

无惧短期扰动，改革红利渐次释放



核心观点

- **改革动作循序渐进，助力公司扬帆前行。**公司改革持续深化，渠道方面深入推进百城千县万店计划，强化专卖店，向小商模式转型，加大渠道下沉力度，符合渠道扁平化的趋势。人才方面推进千百十人才计划，加大核心人才激励力度，产品方面贯彻 1+3 高端酒策略，普五控量挺价，1618、低度、交杯高增补充，系列酒聚焦大单品，冲击百亿规模。产能方面规划新增原酒产能，扩大储酒能力，提高优酒率。自上而下逻辑逐步理顺，打开改善空间。
- **聚焦大单品，非标及系列酒放量补充。**高端酒行业扩容存在较好的消费基础，公司收缩 SKU，战略性聚焦大单品。普五控量挺价基础盘牢固，预计 17 年普五销量 1.2 万吨，实现个位数增速，普五出厂价均价及计划外价多次上移，预计全年均价在 760 元，价增 13% 左右。18 年普五控量挺价政策延续。其他高端酒中 1618、低度、交杯高速放量予以补充，系列酒集中大单品布局 4+4 品牌战略。我们测算 17 年普五：其他高端酒：系列酒收入占比分别达 50%：22%：23%。18 年政策导向下非标及系列酒仍将继续高速增长。
- **费用精细化+结构升级+提价，盈利能力持续攀升。**去年终端价格持续坚挺，公司逐步减少经销商补贴及返点政策。随管理精细化及收入增长摊薄效应，我们认为费用率将逐渐降低，叠加结构升级和提价，盈利能力有望创新高。
- **无惧短期扰动，红利渐次释放。**目前龙头策略导向下高端酒供需定价逻辑已失真，五粮液厂价提升将倒逼终端涨价，短期渠道利润阵痛不改长期改善趋势。高端白酒存在供需缺口，长期消费升级逻辑未改。且茅台基酒产能有限，公司竞品的量价压制预计逐步缓解，旺季放量淡季挺价逻辑未变，我们认为改革红利下公司各产品系列量价目标及渠道利润正逐步走向均衡。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2017-2019 年每股收益分别为 2.50、3.32、3.99 元（原预测 2.33、2.82、3.36 元），我们选择 A 股白酒版块上市公司的 10 家作为可比公司，目前可比公司 2018 年平均估值水平为 27 倍 PE，对应目标价 89.64 元，维持买入评级。
- **风险提示：**渠道利润弱化风险、价格不及预期风险

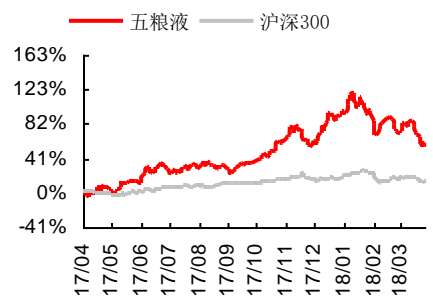
公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	21,659	24,544	30,069	39,049	46,643
同比增长	3.1%	13.3%	22.5%	29.9%	19.4%
营业利润（百万元）	8,246	9,237	12,879	17,129	20,616
同比增长	2.7%	12.0%	39.4%	33.0%	20.4%
归属母公司净利润（百万元）	6,176	6,785	9,483	12,596	15,149
同比增长	5.8%	9.9%	39.8%	32.8%	20.3%
每股收益（元）	1.63	1.79	2.50	3.32	3.99
毛利率	69.2%	70.2%	72.6%	74.3%	74.9%
净利率	28.5%	27.6%	31.5%	32.3%	32.5%
净资产收益率	14.9%	15.0%	18.9%	22.1%	23.2%
市盈率（倍）	40.8	37.2	26.6	20.0	16.6
市净率（倍）	5.8	5.4	4.7	4.1	3.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2018 年 04 月 02 日)	66.43 元
目标价格	89.64 元
52 周最高价/最低价	91.75/40.95 元
总股本/流通 A 股 (万股)	379,597/379,575
A 股市值 (百万元)	252,166
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2018 年 04 月 03 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-5.1	-9.5	-17.6	54.5
相对表现 (%)	-5.3	-6.3	-12.7	42.0
沪深 300 (%)	0.2	-3.2	-4.9	12.5



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖婵
021-63325888*6078
xiaochan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512070002

叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

联系人 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn

相关报告

业绩高速增长，费用率缩窄，盈利能力持续 2017-10-26 提升

消费税影响下利润维持高速增长，盈利能力 2017-08-28 持续提升

产品渠道变革进行时，浓香型龙头开启新 2017-06-29 篇章

目 录

一、改革动作循序渐进，助力公司扬帆前行	5
1.1 改革动作频繁，渠道、人才、产品战略循序推进	5
1.2 重视渠道建设，向小商模式转型	5
1.3 加强百城千县万店建设，提高终端掌控力	7
1.4 公司内部调整，激励政策增添增长新动力	9
二、聚焦大单品，非标及系列酒高增长补充	10
2.1 高端酒行业扩容存在较好的消费基础	10
2.2 产品战略聚焦大单品，普五控量挺价基础盘牢固	11
2.3 非标产品高增长推动高端酒放量	12
2.3.1 产品结构调整，计划外比重提高	13
2.3.2 五粮液 1618 性价比高存放量基础，支撑高端营收增长	14
2.3.3 五粮液低度市场空间巨大，华东市场高增长可期	14
2.4 双百亿目标下，五粮系列酒有望快速增长	15
2.4.1 系列酒缩减 SKU 产品聚焦，打造核心大单品	15
2.4.2 新品不断推出，4+4 战略推进	16
2.5 竞品压制趋缓，高端白酒瓶颈尚远，顺价下五粮液大有可为	17
2.5.1 茅台量价压制预计逐步缓解，营收有望持续超预期	17
2.5.2 渠道改革理顺价格体系，看好长期经销商利润回归	18
三、费用精细化+结构升级+提价，盈利能力持续攀升	19
3.1 精细化管理，费效比提升，消费税影响被逐渐消化	19
3.2 结构升级+产品提价，盈利能力持续攀升	20
四、无惧短期渠道阵痛，红利渐次释放。	20
盈利预测与投资建议	21
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图表 1: 二次创业活力十足.....	5
图表 2: 五粮液在全国的经销商超过 1100 家	6
图表 3: 五粮液经销商结构.....	7
图表 4: 前五大经销商销售金额占比逐年下降	7
图表 5: 五粮液在各省市经销商的数量.....	7
图表 6: 五粮液终端构成	8
图表 7: 公司积极开展品牌营销活动.....	8
图表 8: 17 年销售人员占比大幅度增加	9
图表 9: 公司大专及其以上员工趋势增加	9
图表 10: 五粮液“千百十人才工程”激励措施	10
图表 11: 五粮液 2016 年度利润分配方案后非公开发行股票发行方案	10
图表 12: 一千万以上的高净值人士数量增速明显	11
图表 13: 五粮液主要产品线	11
图表 14: 公司高端白酒销售超七成	11
图表 15: 主营业务收入 (百万元)	12
图表 16: 上市公司在集团公司营收占比逐年增加 (亿元)	12
图表 17: 17 年普五控量挺价基础盘牢固.....	12
图表 18: 五粮液高端白酒 18 年将继续持续放量 (万吨)	13
图表 19: 高端白酒吨价提高仅为 12%.....	13
图表 20: 普五综合价格不断提高 (元)	13
图表 21: 五粮液 1618 销量增速超 50% (吨)	14
图表 22: 五粮液 1618 和低度未来持续放量.....	14
图表 23: 国内白酒销量低度酒占比 9 成高	14
图表 24: 低度酒越来越受大众关注	14
图表 25: 主要的白酒低度市场及市场规模	15
图表 26: 五粮液低度销量增速明显	15
图表 27: 18 年系列酒营收超百亿 (百万元)	15
图表 28: 设立新的部门独立运营.....	15
图表 29: 五粮液主要系列酒营收 (百万元)	16
图表 30: 2016 年底系列酒营收构成	16
图表 31: 系列酒形成 4+4 品牌战略	17
图表 32: 公司价格逻辑下渠道利润有望继续提高 (元)	18
图表 33: 五粮液出厂价、一批价和终端价 (元/瓶)	18
图表 34: 五粮液毛利率持续提高.....	19

图表 35: 消费税调整影响被消化.....	20
图表 36: 费用投资效用提高.....	20
图表 37: 高端白酒毛利率稳中有升.....	20
图表 38: 五粮液盈利能力持续上升（百万元）.....	20
图表 39: 可比公司估值表.....	23

一、改革动作循序渐进，助力公司扬帆前行

1.1 改革动作频繁，渠道、人才、产品战略循序推进

改革春风起，二次创业活力十足。2017年3月李曙光任五粮液集团董事长，开启五粮液二次创业新征程。公司先后在渠道策略、人才策略、产品策略、产能规划方面进行了改革创新，公司自上而下逻辑理顺，打开改善空间。

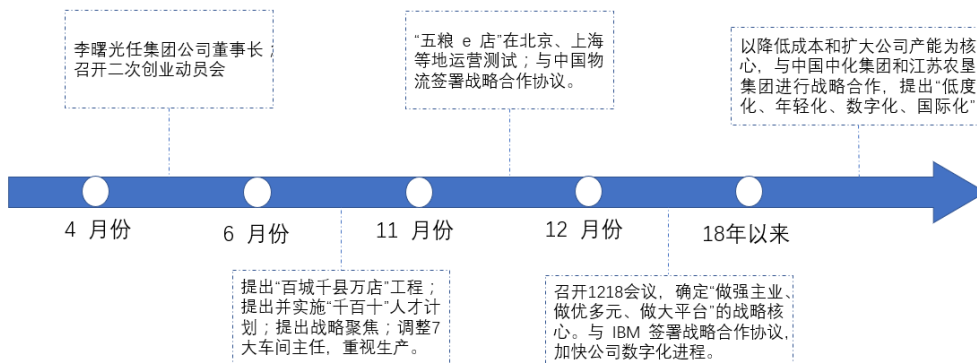
渠道策略：提出“百城千县万店”，着手渠道建设；通过计划量向小商倾斜，大商制逐步向小商转型，强化专卖店，加大渠道下沉力度。抓住新渠道发展契机，推出“五粮e店”等，

人才策略：提出“千百十”人才计划，加大核心人才激励力度，启动人才振兴之路。

产品策略：高端酒方面17年共1.7万吨，其中普五1.1万吨，18年预计高端酒做到2-2.1万吨，主要靠1618、低度、交杯走量，结构持续向上升级，系列酒进一步缩减SKU，聚焦大单品，提4+4方针，“五粮头特曲、五粮春、五粮醇、绵柔尖庄”+“五粮人家、百家宴、友酒、火爆”系列酒加大投入，力争今年规模冲百亿。

产能规划：扩大原酒产能（规划新增10万吨产能），扩大储酒能力（规划新增30万吨储酒能力至60万吨量级），提高优酒率（目前15%左右，长期有望提升至20%以上），与中国中化集团进行合作，酿酒专用粮食的自给率达到80%以上，其中红粮自给率力争达到100%，进而降低公司成本。

图表 1：二次创业活力十足

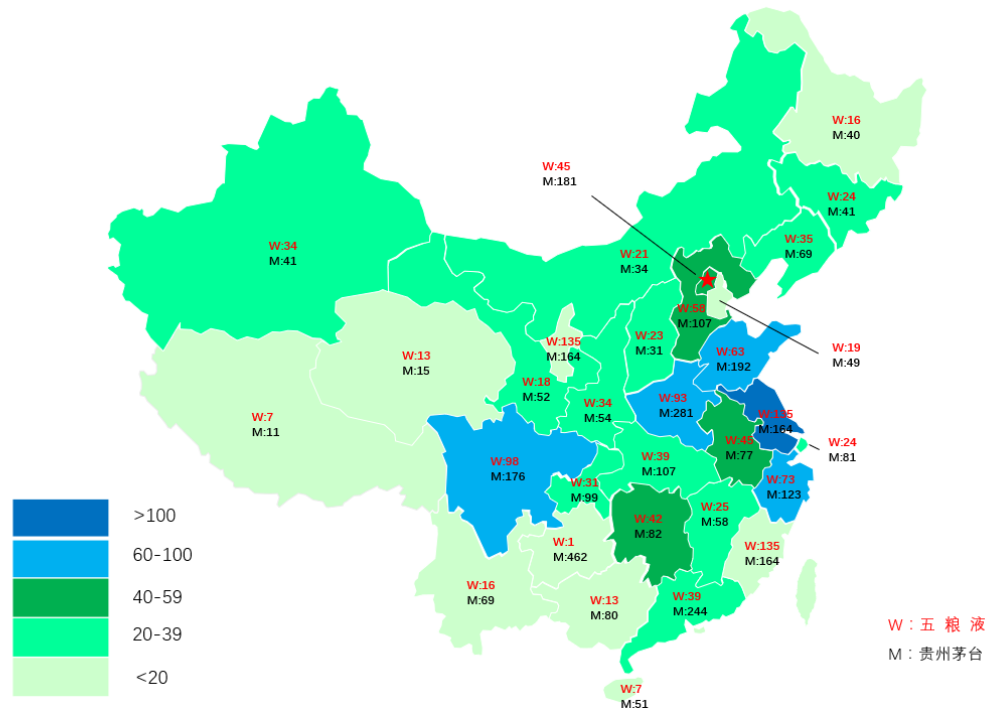


资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.2 重视渠道建设，向小商模式转型

加强渠道建设，增强渠道掌控力。公司依赖大商制扩张，但在酒企渠道精细化的背景下，公司正逐步向小商模式转型。公司17年新增经销商234家，截至目前，在全国共有1101家经销商，覆盖全国所有省市自治区直辖市（除台湾），预计今年完成1000个专卖店、10000个终端的基础建设。通过终端店面建设，公司将逐步增强对渠道的掌控。

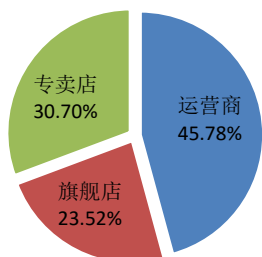
图表 2：五粮液在全国的经销商超过 1100 家



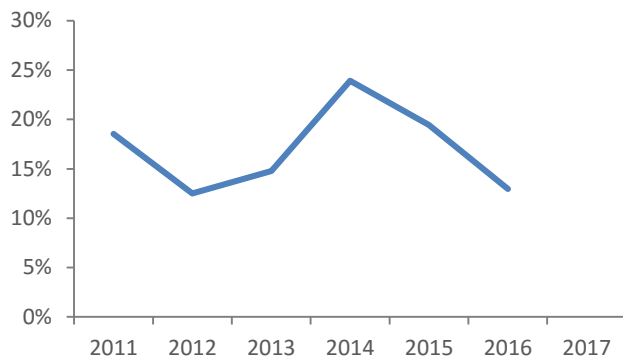
资料来源：茅台公司公告、五粮液公司公告、东方证券研究所

渠道下沉，推行“小商模式”，经销商结构进入深度调整时期。五粮液依靠大商分销起家，随着白酒市场深化改革，大商制度弊端显现：1) 大商没有动力进行渠道下沉，乡镇营销难达。2) 大商自身实力强大，削弱了厂家对终端的掌控力度。3) 大商议价能力强，侵蚀公司利润。公司目前推行“小商模式”，经销商结构优化为公司渠道下沉注入新动力，产品分销将更加精细。

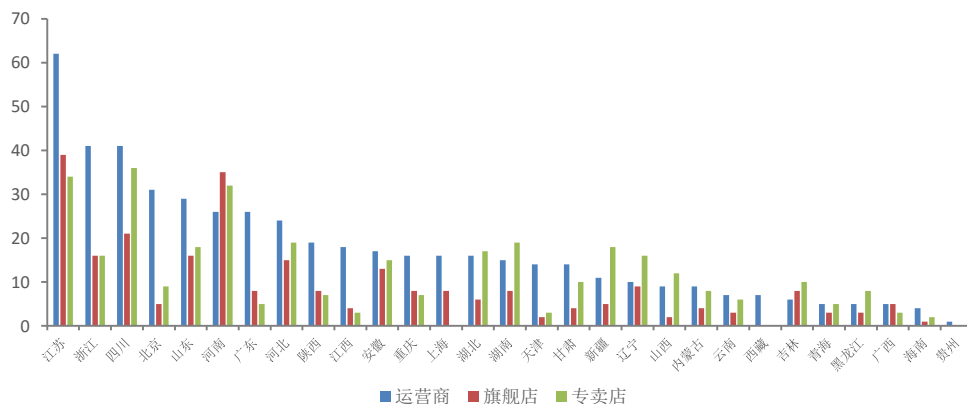
经销商结构调整，终端主攻专卖店。2017 年初公司布局专卖店速度显著加快，截至 2017 年底，公司新增专卖店超过 400 家，计划 2018 年新增 500-600 家，重点填补空白县级市场。18 年公司招商的政策以专卖店建设为主，保证经销商存量不变、增量加速、大商餐饮团购不招、以 3 公里内覆盖一家专卖店的原则进行布局。随着专卖店建设步伐的加速，2018 年专卖店的占比会进一步增加，经销商结构将更加合理。

图表 3：五粮液经销商结构


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 4：前五大经销商销售金额占比逐年下降


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 5：五粮液在各省市经销商的数量


资料来源：公司公告、东方证券研究所

1.3 加强百城千县万店建设，提高终端掌控力

目前五粮液终端仍以烟酒超市（30%）和商超（30%）为主，二者占比在 60%左右。为加强对终端的掌控力，2017 年 6 月 2 日，公司提出“百城千县万店”工程，加强核心区域开拓、核心门店建设、核心消费者培育，增强对终端的建设。就具体策略而言：加快酒庄俱乐部建设，强化核心消费群体-新经济领袖（互联网企业家），消费群体品牌 IP 化活动，并强化培训优化组织架构。

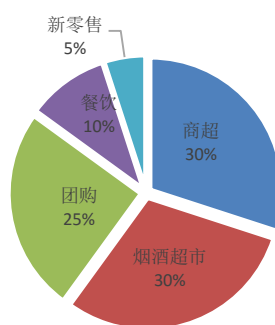
抢占高端市场，布局百个大中城市。大中城市是高端白酒竞争最为激烈的地方，公司“百城千县万店”的百城是打造上百个核心城市，优先完成在北上广深、省会等一、二线城市的布局，优先完成传统优势区域的终端建设。巩固优势市场和占领主要的高端白酒市场，提高公司高端品牌形象。

渠道下沉，深耕千家县级市场。消费升级带动高端白酒市场回暖，县级市场对中、高端白酒消费需求增加。据 18 年春节草根调研，三四线城市收入水平增加叠加棚户区改造影响，白酒市场消费升级明显，中高端市场潜力。公司提出“千县”计划，营销渠道下沉县镇，保证核心县区至少一家专

卖店。目前华东地区主要的县基本布局完成，华东拓展目标百亿，深耕县级市场对公司高端白酒扩容及渠道继续下沉乡镇打下坚实基础。

万店工程稳中有进，重点向终端营销转型。近 1 年来百城千县万店成绩斐然，目前公司已经完成 7000 家核心终端网点建设。终端俱乐部也在北上广、成都、郑州、宜宾进行测试。18 年公司终端建设将继续发力：1) 预计建成 1000 家专卖店，终端布局超过 10000 家。2) 加强线上线下一体的建设。形成五粮液专卖店之外的全国连锁加盟的终端体系。3) 是加快建设终端，完成 100 家全国性的连锁核心终端门店。4) 加快综合体验中心建设，设立 3000 个品鉴基地（店）。以终端为核心打造品牌力、树立品牌形象。引领中国浓香型高端白酒形象、品牌认知和品牌偏好是万店建设的重点，也是二次创业的核心。

图表 6：五粮液终端构成



资料来源：公司公告、东方证券研究所

积极开展营销活动，旨在提升品牌影响力。公司积极探索营销活动，与经销商和消费者深入互动，开展了携手五粮液幸福起航活动、中秋五粮液让世界更完美主题活动、京东“6•18”父亲节主题活动，五粮液文化之旅，与施华洛世奇共同打造产品等。营销深化提升公司品牌影响力，浓香型领军酒企形象深入人心。

图表 7：公司积极开展品牌营销活动

时间	营销活动
4 月	五粮液赞助的“2017 天府论坛”在四川成都举行，极大地扩大了以川商总会为核心的高端圈层的品牌影响力，也拉开了五粮液全年营销活动的序幕。
6 月 18 日	五粮液携手京东举办“6•18”父亲节主题活动。
6 月 27 日	2017 年夏季达沃斯论坛暨新领军者年会在大连举行，五粮液飘香达沃斯文化晚宴向全球递交中国白酒“国家名片”
6 月 28 日	五粮液与国际时尚品牌施华诺世奇打造的经典与时尚、中西相融的创新新品五粮液“缘定晶生”酒在上海发布。
8 月 19 日	携手核心经销商、核心客户共赴“幸福之约”，五粮液集团提供的天海新世纪号豪华邮轮海外游活动正式于上海起航。
中秋前	举行五粮液“和美盛宴•万店浓香”活动
10 月 23 日	铁腕整治白酒市场秩序，公司再出重拳处罚 36 家违规经销商，以维护市场秩序。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

11月19日 首批“五粮e店”，在上海、北京、广州、成都、郑州、宜宾六城上线

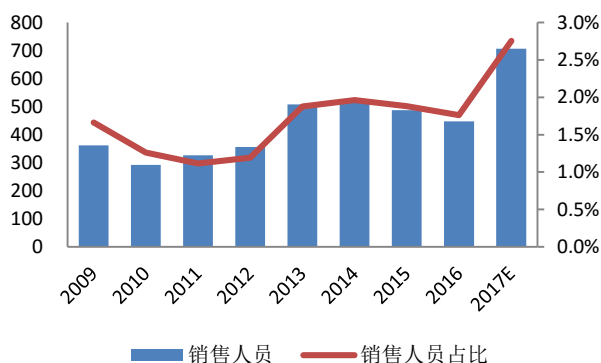
11月23日 苏宁易购&五粮液举办五粮液文化之旅，拉近产品与消费者距离

资料来源：公司公告，百度，东方证券研究所

1.4 公司内部调整，激励政策增添增长新动力

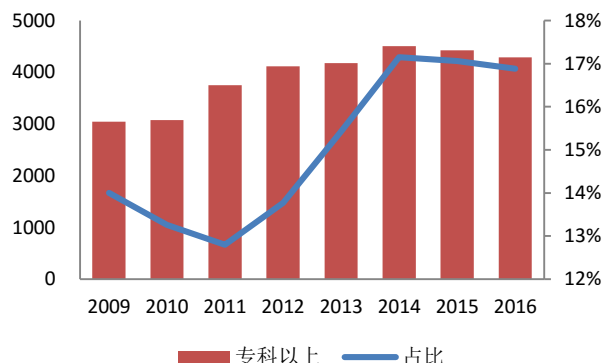
公司领导层换届，人才战略助力公司持续发展。2017年3月，李曙光任集团公司董事长，提出“百城千县万店”工程，决定走“全面转型、二次创业”之路。“百千万”计划建设推进中伴随着销售人员扩增，17年公司销售人员一共增加了260人，总人数突破700人。随着百千万推进，销售人员还会增加，当达到10000店的时候，预计人员将达到1000人左右。人才储备方面，公司对内部员工进行一次梳理，不同部门分类管理，重点培养，同时从国外名校和国内引进金融人才，支持公司投、融资。员工构成方面，2009年来大专以上的员工比例趋势增加，截至2016年底，占比达17%。

图表 8： 17 年销售人员占比大幅度增加



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 9： 公司大专及其以上员工趋势增加



资料来源：公司公告、东方证券研究所

启动千百十人才工程，激励机制深化创新。17年8月1日公司发布“千百十人才计划”。此次人才建设工程将遵循突出高端、分类施策、创新机制三大基本原则进行。计划培养和引进10名大师级高端人才，100名创新型拔尖人才，内部培育1000名优秀骨干人才。为引进和激励内部人才，公司对引进人才给予8-200万不等的安家激励，对在岗人员给予3-200万元不等的奖金激励。激励机制创新深化，公司激励改革将带来动力提升。

图表 10：五粮液“千百十人才工程”激励措施

人才类型	级别	引进人才安家激励 (万元)	在职人才奖金激励 (万元)
十人计划	—	200	200
	i	50	80
百人计划	ii	40	50
	iii	30	30
	i	15	15
千人计划	ii	10	8
	iii	8	3

资料来源：微酒传媒、东方证券研究所

混改方案落地，定增申请获批，员工、经销商与公司深度绑定。2015年10月公司计划实施员工持股计划，提出定增融资23.34亿元，2017年5月16日定增方案获得证监会批文，受16年年度利润分配方案影响，非公开发行价格调整为21.64元/股，定增融资18.54亿元，其中员工持股计划和经销商持股计划的定增股份有所增加，员工持股计划增加到2,373万股，占本次增发比例增加到27.7%；经销商持股计划增加到1,941万股，占本次增发比例增加到22.66%。员工持股比例和经销商持股比例增加，将员工、经销商和战略投资者三方利益与上市公司深度绑定，提高员工和经销商积极性，公司内部向心力、凝聚力空前。

图表 11：五粮液 2016 年度利润分配方案后非公开发行股票发行方案

认购对象	认购数量 (万股)	认购金额 (万元)	占非公开发 行股票比例	占发行后公司 总股本比例
国泰君安员工持股 1 号-宜宾五粮液第 1 期员工持股计划定向资产管理计划	2,373	51,348	27.70%	0.61%
国泰君安君享五粮液 1 号集合资产管理计划	1,941	42,012	22.66%	0.50%
泰康资产管理有限责任公司	2,410	52,154	28.13%	0.62%
华安基金管理有限公司	925	20,009	10.79%	0.24%
嘉兴凯联艾瑞投资合伙企业	918	19,873	10.72%	0.24%
合计	8,567	185,397	100.00%	2.21%

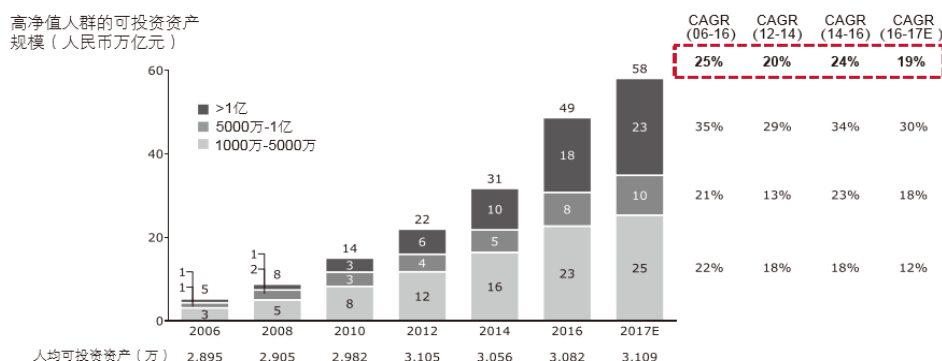
资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

二、聚焦大单品，非标及系列酒高增长补充

2.1 高端酒行业扩容存在较好的消费基础

高净值人士数量快速增长，超高端白酒持续受益。高净值人群的增长推动消费升级，多数超高端消费品都迎来了增长，白酒也在其列。目前，国内超高端白酒细分市场已全面迎来消费升级，进入品质消费阶段。从产业端来讲，整个行业的市场红利得到充分释放；从消费端来讲，消费者喝好喝少的意识不断深化。超高端白酒品牌因此享受到了消费升级的巨大红利。

图表 12：一千万以上的高净值人士数量增速明显

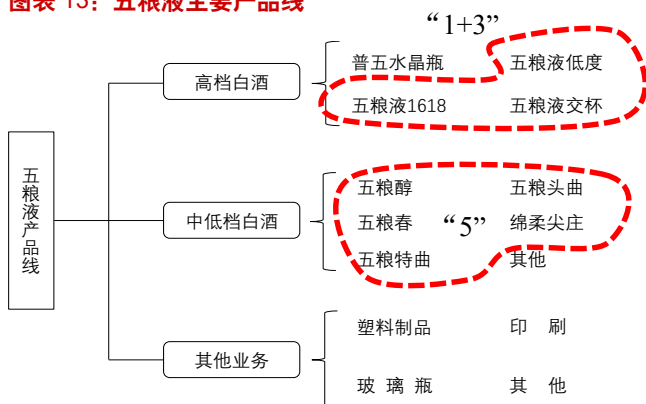


资料来源：招商银行、贝恩报告、东方证券研究所

2.2 产品战略聚焦大单品，普五控量挺价基础盘牢固

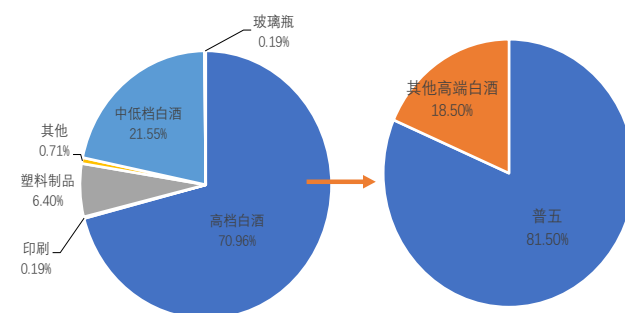
产品战略聚焦大单品，高端营收超7成。目前公司600元以上的高端市场实施“1+3”战略，开发普五上沿产品。高端白酒方面，公司聚焦普五（约占高档白酒的80%）的同时，向外延展至1618、低度、交杯；中低档白酒主攻五粮液系品牌，聚焦五粮春、五粮醇、五粮特头曲、六和液、绵柔尖庄五大品牌，具备全产品线放量基础。

图表 13：五粮液主要产品线



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 14：公司高端白酒销售超七成

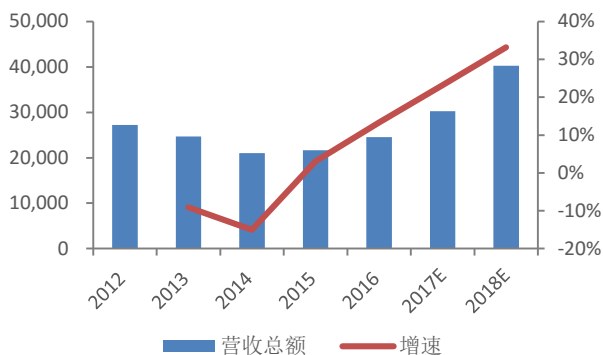


资料来源：公司公告、东方证券研究所

普五控量挺价基础盘牢固。2017年初提到普五缩量挺价的战略方针，但实际上减的只是运作不好的经销商的量，并由1618低度交杯等以及新增计划外量予以补充。随之而来高端白酒的强劲复苏使得普五在价格上扬的同时推动实现了量增。产品战略聚焦大单品，普五控量挺价基础盘牢固我们预计17年普五销量1.15万吨，实现个位数增速，普五出厂价均价全年多次上移，叠加计划外影

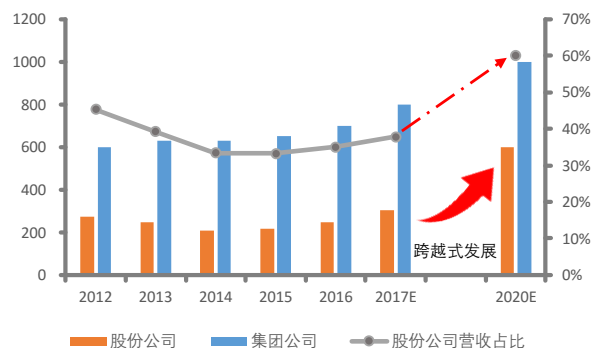
响预计 17 年均价在 760 元左右。由此可见，去年普五的增长主要来自于价格的上移。由于普五决定公司的基础盘，需要做价格对标以支撑品牌力。预计控量挺价政策将持续。

图表 15：主营业务收入（百万元）



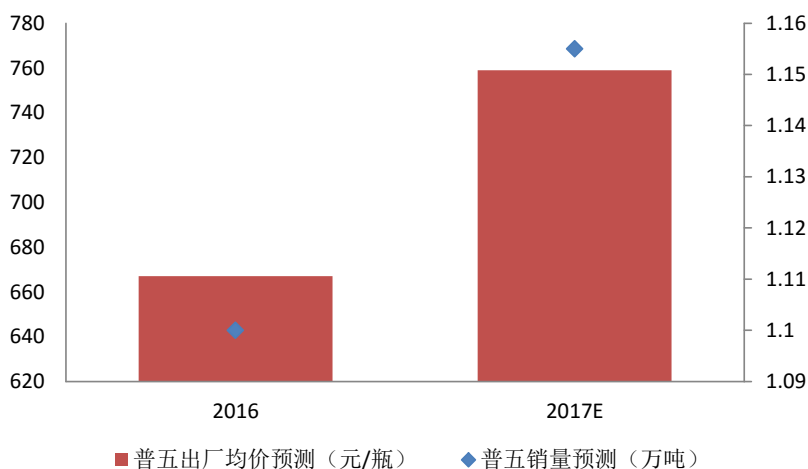
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 16：上市公司在集团公司营收占比逐年增加（亿元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

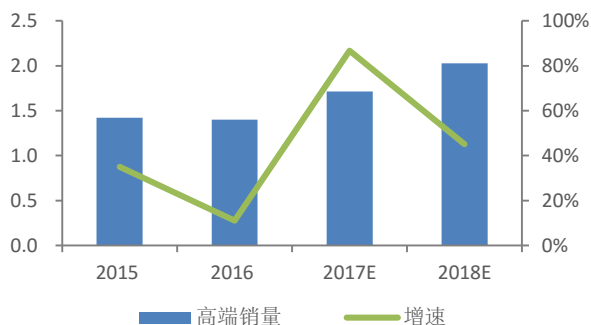
图表 17：17 年普五控量挺价基础盘牢固



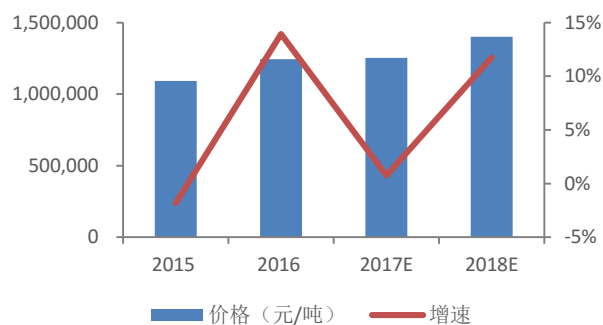
资料来源：公司公告、东方证券研究所，五粮液其他高端酒指：五粮液 1618、五粮液低度、五粮液交杯

2.3 非标产品高增长推动高端酒放量

高端白酒增速显著高于行业增速，行业向全国性名酒集中。17 年白酒行业销售额增速 14.4%。高端酒显著快于行业增速，商超渠道名酒增速达到 38%。行业向高端化升级，向全国性名酒集中，17 年茅台、五粮液、泸州老窖预计吨量分别达到 3 万吨、1.7 万吨、0.6 万吨，三大名酒占整体高端酒份额 90%以上，预计 18 年五粮液高端酒销量向 2 万吨迈进。

图表 18：五粮液高端白酒 18 年将继续持续放量（万吨）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

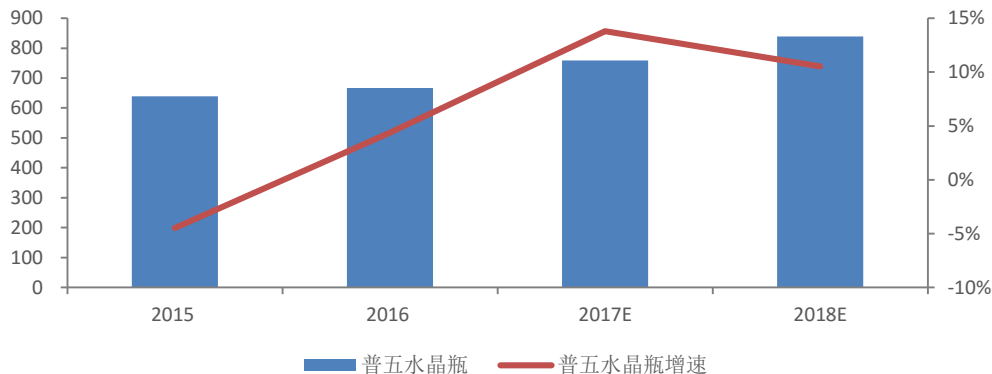
图表 19：高端白酒吨价提高仅为 12%


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.3.1 产品结构调整，计划外比重提高

提价空间尚存，盈利释放确定性强。发改委会议后名优酒企涨价潮暂时休整旗鼓，我们认为高端名酒价格仍在回归过程中，仍有进一步上升空间。原因如下：（1）高端白酒酿造受到基酒制作、窖池数量和生产周期的限制，且短期内难以扩容，供给端的稀缺性导致高端白酒价格持续上涨；（2）消费升级推动品牌消费加速回归，品牌集中度提升，有助于品牌力强、价格张力大、营销实力强的名优企业进一步抢占市场份额，增强定价权。（3）茅台已提出厂价，出于高端酒价格对标维护品牌力的诉求下，有望推动高端酒价格进一步上涨。

计划外占比提升，出厂价稳步提高。17 年普五计划外是 809 元，计划内价格 739 元，计划内外比例近 9:1，年底较年初价格有较大提升，全年平均价格约 750-760 元。2017 年底公司与经销商签订价格合同，至 18 年 12 月，计划内 739，计划外暂定 839，计划内和计划外一比一下单，17 年价格平均 760 元左右，预计 2018 年全年平均价格将达到 789 元。白酒市场向好，公司通过提出厂价来倒逼批价和终端价上升，终端价格提高，公司将重回超高端品牌定位。

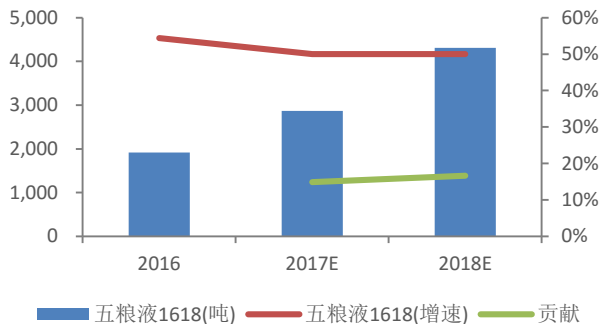
图表 20：普五综合价格不断提高（元）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.3.2 五粮液 1618 性价比高存放量基础，支撑高端营收增长

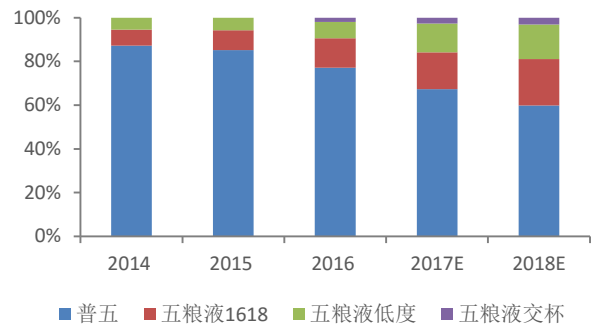
高端白酒结构调整，五粮液 1618 性价比高。酒质上：1618 定位略高于普五，在口味上延续了五粮液一贯闻名的香醇厚重，“不上头”等特点，而在细节工艺上，则融入了经典窖池的独特韵味，口感精细，深蕴的浓香让人为之陶醉；价位上：目前两者价位基本持平（1618 出厂价比普五高 20 元）。在普五控量后，部分增量任务转移至 1618。

图表 21：五粮液 1618 销量增速超 50%（吨）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 22：五粮液 1618 和低度未来持续放量

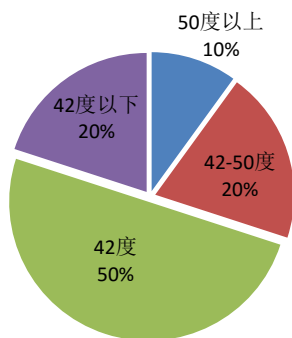


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.3.3 五粮液低度市场空间巨大，华东市场高增长可期

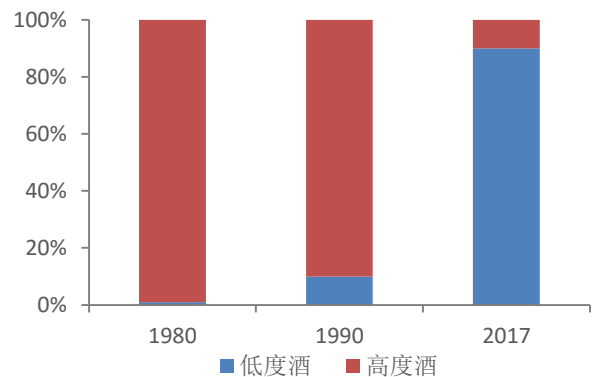
低度酒已经成为白酒消费的趋势，年轻化势不可挡。为适应白酒市场消费者结构变化，五粮液打造定位年轻化的低度白酒。尤其在华东市场，低度白酒消费基础较好，五粮液低度系列性价比高，口感适宜，渠道利润空间合理，预计增速领先高端酒系列。

图表 23：国内白酒销量低度酒占比 9 成高



资料来源：中国酒业协会、东方证券研究所

图表 24：低度酒越来越受大众关注



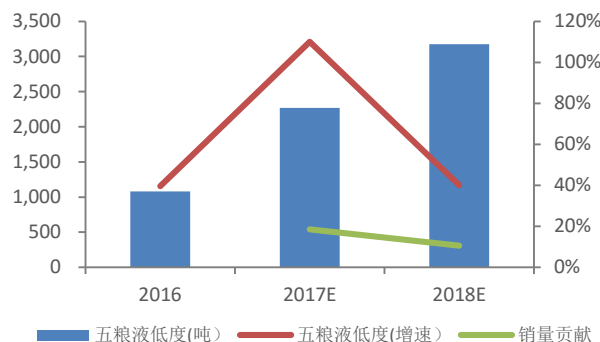
资料来源：中国酒业协会、东方证券研究所

低度市场容量大，低度化战略下，五粮液低度迅速扩容。五粮液提出华东市场百亿战略中，江苏、浙江等市场素有低度酒饮酒文化，低度酒市场空间充足。公司强势进入这些市场。由于基数小、市场大，五粮液低度酒系列增长迅速，对于高端酒板块收入贡献将有所提升。

图表 25：主要的白酒低度市场及市场规模

省份	流行度数	市场规模 (亿元)
安徽	40、42、52	200
江苏	42、46、52	350
河南	52、42	350
山东	52、38	450-500
河北	42、38	150-200
浙江	52、38	350-400

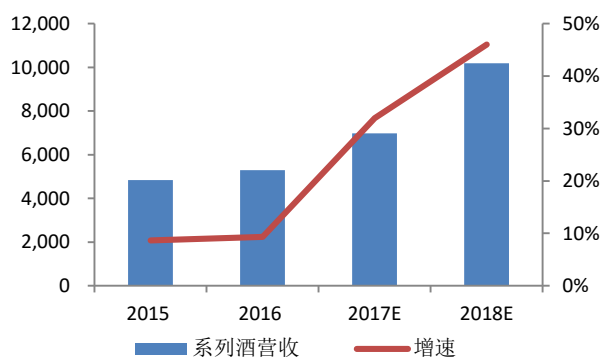
资料来源：酒业家、微酒传媒、佳酿网、东方证券研究所

图表 26：五粮液低度销量增速明显


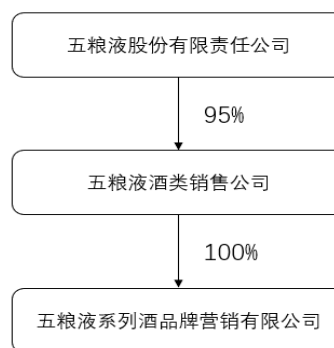
资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.4 双百亿目标下，五粮系列酒有望快速增长

系列酒百亿目标，多重举措保驾护航。2016 年五粮液股份公司明确制定了区域突破与品类突破的“两个百亿”的十三五目标。即，率先实现一个区域（华东）营销突破 100 亿的战略目标，在全国酒企中率先实现系列酒突破 100 亿规模的战略目标。2016 年底系列酒营收 52.88 亿元，2017 年增速 32%，预计营收接近 70 亿元。我们预计 2018 年系列酒有望冲击百亿，原因如下：1) 产品上聚焦资源、打造品牌。拒绝以往过度开发品牌、开发新品的增长方式，改进为品牌市场良性增长的方式。坚定打造品牌市场的决心，加大品牌市场投入。2) 品牌上分级管理，给予重点 4+4 品牌以政策性倾斜。3) 渠道上做深做透终端渠道。例如：加快推进绵柔尖庄的核心终端建设计划，五粮液的百城千县万店计划等。2017 公司年已完成建设核心终端 7000 家，2018 年有望建设达到 10000 家以上。

图表 27：18 年系列酒营收超百亿（百万元）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

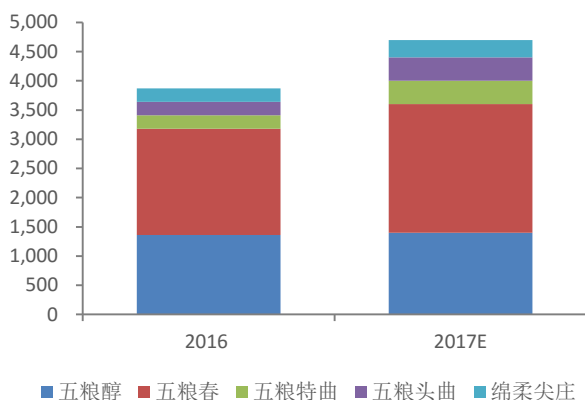
图表 28：设立新的部门独立运营


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.4.1 系列酒缩减 SKU 产品聚焦，打造核心大单品

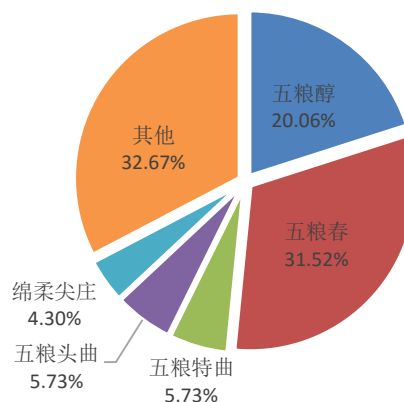
重点梳理核心五粮液的品牌体系，打造核心大单品。 1218 会议中公司提出梳理公司核心品牌，在系列酒板块上，18 年将梳理到 40 个左右，坚持“向中高价位品牌聚焦、向自营品牌聚焦、向优势品牌聚焦”的原则，坚决清理收入、利润贡献低的品牌。培育 20 亿以上品牌一个，5-10 个过亿品牌，确保 150 亿销售。17 年五粮春营收将率会突破 20 亿，实现“20 亿以上品牌一个”的目标；而五粮醇、五粮春、五粮特曲、五粮头曲、绵柔尖庄营收均超 1 亿元；“系列酒 150 亿销售额”目标尚有差距，渠道下沉、费用倾向系列酒叠加消费税改革中低端酒企费用增加退出市场，公司目标实现可期。

图表 29： 五粮液主要系列酒营收（百万元）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 30： 2016 年底系列酒营收构成



资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.4.2 新品不断推出，4+4 战略推进

系列酒 4+4 品牌战略推进。2018 年公司要针对市场定位不清晰，价值贡献不充足的问题进行改革。按照向资源品牌集中，向优势品牌集中的原则，不断提高系列酒品牌影响，按照管理信息化、市场占有率聚焦化、销售渠道扁平化、产品库存情感化、营销策略前沿化的思路发展系列酒。最终要完善从次高端到中端品牌构架。日前公司提出形成 4+4 品牌战略，前者主要是传统产品——五粮特曲，五粮春、五粮醇、绵柔尖庄；后者更多满足个性化需求——五粮人家、百家宴、友酒、火爆。计划将其打造成全国性重点品牌，三个系列酒公司致力于培育出 1 个 20 亿级品牌、2-3 个 10 亿级品牌、5-10 个过亿级品牌。系列酒在组织结构上由专门的子公司单独运作，公司逐步在系列酒公司中推进混改筹建，引入市场化管理，扶持品牌成长。

图表 31：系列酒形成 4+4 品牌战略


资料来源：公司公告、东方证券研究所

2.5 竞品压制趋缓，高端白酒瓶颈尚远，顺价下五粮液大有可为

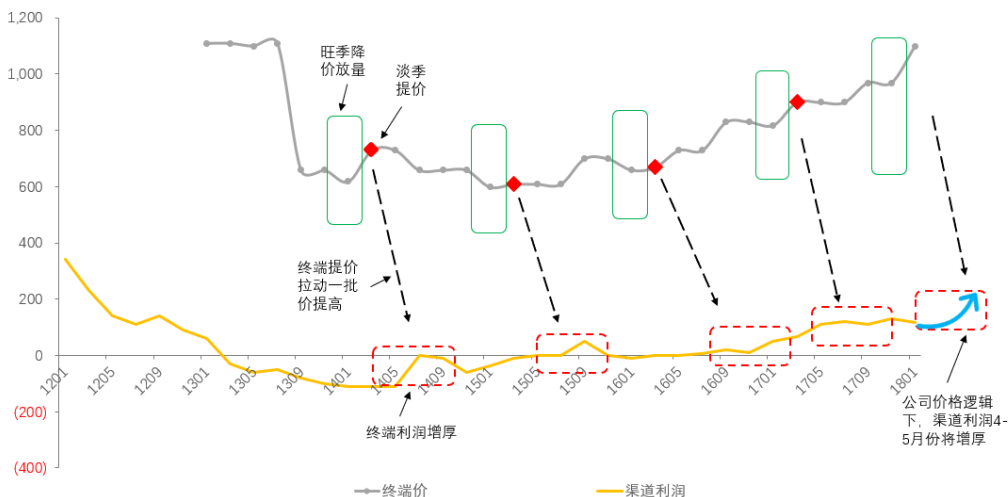
2.5.1 茅台量价压制预计逐步缓解，营收有望持续超预期

茅台产量限制供给，高端白酒出现供需缺口，五粮液将受益。17 年茅台销量达到 3 万吨，酱香酒平均需要 4.5 年左右年限出厂，因此受制于 15 年基酒产量较低将使得 19 年产生缺口，如果不进行历年老酒补足，市场将出现供不应求，受基酒库存时长影响，茅台酒量增速有限，具备同档次替代效应的高端酒需求将溢出至五粮液。十三五规划中五粮液释放车间储备产能计划，新增 2 万吨产能，同时继续推进 10 万吨原酒项目，开工建设 30 万吨储酒工程，未来基酒出厂须存满三年，五粮液一系列产能建设动作已打开供给端瓶颈，酒质也得到实质性提升，打开长期增长空间。

茅台紧控批价终端价，供需定价逻辑已失真，茅五终端价差有望逐步缩窄。春节白酒销量反映企业一年的增长势头，多有企业通过淡季挺价来教育消费者，旺季适当降价刺激公司持续放量。近些年来公司形成 3-4 月份终端提价规律，终端价格坚挺带动一批价走高，渠道利润增厚。18 年初五粮液调整计划内外发货比例后实际出货价格 789 元，出厂价间接提高，随快速放量导致渠道出货加速，批价短期内未能成功上行，渠道利润变薄。从历史判断公司旺季放量淡季挺价逻辑未变，渠道利润增厚滞后于厂价提升 1-3 个月。目前公司已经开始着手加强控制渠道，我们预计随终端价格上移，渠道利润有望继续提升。

目前 53 度飞天茅台指导批价 1499 元，实际 1550-1600，五粮液批价 820 元左右。价差拉大对公司影响有两个方面：一方面，同为高端白酒，茅台涨价，五粮液性价比凸显，18 年将持续放量。另一方面，五粮液提价空间再次打开，按以往历史来看，酒企普遍性的旺季放量淡季挺价逻辑未变，而茅台在政策管控下短期批价终端价上行空间有限，而五粮液历来价格上采取小步慢跑策略，随需求端向五粮液倾斜，茅、五价差或将缩窄。

图表 32：公司价格逻辑下渠道利润有望继续提高（元）

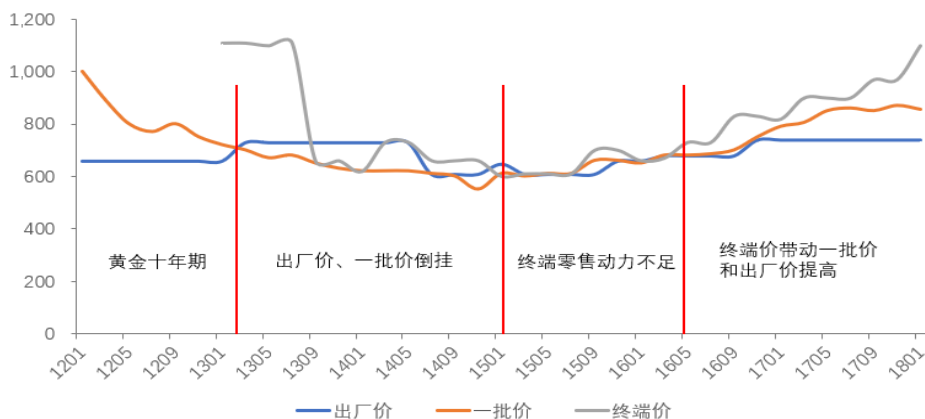


资料来源：公司公告、东方证券研究所。（注：渠道利润算批价与厂价之差，剔除返利影响，着重趋势）

2.5.2 渠道改革理顺价格体系，看好长期经销商利润回归

出厂价提高将倒逼终端涨价，短期渠道利润阵痛不改长期改善趋势。12年白酒行业结束10年发展黄金期进入调整期，期间五粮液出厂价、一批价和终端价一度出现倒挂现象，渠道利润萎缩，经销商动力不足。16年H1后五粮液终端价格持续上升，拉动一批价和出厂价不断提高，渠道经销商盈利能力提高，价格体系理顺。18年初出厂价提升后，出于旺季走量淡季挺价的趋势，导致短期渠道利润有所下行，随淡季挺价策略推进，年中渠道利润有望逐步恢复至10%-15%区间，白酒动销仍景气。全年终端价格有望稳定上升，推动经销商利润率上行。

图表 33：五粮液出厂价、一批价和终端价（元/瓶）



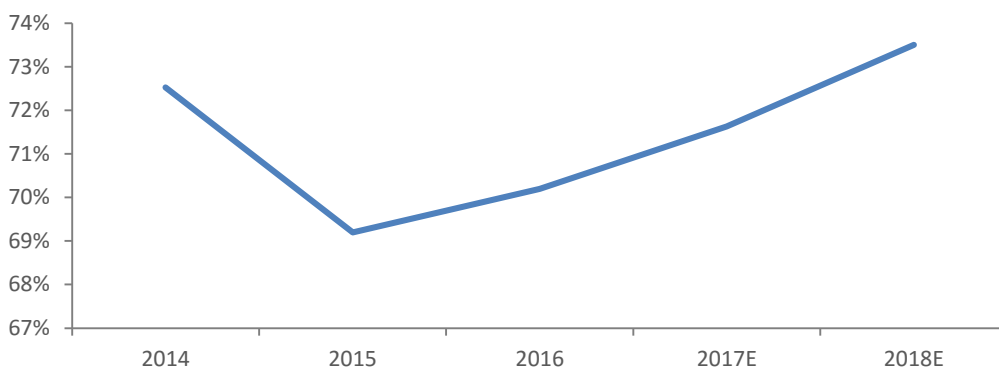
资料来源：公司公告、渠道调研、京东、东方证券研究所

三、费用精细化+结构升级+提价，盈利能力持续攀升

3.1 精细化管理，费效比提升，消费税影响被逐渐消化

受益于白酒提价，公司毛利率持续提高。白酒市场回暖，五粮液提价进程开启，叠加小商模式推进下公司议价力增强，计划外价格占比提升，提价幅度超出成本增加幅度，我们认为公司毛利率将会持续提高，在我们的测算情景下公司 18 年毛利率将提升至 73%-74%。盈利空间持续提升。

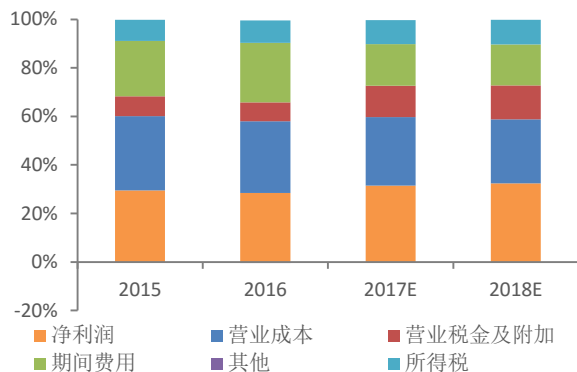
图表 34：五粮液毛利率持续提高



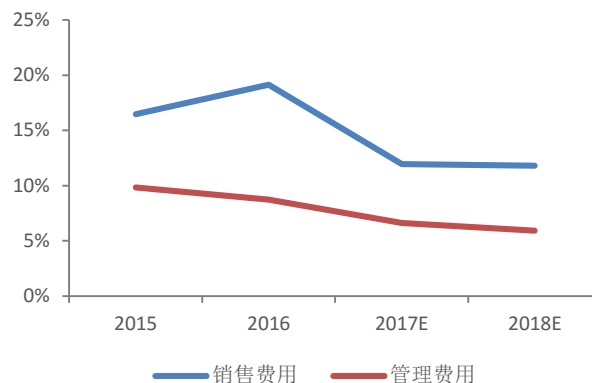
资料来源：公司公告、东方证券研究所

经销商补贴减少，销售费用持续降低。由于 2016 年后公司逐步减少经销商补贴政策，返点政策也随着终端价格坚挺而缩减，且收入增长迅速摊薄费率，管理费用率改善明显：17 年前三季度公司管理费用占收入比例由 16 年同期的 17.2% 降至 12.3%，我们认为销售费用率将会持续降低，管理费用方面，公司新董事长上任后加大对营销体系及终端渠道的建设。要求管理费用精细化，管理费用率改善明显：17 年前三季度公司管理费用占收入比例由 16 年同期的 9.1% 降至 7.3%，销售持续高增长，管理费用将被稀释，全年有望进一步下降。

费用投资利用率提高，消费税影响减弱。按照 2017 年 5 月消费税新规，从价税按照生产环节价格（最低计税价格为最后一级销售单位对外销售价格的 60%）的 20%、从量税按照销量每公斤 1 元计算缴纳，未来行业内的主要酒企的理论消费税率将达到 12% 以上的水平。我们认为 2017 年公司消费税上升 4-5pct，达到 12%。得益于公司高效的渠道管理和出厂价提高，我们认为消费税提高将会被销售费用和管理费用的降低所消化。

图表 35：消费税调整影响被消化


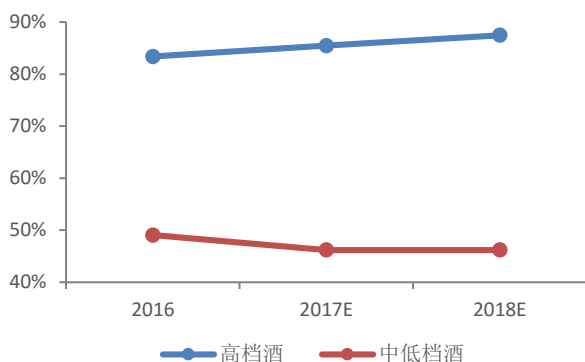
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 36：费用投资效用提高


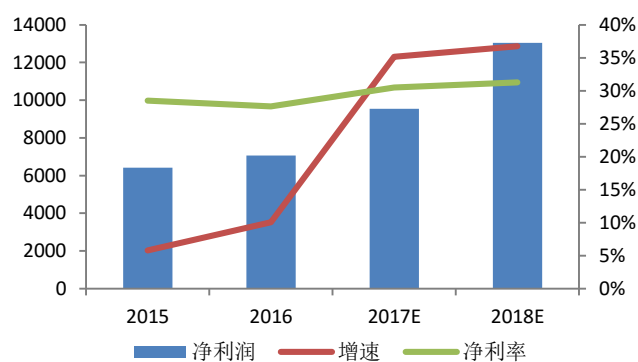
资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 结构升级+产品提价，盈利能力持续攀升

公司于年初已调整普五计划内价格 739；计划外价格 839 至 1:1，由于竞品茅台提价幅度 18%，公司为保证品牌地位，待渠道利润拉开后仍有继续提价可能性。产品结构升级叠加价格提升，利润率仍将持续上行，此外，公司的消费税由去年 5 月改革，18 年仅反映 4 个月消费税增长，同比影响弱化，预计高端白酒盈利能力稳中有升。

图表 37：高端白酒毛利率稳中有升


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图表 38：五粮液盈利能力持续上升（百万元）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

四、无惧短期渠道阵痛，红利渐次释放。

目前龙头策略导向下高端酒供需定价逻辑已失真，五粮液厂价提升将倒逼终端涨价，短期渠道利润阵痛不改长期改善趋势。高端白酒存在供需缺口，长期消费升级逻辑未改。且茅台基酒产能有限，公司竞品的量价压制预计逐步缓解，旺季放量淡季挺价逻辑未变，我们认为改革红利下公司各产品系列量价目标及渠道利润正逐步走向均衡。

- **前期春糖反馈中市场担忧的点：**

竞品压制问题料将逐季减弱：年初茅台提价后放量来控制终端价格，Q1 放量快于全年预期增速的，因此挤压了五粮液高端酒的销量。茅台酱酒工艺使得当年供给由 4.5 年前的基酒产量决定，我们认为高端白酒市场仍处于供不应求的阶段，且该阶段至少可延续 3-5 年，那么受基酒库存时长影响，今年茅台酒量增速仍然有限，具备同档次替代效应的高端酒需求将溢出至五粮液，Q2 之后茅台放量减缓后替代现象对公司的压制会减弱。

厂价提升后，渠道利润出现压缩。目前核心问题在于一季度调整计划内外比例，出厂价均价上去后之后批价和终端价格没有如预期上移，渠道利润出现压缩。大经销商由于单瓶赚钱效应减弱加上计划量增量不多开始出现意见分歧。从近几年看来公司 3-6 月终端价格上移的概率较高，且终端价格与批价回升一般都会较之有所滞后。我们认为在旺季放量淡季挺价的逻辑下，公司淡季控制发货节奏，价格已有小幅上升到 820-830。渠道利润料将逐季度回升，

大商赚钱效应减弱，意见出现分歧。18Q1 由于厂商政策向小商倾斜，大商计划量增长不多，Q1 大商普遍反映量增约 10%-15%，价增 5-6%，整体收入增速 15-20% 区间。我们认为今年决定五粮液增量的部分来自小商、来自 5 吨级专卖店而非大商。产品收入增速更多来自于其他高端酒（1618、低度、交杯）而非普五。因此大商增速放缓在预期之中。仍可期待公司 Q1 及全年报表的高增。

- **我们认为基本面仍长期向好，市场担忧有望逐季解除：**

坚信国企改革的力量，潜在空间巨大。公司去年换届后改制力度大，改制对于国企市场化机制转型及销售动力的提升汾酒已有先例。目前公司回款全年目标的 50%，发货年计划量的 30% 以上，渠道库存持续低于 2000 吨（一个月左右）且春节后进一步下降，公司 18 年报表业绩确定性高。

渠道下沉、产品结构、人才激励改革有序推进。公司政策指向渠道管理、营销精细化、提升人才激励及产品质量。渠道方面弱化对大商销售的依赖性，增加小经销商数量，提出“百城千县万店”，逐步向深度分销转型，强化专卖店，加大渠道下沉力度。人才方面提出“千百十”人才计划，加大核心人才激励力度。产品结构方面依赖 1+3 战略及系列酒 4+4 战略实现全面开花，高端酒 17 年共 1.7 万吨，其中普五 1.2 万吨，目标 18 年高端酒做到 2 万吨以上，主要靠 1618、低度、交杯走量，结构持续向上升级，系列酒剑指百亿，进一步缩减 SKU，聚焦大单品。我们看好公司产品结构升级及渠道模式向小商转型带来的市场控制力提升。

经销商渠道利润压缩有望逐步缓解。按照我们的中性情景假设，五粮液 18 年目标收入大概率 390 亿以上有望冲 400 亿，考虑到费用精细化费效比提升，归母净利润达到 125-130 亿区间可能性较高。对应目前估值仅 19-20 倍，估值折价因素重现。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2017-2019 年盈利预测做如下假设：

- 1) 17-19 年预测普五销量增速分别为 5%、5%、5%，价格增速分别为 13.8%、4%、9%。

- 2) 其他高端酒中，1618 酒质定位略高于普五，性价比高，低度作为去年重推单品已在华东产生不错的增量，普五控量后部分增量任务转移至 1618、低度、交杯，我们预测 17-19 年其他高端酒（1618、低度、交杯）合计收入分别为 65、110、142 亿。
- 3) 根据公司双百亿规划，18 年加大系列酒投入，我们调整预测中低端酒(主要为五粮液系列酒)2017-2019 年收入分别为 69.8 亿，101.9 亿，122.3 亿。
- 4) 公司在市场转好的趋势下，通过计划外（839 元）：计划内（739 元）=1:1 的形式变相提升主要产品普五水晶瓶的出厂价格，公司毛利率提高，我们假设成本不变，采用加权均价推算公司 17-19 年毛利率分别为 72.6%、74.3%和 74.9%。
- 5) 公司费用精细化持续推进，费效比控制情况较好，我们调整公司 17-19 年销售费用率为 11.21%、10.71%和 10.61%，管理费用率为 6.93%、6.75%和 6.75%。

综上，我们预测公司 2017-2019 年每股收益分别为 2.50、3.32、3.99 元（原预测 2.33、2.82、3.36 元）。

收入分类预测表

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
高价位酒					
销售收入（百万元）	15,507.1	17,416.1	21,496.4	27,334.3	32,887.6
增长率	3.3%	12.3%	23.4%	27.2%	20.3%
毛利率	81.7%	83.4%	85.5%	86.7%	86.7%
低价位酒					
销售收入（百万元）	4,838.8	5,288.5	6,980.8	10,191.9	12,230.3
增长率	8.7%	9.3%	32.0%	46.0%	20.0%
毛利率	46.0%	49.1%	50.5%	53.0%	53.0%
塑料制品					
销售收入（百万元）	1,020.9	1,571.9	1,493.3	1,418.6	1,418.6
增长率	27.9%	54.0%	-5.0%	-5.0%	0.0%
毛利率	5.3%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
玻璃瓶					
销售收入（百万元）	34.4	46.6	47.5	48.4	49.4
增长率	160.5%	35.3%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	13.0%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
印刷					
销售收入（百万元）	53.5	46.3	50.9	56.0	57.1
增长率	11.6%	-13.4%	10.0%	10.0%	2.0%
毛利率	15.7%	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
合计	21,659.3	24,543.8	30,068.9	39,049.3	46,643.0
增长率	3.1%	13.3%	22.5%	29.9%	19.4%
综合毛利率	69.2%	70.2%	72.6%	74.3%	74.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

我们选择 A 股白酒版块上市公司的 10 家作为可比公司，包括贵州茅台、洋河股份、泸州老窖，古井贡酒、山西汾酒，口子窖，伊力特、沱牌舍得、水井坊、今世缘。目前可比公司 2018 年平均估值水平为 27 倍 PE，对应目标价 89.64 元，维持买入评级。

图表 39：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
贵州茅台	600519	747.73	20.78	28.60	36.10	35.99	26.14	20.71
泸州老窖	000568	59.92	1.78	2.48	3.32	33.73	24.13	18.03
洋河股份	002304	116.01	4.51	5.38	6.31	25.73	21.57	18.38
山西汾酒	600809	56.00	1.07	1.52	2.03	52.44	36.83	27.61
古井贡酒	000596	68.00	2.09	2.60	3.24	32.56	26.13	20.97
口子窖	603589	49.81	1.69	2.14	2.58	29.45	23.29	19.27
伊力特	600197	23.12	0.84	1.04	1.26	27.53	22.13	18.41
沱牌舍得	600702	38.24	0.57	1.14	1.58	67.49	33.65	24.27
水井坊	600779	41.98	0.65	1.09	1.63	64.81	38.64	25.81
今世缘	603369	16.53	0.71	0.85	0.99	23.22	19.51	16.73
平均值						38	27	21

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所整理

六、风险提示

● 渠道利润弱化风险

五粮液对标茅台同为一线名酒，但在出厂价持续上行而终端价不温不火的情况下，经销商盈利情况显著低于竞品。如果渠道利润弱化，可能对渠道推力和一批商、终端商销售意愿产生负面影响。

● 价格不及预期风险

公司采取缩量 25% 的政策减少供应量调整市场供求关系，从而实现价格的稳定上扬。如果公司在控量保价方面不及预期，可能会对公司品牌力及当期收入利润造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,374	34,666	39,996	48,100	57,454	营业收入	21,659	24,544	30,069	39,049	46,643
应收账款	107	108	150	195	233	营业成本	6,672	7,314	8,230	10,017	11,715
预付账款	332	272	331	430	513	营业税金及附加	1,785	1,941	3,909	5,467	6,530
存货	8,701	9,257	10,417	12,678	14,827	营业费用	3,568	4,695	3,372	4,183	4,950
其他	9,083	10,202	12,662	16,263	19,308	管理费用	2,129	2,144	2,084	2,634	3,146
流动资产合计	44,597	54,505	63,555	77,665	92,335	财务费用	(732)	(766)	(373)	(362)	(295)
长期股权投资	902	795	795	795	795	资产减值损失	26	12	2	14	13
固定资产	5,348	5,431	5,262	5,026	4,763	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	555	293	291	251	246	投资净收益	34	33	33	33	33
无形资产	412	402	391	379	368	其他	0	0	0	0	0
其他	733	749	84	38	5	营业利润	8,246	9,237	12,879	17,129	20,616
非流动资产合计	7,949	7,670	6,822	6,489	6,177	营业外收入	66	119	90	90	90
资产总计	52,547	62,174	70,377	84,154	98,512	营业外支出	25	19	19	19	19
短期借款	0	0	0	2,502	4,871	利润总额	8,287	9,337	12,950	17,200	20,687
应付账款	1,058	2,171	2,443	2,973	3,478	所得税	1,877	2,281	3,086	4,099	4,930
其他	6,909	11,517	13,000	15,385	17,410	净利润	6,410	7,057	9,864	13,101	15,757
流动负债合计	7,968	13,688	15,443	20,861	25,759	少数股东损益	234	272	381	505	608
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6,176	6,785	9,483	12,596	15,149
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.63	1.79	2.50	3.32	3.99
其他	234	281	281	281	281						
非流动负债合计	234	281	281	281	281	主要财务比率					
负债合计	8,201	13,969	15,724	21,142	26,040		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	1,016	1,129	1,510	2,015	2,623	成长能力					
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796	营业收入	3.1%	13.3%	22.5%	29.9%	19.4%
资本公积	953	953	953	953	953	营业利润	2.7%	12.0%	39.4%	33.0%	20.4%
留存收益	38,580	42,328	48,395	56,248	65,100	归属于母公司净利润	5.8%	9.9%	39.8%	32.8%	20.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	44,345	48,206	54,653	63,013	72,472	毛利率	69.2%	70.2%	72.6%	74.3%	74.9%
负债和股东权益	52,547	62,174	70,377	84,154	98,512	净利率	28.5%	27.6%	31.5%	32.3%	32.5%
						ROE	14.9%	15.0%	18.9%	22.1%	23.2%
						ROIC	13.7%	13.8%	18.5%	21.3%	21.7%
						偿债能力					
						资产负债率	15.6%	22.5%	22.3%	25.1%	26.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	5.60	3.98	4.12	3.72	3.58
						速动比率	4.50	3.30	3.44	3.11	3.01
						营运能力					
						应收账款周转率	188.4	228.7	233.0	226.0	217.7
						存货周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	1.63	1.79	2.50	3.32	3.99
						每股经营现金流	1.76	3.08	2.27	2.68	3.48
						每股净资产	11.42	12.40	14.00	16.07	18.41
						估值比率					
						市盈率	40.8	37.2	26.6	20.0	16.6
						市净率	5.8	5.4	4.7	4.1	3.6
						EV/EBITDA	26.6	24.3	16.6	12.5	10.3
						EV/EBIT	28.7	25.5	17.2	12.9	10.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

