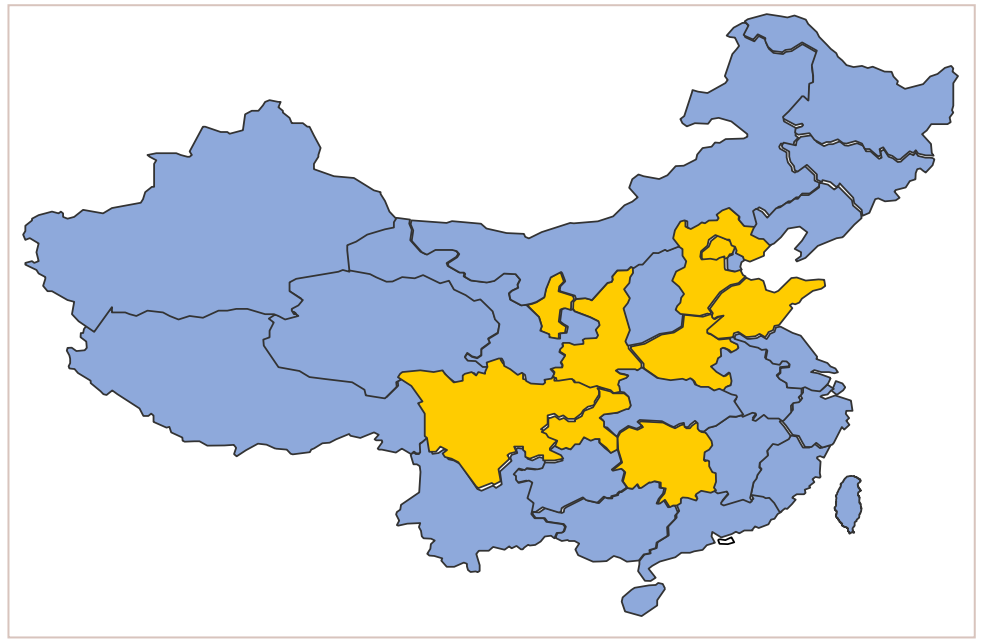
表 3: 泸州老窖连续五届被评为“中国名酒”

时间	获奖产品
1952 年	茅台酒、汾酒、西凤酒、 泸州老窖特曲
1963 年	茅台酒、五粮液、古井贡酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979 年	茅台酒、汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、 泸州老窖特曲
1984 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、 泸州老窖特曲 、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：全国评酒会，广发证券发展研究中心

泸州老窖品牌价值在白酒行业里名列前茅。2017年，根据全球领先的品牌咨询公司Interbrand发布的2017年度最佳中国品牌价值排行榜，位列中国最佳品牌第33名，酒类最佳品牌第四名。正是其悠久的历史和高度的品牌认可，为泸州老窖深厚而广泛的消费市场奠定了基础。目前公司已在四川、河北、山东、河南、湖南等地区拥有较好的消费基础。

图 15: 泸州老窖传统市场具有较好的消费基础



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(二) 公司由柒泉模式转向品牌专营模式, 营销变革提高终端掌控力

受政策严控三公消费的影响, 白酒行业自 2013 年进入深度调整期。2015 年公司进行了管理层换届, 新任董事长刘淼和总经理林峰均出身泸州老窖销售一线, 拥有丰富的销售实战经验, 营销管理能力及执行力较强, 自上任以来, 迅速从组织架构、产品和价格、渠道和营销等方面对公司进行了全方面的革新, 调整组织架构, 聚焦核心单品, 梳理价格体系, 注重终端直控。

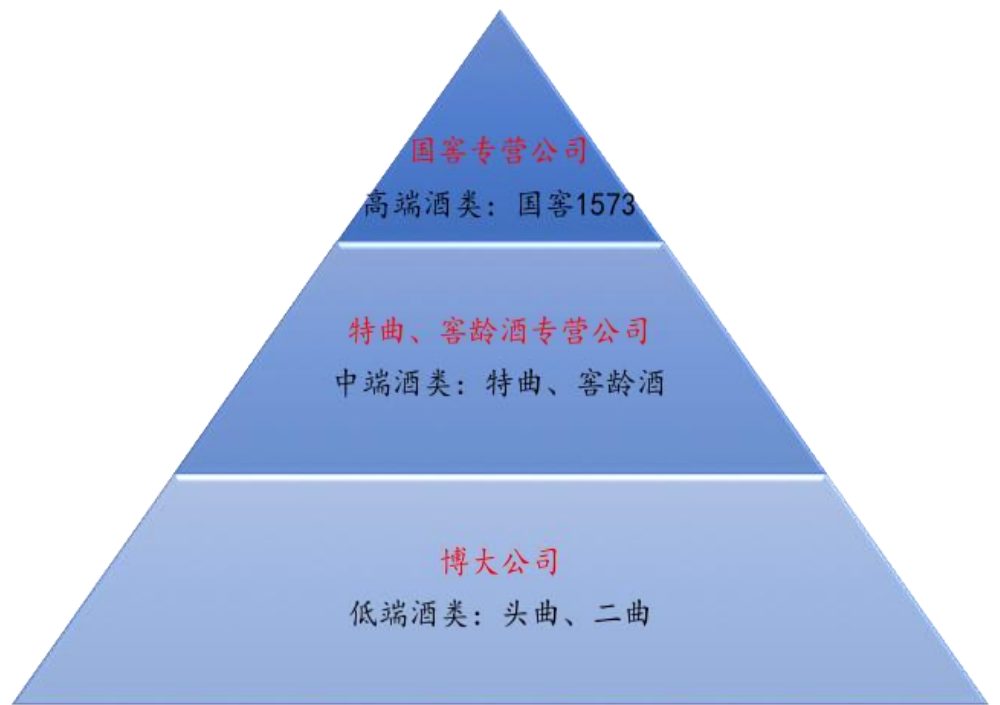
图 16: 新管理层上任后的改革成果

组织架构	产品策略	渠道模式
<ul style="list-style-type: none"> “四总三线一中心”组织架构搭建完毕, 确保了营销决策、指挥、监督、协调的统一。实现营销管理由“垂直型”向“蜂窝状扁平化”方向转变。北京、郑州、西安等全国“7大营销服务中心”建成运行, 实现了后勤服务职能的前移。 增设销售管理部、考训部、稽核部等职能部门, 前、中、后端各司其职。建立国窖、窖龄、特曲和博大等四大品牌销售公司为主力的销售前端业务体系。 	<ul style="list-style-type: none"> 坚定采取以“国窖”和“泸州老窖”为主打的“双品牌”战略管理战略, 打造国窖1573、窖龄酒、特曲、头曲、二曲五大战略单品。确保了各品牌及产品定位清晰、定价清晰。 重点加大对总经销品牌的清理力度, 经过5轮条码清理, 共计冻结和删除条码2841个、物料号8638个, 逐步实现对带“泸州老窖”品牌的回收工作。 	<ul style="list-style-type: none"> 将原有20余支营销团队统一整合为国窖、窖龄、特曲和博大4大品牌专营公司。 推进以泸州老窖公司为主导的“直分销”模式, 积极引入核心分销商、核心终端和优秀经理人团队, 实现了对全国销售强势、弱势及空白区域统筹覆盖。深入实施“双124”工程, 目前实现控制核心终端6.8万余家。

资料来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

目前股份公司销售体系主要包括两部分, 一是负责中高端品牌运作的品牌专营公司, 二是博大公司, 主要负责头曲、二曲等低端酒类的销售推广。销售体系全面覆盖公司主推的五大单品。

图 17: 泸州老窖公司销售组织架构



资料来源: 公司年报, 广发证券研究发展中心

新管理层逐渐淡化“柒泉模式”，力推品牌专营模式。共组建了国窖、窖龄、特曲三大品牌专营公司，以经销商控股为纽带，由柒泉模式下的按区域管理转为按品牌管理。

柒泉公司不利于突出核心产品，终端掌控力较弱。柒泉公司按区域划分，由经销商和销售人员共同入股组建。销售直接“外包”给柒泉公司，并通过合约、制度、利益来进行约束。终端管控及费用投放的职能都由各柒泉公司承担。在行业调整期，出于自身利益考虑，柒泉公司会倾向于选择利润空间较高、周转较快的产品进行推广，不利于核心产品的突出，公司对于终端的控制力较弱。

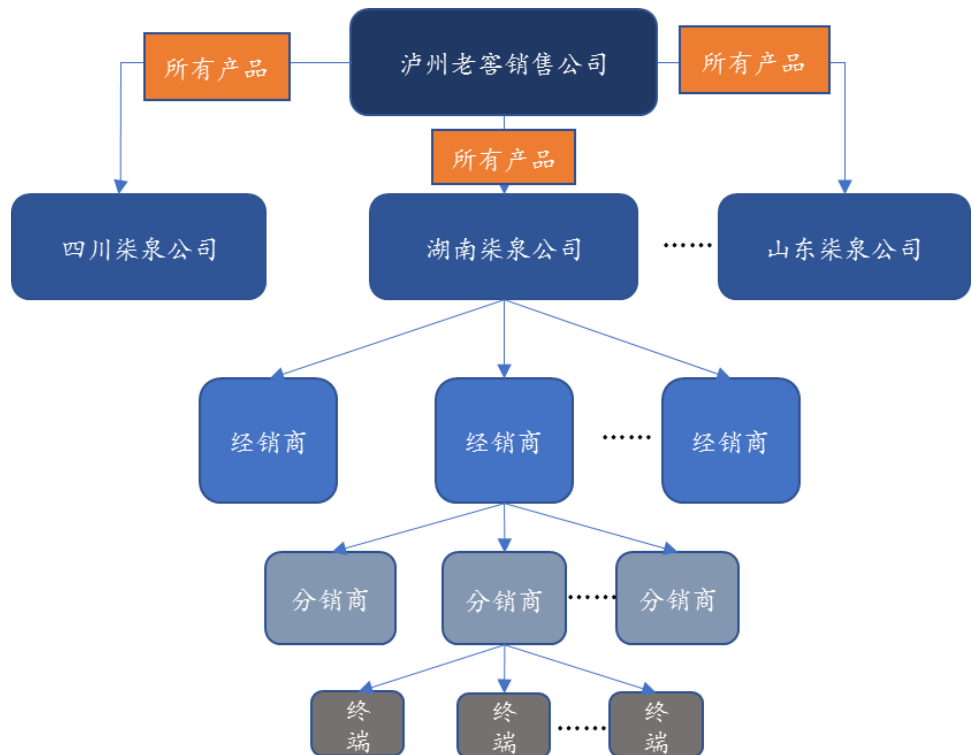
品牌专营模式提高公司终端掌控能力。三家专营公司将三个中高端品牌分开运作，每个专营公司各设数十个子公司，用于管理不同区域的销售情况。渠道扁平化运作，下游只设一级经销商、团购商或终端，大幅缩减了渠道中间层级。费用按照公司要求投放市场，渠道终端完全由直营公司掌控。此外，通过分红稳定提高经销商积极性，整合各地区经销商，实现价格体系统一。品牌专营模式下，费用投入、价格制定、品牌维护得到有效聚焦，有利于发挥专营公司的专业运作优势，同时呼应公司大单品战略，逐步理顺各个单品的渠道运作体系，有效提升公司的终端管控力度。

图 18: 柒泉模式与品牌专营模式的比较

柒泉模式	品牌专营模式
<ul style="list-style-type: none"> 以区域为划分依据进行销售，销售直接“外包”给柒泉公司，区域经销商以入股形式与公司形成利益共同体。 渠道链条较长，终端管控职能落在经销商，销售前移，厂商掌控力不高。 以当年订单量入股，公司将产品以折扣价形式给柒泉公司，片区经销商从柒泉拿货，不同渠道拿货成本不一致，易导致终端价格体系混乱，利润导向下不利于大单品的培育。 	<ul style="list-style-type: none"> 以品牌为划分为国窖、窖龄、特曲酒类销售有限公司以及博大酒业公司，有利于发挥各专营公司的专业运作优势。 扁平化运作，扩大销售队伍规模，大幅改善渠道掌控力，同时对经销商资金占用减少，保证产品周转。 以现金、实际销量入股，严厉政策杜绝窜货现象。各专营公司与股份公司按照内部价结算。 费用投放、价格管理、品牌推广及渠道管控得到有效聚焦，有利于大单品战略的推进。

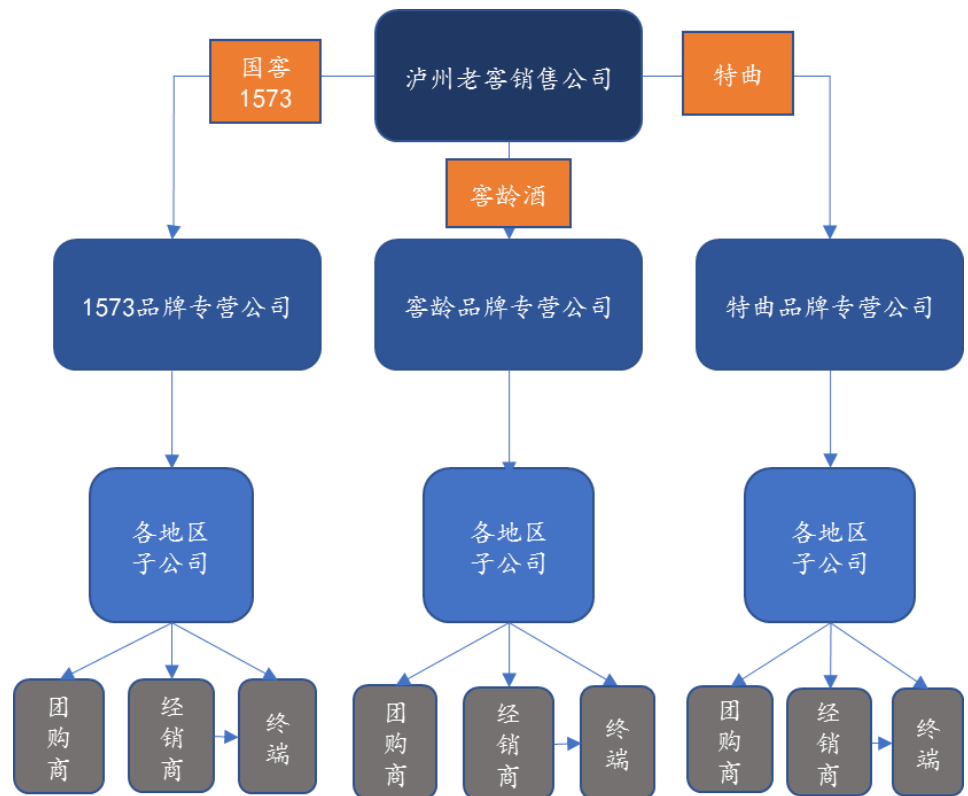
资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 19: 柒泉模式以区域划分经销商，渠道层级多



资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 20: 品牌专营模式下缩减渠道层级，突出大单品运作



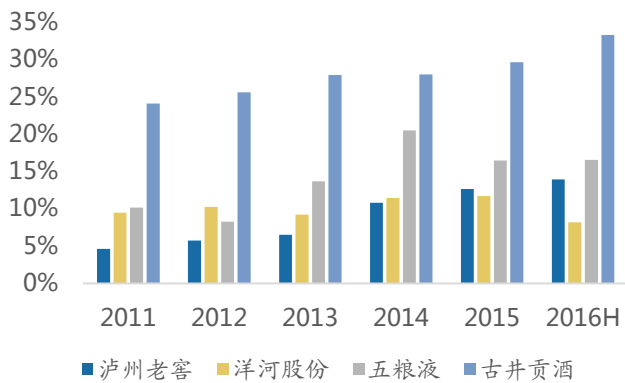
资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

（三）公司积极扩张渠道，加大市场投入，多地销售快速恢复

加大销售人员规模，建设销售人员激励机制。在推行以品牌专营为核心的营销模式以来，公司大幅增加销售人员规模，按照属地化和专业化选聘相结合的方式扩充销售团队。至 2017 年初，国窖、窖龄、特曲和博大 4 大品牌公司的一线销售人员增至 7000 余人。同时，公司坚持“创效分享、损失埋单、增利增收、减利减薪”的分配方针，设置与销售目标实时挂钩的动销考核机制，启动员工专业级和行政级“双通道”职业晋升机制和分层激励考评机制建设，在制度上实现市场化的团队激励。

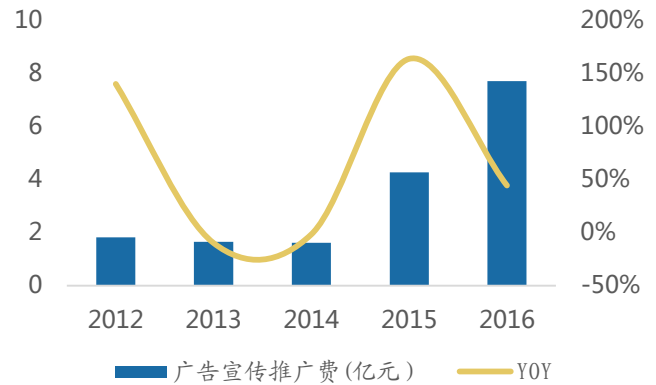
销售投入加大，多方位立体营销。在新管理层上任之前，公司的销售费用基本保持在 5 亿左右，销售费用率仅为 6% 左右，远低于五粮液、洋河股份等其他酒企。随着渠道模式的改善和大单品战略的推进，公司逐渐加大在销售费用上的投入，且终端陈列、广告投放策略均聚焦五大核心单品，充分利用网络视频、电台、平面媒体、户外广告等进行全方位宣传，精准投放，立体覆盖。并且在里约奥运会女排夺冠之战、博鳌企业家生态论坛、两会、杭州 G20 国际首脑峰会、神十一与天宫二号对接等重大活动中成功植入宣传。2016 年销售费用为 15.39 亿元，同比增加 76.14%，为近年来新高。其中广告宣传推广费达到 7.71 亿元，同比增长 44.51%，销售费用率提升至 18.54%。

图 21: 公司销售费用率近年来逐年提高



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

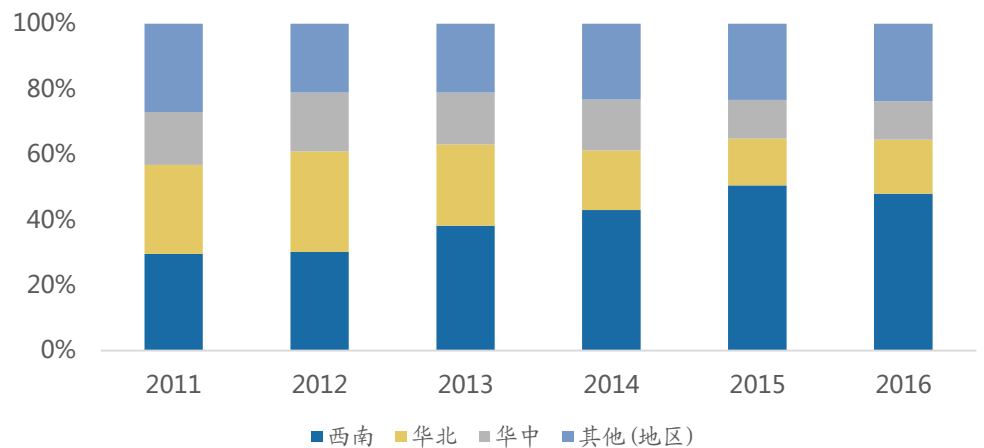
图 22: 广告营销投入明显加大



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

恢复原有优势市场销售, 拓展新市场。公司目前销售主要分布在西南地区, 其次是华北和华中地区。从近两年财报数据看, 泸州老窖在上述地区已经实现了较快的恢复性增长。华东、华南经济相对发达, 消费层次较高, 且华东地区作为五粮液的根据地, 对浓香型白酒具有良好的产品受众基础。2016 年秋季糖酒会上, 公司管理层表示 2017 年销售重点将战略聚焦华东、华南市场两个薄弱市场。

图 23: 泸州老窖区域收入分布 (亿元)



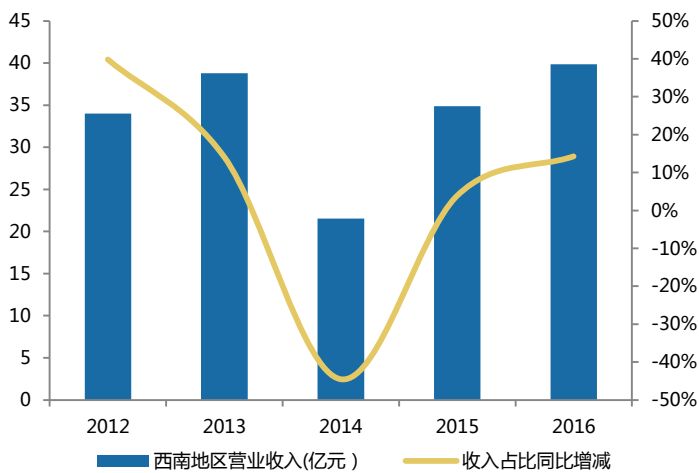
资料来源: wind、广发证券发展研究中心

- **西南地区收入占比50%左右, 2016年回到历史高点。**西南地区营业收入基数最大, 2016年收入占比50%左右。西南地区收入2014年同比大幅减少45%, 仅为22亿元。此后公司在品牌专营模式下, 重新梳理渠道, 销售恢复。例如成都市场, 公司成立国窖1573品牌专营公司成都子公司久泰公司, 开始以直营模式开发烟酒商店、商业超市、餐饮企业终端, 或者对接经销商, 加强品牌管控力度, 使成都地区国窖1573销量回到历史高点。2016年西南地区收入40亿元, 超过2013年高点39亿元。
- **华北地区收入占比15%左右, 14-16年复合增速23%。**华北地区既有区域性名酒衡水老白干、牛栏山等争霸, 也有全国性名酒茅台、五粮液、洋河、郎酒等加入竞争, 泸州老窖在华北地区营业收入基数较大, 2016年收入占比17%。2014年华北地区收入下滑64%至9亿元, 此后公司在品牌专营模式下, 加大渠道扩张, 建立鹿泉华北生产基地并与博大公司当地品牌运营商合作, 旨在背靠河北, 发

力京津冀市场并拓展山东、河南、陕西、内蒙、辽宁市场。之后，华北地区区域贡献逐步提升且收入快速增长，从15年收入占比14%提升至16年收入占比17%，14至16年华北地区收入复合增速23%。

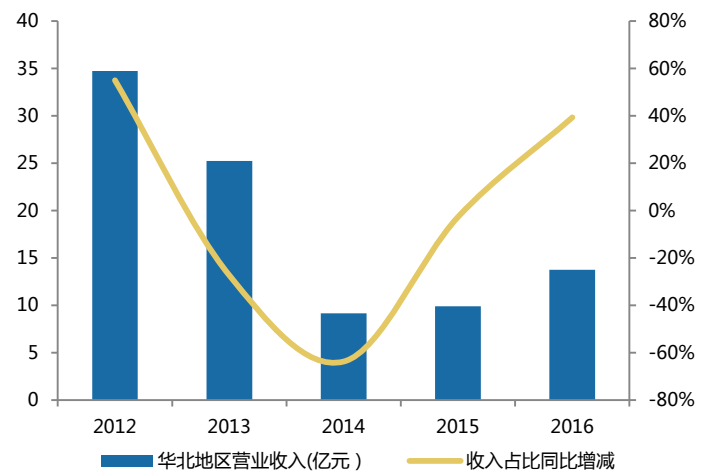
- **华中地区收入占比15%以下，14-16年复合增速12%。**华中地区区域性名酒酒鬼、白云边、宋河等在各自优势地区占领市场，也是全国性名酒古井贡酒等产地所在，泸州老窖在华中地区营业收入基数最小，2016年收入占比12%。2014年收入同比大幅减少52%至8亿元。此后公司在品牌专营模式下，加强渠道管理，收入恢复性增长，14至16年华中地区收入复合增速达12%。
- **其他地区收入占比20%以上，14-16年复合增速30%。**其他地区尤其是华东和华南地区经济水平和收入水平高，市场容量高，未来具有较大发展空间。泸州老窖不断加强对华东、华南薄弱市场的开拓，在华东、华南组建专业的品牌推广队伍，同时对上海子公司进行改革，经过一系列努力，其他地区16年收入20亿元，占比24%，14-16年复合增速高达30%。

图 24: 西南地区营业收入重回历史高点



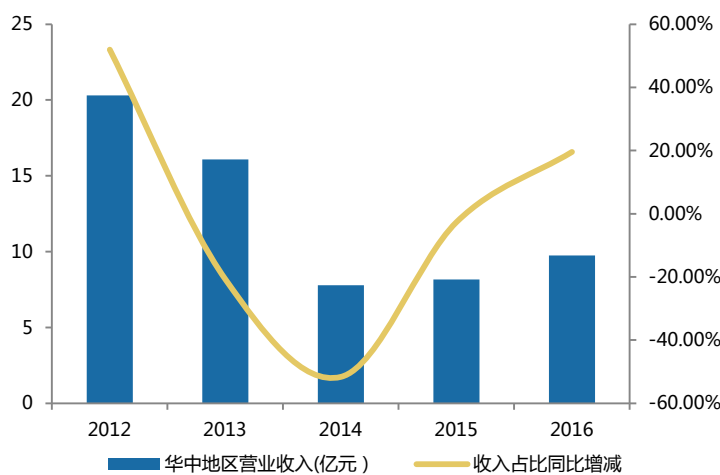
资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 25: 2014-2016 年华北地区收入复合增速 23%



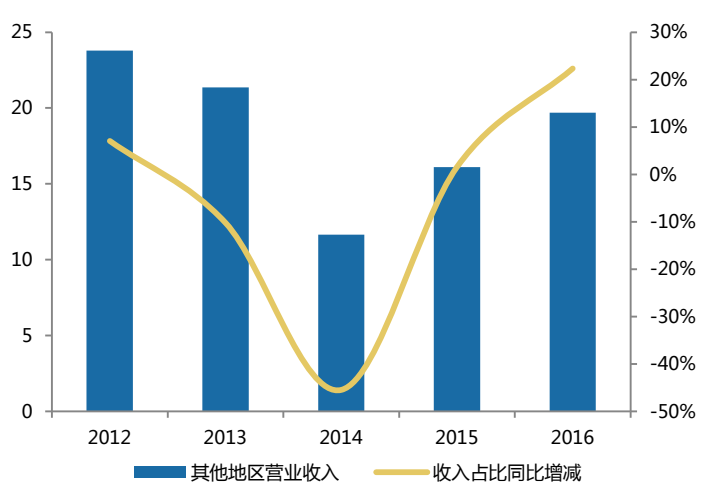
资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 26: 2014-2016 年华中地区收入复合增速 12%



资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 27: 2014-2016 年其他地区收入复合增速 30%



资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

综合来看，泸州老窖的市场渠道扩张初见成效。目前，“四总三线一中心”营销组织架构已经搭建完毕，北京、郑州、西安等全国“7大营销服务中心”已经建成运行，原有20余支营销团队已经统一整合为国窖、窖龄、特曲和博大4大品牌专营公司，公司按照属地化和专业化选聘相结合的方式推动销售团队扩充，4大品牌公司一线销售团队人数增至7000余人，较2014年同比增长416%。这一系列市场投入和渠道扩张的努力正使公司整体销售渠道在全国范围内的布局逐步形成。未来若干年内，泸州老窖有望恢复在华北和华中地区的市场并扩大在其他地区的市场，带动整体收入的放量增长。

三、预计未来三年国窖收入增速 30%以上，盈利能力快速提升

（一）公司聚焦国窖 1573、特曲、窖龄，中高档酒收入快速增长

2016年，公司继续坚持五大单品战略。目前，泸州老窖产品结构层析清晰，国窖1573定位高端，终端价格700元以上；窖龄酒定位次高端、中端，终端价格200-500元；泸州老窖下特曲定位中端，价位200-400元；头曲和二曲定位低端，价位50-300元。

表 4：2016 年泸州老窖产品主要结构

定位	核心产品	终端价格 (元/500ml)	销售规模	主要竞争对手
高端白酒	国窖 1573	709-899	29.20 亿元	茅台、五粮液、洋河梦之蓝等
中端白酒	窖龄酒	90 年：378-408 60 年：278-328 30 年：198-238	27.91 亿元	酒鬼酒、海之蓝、今世缘、口子窖等
	特曲	198-328		
低端白酒	头曲	68-218	23.63 亿元	浏阳河、湘泉、开口笑等
	二曲	72-128		
	其他	-		

数据来源：官方商城、京东旗舰店，wind，广发证券发展研究中心

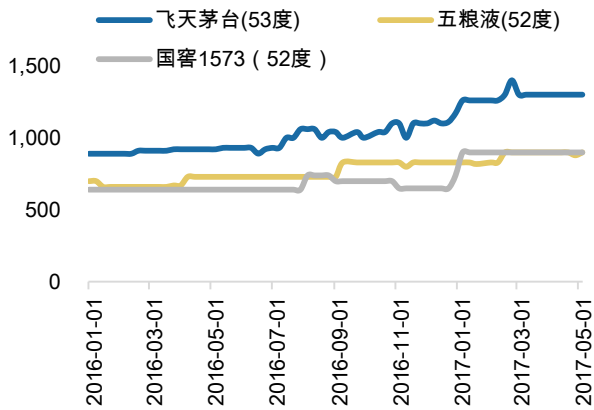
● 国窖1573量价齐升，预计未来三年其收入增速30%以上

国窖1573是公司形象产品，定位高端，14-16年收入复合增速80%。国窖1573定位浓香国酒，终端价在700元以上，是泸州老窖占领高端市场的核心产品。国窖1573收入在经历14年仅8.98亿元的断崖式下跌后，从15年开始进入恢复性增长，16年收入已经达到29.20亿元，14-16年收入复合增速约80%左右

战略聚焦和渠道拓展是国窖1573快速增长主要原因之一。（1）国窖1573作为公司核心产品，在品牌推广及市场资源分配上得到公司战略聚焦，并形成国窖1573经典装、中国品味等高端产品体系。（2）渠道上实施“双124”工程，在全国范围内掌控众多核心网点，成立国窖1573品牌专营公司，提高终端掌控力。

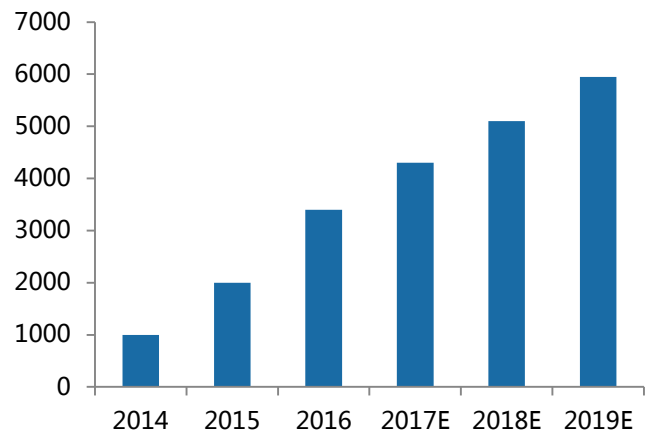
预计未来三年国窖1573收入有望保持30%左右复合增速。（1）未来三年受茅五终端价格提升的影响，国窖1573价格有望继续上行，据wind数据，其出厂价2017年初从620元提升至680元，未来仍有一定提升空间。（2）受益于高端酒市场快速增长以及公司渠道扩张，我们预计到2019年国窖1573报表口径销量有望达到6400吨左右，2016-2019年销量复合增速有望达23%左右，叠加价格提升，我们预计2016-2019年收入有望保持30%左右复合增速。

图28: 三大高端白酒16年后终端价格逐步提升



数据来源: 京东, 广发证券发展研究中心

图29: 我们预计国窖1573销量预计未来稳步增长(吨)



数据来源: 研究员对经销商草根调研, 广发证券发展研究中心

● 公司重塑窖龄酒形象及价格体系, 渠道不断下沉, 未来收入有望快速增长

公司对窖龄酒重新定位并全面控货, 重塑其商务形象及价格体系。作为公司中档酒的重要单品之一, 窖龄酒过去一两年销售不太理想, 一方面是价格混乱, 占位与特曲重叠, 另一方面销售增长较缓慢, 15年收入预计只有特曲的一半左右。公司主动调整其产品定位及销售策略, 窖龄酒逐步进入正轨。(1) 公司为此将窖龄酒重新定位, 将产品重心将从窖龄30年, 逐渐调整至窖龄60年和窖龄90年。升级后的窖龄90年瞄准次高端商务消费市场, 打造“商务蓝”的市场独特印记。配合产品重新定位, 窖龄酒请来孟非、汪涵、华少为其代言, 以转变其产品形象。(2) 对窖龄酒全面控货, 2017年5月开始公司开始执行窖龄酒全品项计划配额售卖制度, 窖龄酒价格体系得到有效重塑。

窖龄酒销售策略调整, 为销量恢复增长保驾护航。窖龄酒公司将“社群盘中盘”作为消费者培育模式, 将“宴席大礼包”作为宴席突破模式, 将“终端321工程”作为市场基础建设模式。公司围绕三个模式进行运营整合, 明确市场观念和 sales 目标, 为销量增长保驾护航。与此同时, 窖龄酒已经形成了稳固的管理班子和团队, 销售团队也逐渐壮大, 2016年窖龄酒的销售团队已经从200人增加到800人左右。通过实施“全部扑向市场, 一切为了销量”的销售策略, 预计未来销量有望稳定增长。

窖龄酒渠道下沉布局全国市场。2017年, 泸州老窖加快占领县级市场, 旨在通过放低经销商准入门槛扩大县级招商的规模。首单门槛降低, 窖龄和特曲首单均为50万起步, 县级市场年任务约为百万元, 季度指标低至20余万, 也就是一般区域品牌的门槛。此举旨在通过新渠道力量的补充, 有计划、有步骤地推进公司五大战略单品的全国性招商活动。预计通过渠道下沉窖龄酒将进一步打开全国市场, 促进销售增长。

● 特曲品牌和渠道建设不断加强, 销量快速回升

泸州老窖特曲销售快速回升, 2016年预计销售额19亿元左右。特曲终端定价200元左右, 是公司腰部另一重磅单品。2014年特曲销售额仅几亿元, 后经过公司转型

努力，2016年销售额预计达到二十亿左右。目前，公司已经完成了样板市场打造，包括聊城、南阳、信阳、驻马店等多个5000万以上的样板市场。同时，公司还通过开发新市场，尤其是2016年一年开发280多个新市场，实现销量快速回升。同时，特曲社会库存回落到合理水平，并实现顺价销售，且终端价格不断上行。

特曲的品牌建设不断加强，带动终端价格提升。在品牌战略上，按照股份公司大单品战略，泸州老窖特曲产品按照“一体两翼”进行布局，即以（泸州老窖特曲老字号）为主体，以（泸州老窖特曲纪念版）和（泸州老窖特曲晶彩）为另外的两翼。泸州老窖特曲主要以次高端价格带的商务和民间消费为目标细分市场。其中：泸州老窖特曲老字号和晶彩市场实际成交价为200元左右价格带；纪念版特曲市场实际成交价为300元左右价格带。在品牌宣传上，从去年开始公司在新品的一些突破性市场都进行了店面形象的建设，同时在央视和地方电视台以及新媒体方面投入也较大。

特曲的渠道建设不断下沉，保障未来销量增长。在渠道策略上，变被动防守变为主动进攻；从原来的把货卖给经销商转变为帮助经销商保护带领消费者，从原来的经销商做市场转变为厂商媒体共同来做市场，从依靠经销商对消费者进行推广，到以企业为主体向消费者进行推广主动承担泸州老窖市场开发与拓展的企业责任。在市场布局方面，经典版主要投放华东、华南，以及一些消费层次比较高的县级市场，晶彩版主要投放老字号市场的空白。在团队支持上，公司对老字号团队和新团队实行分立，团队人数也从2013年成立之初的不到150人到2017年1500多人。

（二）产品结构升级和核心产品提价，带动公司盈利能力不断提升

1、核心产品进入提价通道，毛利率将继续上行

以国窖1573、窖龄和特曲为代表的泸州老窖三个核心单品去年到今年均有不同程度提价。据wind数据和草根调研，国窖1573今年3月从620元提升至680元，涨幅约10%；特曲从2016年初143元/瓶，涨至2017年计划内168元/瓶、计划外188元/瓶；窖龄价格也小幅上调。

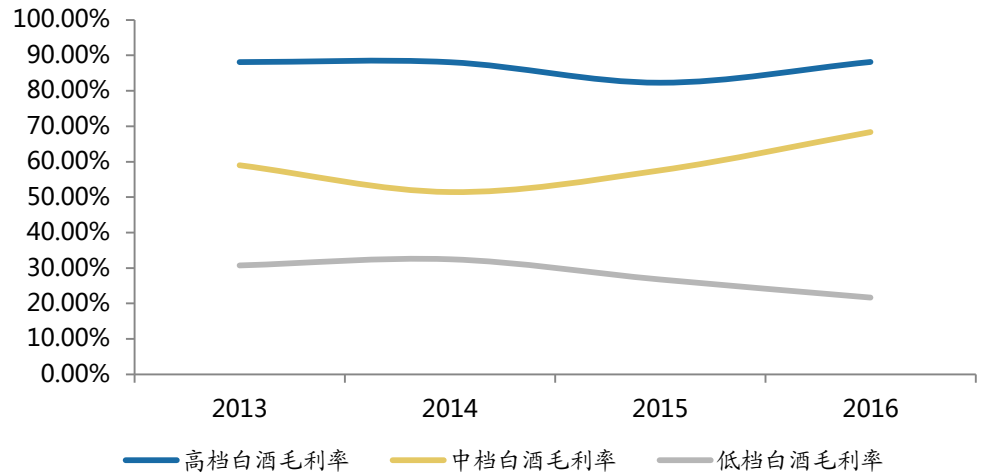
表5：泸州老窖三大核心单品2016年来逐步提价

产品	时间	提价政策
国窖1573	2017年3月	出厂价从620元上涨至680元。
泸州老窖特曲	2016年初	高度特曲供货不低于860元/件，即143元/瓶。
	2016年11月27日	特曲一瓶上涨24元，一件上涨148元，价格1008元/件。
	2017年3月1日	特曲计划内不变，计划外53度188元/瓶，45度178元/瓶，38度168元/瓶。
泸州老窖窖龄酒	2016年12月1日	取消窖龄酒30年、60年常规费用支持，停货前每瓶有20元费用支持。
	2017年5月3日	窖龄30年单价上调10元、执行终端计划配额制度。

资料来源：wind，微酒，广发证券发展研究中心

由于产品提价及销售逐步顺畅，中高档酒毛利率从2014年开始呈上行趋势。其中中档白酒毛利率的提升幅度较大，从2014年51.40%提升至2016年68.37%；高档白酒毛利率则小幅上升，从2014年88.06%提升至2016年88.13%。

图 30: 泸州老窖各档白酒毛利率 (%)



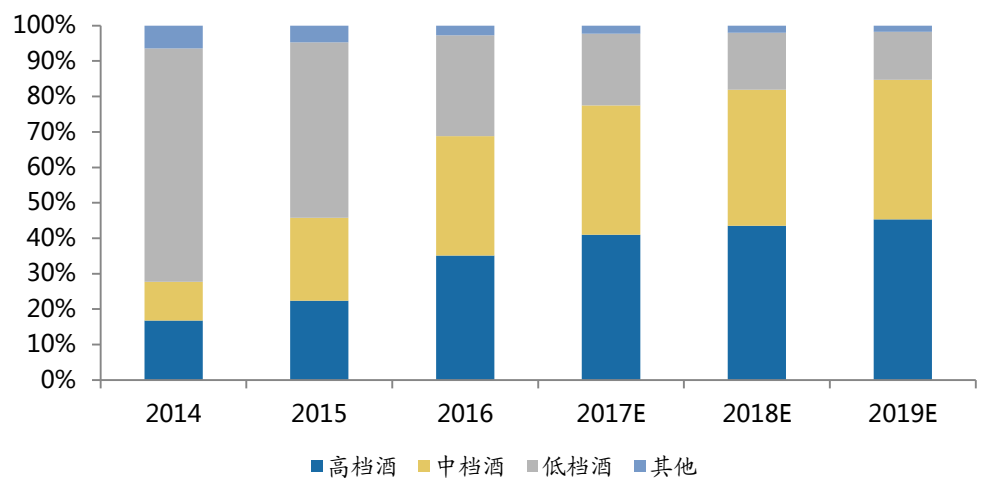
资料来源: wind、广发证券发展研究中心

预计提价将带动2017年高档酒及中档酒毛利率分别提升1个及4个百分点左右。
(1) 公司核心产品国窖1573在2017年3月提价10%，假设单位产品成本不变，预计提价将带来毛利率提升1个多百分点。(2) 由于2016年年底到2017年年初特曲和窖龄均有提价，预计中档酒价格提升15%左右，假设单位产品成本不变，预计提价将带来中档酒毛利率提升4个百分点左右。

2、中高端白酒占比提升明显，毛利率将继续提升

中高端白酒占比从2014年28%提升至2016年69%，预计到2019年将达到85%左右，产品结构升级明显。其中高档酒收入占比从2014年17%提升至2016年35%，中档酒收入占比从2014年11%提升至34%。未来随着高档酒国窖1573快速增长，及中档酒特曲和窖龄放量，中高端酒占比有望在2019年达到85%。

图 31: 泸州老窖中高端白酒收入占比不断提高

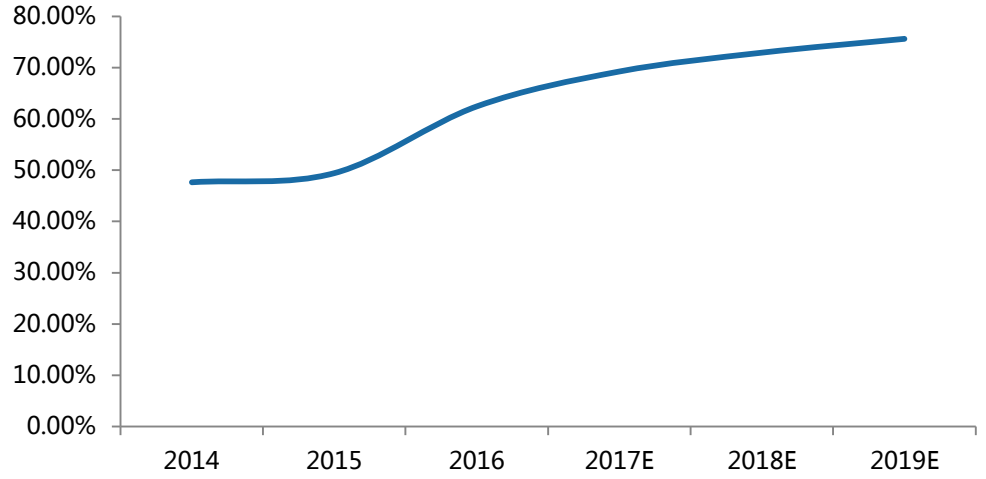


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

产品结构升级将带动公司整体毛利率不断提升。2016年公司高档酒、中档酒、

低档酒毛利率分别为88%、68%、22%，中高档酒占比提升将带动公司毛利率大幅提升。2016年公司酒类毛利率为62.43%，较2014年提升了14.82个百分点，预计到2019年公司酒类毛利率有望达到75%左右。

图 32：泸州老窖酒类整体毛利率上升明显



资料来源：wind、广发证券发展研究中心

四、盈利预测

对公司未来收入增长主要假设如下：2017-2019年高档酒收入增速分别为42%、31%、26%；中档酒收入增速分别为32%、25%、22%；低档酒收入增速分别为-13%、-5%、0%。

由于国窖1573、窖龄、特曲价格呈上升趋势，中高档酒毛利率呈上行趋势。由于博大仍在清理调整中，低端酒毛利率仍处较低水平。

表 6: 预计泸州老窖产品结构拆分情况

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
高档酒 (国窖 1573)	量(吨)	1000	2000	3400	4400	6400	
	YOY		100.00%	70.00%	29.41%	22.73%	18.52%
	价(万元/吨)	89.84	77.09	85.89	94.47	101.09	107.15
	YOY		-14.19%	11.40%	10.00%	7.00%	6.00%
	收入(亿元)	8.98	15.42	29.20	41.57	54.59	68.58
	YOY		71.62%	89.39%	42.35%	31.32%	25.63%
	毛利率	88.06%	82.31%	88.13%	90.00%	91.00%	92.00%
毛利(亿元)	7.91	12.69	25.73	37.41	49.67	63.09	
中档酒 (特曲、 窖龄)	量(吨)	4000	9500	13954	16187	18453	20851
	YOY		137.50%	46.88%	16.00%	14.00%	13.00%
	价(万元/吨)	14.65	17.04	20.00	22.80	25.08	27.09
	YOY		16.35%	17.34%	14.00%	10.00%	8.00%
	收入(亿元)	5.86	16.19	27.91	36.91	46.28	56.48
	YOY		176.32%	72.35%	32.24%	25.40%	22.04%
	毛利率	51.40%	57.53%	68.37%	72.00%	74.00%	75.50%
毛利(亿元)	3.01	9.32	19.08	26.57	34.25	42.64	
低档酒	量(吨)	184280	178571	160503	147663	143233	143233
	YOY		-3.10%	-10.12%	-8.00%	-3.00%	0.00%
	价(万元/吨)	1.91	1.91	1.47	1.40	1.37	1.37
	YOY		-0.08%	-22.92%	-5.00%	-2.00%	0.00%
	收入	35.22	34.10	23.63	20.65	19.63	19.63
	YOY		-3.18%	-30.72%	-12.60%	-4.94%	0.00%
	毛利率	32.43%	26.72%	21.62%	20.50%	20.00%	20.00%
毛利(亿元)	11.42	9.11	5.11	4.23	3.93	3.93	
其他	收入(亿元)	3.47	3.29	2.30	2.50	2.63	2.76
	YOY		-5.22%	-29.92%	0.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	90.57%	90.27%	83.25%	83.00%	83.00%	83.00%
	毛利(亿元)	3.14	2.97	1.92	2.08	2.18	2.29
综合	收入(亿元)	53.53	69.00	83.04	101.62	123.12	147.44
	YOY		28.89%	20.35%	22.38%	21.15%	19.75%
	毛利率	47.61%	49.40%	62.43%	69.17%	73.12%	75.93%
	毛利(亿元)	25.49	34.09	51.84	70.29	90.03	111.95

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

根据上述假设，我们预计公司2017-2019年分别实现收入101.62、123.12、147.44亿元，增速分别为22.38%、21.15%、19.75%；净利润分别为25.71、33.99、43.62亿元，增速分别为33.37%、32.18%、28.34%；EPS分别为1.83、2.42、3.11元，我们看好公司营销渠道恢复带动公司中高档产品收入快速增长，产品结构升级及提价带动利润将快速增长，给予买入评级。

风险提示

销售不达预期、费用大幅上行、食品安全事故

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	9373	9685	11262	13297	15971	
货币资金	3540	4765	5438	6269	7533	
应收及预付	2590	2268	2819	3402	4062	
存货	2860	2488	3004	3627	4376	
其他流动资产	383	164	0	0	0	
非流动资产	3808	3989	3652	3677	3704	
长期股权投资	1523	1712	1712	1712	1712	
固定资产	1111	1179	1107	1039	974	
在建工程	183	184	284	384	484	
无形资产	244	235	227	219	211	
其他长期资产	748	679	322	322	322	
资产总计	13182	13674	14914	16974	19674	
流动负债	2713	2463	2535	2840	3232	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	2713	2463	2535	2840	3232	
其他流动负债	0	0	0	0	0	
非流动负债	105	86	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	105	86	0	0	0	
负债合计	2819	2549	2535	2840	3232	
股本	1402	1402	1402	1402	1402	
资本公积	652	651	651	651	651	
留存收益	7996	8800	10025	11741	13999	
归属母公司股东权	10276	11031	12255	13971	16229	
少数股东权益	86	94	124	162	212	
负债和股东权益	13181	13674	14914	16974	19674	

利润表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
营业收入	6900	8304	10162	12312	14744	
营业成本	3492	3120	3133	3310	3550	
营业税金及附加	518	845	1034	1252	1499	
销售费用	874	1539	2185	2721	3258	
管理费用	439	544	695	842	1003	
财务费用	-58	-59	-62	-77	-95	
资产减值损失	1	1	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	298	225	200	200	200	
营业利润	1934	2540	3377	4464	5729	
营业外收入	43	42	0	0	0	
营业外支出	10	52	0	0	0	
利润总额	1967	2530	3377	4464	5729	
所得税	416	580	777	1027	1318	
净利润	1551	1950	2600	3437	4411	
少数股东损益	78	22	29	39	50	
归属母公司净利润	1473	1928	2571	3399	4362	
EBITDA	1740	2415	3296	4383	5647	
EPS (元)	1.05	1.37	1.83	2.42	3.11	

现金流量表		单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	153	2625	2031	2524	3395	
净利润	1551	1950	2600	3437	4411	
折旧摊销	162	158	180	195	213	
营运资金变动	-1300	711	-851	-909	-1030	
其它	-260	-194	101	-200	-200	
投资活动现金流	-110	-236	0	-20	-40	
资本支出	-79	-237	-200	-220	-240	
投资变动	-38	-2	200	200	200	
其他	7	3	0	0	0	
筹资活动现金流	-1191	-1169	-1358	-1673	-2091	
银行借款	0	0	0	0	0	
债券融资	0	0	-30	0	0	
股权融资	1	4	0	0	0	
其他	-1192	-1174	-1328	-1673	-2091	
现金净增加额	-1148	1219	672	831	1264	
期初现金余额	4710	3540	4765	5438	6269	
期末现金余额	3561	4759	5438	6269	7533	

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	28.9	20.3	22.4	21.2	19.8
营业利润增长	62.2	31.4	33.0	32.2	28.3
归属母公司净利润增长	67.4	30.9	33.4	32.2	28.3
获利能力(%)					
毛利率	49.4	62.4	69.2	73.1	75.9
净利率	22.5	23.5	25.6	27.9	29.9
ROE	14.3	17.5	21.0	24.3	26.9
ROIC	24.9	39.7	48.9	55.3	60.9
偿债能力					
资产负债率(%)	21.4	18.6	17.0	16.7	16.4
净负债比率	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5
流动比率	3.45	3.93	4.44	4.68	4.94
速动比率	2.37	2.88	3.22	3.37	3.56
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.62	0.71	0.77	0.80
应收账款周转率	815.05	1,029.9	912.50	912.50	912.50
存货周转率	1.23	1.17	1.04	0.91	0.81
每股指标(元)					
每股收益	1.05	1.37	1.83	2.42	3.11
每股经营现金流	0.11	1.87	1.45	1.80	2.42
每股净资产	7.33	7.87	8.74	9.96	11.57
估值比率					
P/E	25.8	24.0	27.6	20.9	16.3
P/B	3.7	4.2	5.8	5.1	4.4
EV/EBITDA	19.8	17.2	19.9	14.8	11.2

广发食品饮料研究小组

- 王永锋： 分析师，经济学硕士，9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名。
- 卢文琳： 分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 王文丹： 分析师，经济学硕士，3年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第三名团队成员。
- 张志遂： 联系人，经济学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。