
改革提高企业核心驱动力——市值和回报率提升的内在动力

天风食品饮料刘鹏团队国企改革研究报告合辑

目录

【天风食品刘鹏坚定推荐五粮液】民族第一品牌扬帆起航,自下而上趋势全面加速	2
【洋河已启动，顺鑫还会远么，46%空间，绝对底部】天风食品刘鹏继续推荐顺鑫农业：向上趋势明显，买入正当时	16
【天风食品刘鹏团队】伊力特深度研究-下一座待挖白酒金矿	20
【四年研学精华：最新食品国改秘籍】重点推荐中炬，榨菜，南糖，江中—天风食品精准投资系列专题研究之 2：国企改革	40
【上调目标价，40%空间!】天风食品刘鹏团队继续强推白云山：王老吉业绩释放弹性大，且医药业务改善，外延可期	62
参考引用：人民日报今推重磅专栏，背后深意不可不察	67

【天风食品刘鹏坚定推荐五粮液】民族第一品牌扬帆起航，自下而上趋势全面加速

根据最新公告显示茅台提价 18%，我们认为这为五粮液提价留出了空间，同时茅台价格上移或许会促使一部份消费者选择五粮液，助力五粮液“量”的增长。

投资摘要

1218 彰显发展信心，十三五目标有望提前实现

根据今年五粮液 1218 经销商大会传达的信息，公司 2018 年及十三五经营规划为：1) 2018 年收入指引 400 亿元（其中系列酒突破 100 亿，华中市场突破 100 亿），同增超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨；2) 十三五规划集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元（五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元）。由此看来，2020 年集团的千亿目标、公司的 600 亿目标均有望提前实现，为五粮液的新征程开了好头。我们预计公司 2017 年营收有望突破 300 亿元。

国企改革彰显“涅槃重生”之心，静待辉煌之时

唯有打破国有体制机制束缚，提高人员激励，才能保证在行业中立于不败之地。公司定增计划于今年 11 月尘埃落定，员工积极性被盘活，经销商利益被优化；通过加大执行“百城千县万店”工程、试点“五粮 e 店”、进行物流改革等措施，不断进行渠道下沉；薪酬制度上将进行全新的大改革，明显提升员工收入水平，要特别强调收入和贡献密切挂钩，将多向生产一线、营销一线人员倾斜。国改在稳步推进中，内部治理改善、经营效率提高、渠道利益优化的正向循环助力公司不断实现新目标。

核心观点重申，上调 18-19 年业绩

按照公司规划，我们维持 18 年-19 年营业收入增速至 28%、27%，净利润增速分别至 40%、35%。2、结合历史水平、提价预期、产品结构优化三个方面，毛利率仍有提升空间。3、改革节奏明快坚定不移，激活人员积极性，渠道执行力改善，

经营优化，费用率仍有改善空间。4、多年布局海外市场，受益于一带一路，海外空间较大。

盈利预测

我们预计 18-19 年净利润增速至 40%、35%。考虑到公司品牌地位、产品带腰部优势，以及公司在今年 1218 经销商大会上传递的乐观信号，未来公司销售费用将保持稳中有降，改革进程加快，业绩弹性较大，我们上调公司 18 年目标市盈率至 33 倍，目标价 110 元，37%空间。

风险提示：食品安全风险、改革不达预期风险、终端需求下降风险

研究正文

1. 1218 彰显发展信心，十三五目标有望提前实现

1.1. 明年规划收入同增超 30%，十三五目标有望提前完成

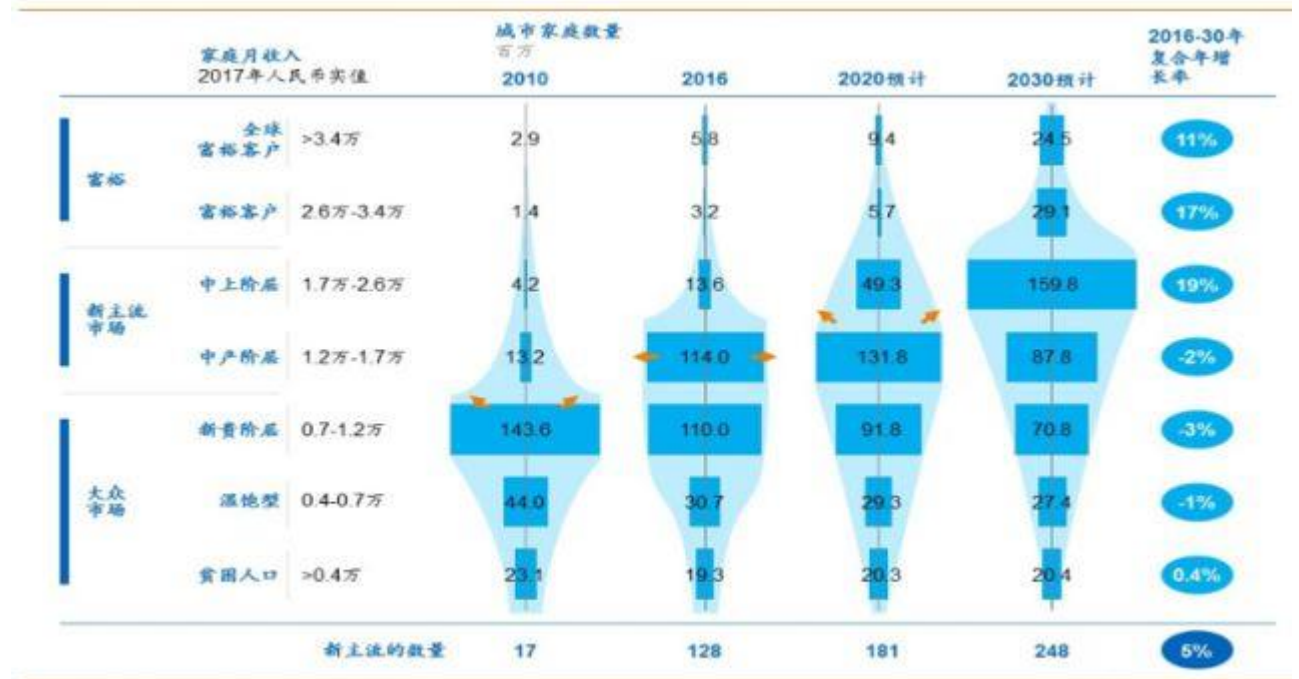
根据董事长李曙光在 1218 全国经销商大会的发言，2017 年 1-11 月，集团实现营收 782 亿元、净利润 134.5 亿元，力争全年收入超过 800 亿、净利润 140 亿元。我们预计公司 2017 年营收有望突破 300 亿元。1218 全国经销商大会董事长李曙光表示：公司 2018 年及十三五经营规划为：1)2018 年收入指引 400 亿元(其中系列酒突破 100 亿，华中市场突破 100 亿)，同增超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨；2) 十三五规划集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元(五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元)，五粮液规划投 2020 年集团的千亿目标、公司的 600 亿目标均有望提前实现，发展前景较为乐观。

1.2. 品牌优势占先机，量价齐升增业绩

品牌端：大众消费崛起，高端白酒旺盛的需求具备坚实基础。中国产业信息网数据显示：2012 年“三公消费”限制以后，政务消费由 2012 年的 40%下降到 2014 年的 5%，大众消费由 60%提升至 95%。大众消费在终端占比的提升，使得高端白酒市场化趋势愈发明显。根据麦肯锡全球研究院，中产阶层、和中上阶层的家庭数量不断攀升，从 2010 年的 1700 万户增长到

2016 年的 1.28 亿户，到 2020、2030 年将分别达到 1.81 亿户、2.48 亿户。居民收入的增加，将加速白酒消费升级和白酒消费基础的变革，高端白酒的大众消费成为核心增量。消费品的 28 法则提示我们需求基数扩大，80%的份额被 20%的公司拿走，拥有强大品牌认知和消费者基础的五粮液就是这 20%。

图 1：中产及以上阶层数量的增加是高端白酒需求旺盛的重要基础



资料来源：麦肯锡全球研究院，天风证券研究所

清理品牌数量，加强品牌聚焦。为了解决品牌多、聚焦模糊的问题，2016 年底公司提出构建“1+3+5”的品牌聚焦战略，“1”即高端主品牌普五、“3”即 1618、交杯酒、低度五粮液、“5”即为五粮春、五粮醇、特头曲、绵柔尖庄、六和液。今年 1218 经销商大会上又提出实施“1+3”战略，“1”是做精做细销售收入占 70%以上的 52 度精品，“3”是指五粮液品牌核心产品体系，延展到三个维度：高端化、年轻化时尚化低度化、国际化。系列酒过去品牌比较多，能有上百个，公司计划 2018 年能梳理到 40 多个，主动淘汰不盈利的品牌，向中高价位品牌、自营品牌、优势品牌聚焦。

五粮液多年来在全国范围内积累的品牌优势，占据先机。2016-2017 百度关键词指数，白酒品牌中五粮液排名第 1，今年“双 11”天猫平台酒水销量五粮液排名第 2，从主动搜索和个人消费者购买两个层面，体现了五粮液在消费者心中的强势品牌地位。

销量端：公司产能规模优势明显，形成了独有的“十里酒城”规模，具备年产 20 万吨纯粮固态发酵能力，拥有数万口上至 649 年下至几十年的地穴式发酵窖池，公司还积极通过技改、员工激励等措施来提升出酒率以及优品率，以满足不同产品价格带的消费需求。根据十三五规划，公司要建设 10 万吨的生产基地，另外还要新建 30 万吨原酒储存能力，陈酿时间延长至 3 年。按照 2018 年 2 万吨投放量、普五占比 70% 估算，2018 年普五预计销量在 1.5 万吨左右，预计较 2017 年增长 16% 左右。2018 年普五计划内外销售比例为 1:1，则出厂价格较 2017 年变相提升 5% 左右。未来普五的供需矛盾有望缓解，奠定五粮液的高端格局基础。

图 2：五粮液白酒销量不断释放



资料来源：公司公告，天风证券研究所

价格端：根据市场及竞品表现、公司经营态度，看高明年提价概率。茅台一批价和终端价的上升，带动了白酒行业的公司端、市场端相继涨价，五粮液的批价和终端价也随之上升。今年 11 月底，39 度五粮液/52 度新品五粮液/52 度 1618/52 度交杯的零售价分别上调至 699/1099/1199/1399 元每瓶，其中新品五粮液和 1618 的供货价也随之上调，分别为 939 元/969 元，新品五粮液今年经历三次上调终端价，共计上涨 270 元/瓶。竞品国窖 1573 年内多次提价，而公司核心单品普五 2017 年仅在 2 月份提高了一次出厂价。

行业集体提价、终端价提升拓宽渠道利润使得五粮液在出厂价方面处于一个蓄力的状态。

根据公司 2017 年 11 月 6 日发布的机构投资者调研纪要，公司会视市场情况来决定明年是否

涨价。综合上述市场反馈、同业表现、公司经营态度三个方面，我们认为明年五粮液出厂价提升的可能性较大。

图 3: 39 度五粮液零售价提高到 699 元/瓶



资料来源: 酒食汇, 天风证券研究所

图 4: 52 度新品零售价提高到 1099 元/瓶



资料来源: 酒食汇, 天风证券研究所

图 5: 52 度 1618 零售价提高到 1199 元/瓶



资料来源: 酒食汇, 天风证券研究所

图 6: 52 度交杯零售价提高到 1399 元/瓶



资料来源: 酒食汇, 天风证券研究所

表 1: 普五 VS 国窖 1573 出厂价提价

	计划内出厂价	计划外出厂价 (商超供货价)	提价时间
普五	739	839 (809)	2017-02
	679		2016-08
	609		2012
国窖 1573	760		2017-08
	740	810	2017-07
	680	810	2017-03

资料来源: 糖酒快讯, 天风证券研究所

1.3. 经营效率不断提升，降本控费增效益

在费用控制方面，公司同时推进全面预算管理和全面成本管理，成本费用会进一步精细化。随着公司国企改革深化，人员激励到位，公司的经营和管理效率会不断提升，我们预计未来公司销售费用稳中有降，管理费用率将持续下降，彰显国企改革成效。

图 7：2006-2016 年五粮液期间费用率与净利率走势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 国企改革彰显“涅槃重生”之心，静待辉煌之时

在茅台稳步快跑的情形下，五粮液的压力不仅仅是追赶茅台，作为“行业老二”，五粮液的优势明显，但来自竞争对手的压力并不小：目前洋河的“新国酒”定位以及在净利率等业绩指标上反超五粮液，泸州老窖推出“浓香国酒”定位并提出“重回行业三甲”的目标。唯有进行改革，打破机制束缚，提高人员激励，才能保证在行业中立于不败之地。

集团提出整体目标，人才战略为核心驱动因素，股权激励，晋升机制优化为重要手段，激发公司各业务线条活力，把握行业深度调整后，集中度提升时代机遇，利用名酒先发优势加速份额夺取。五粮液改革路径和举措非常清晰，今年在人事、渠道、人才等方面均作出努力，行业地位深厚的五粮液具备更好的起点，改革潜力巨大。

2.1. 定增计划：尘埃落定，盘活员工积极性，优化经销商利益

公司 2013 年筹划“混改”事项，2015 年 10 月发布非公开发行预案，2016 年 6 月提交证监会审核，2016 年 12 月公布增发预案修订稿，2017 年 5 月证监会审核通过，2017 年 11 月由于股票发行涉及程序性等相关事项需进一步沟通与落实，公司预计无法在发行有效期内完成发行工作，经公司申请，中国证监会于 2017 年 11 月重新核发通过批文。从定增预案透露的信息来看，员工持股计划认购不超过 2200 万股，认购金额不超过 5.1 亿元。经销商认购不超过 1800 万股。优化多方利益，有利于盘活员工经营积极性，捆绑重点经销商利益，增强渠道执行力。

图 8：历经 5 年，五粮液定增计划终于尘埃落定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 渠道改革：“百城千县万店”+“五粮 e 店”+物流改革

进一步推进渠道下沉，强化终端营销转型，工程的稳步实施就是最好例证，同时推动线上线融合，不断创新销售模式，推动营销体系快速走上精细化运营之路，向“十三五”千亿目标奋进。2017 年建设重点市场 29 个、5000 家终端网络，新增经销商 234 家。

专卖店方面，五粮液是白酒行业里最早发展专卖店的，在 2013-2014 年间，关掉了一部分门

店，2016 年下半年开始进行大力度恢复，2017 年新增超过 400 家，总计已经突破 1000 家，是公司未来的重中之重，是万店的核心，2018 年预计增加 500-600 家，弥补空白市场的不足。同时在 2018 年落实对专卖店进行升级和信息化建设。

新零售方面，2017 年 11 月在北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六座城市同步投入运营测试第一批五粮 e 店（包括实体门店和 APP 两个零售系统），消费者可以在“五粮 e 店”app 下单，由附近的实体 e 店进行配送。五粮 e 店可以对终端销售数据进行持续的采集和累积，进而为公司决策层的营销调度、决策提供数据支撑，有助于公司整合更多的优质市场资源，形成更大的优势。

图 9：“五粮 e 店”酒类零售终端店内景



资料来源：糖酒快讯，天风证券研究所

物流方面，集团加大力度推进物流产业的改革，于 2017 年 11 月 9 日与中国物流签署战略合作协议，双方拟通过合作，将安吉物流打造成全国最大的以白酒物流为重点的综合性物流服务商，由企业物流向第三方、第四方物流转型、由区域性物流向全国性物流升级。

2.3. 人事改革：新董事长上任+内部竞聘+扩大营销队伍

今年 3 月李曙光同志任五粮液集团有限公司党委书记、董事长、五粮液股份有限公司党委书记，6 月份提出“人才是五粮液实现二次创业宏伟目标的关键”，12 月份五粮液集团、股份公司范围内的在册在岗人员进行内部选拔，对系列酒公司总经理、盈泰光电公司总经理、圣山集团公司总经理等 3 个中层正职管理职位，五粮醇、系列酒等 2 个副总经理，以及 507 车间

副主任等多个中层副职管理职位进行公司内部公开竞聘。营销人员方面，今年增加 260 人、品牌部达到 530 人，随着百千万工程推进，营销人员还会继续增加。

2.4. 薪酬改革：收入和贡献挂钩+向生产和营销一线员工倾斜

董事长李曙光在今年投资者交流会上指出，整体薪酬调整是二次创业的重中之重，薪酬制度上将进行全新的大改革，明显提升员工收入水平，要特别强调收入和贡献密切挂钩。薪酬调整会多向生产一线员工、营销一线员工倾斜，力争优秀员工的薪资能达到甚至超过高管水平，加强营销的激励和考评，努力使薪酬水平略高于行业。同时公司会对人才库进行梳理启动人才工程，引进高端金融人才等。

表 2：五粮液 2017 年改革大事记

事件	主要内容	时间
主要领导人调整	五粮液集团公司召开干部大会，宣布市委、市政府关于五粮液集团主要领导人调整的决定。李曙光同志任五粮液集团有限公司党委书记、董事长、五粮液股份有限公司党委书记。	2017 年 3 月
二次创业动员大会	集团召开各单位党政负责人参加大讨论动员会，认真学习五粮液党委 17 号文件《关于开展“对标先进、二次创业、再铸辉煌、我们怎么干？”》。	2017 年 4 月
运营商大会	李曙光围绕战略、形势、市场、营销四个方面布局五粮液的工作，明确跨越式发展；建立符合市场规律的价格形成机制；大力实施“百城千县万店”工程。	2017 年 6 月
人才座谈会	提出人才是五粮液实现二次创业宏伟目标的关键。	2017 年 6 月
承办低度酒论坛	集团公司承办了低度白酒发展高峰论坛，对低度酒品类进行了战略性占位。	2017 年 7 月
五粮液 e 店开业	“五粮 e 店”包括实体门店和 APP 两个零售系统。消费者可以在“五粮 e 店” app 下单，由附近的实体 e 店进行配送。五粮 e 店将基于大数据运用，建立起基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，并整合第三方供应链管理、信息化技术、零售运营经验等优势资源提供配套服务，实现对营销过程的精细化管理。第一批 6 家五粮 e 店，已在北京、上海、广州、成都、郑州、宜宾六座城市同步投入运营测试。	2017 年 11 月
与中国物流签署战略合作协议	五粮液集团与中国物流签署战略合作协议，双方拟通过合作，将五粮液旗下的安吉物流打造成全国最大的以白酒物流为重点的综合性物流服务商，由企业物流向第三方、第四方物流转型、由区域性物流向全国性物流升级。	2017 年 11 月
定增预案通过批文	员工持股计划认购不超过 2200 万股，认购金额不超过 5.1 亿元，经销商认购不超过 1800 万股。优化多方利益，有利于盘活员工经营积极性，捆绑重点经销商利益，增强渠道执行力。	2017 年 11 月
内部竞聘	对五粮液集团、股份公司范围内的在册在岗人员进行内部选拔，对系列酒公司总经理、盈泰光电公司总经理、圣山集团公司总经理等 3 个中层正职管理职位，五粮醇、系列酒等 2 个副总经理，以及 507 车间副主任等多个中层副职管理职位进行公司内部公开竞聘。	2017 年 12 月

资料来源：公司公告，云酒头条，天风证券研究所

3. 核心观点重申，上调 18-19 年业绩

3.1. 十三五规划有望超预期，上调 18-19 年业绩

公司 1218 共商共建共享大会上董事长李曙光表示：公司 2018 年收入将突破 400 亿元，同

增超过 30%，五粮液品牌投放量将达 2 万吨；十三五规划集团收入达到千亿，酒业贡献 600 亿元（五粮液 400 亿元、系列酒 200 亿元），公司的 600 亿目标均有望提前实现，发展前景较为乐观。另外公司明年销售费用将稳中有降，国改的推进将逐步提高经营效率，公司管理费用率也有望降低。结合公司产品结构优化、明年提价概率较大，我们预测 18 年-19 年营业收入增速为 28%、27%，净利润增速分别为 40%、35%。

3.2. 毛利率仍有提升空间

从历史角度看，公司盈利能力仍有优化空间。回顾历史数据，公司毛利率水平和历史高点仍有差距。公司目前毛利率水平在 71%左右，历史高点达到过 75%。净利润率方面，当前公司净利润率为 33%，与历史高点 38-39%相比仍有优化空间。结合市场反馈，竞品表现，公司经营态度，看高普五明年提价概率，提价趋势结合产品结构优化，毛利率有望进一步上升。

图 10：公司 2012-2017Q3 毛利率净利率



资料来源：wind,天风证券研究所

3.3. 费用率仍有改善空间

经营优化，费用率仍有改善空间。横向对比茅台、五粮液、洋河的期间费用率。五粮液的期间费用率从 2013H2 开始一度上升到 25%以上，相较于 2012 年增加 1 倍。剧烈的费用率变化引起我们的重视，将期间费用率拆分后我们发现弹性最大的部分是销售费用率。

经营优化是控制销售费用率的重要手段。品牌力较强的公司可以依靠品牌号召力是产品自然动销，因此品牌力越强的企业，其销售费用率一般会更低。我们认为通过内部经营的优化，结合五粮液的品牌力，公司费用率仍有改善空间。

图 11：期间费用率横向比较



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：销售费用率横向比较



资料来源：wind，天风证券研究所

公司自下而上的改革举措坚定不移，经营效率提升，弹性巨大；公司内部控制提升，渠道执行力改善，伴随产品价格增长，渠道盈利能力逐步改善。在行业结构性复苏的背景之下，抓

住自上而下的行业性机会，公司在收入规模扩大、毛利提升和费用控制方面的提升空间依然可观，改革释放弹性大。

3.4. 受益于一带一路历史机遇，拥抱广阔海外市场

一带一路参与国家，酒类市场广阔。饮酒量排名在前 20 位的国家，按 40 度酒精度折算消费规模达到 2750 万吨/年，是国内白酒产量的 2 倍。受益程度主要考虑两点：1、对高档白酒概念的认知，将会随着带着资本、产业走出去的中国人一起走向海外，成为海外人民对中国白酒的基本印象，这个利好只有一线名酒能享受到。2、白酒在海外作为舶来品，被海外民众所记住的注定只有作为代表的少数。渠道开发、管理上有更多张力的白酒品牌将会抢占国外消费者对中国白酒的认知。

产品生产方面，融入国际标准体系：目前公司正加快推进地理标志“五粮液”申报“中国-欧盟 100+100 地理标志”互认互保步伐，加快五粮液乃至中国白酒国际化进程。

渠道方面，多元合作拓展业务：五粮液通过开设海外旗舰店、与 DFS 环球免税集团开展合作，与美国百富门集团等合作，加速海外渠道布局。今年公司积极建设欧洲、亚太、美洲三大营销中心，并在“一带一路”沿线近十几个国家和地区布局了营销网络，目前五粮液与全球 29 个国家和地区的 90 多名经销商建立了直接合作关系，五粮液及系列酒产品已进入英国、美国、法国、荷兰和西班牙在内的全球 40 多个国家和地区。

品牌营销，持续发力：五粮液多年来在世界各地持续不断的营销活动，将中国白酒推向世界。在高端合作领域，五粮液分别与杭州 G20 峰会、长安俱乐部、欧美同学会、年度中国青年领袖评选深入合作，通过各种文化活动与专场巡展。

4. 盈利预测

我们预计 18-19 年净利润增速至 40%、35%。考虑到公司品牌地位、产品带腰部优势，以及公司在今年 1218 经销商大会上传递的乐观信号，未来公司销售费用将保持稳中有降，改革进程加快，业绩弹性较大，我们上调公司 18 年目标市盈率至 33 倍，目标价 110 元，37%空

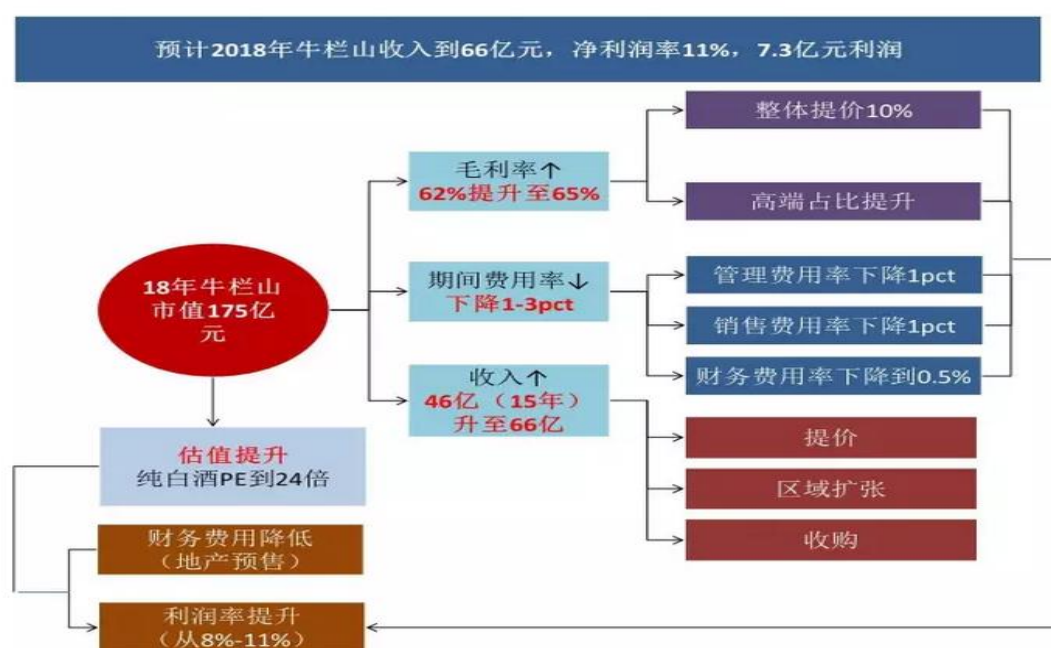
间。

5. 风险提示

食品安全风险、改革不达预期风险、终端需求下降风险。

【洋河已启动，顺鑫还会远么，46%空间，绝对底部】天风食品刘鹏继续推荐顺鑫农业：向上趋势明显，买入正当时

核心观点：我们判断，公司 2016 年白酒收入规模超 50 亿元，白酒利润率超 5 亿元，收入与利润同比增速都在 10% 以上。总体来看，我们认为顺鑫的牛栏山在吨价提升、利润率释放以及区域扩张三个方面，潜力巨大，这种优势的转化将伴随国改和自身的业务推进加速验证并提升公司估值。剔除非酒业务，公司白酒 16 年 PS 仅 1.8 倍（行业最低），PE 仅 18 倍，安全边际非常高，而且催化剂多（收入增速或超预期，资产剥离，国改推进等），值得重点布局。不考虑外延，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.81/0.97/1.21 元。采用分拆估值来看，不考虑地产，12 个月内给予白酒 17 年 2.6 倍 PS，对应 151 亿市值；肉业务，0.8 倍 PS。合计市值为 185 亿元，对应股价为 32 元，46% 空间。



【最新跟踪情况介绍】

1. 牛栏山销售情况分析

2016 年，预计公司牛栏山销售额超过 50 亿元（对应含税收入超过 60 亿元，与酒业家等媒体报道一致）。总体来看：

北京市场：预计收入规模超 20 亿元，相比 2015 年保持正增长（增速在小个位数），占总收入的比例低于 35%。

外埠市场：预计收入规模超 30 亿元，占总收入比例已经超过 65%。如果考虑含税影响，湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西等五个市场收入规模超过亿元，牛栏山全国营销收入在亿元以上的省级市场达到 17 个（包括北京）。

根据公司区域划分，牛栏山营销市场主要分为以下几个大区：北京、华北（除北京以外）、华东、华南、西北等市场（华中并未单独列出来）。其中，华东市场规模 3-5 亿元；华南市场，3 亿元左右；西北市场，规模较小，剩下的主要是北京以外的华北市场。

利润方面，预计 2016 年公司白酒净利润超过 5 亿元，净利润率接近 10%。相比较之下，北京市场白酒净利润率接近 20%，而外埠市场白酒净利润率仅为个位数。我们认为，这主要是因为北京市场比较成熟，高毛利白酒占比较大，且运营成本相对较低。而外埠市场还处于开拓初期，以低毛利的陈酿为主。随着外埠市场逐渐成熟，公司产品升级与价格提升，利润率也会逐渐向北京市场靠拢。

2. 牛栏山销售模式探讨

近几年来，公司一直都采取的是大商制来进行牛栏山全国化推广。牛栏山销售团队共 200-300 人，北京地区人员相对较多，有几十人，其他地区渠道下沉则主要依靠经销商。

以 42 度陈酿为例，公司出厂价在 10 元/瓶以下，终端零售价达到 13-15 元。2016 年二季度，公司将 42 度陈酿终端零售价提高 10%，但是出厂价并未变更，给予了经销商更大利润空间，使得经销商提货热情大增。

营销宣传方面，牛栏山每年的广告支出约 3 亿元。

3. 主要竞争对手红星概况

据媒体报道，2014 年 9 月北京红星股份有限公司完成管理层更换。阮忠奎接替于吉广出任红星董事长，肖卫吾接替冯加梁担任红星总经理，主管营销的朱华则仍然担任北京红星股份有限公司副总经理。

在牛栏山向全国发展的初期，红星二锅头就已经占领了全国各地。但是，近几年来牛栏山成功超过红星，一跃成为全国销量最大的白酒。仅仅在北京市场，牛栏山与红星的市场份额之比大概在 4:1 的水平。

相比较于红星，牛栏山实现成功超越的原因，我们认为主要有以下几点：1) 牛栏山推出百年系列，清香改成浓香，口感上柔、顺，更易让消费者接受；2) 公司市场化程度更高，体制和机制相对灵活一些。近几年，红星也推出了浓香型产品，但是规模还比较小。

4. 公司发展规划以及国改情况

公司做大做强酒肉业务的决心不会改变。到 2020 年，公司计划将白酒与肉类业务规模均做到百亿级别。其中，肉类业务，公司正在研究考察国内外业务，希望在外延并购上有所突破。白酒业务，公司会继续强化牛栏山优势，将清香型白酒发扬光大。

国企改革方面：公司已经做好充分准备，正等待顺义区国资委给予政策支持。而顺义区国资委可能会根据北京市国资委的动向采取行动。目前，已经有几家北京市属国有企业纳入员工持股试点名单。我们判断，随着北京市国改持续推进，顺鑫农业将受益明显。

非酒肉业务方面：公司主要还剩下房地产、鑫大禹公司等尚未剥离。

- **鑫大禹：**2016 年公司控股股东顺鑫控股计划出资 1.78 亿元收购公司所持有的鑫大禹 85.43%股权，但是国资委未批准。我们判断，2017 年公司会继续推进鑫大禹剥离工作。
- **地产概况：**目前，公司房地产项目主要包括三块：一是，公司西边的写字楼，公司办公楼；二是，公司后面的一块空地，二十几亩，还没有开工，是商业用地；三是，下坡屯，住房用地（小面积房子更好卖）。珠海那边的地，则正在招租。下坡屯总共分三期开发，总销售收入大概在 50 亿元。其中，第一期预售计划在今年 4-5 月开始推进，大概有 20-30 亿回款。

【天风食品刘鹏团队】伊力特深度研究-下一座待挖白酒金矿

投资摘要

伊力特是白酒国企改革提升效率的核心标的，18年是白酒行业国企改革渐入佳境的一年，也是行情继续分化的一年，伊力特具有很强的阿尔法属性，值得重点布局。本文通过回答三个核心问题看好伊力特。一：伊力特赚的什么钱：深度混改和部分全国化；二：渠道如何从0到1：从一桶一桶卖到一瓶一瓶卖。三：什么能保证弹性释放：机制和战投。公司目前22倍，未来两年增速超30%。本文共8256字，需要19min。

白酒行业回暖仍沐春风，复苏周期尚未结束，仍有较大提升空间。截止2017年9月白酒累计产量996万千升，同比增长2.2%。2016年白酒行业整体收入为6,126亿元，同比增加10%，实现利润810亿元，同比增加12%。

17年起疆域社会消费加快复苏，经济发展回暖迎来投资新机遇。新疆白酒复苏相对滞后，18年起加速回暖。在2016年至今逐步完成维稳大局的大背景下，新疆政府2017年起逐步加大固定资产投资，2017年计划完成全社会固定资产投资1.5万亿元以上，同比增50%。政局稳定、政策扶持拉动消费加速增长，城镇和农村常住居民人均可支配收入同比增速均约为8%。长期来看，随着新疆地区政局逐渐稳定，维稳形势进一步好转，不仅促进当地居民的消费支出，而且新疆地区旅游休闲与文化旅游为代表的服务型消费正在成为消费增长的热点，商品消费与服务消费双向拉动经济增长，带动白酒强力复苏。

伊力特产品提价，利润结构不断优化，管理层改革迎来新机遇：疆域第一酒，龙头优势不断显现，预计2018年市场份额将达到50%以上。国企改革迎来发展新篇章，管理经营高效机制完善，业绩提升空间巨大：公司毛利率大幅低于同类白酒公司，未来可能会持续提价，将利润转移在上市公司体内。公司有望实现从基酒销售模

式向品牌销售模式的巨大变革，对比同类酒企，公司出厂价尚有 50%以上的提价空间，公司营收有可能大幅提升，增幅有望超 30%。可交债终落地，打响国改第一枪。

疆内市场渠道深耕，产品结构优化升级，疆外成立品牌运营公司，全国化布局开拓：高端酒销量增长，中低端酒销量下滑。高端酒中大小老窖带动业绩增长，性价比较高，销量增长最快；疆外成立品牌运营公司，与经销商实现共赢，同时与浙江商源进一步合作，开展多元化渠道销售，我们认为未来疆外白酒市场的拓展将给公司带来新的增长点。公司由买断式经营向品牌经营转化，合理分配企业利润。新模式实现了公司与经销商的利益一致化，公司占主导地位，回归直销模式，加强了对品牌、产品和终端的把控，开启经营新篇章。与盛初全面合作，全国化布局可期：北京盛初咨询公司拥有中国酒水行业管理营销咨询领域最强大的咨询阵容，盛初未来将从公司业绩规划及创新营销咨询、产品线建设、品牌整合系统、营销网络构建与招商、组织队伍运营管理系统这五大方面为公司全面服务。

盈利预测：我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年净利润分别为 3.6 亿元，5.5 亿元，6.8 亿元，对应增速分别为 30%、54%、23%，对应 18、19 年 PE 分别为 22 倍、18 倍，按照可比公司估值 30X，18 年目标价 37.5 元。长期来看，随着国企改革持续推进，公司盈利能力和估值水平将有更大的提升空间，我们预计公司到 2020 年收入潜力 40 亿，利润规模潜在在 10 亿，国企改革优质标的，“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧；省外扩张不达预期；食品安全、假冒伪劣风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,637.53	1,692.95	1,941.81	2,436.97	3,073.02
增长率(%)	0.57	3.38	14.70	25.50	26.10
EBITDA(百万元)	419.67	413.05	532.11	826.83	1,012.69
净利润(百万元)	281.93	276.80	359.48	552.12	678.40
增长率(%)	5.17	(1.82)	29.87	53.59	22.87
EPS(元/股)	0.64	0.63	0.82	1.25	1.54
市盈率(P/E)	40.56	41.31	31.81	20.71	16.86
市净率(P/B)	6.28	5.95	5.41	4.78	4.14
市销率(P/S)	6.98	6.75	5.89	4.69	3.72
EV/EBITDA	12.96	12.28	19.72	12.06	9.94

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 白酒大行业全面复苏

在经历白酒黄金十年之后的深度调整后，白酒行业迎来回暖期。目前白酒行业复苏周期尚未结束，仍有较大提升空间。2016年中国白酒产量为1,358万千升，同比增长3.5%，截止2017年9月白酒累计产量996万千升，同比增长2.2%。2016年白酒行业整体收入为6,126亿元，同比增加10%，实现利润810亿元，同比增加12%，白酒行业复苏逻辑确立。

图 1：全国白酒产量增速见底回暖



资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：白酒行业主营收入与利润同比增速回暖



资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：优质白酒企业估值修复走势图



资料来源：wind、天风证券研究所

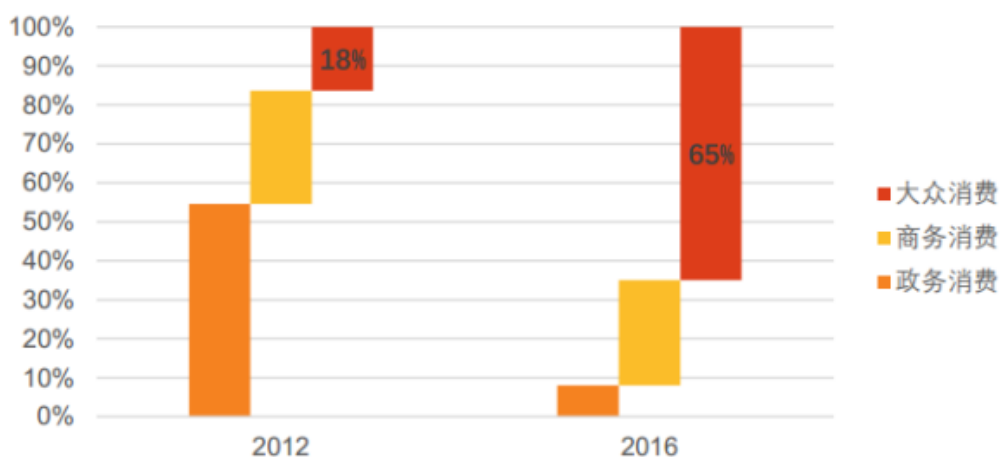
图 5：白酒重点企业营收增速拐点显现



资料来源：wind、天风证券研究所

居民收入上涨，消费升级带动白酒增长。在上一轮白酒消费的增长行情中，政务消费及商务消费占比很高，个人消费贡献较少，但在新一轮白酒升级行情中，个人白酒消费占比逐步增加，截至2016年已达65%。随着当下居民收入的不断提高，消费意识提升逐步推动消费升级，未来个人消费将成为消费主力，推动白酒行业进一步复苏增长。

图 6：白酒行业消费结构变化



资料来源：wind、天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所



资料来源：wind、天风证券研究所

图 9：消费支出成为最主要的 GDP 贡献来源



资料来源：wind、天风证券研究所

图 10：中国居民恩格尔系数逐年降低



资料来源：wind、天风证券研究所

图 11：消费者信心指数达 10 年来新高



资料来源：东方财富、天风证券研究所

图 12：消费满意指数同比增速上升



资料来源：东方财富、天风证券研究所

2. 17 年起疆域社会消费加快复苏，经济发展回暖迎来投资机遇

2.1. 新疆白酒复苏相对滞后，18 年起加速回暖

在 2016 年全国白酒市场复苏回暖的形势下，新疆白酒市场却未见明显好转，2016 年白酒产量基本维持于 2015 年水平，销售收入和利润更是出现了负增长的情况。我们认为，这主要是由于两个方面的因素：

1)新疆内陆地区相对疆外大陆地区经济发展相对滞后。新疆地区位于我国西北部边缘地区，人口较少，地域上的劣势以及与外界交通的不发达使得疆内消费得不到足够刺激，因此经济滞后发展于疆外大陆地区。

2) 2015 年起新疆在维护地区稳定方面花费了大部分精力，从而在一定程度上滞缓了经济发展。政府加大反恐维稳力度，公务员的节假日减少，结婚宴请类的消费也随之减少，这在一方面打击了部分极端势力，但在另一方面也影响了地区经济发展。

图 13: 全国白酒市场逐渐复苏



资料来源: wind、天风证券研究所

图 14: 新疆白酒市场未见明显好转



资料来源: wind、天风证券研究所

在 2016 年至今逐步完成维稳大局的大背景下，新疆地区居民可支配收入逐渐稳定，城镇和农村常住居民人均可支配收入同比增速均约为 8%，同时在新疆政府 2017 年起逐步加大固定资产投资，新疆经济稳步发展。

图 15：新疆城镇居民人均可支配收入



资料来源：wind、天风证券研究所

图 16：新疆农村居民人均可支配收入



资料来源：wind、天风证券研究所

图 17：新疆城镇居民人均消费支出部分构成



资料来源：wind、天风证券研究所

2.2 新疆计划 17 年固定资产投资大幅增加，进一步带动社会消费复苏

新疆 2017 年政府工作报告提出 2017 年将完成全社会固定资产投资 1.5 万亿元以上，同比增长 50%，其中公路建设投资 2000 亿元、铁路建设投资 347 亿元、机场建设投资 143.5 亿元、网络信息化建设投资 100 亿元以上、水利建设投资 360 亿元、“电化新疆”建设投资 1810 亿元以上。

回顾新疆 2009 年以来的固定资产投资可以发现，仅有 2016 年出现了大幅度的下滑，同比减少 5.1%，远低于 2016 年政府工作报告当中 12% 的目标增速。而 2016 年固定资产投资完成额下滑体现在四季度大幅下滑，主要是源于政府换届带来的政策不稳定因素，从而对固定资产投资造成了冲击。2017 年投资激增，很大程度上是新一届政府在开局之年补足 2016 年的缺口。

图 18：新疆固定资产投资预测值



资料来源：新疆省统计局、天风证券研究所

图 19：新疆固定资产投资与社会消费同向变化



资料来源：新疆省统计局、天风证券研究所

根据消费业的以往经验，固定资产投资额与社会消费之间存在较强的正相关关系，其原因主要为两个方面，其一，固定资产投资的实施将通过基础建设带动商务消费的增多，从而对白酒消费产生一定的正向作用；另一方面，固定资产投资加码会带动整体社会经济进步，增加社会财富，人民消费水平提升从而间接促进白酒市场的消费

2.3. 政局稳定、政策扶持拉动消费加速增长

在 2017 年两会期间，中央领导指出，新疆地区不仅要继续保持社会治安稳定，更重要的是促进社会经济的发展，只有人民生活水平改善才能更好的促进社会和谐稳定。未来政府将把更多的精力放到经济建设方面，权衡好社会稳定与经济的关系。

政策方面，为积极适应经济发展“新常态”，扩大内需，促进消费，提高消费对经济发展的拉动贡献，中央政府先后制定出台《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》《关于促进消费带动转型升级的行动方案》《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》等文件和政策措施。在十九大之后帮扶政策会相对减弱，公务员与安防政策在保持现有基础上增加更多的补贴，节假日回归正常，商务宴请在社会稳定的带动下同样恢复正轨，居民消费活动全面复苏，带动白酒市场回暖。

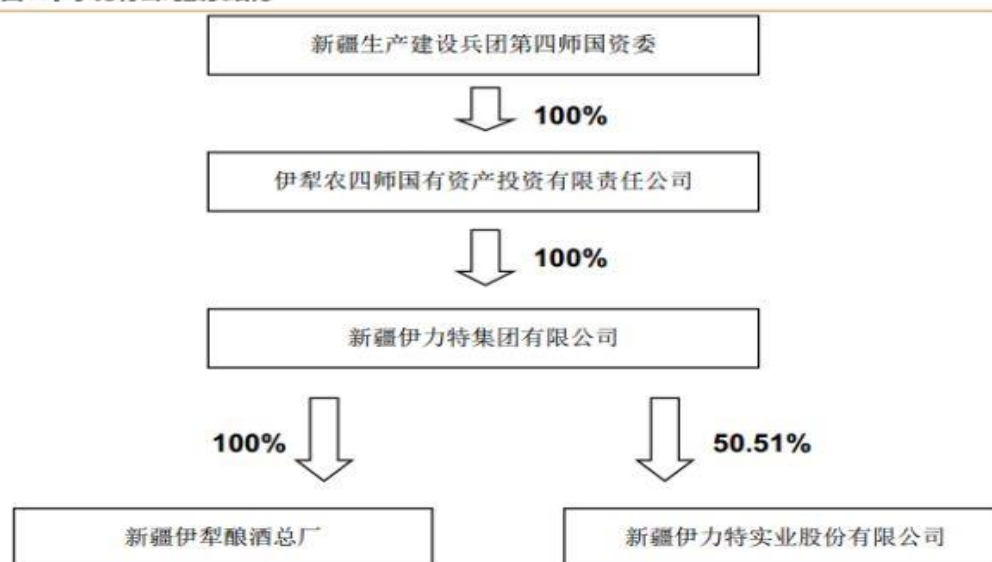
我们认为，长期来看，随着新疆地区政局逐渐稳定，维稳形势进一步好转，不仅促进当地居民的消费支出，而且新疆地区旅游休闲与文化旅游为代表的服务型消费正在成为消费增长的热点，商品消费与服务消费双向拉动经济增长。

3. 伊力特提价产品利润结构不断优化，管理层改革迎来新机遇

新疆伊力特实业股份有限公司于 1999 年改制上市为新疆伊力特实业股份有限公司，公司是以“伊力”牌系列白酒生产、销售为主要产业，“伊力”牌系列白酒经陈年老窖发酵，长年陈酿，精心勾兑而成。它以“香气悠久、味醇厚、酒味全面”的独特风格闻名疆内外，被誉为“新疆第一酒”。

2017 年 8 月 23 日，通过国有股权无偿划转，伊力特集团成为公司控股股东，持股比例 50.5%，新疆生产建设兵团第四师国资委仍为公司实际控制人。

图 20：伊力特公司股权结构



资料来源：公司年报、天风证券研究所

凭借多年品牌与产品优势，2016 年伊力特在白酒市场占有率超过 50%，白酒产量约占新疆总产量的 45%。随着白酒行业小企业的面临的市场压力不断增加，同时由于运输成本、中间分销商的分成等，外来酒品牌的同档次产品进入疆内，伊力特作为地区白酒龙头企业的优势不断显现，预计 2018 年市场份额将达到 60%以上。

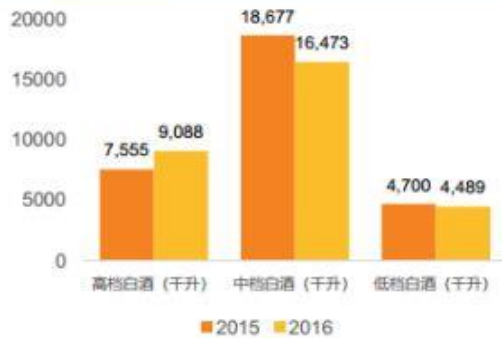
表 1: 伊力特白酒产品展示

白酒产品系列	价格分布	销售额占比	产品属性
伊力王酒系列 黄王 蓝王 红王 王酒·旗舰 王酒·云中漫步 王酒·八音盒	 400~1000 元	10%	高端酒，产量与销量同比增长 10% 左右，提升“伊力特”品牌价值与知名度
伊力老窖系列 52° 伊力老窖 新一代福祿寿老窖 50° 大小老窖	 150~380 元	40%	高档酒，生产量与销售量同比增加 20% 左右，继续打造核心单品进一步提升销量
伊力陈坛窖系列 50° 福祿寿喜 50° 青花瓷·牡丹韵 52° 一路吉祥·十五年 52° 青花瓷坛·三十年	 80~250 元	19%	中档酒
伊力特曲系列 52° 盛世经典 50° 传世经典 52° 10 年精制	 70~180 元	25%	中档酒，生产量与销量稍微有所下降，产品布局低价格带

伊力特 大曲、圆缘系列	50° 大曲		15~80元	6%	低档酒
	43° 红优				
	50° 伊力谷酿				
	50° 喜缘、情缘 45° 圆缘				

伊力特的高档酒由王酒和老窖系列为主要产品，中档酒主要是老陈酒与伊力特曲，低档酒为大曲和伊力白酒。公司受益于收入提升与消费升级，高档酒的收入占比逐步提升，由15年的48.4%升至16年的54.3%，白酒产量方面亦是如此，16年高档酒产量同比增加20.2%至9088千升，其中，王酒系列产量同比增长10.0%，老窖系列产量同比增长20.6%。

图 21：伊力特各档白酒产量



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 22：伊力特各档白酒产品收入



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 23：伊力特营收与净利润同比增速复苏



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 24：伊力特的毛利率有较大提升空间



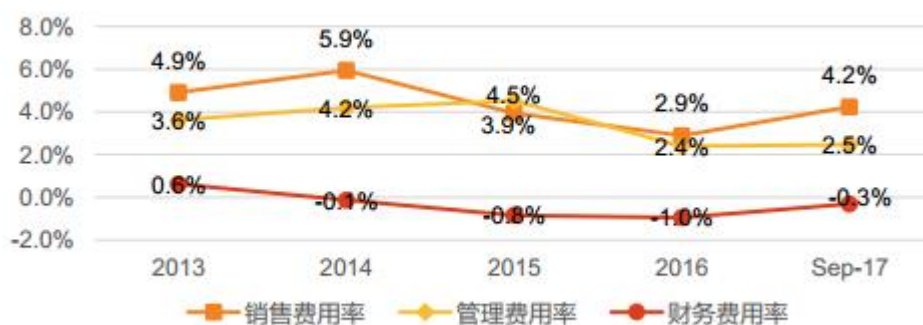
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 25：白酒企业净利率对比



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 26：伊力特费用率均较低

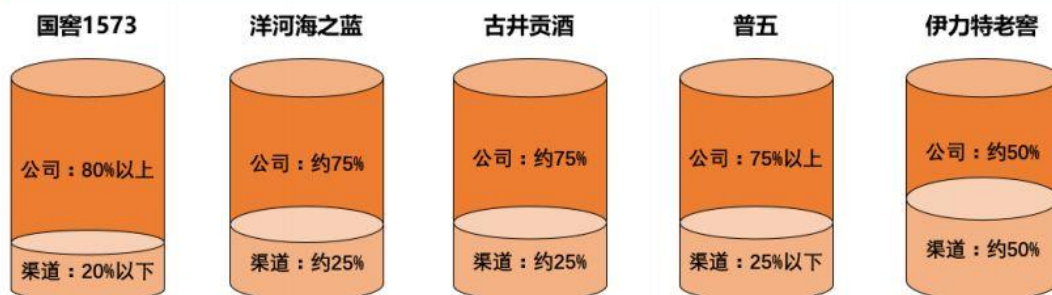


资料来源：公司年报、天风证券研究所

公司毛利率显著低于同类酒企。其中公司高端酒毛利水平基本维持在 60% 的水平，显著高于中低端酒，销售占比不断提升，我们认为公司中高档产品将尽享消费升级红利，随着后续价格提升，毛利率有望持续改善。

3.2 国企改革迎来发展新篇章，管理经营高效机制完善，业绩提升空间巨大

图 27：同类酒企利润分配柱状图



公司毛利率大幅低于同类白酒公司，利润分配极度不合理，大量利润流出上市公司体外，所

以毛利率还有巨大的提升空间，未来可能会持续提价，将利润转移在上市公司体内。公司已于 2016 年底提高了老窖和王酒系列的出厂价约 10%。截至 17 年 H1，终端渠道对于此次提价基本消化完毕，动销顺畅，证明了公司强大的品牌力。2017 年前三季度公司实现营收 12.9 亿，同比增长 8.3%；高端酒收入 7.4 亿，同比增长 5%；归母净利润 2.6 亿，同比增长 11%。公司有望实现从基酒销售模式向品牌销售模式的巨大变革，对比同类酒企，公司出厂价尚有 50%的提价空间，公司营收有可能大幅提升，增幅有望超 40%。

2016 年 6 月伊力特公司领导层换届，前任董事长徐勇辉离任，由陈智担任公司董事长一职。陈总的接任与管理层的换代使得公司激励机制优化且运营效率大增，为公司未来发展注入了新的动力，主要的措施包括以下几个方面：

- 1) **人力资本改革，各部门权利放开，引入新鲜员工血液。**
- 2) **产品方面夯实主业，做大做强。坚持做白酒主业，对于目前缺乏核心产品及产品线太多的现状进行改善，未来伊力特将重点打造核心产品，强化消费者认知，梳理产品结构，推动适销的战略性产品。**由于公司低档酒进货成本低，利润弹性大，严重影响了品牌价值，并且其销售收入占比仅为 6%，因此公司在 2016 年大力清理低效 SKU，当前 SKU 数量仅剩 300 个左右，预计未来会进一步下降。
- 3) **商业模式改革升级，经销渠道方面优化动态管理，加入有实力的经销商，淘汰业绩差的经销商。**由于买断式销售模式，所以公司销售费用率较低，目前公司已经开始成立伊力特运营中心，实施精准营销，减少中间环节，主攻内地市场，积极构建“互联网+伊力特”营销模式，携手 1919 打造物联网云商大平台，推动线上线下双轨突破。

3.3 可交债终落地，打响国改第一枪

2018 年 1 月初，伊力特公司控股股东新疆伊力特集团有限公司非公开发行可交换公司债券落地，并且拟发行的可交换债券将采用股票担保形式，即伊力特集团将以其持有的本公司部分 A 股股票作为担保并办理质押登记，以保障本次债券持有人交换标的股票和本次债券本息按照约定如期足额兑付。控股股东层面发行可交债获批，兵团国改正式启动，公司是兵团第四师旗下唯一的一家主板上市公司，有股东层面的全力支持，未来国改会全面推进。

3.4 剥离煤化工业务，资产减值计提完毕

新疆伊力特煤化工有限公司系由公司 2008 年设立的控股子公司，在 2010 年出资后股权占比为 92.2%，然而随着 2010 年的钢铁市场走向低迷，煤炭价格也受到影响直线下降，资源利用效率低下，因此公司一直处于亏损状态。15、16 年坏账准备基本计提完毕，至 2016 年末已计提了账面余额 94.16% 的坏账准备，有效改善了成本结构，对利润的影响将大大降低，截止 2017Q3，公司利润及营业收入增速已经开始全面反弹回暖。



4. 疆内渠道深耕，疆外大力开拓

公司疆内市场渠道深耕，产品结构优化升级，疆外成立品牌运营公司，全国化布局开拓，与浙江商源进一步合作，开展多元化渠道销售，我们认为未来疆外白酒市场的拓展将公司新的增长点。

图 30：伊力特疆内外市场情况



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 31：2017Q1-Q3 公司疆内外收入占比



4.1 与盛初深入合作，全国化布局可期

2017年1月10日，公司与北京盛初营销咨询有限公司达成战略合作关系，预示着公司在营销管理上将发生重大改革，迎来新的转折点。

北京盛初咨询公司拥有中国酒水行业管理营销咨询领域最强大的咨询阵容，此次合作，盛初分别从公司目前的品牌营销模式、产品结构、核心消费者培育的形式和方法等对公司的现状进行分析，未来将从公司业绩规划及创新营销咨询、产品线建设、品牌整合系统、营销网络构建与招商、组织队伍运营管理系统这五大方面为公司服务，以差异化产品切入未来的发展趋势，利用伊力特本土品牌优势，构筑全新的有竞争力的产品品牌和产品序列，创新合作模式，推动伊力特在疆内升级和强化，在西北地区拓展，逐步成长为更加全国化的标杆企业。

4.2. 疆内龙头优势显著，渠道精耕细耘，产品结构优化

伊力特通过买断经销模式开辟疆内渠道，其中前五大经销商有四个主要负责疆内渠道运营。这五大经销商资金实力雄厚，资源充沛终端网络完善。在 2016 年销售收入中，前五大经销商销售收入占比 80.2%。

2017 年 2 月 10 日，公司新增投资设立全资子公司可克达拉市伊力特酒宇商贸有限公司，注册资本为 5,000 万元，主要负责疆内部分白酒品牌的营销服务。

表 2：经销商产品销售情况

前五大经销商	主销产品	15 年销售收入 (亿元)	销售总额占比
伊犁糖烟酒有限责任公司	小老窖	4.69	28.66%
浙江商源食品饮料公司 (省外)	伊力老陈酒	3.43	20.95%
乌鲁木齐市宗泰糖酒副食品 有限责任公司	大老窖	2.18	13.29%
乌鲁木齐市福隆天源商贸有 限公司	柔雅系列、大曲、特曲	1.39	8.51%
上海卓君酒类贸易中心	伊力王酒	0.80	4.89%
其他经销商	陈坛窖、伊力珍、封坛 年份系列等	3.88	23.70%

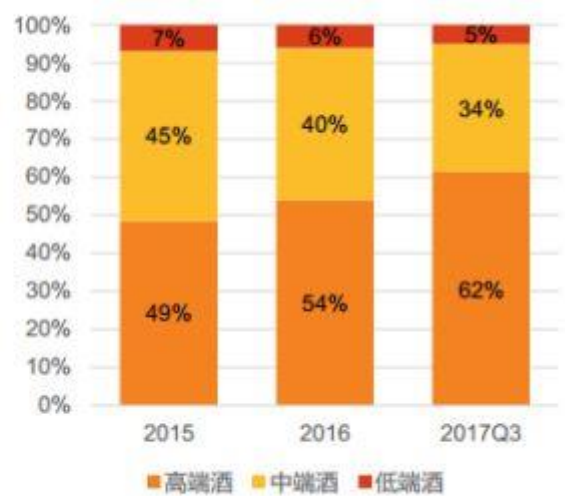
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 32：伊力特前五大经销商销售额占比达 80.2%



资料来源：wind、公司年报、天风证券研究所

图：中高低端收入占比



资料来源：wind、公司年报、天风证券研究所

表 3：各产品战略布局

产品	战略
伊力王酒	占比小，表现平稳，但毛利高，控制王酒系列增量，提升品牌系列增量及知名度。
大小老窖	主力产品，目前全是经销商定制，公司计划开发新品，提升品牌系列增量及知名度。
老陈酒	增加老陈酒系列销量，加大赊销力度。
特曲	疆外拓展主推产品；增加特曲系列产品销量，使其成为新的经济增长点。
大曲	保护和巩固伊力大曲市场地位，深度开发农村市场
伊力白酒	保护和巩固其市场地位，收回未包装无销量、名存实亡的产品

资料来源：wind、公司年报、天风证券研究所

高端酒销量增长，中低端酒销量下滑。高端酒中大小老窖带动业绩增长，性价比较高，销量增长最快，引领了公司的销售增长。老窖系列 2015 年总体收入约 6.7 亿元，占伊力特总收入近 40%，2016 年老窖系列销售 8083 千升，同比增长 19.7%，其中小老窖（46 度 250ml 装伊力老窖）表现尤为出色，增速在 20% 以上。

4.3. 疆外成立品牌运营公司，与经销商实现共赢

1) 在五大经销商中，浙江商源食品饮料公司主要负责疆外市场的开拓，收入占比 21%，仅次于伊犁糖酒有限责任公司的 28%。浙江商源在 1998 年成为伊力特全国总代理，并以 38 度老陈酒的低度系列白酒产品为主打展开营销与渠道扩展。商源集团旗下酒业平台及分销由久加久股份主要负责管理，其零售连锁事业部在华东地区的扩展计划积极有序逐步展开，立足浙江，放眼华东，谋划全国布局，力争 3 年内目标发展 1000 家门店，成为国内品牌酒类

连锁的领导者。

自 2014 年以来，公司疆外收入下滑，分析其原因主要有：管理渠道老化、管理精力转移、费用投入下降，产品缺乏创新。在新董事长陈总上任后，经过与其深度的沟通合作，商源愿意配合伊力特继续发展，升级新产品，开展新渠道。

图 33：久加久浙江门店分布图



资料来源：公司网站、天风证券研究所

2) 成立品牌运营公司，把握疆外拓展核心动力

陈董事长上任后，为了进一步拓展疆外渠道，提出“由公司带领经销商往疆外走”的重要举措，今年年初设立的品牌运营公司已经充分验证了管理层的决心。2017 年 2 月 10 日，公司与主要经销商的实质控制人共同投资设立新疆伊力特品牌运营有限公司，注册资本为 10,000 万元，公司持股比例为 51%，其他 49% 的股份多数被几大经销商所认购，主要负责疆外市场白酒的营销服务，进一步实现了利用共赢的局面。

公司由买断式经营向品牌经营转化，合理分配企业利润。新模式实现了公司与经销商的利益一致化，公司占主导地位，回归直销模式，加强了对品牌、产品和终端的把控。公司由原来的只专注于生产而变为和经销商共同合力打造核心单品，改变此前生产与销售分离的局面，

开启经营新篇章。

5. 盈利预测

我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年净利润分别为 3.6 亿元，5.5 亿元，6.8 亿元，对应增速分别为 30%、54%、23%，对应 18、19 年 PE 分别为 21 倍、17 倍，按照可比公司估值 30X，18 年目标价 37.5 元。长期来看，随着国企改革持续推进，公司盈利能力和估值水平将有更大的提升空间，我们预计公司到 2020 年收入潜力 40 亿，利润规模潜力在 10 亿，国企改革优质标的，“买入”评级。

4	600197.SH	伊力特	25.93	1.33	0.63	0.83	1.08	41.31	31.21	23.93
5	002304.SZ	洋河股份	128.97	1.29	3.87	4.50	5.44	33.35	28.64	23.7
6	600779.SH	水井坊	51.60	1.28	0.46	0.73	1.26	112.14	70.9	40.96
7	000596.SZ	古井贡酒	73.32	1.27	1.65	2.17	2.75	44.51	33.85	26.61
8	000858.SZ	五粮液	86.01	1.27	1.79	2.37	3.03	48.12	36.34	28.41
9	600519.SH	贵州茅台	747.93	1.25	13.31	20.18	26.63	56.2	37.06	28.08
10	000568.SZ	泸州老窖	70.07	1.19	1.38	1.78	2.35	53.24	39.41	29.82
平均值				1.32	2.79	3.92	5.13	55.91	39.25	28.55
最高值				1.58	13.31	20.18	26.63	112.14	70.90	40.96
中位值				1.28	1.38	1.78	2.35	44.51	33.85	26.61

资料来源：wind、天风证券研究所

6. 风险警示

省内竞争加剧；省外扩张不达预期；食品安全、假冒伪劣风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	883.24	1,251.03	810.89	1,351.64	1,268.11	营业收入	1,837.53	1,692.95	1,941.81	2,436.97	3,073.02
应收账款	74.64	61.79	278.96	69.75	106.15	营业成本	795.62	842.91	968.96	1,108.82	1,416.66
预付账款	21.68	10.35	37.49	15.02	48.61	营业税金及附加	251.82	261.04	289.91	371.45	467.01
存货	629.57	707.59	868.28	912.66	1,385.61	营业费用	64.56	48.93	85.44	77.98	104.48
其他	266.90	207.02	324.20	345.77	483.32	管理费用	73.96	40.44	81.56	75.55	98.34
流动资产合计	1,876.03	2,237.78	2,319.82	2,694.83	3,291.80	财务费用	(13.81)	(16.15)	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	25.86	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	64.86	121.29	5.00	0.00	0.00
固定资产	321.01	345.45	357.63	387.44	414.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	26.52	14.30	44.58	74.75	74.85	投资净收益	1.91	3.41	2.30	2.30	2.30
无形资产	41.96	40.68	39.34	38.00	36.66	其他	(3.82)	(6.82)	(4.60)	(4.60)	(4.60)
其他	150.17	77.84	142.54	125.28	115.22	营业利润	402.44	397.90	513.24	605.47	988.82
非流动资产合计	567.52	478.27	584.10	625.46	641.54	营业外收入	7.45	4.85	5.90	6.06	5.80
资产总计	2,443.55	2,716.05	2,903.92	3,320.30	3,933.35	营业外支出	1.39	0.69	0.84	0.97	0.84
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	408.49	402.05	518.30	610.56	993.79
应付账款	189.71	155.62	255.65	213.22	380.36	所得税	126.21	124.66	158.08	257.43	314.04
其他	401.23	608.04	502.53	683.38	757.78	净利润	282.29	277.39	360.22	553.12	679.75
流动负债合计	590.94	763.66	758.19	896.61	1,138.14	少数股东损益	0.36	0.59	0.74	1.00	1.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	281.93	276.80	359.48	552.12	678.40
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.64	0.63	0.82	1.25	1.54
其他	18.73	18.01	19.37	18.71	18.70						
非流动负债合计	18.73	18.01	19.37	18.71	18.70						
负债合计	609.67	781.67	777.55	915.31	1,156.84	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	11.99	12.00	12.70	13.68	15.00	成长能力					
股本	441.00	441.00	441.00	441.00	441.00	营业收入	0.57%	-3.38%	14.70%	25.50%	26.10%
资本公积	203.61	203.61	203.61	203.61	203.61	营业利润	6.79%	-1.13%	28.99%	56.94%	22.78%
留存收益	1,380.83	1,481.23	1,672.67	1,950.30	2,320.51	归属于母公司净利润	5.17%	-1.82%	29.87%	53.59%	22.87%
其他	(203.55)	(203.45)	(203.61)	(203.61)	(203.61)	盈利能力					
股东权益合计	1,833.88	1,934.38	2,126.37	2,404.98	2,776.51	毛利率	51.41%	50.21%	50.10%	54.50%	53.90%
负债和股东权益总计	2,443.55	2,716.05	2,903.92	3,320.30	3,933.35	净利率	17.22%	16.35%	18.51%	22.66%	22.08%
						ROE	15.47%	14.40%	17.01%	23.09%	24.57%
						ROIC	40.18%	32.90%	58.91%	46.86%	72.88%
						偿债能力					
						资产负债率	24.95%	28.78%	26.78%	27.57%	29.41%
						净负债率	-6.95%	-14.14%	-22.07%	-1.39%	-15.71%
						流动比率	3.17	2.93	3.06	3.01	2.89
						速动比率	2.11	2.00	1.91	1.99	1.67
						营运能力					
						应收账款周转率	24.29	24.82	11.40	13.96	34.94
						存货周转率	2.56	2.53	2.46	2.74	2.67
						总资产周转率	0.69	0.66	0.69	0.78	0.85
						每股指标(元)					
						每股收益	0.64	0.63	0.82	1.25	1.54
						每股经营现金流	0.56	1.33	-0.49	2.03	0.62
						每股净资产	4.13	4.36	4.79	5.42	6.26
						估值比率					
						市盈率	40.56	41.31	31.81	20.71	16.86
						市净率	6.28	5.95	5.41	4.78	4.14
						EV/EBITDA	12.96	12.28	19.72	12.06	9.94
						EV/EBIT	14.00	13.29	20.45	12.38	10.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

【四年研学精华：最新食品国改秘籍】重点推荐中炬，榨菜，南糖，江中一天风食品精准投资系列专题研究之 2：国企改革

引言：我们天风食品，希望大家抓住好的投资机会，做有用的研究。前后我们将陆续发布三个小专题报告，分别是提价概念、国改概念和外延概念专题，这类报告盯住投资，以打造精准研究。以上三点也是下半年食品行业的主要驱动因素所在，7月18日我们发布了提价专题报告，随后永安药业、涪陵榨菜等表现优异。第二个专题，我们想系统的谈谈食品饮料公司国企改革的机会所在。而在这个时点，又谈这个话题，主要是因为这个逻辑即将发生质变，将成为众多滞涨，但弹性很大，且有长期上涨机会公司的爆破点。

我们早在2014年（当时在中信证券研究部撰写的唯一一篇行业专题，虽然只有五页，但把道理讲清了）就撰写了全市场第一篇研究食品饮料行业的国改深度报告，讲清了食品行业国改投资的核心框架和要点。近三年，我们的核心推荐大部分是食品行业的国企。其中，不少公司成为最近三年涨幅最大的食品股，也验证了我们的研究思路和判断。



白璧微瑕乃最佳

中信证券研究部

2014年2月25日

黄巍

电话: 0755-23835393

邮件: whuang@citics.com

执业证书编号: S1010510120026

刘鹏

电话: 021-20262147

邮件: liu_peng@citics.com

执业证书编号: S1010514020001

事项:

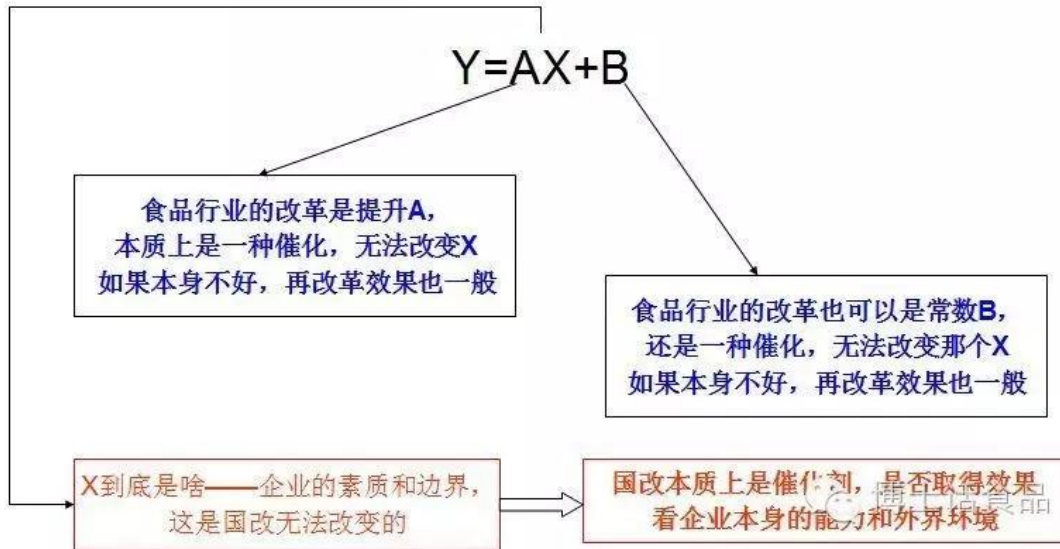
近日随着中石化同意在中国石化油品销售业务引入社会和民营资本参股,实现混合所有制经营,参股上限为 30%,国企改革再一次聚焦。我们对国企改革视角下如何影响食品投资进行了深度剖析,具体如下。

点评:

食品饮料行业的国企改革,我们认为有两条主线:(1)是优化管理,解决内部激励机制,进而提升公司净利润率和收入规模;(2)是作为整合平台,注入优质资产。当然部分公司同时具有这两条主线。此次改革由于力度和节奏均超预期,故必将触动食品行业的深层次脉络。我们以往讲的国企改革一般都是停留在第二条主线上,但与此同时,我们认为对食品行业投资而言,第一条主线更为关键,这是解决内生性增长问题、激发潜力的关键。这篇报告主要讲第一个主线。

1. 食品行业国企改革研究本质、路径、投资方法、标的

1.1 食品行业国改的本质

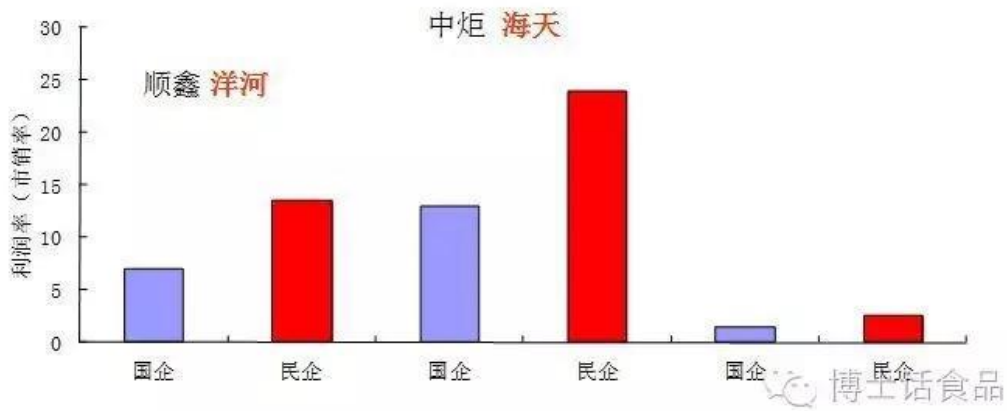


1.2 食品国改的路径

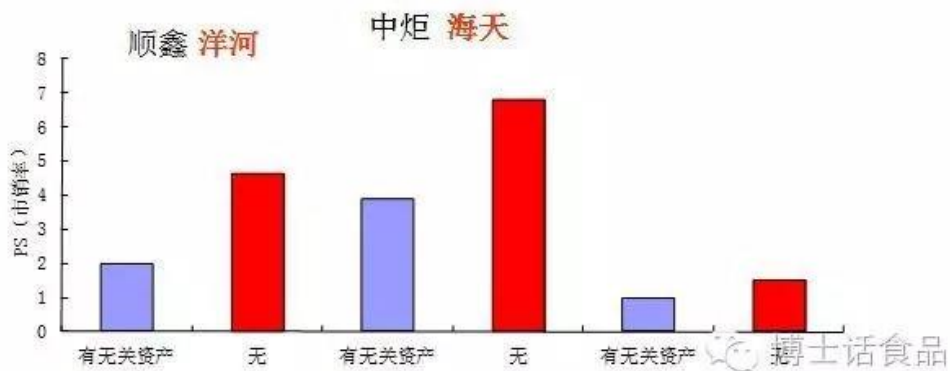
对于食品饮料的国企改革，我们认为可以从三条主线来把握

- (1) 效率优化型 (AX+B中的A) 提升利润率，收入增速或者估值，长期改善并解决内部激励机制，进而提升公司净利润率，收入规模或者处置不良资产；比如光明乳业通过激励提升利润率。恒顺通过激励加快收入增长，顺鑫剥离地产业务等。
- (2) 资产注入型 (AX+B中的B)，完全变成另外一种公司，将上市公司打成一个资本平台，注入优质资产，做大做强企业，提高资产证券化率。比如云南盐化换了一个股东置亏损业务，装入好的业务，比如南糖。
- (3) 既能优化效率，又能进行资产置换或者注入 (AX+B中的A和B)，。例如，白云山的王老吉利润率提升，同时又背靠广州市政府，优质资产注入可期。江中都是这种类型。

国企利润率提升空间很大




有无无关资产的估值远低于纯业务公司



1.3 食品国改的投资方法—白璧微瑕乃最佳

- 第一步：判断是哪种类型的效率提升还是资产置换？
- 第二步：判断公司所在行业如何，行业地位如何，利润率是否具备有提升空间，空间多大。收入是否能加速提升，空间多大，无关资产是否可以剥离，压低估值多少。
- 第三步：分析地方政府，管理层，以及二级市场的博弈关系趋势，判断这种效率或者系统变化的概率和速度。
- 第四步：计算目前的PS，PE，以及利润率提升后的PS和PE，计算空间和安全边界。

 博士话食品

1.4 哪些国改食品股好？


效率提升型

- 白酒—顺鑫农业
- 调味品—中炬高新，恒顺醋业
- 药食同源—白云山

资产注入型

- 云南能投
- 南宁糖业

混合型—江中药业

 博士话食品

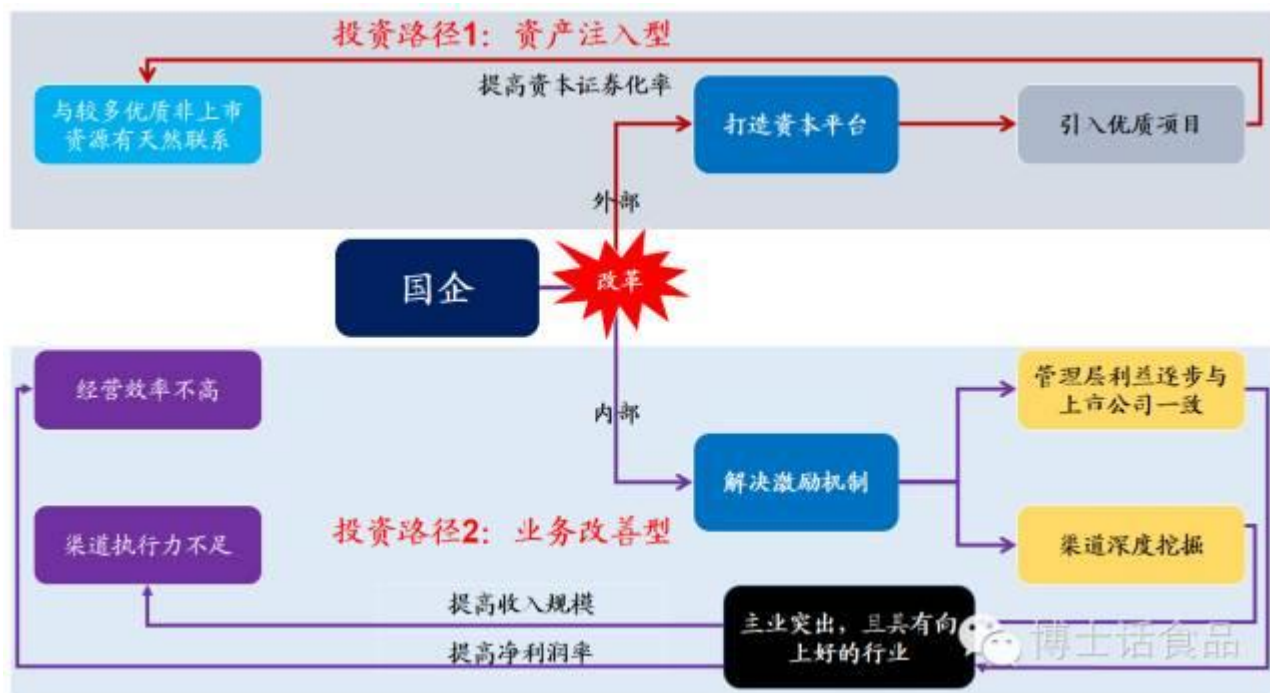
2. 食品饮料行业国改—实施路径

核心：打造资本平台和解决内部激励机制（提升收入规模和净利润率）两条主线

对于食品饮料的国企改革，我们认为可以从两条主线来把握：（1）长期改善并解决内部激励

机制，进而提升公司净利润率和收入规模；（2）将上市公司打造成一个资本平台，注入优质资产，做大做强企业，提高资产证券化率。

图表 1：食品饮料国企改革路径分析



当然，部分公司同时具有这两个主线。由于此次改革的力度和节奏都是超预期的，必将触动食品行业的深层次脉络。我们以往讲的国企改革一般都是停留在第二个主线上。在目前的时点上，我们认为对食品行业投资而言，第一条主线更为关键，这是解决内生性增长问题，激发潜力的关键。

2.1 主线一：国企内部机制问题以及改革讨论

国企改革的主线之一就是业务型，也就是具备突出的主业和具有向上好的行业（这是通过内部激励机制改变来激发公司活力，达到业绩提升的必要条件）的食品饮料公司，通过国企改革来实现利润率的提升和收入规模的扩大。

老式国企机制带来的动力不足主要的影响是：利润率偏低和渠道执行力不足。一方面是

企业利润水平比实际低（恒顺，光明，中炬，老白干都有此问题）；另一方面，公司渠道的深度不行，市场做不透。渠道主要比拼的是执行力，这是没有激励机制的国企，相比充分激励，扁平化管理的民营体制最差的地方。

国企改革解决的是内部动力问题，对充分竞争的食品行业公司尤其重要。因为食品行业是完全竞争的行业，市场的力量是主导。较早解决内部动力的企业，都做了比较好的通道，并且利用较强的产品力获得了第一波增长。内部激励机制得到改善，是优秀公司的改善催化剂，可以带来（1）随着管理层利益逐步和上市公司发展一致，利润率逐步释放；（2）渠道可以得到完善和推进，提高收入规模。

投资建议：白璧微瑕的公司是最好的投资标的一从国企改革最有可能实施的区域，公司和投资收益程度来看：经济发达地区（长三角和珠三角），地方性的，品牌、产品好，但目前净利润率低的食品企业最有投资价值。具体分三个方面看：

- （1）改革最大概率的区域和方向：**改革有望从经济发达区域的，地方性国有国企开始。
- （2）改革最大概率的公司：**改革投入产出比高的公司。产品好，品牌好的食品企业机制创新后容易出业绩，改制投入产出比高，容易被选为标的。这是白璧微瑕的核心。
"白璧"是本身资质（产品和品牌）很好的食品企业因为体制的问题约束了发展，导致利润率低下，渠道不畅。换言之，在强调消费者心智夺取的今天，产品和品牌难以替代，但是渠道和机制提升还是容易的。投资要的是变化，国企改革可以作为催化剂有力的提升渠道和机制，激发拥有品牌和产品的增长能力。

（3）改制的投资效果：净利率提升明显的公司。从效果上看，改革带来的业绩的弹性看，净利润率低的公司有望更受益，因为改善的空间大。

结论：基于此，在国改背景下，结合行业投资主线，我们的推荐标的是**中炬高新（酱油等调味品领域的领导者之一，渠道渗透空间和经营效率改善空间均很大）、涪陵榨菜（榨菜领域龙头，且正走向更大的调味品市场）、白云山（凉茶行业的龙头，王老吉净利**

润率仅 5%)、顺鑫农业（牛栏山二锅头是最畅销的大众酒品种，净利润率不足 10%，国改有望推动非主营资产剥离，提升业绩增速和估值）、恒顺醋业（醋这一细分市场龙头，规模和净利润率均有较大提升空间）

2.2 主线二：打造上市资本平台，提高资本证券化率

国企改革的另一条主线就是资产型，也就是将上市公司打成一个资本平台，引入优质资产项目，提高资本证券化率。主要有两种途径，一是上市国企的大股东有许多优质资源，或者与某些非上市资源有天然的联系，例如白云山背靠广药集团，是广州市唯一医药上市平台，与广州市许多非上市医疗资源有天然的联系；另一种途径就是，原来的小公司被另一个拥有许多资产的国企收购或者资产注入，成为后者的资本平台。例如，我们一直推荐的云南盐化，就是化工行业的云天化集团把壳让给了新能源为主的云南能投集团，云南盐化有可能会成为云南能投新能源资产上市的一个平台。因此，我们重点推荐云南盐化、南宁糖业、江中药业、白云山。

3. 【重点公司推荐逻辑一览】

1. 中炬高新：万科之争日趋明朗，宝能方面风险大降，未来发展确定性高，且中报或超预期，上调目标价至 21 元（原为 20.3 元），对应 54%空间

近期我们草根调研显示公司 2Q 调味品业绩情况良好，在保持一季度增速的基础上，调味品利润增长快速，中报业绩或略超预期。我们预计上半年公司调味品收入在 13%左右，利润增速在 30-35%左右，单季度利润增速有望超过 40%。具体来看：

公司核心单品有望复制海天大单品带动更多新品放量逻辑，同时餐饮业务经过 2 年耕耘，17 年也将保持快速增长。而公司主业增速恢复也将会带动估值中枢提升。

围绕万科之争，前海单方面的风险已经大大的降低，未来在中炬方面的规划也大概率不会受宝万之争的影响。前海入主后，民营机制将为中炬高新带来新的活力，将有效地解决效率和

业绩问题。同时，最近股东大会上前海也选定了叶伟青为第 8 届董事会董事，未来公司房地产部法人代表会换成宝能的副总，宝能方面在房地产业务这块也会提供管理和销售上的支持。种种迹象都表明前海正在进一步加快入驻节奏，全力转向更加灵活的民营机制。

投资建议：不考虑外延，考虑股东权益回收 16-17 年预计调味品净利 3.5、4.7 亿，17 年给予 28 倍 PE，对应 132 亿市值，地产 80 亿市值，合计 212 亿，扣除增发摊薄部分，上调目标价至 21 元（原为 20.3 元），对应 54%空间。

2. 涪陵榨菜：跳出榨菜局限，进入 2000 亿调味品大空间

公司半年报业绩靓丽符合预期，收入增加 27.6%，净利增加 27.38%，继续期待惠通渠道协同效应

- 高毛利脆口榨菜放量，成为新增长引擎；
- 产品包装升级，主力榨菜丝增速恢复至 10%的水平，后续还有较强提价预期；
- 新产品步入正轨，萝卜、海带稳定增长，全年预计 7000 万；
- 看好惠通新品从下半年开始的渠道协同；

投资建议：预计 16-17 年净利润 2.1/2.8 亿，对应 PE 为 31/23 倍。给予 17 年 30 倍估值，对应市值 85 亿，32%空间。

2. 南宁糖业：持续看好糖价上涨以及外延所带来的高弹性，还有近一倍空间

我们认为公司主业食糖业务受益于周期性涨价，且国企改革预期强，具体来看：

- 极端天气频发与资产配置需求成为近期糖价加速上涨的最重要因素，预计国内食糖价格可涨至 6500 元/吨。公司制糖业务盈利能力将大幅提升。预计 2017 年公司食糖销量可达到 68 万吨，净利润 2.8 亿元。
- 国资委参与定增与并购事宜，大幅增强公司资本实力，外延有望提速。

投资建议：考虑到食糖价格上涨动力足，还有较大提升空间，且外延预期强，给予 17 年 50 倍估值，第一目标市值为 140 亿，对应目标价为 43 元（第二目标市值看 200 亿以上，对应股价超 62 元）。

3. 江中药业：16 年仅 22 倍，OTC 恢复增长，且利润率提升空间大，持续看好国改和新品弹性

我们认为公司核心主业 OTC 业务结束调整期，在新渠道和新产品的带动下恢复增长，且国改预期强烈，具体来看：

- 核心业务 OTC 业务上半年同比增速达 4.9%，处于恢复之中。未来在便利店等新渠道的带动下，最大品类健胃消食片系列产品有望继续保持稳定增长；同时，近年来推出的新品乳酸菌素片表现不错，有望在 3 年内做到 10-15 亿规模。
- 伴随产品推广迈入成熟期，费用下降，公司净利润率还有很大提升空间。

投资建议：我们判断，未来几年，公司业绩复合增速能保持在 30%以上，而 16 年 PE 仅 22 倍（预计 16 年净利润在 4.6 亿元以上），因而估值较低。最值得重视的是，今年国企改革已经在部分企业试点，公司有望受益。我们持续看好新品与国改所带来的高弹性，预计 2 年内市值有望达到 180 亿元。

4. 恒顺醋业：改革值得期，安全边际高，苹果醋值得期待，41%空间

公司国改有望加速进行，新品果醋开始放量。预计今年调味品 14 亿收入，对应 84 亿市值，推荐逻辑如下：

- 股价接近管理层增持价，安全边际高；
- 公司 Q1 调味品增长超 13%，主力醋产品增长稳定，白醋、料酒产能释放有望加速成长；

-
- 通过大包装产品向餐饮进一步渗透来保持高速增长。
 - 醋饮料新品今年有望突破 5 千万。

投资建议：目前公司改革预期十分强烈，提高 16 年 PS 至 6 倍，调味品预期今年 14 亿收入，对应 84 亿市值，苹果醋收入对应预期市值 15 亿，因此我们短期看恒顺醋业 99 亿市值，对应 6 个月目标价 16 元，41%空间；中长期，恒顺调味品有望实现 20 亿收入，对应 4 亿利润，30 倍 PE，对应 120 市值，其他醋饮产品对应 30 亿市值，总共对应 150 亿市值。

6.白云山：定增即将落地，凉茶王者归来，利润率提升空间大，且存外延预期，目标价 34.5 元

我们认为公司属于滞涨的低估值高弹性品种，随着定增落地，业绩释放速度有望加快，且外延整合预期提升。具体来看：

- 公司定增价为 23.56 元/股，现价仅溢价 10%，安全边际高。
- 加多宝品牌和营销影响力正降低，管理层调整，而王老吉渠道与品牌优势日益强化，预计今年能有更快增长，净利润率有 1 倍提升空间，且公司员工持股计划认缴完毕，诉求加强，利润率提升速度有望加快。
- 大南药扎根医院市场，并向 OTC 扩张谋发展，且新品金戈持续表现靓丽，预计未来几年收入增速在 30%左右；
- 公司与广州许多非上市医药资源有天然联系，未来可动用现金达 200 亿，外延拓展预期强。

投资建议：不考虑外延，预计 16-18 年 EPS1.15/1.43/1.71 元（摊薄前），给予 16 年 30 倍估值，6 个月目标价 34.5 元。

7. 顺鑫农业：（改革）有望提速，牛二优势明显，且外延可期，53%空间，长期看 300 亿元市值

我们认为牛栏山吨价提升，利润率释放以及区域扩张三个方面，潜力巨大，这种优势的转化将伴随国改和自身的业务推进加速验证并提升公司估值，是 GARP 策略的最佳选择，具体来看：

- 1) 核心产品牛栏山量价齐升,净利润率不足 10%，随着全国化扩张带来量增长，以及提价与费用降低带来利润率提升，预计未来 3 年净利有翻 2 倍可能；
- 2) 肉业务，存外延预期；
- 3) 扣除地产和肉业务，公司 PS 为行业最低，仅 1.6 倍，是攻守兼备的最佳品种；
- 4) 国企改革试点正全面铺开，公司有望受益。

投资建议：不考虑地产，给予白酒 16 年 3 倍 PS，对应 162 亿市值；肉业务，1 倍 PS；合计市值 192 亿元，对应目标价 34 元。

【人民喝的醋!】不容错过的恒顺醋业，目前已在最佳买点

引言：人民喝的醋，在这里，这就是粘度，也是消费品的精髓所在



号称“史上尺度最大的反腐剧”

2017 年度大剧《人民的名义》

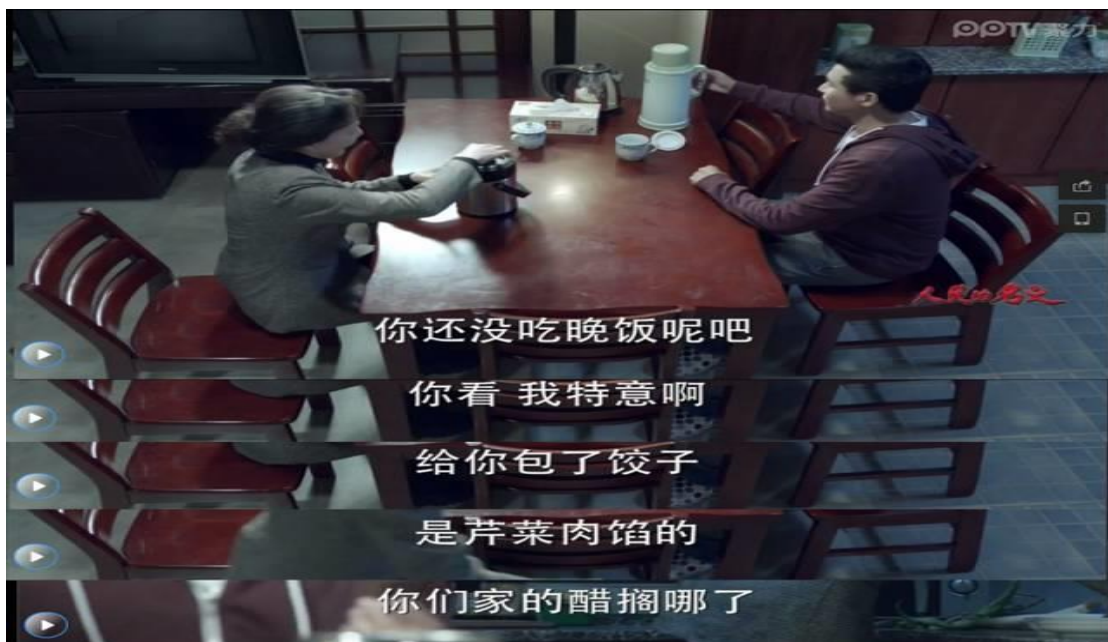
一经开播就收视爆表

豆瓣评分更是高达 9.1 分

再加上据说 95%的场景取自南京

朋友圈里已经被刷屏刷的不要不要的了

直到我看到 15 集……





是的，你没有看错，这是人民都爱吃的镇江恒顺香醋，这就是消费精髓，这就是消费粘度，这就是调味品的优势，毛利率高，粘度高。

以下就是这个剧里面上镜的醋了：



从目前和未来的角度看，习惯性消费中的品牌企业具有持续投资价值，冲动型消费的本土企业面临较大挑战，对于管理层、产品力提出更高的要求。新兴消费人群的数量少了很多，消费粘度的建立非常困难，一个新的消费粘度周期即将建立，我们都等不到那一天。所以，还是传统的好。

白酒，调味品，茶叶，药食同源的品类自身盈利能力超强（60%以上毛利率），具有抗通胀能力，不少还是刚需，所以是非常好的投资，这是我们战略看好的理由。其他的品类，没有消费根基，被外资替代很严重，已有份额不稳，盈利能力不强，是比较麻烦的投资，不好长期拿。主题方面国企改革和资产证券化（借壳或者注入）是核心，调味品都非常受益。

从量和价看，传统食品行业代表饮食文化的精髓，具有极高粘度，可以反复消费，而且集中度低，能放量，因为有粘度，消费者不敏感，还可以提价。因此业绩能够维持持续很长时间的增长，保证估值不下降。虽然公司增速不快，规模也不大，但是自己可以抢份额，还有外延收购。这里包含着许多国企改革和外延收购等催化剂。

以下这些报告，熟悉恒顺的你，一定不会陌生，是否给你最深的启发，那个闪闪发光的小龙头是不是又要回来了？

公司研究/公司调研

2012年08月20日



食品饮料/食品制造 II

投资评级：增持（维持评级）	
当前价格(元):	16.28
合理价格区间(元):	20.3~21.5

恒顺醋业（600305）

历久弥新须争先——恒顺醋业公司调研

投资要点：

- ◆ **上半年主业低于预期，全年目标不变。** 主业上半年实现销售收入 36,580.85 万元，同比增长 10.13%，未达到年报中 20% 的增速目标，公司在中报中明确表示将进一步强化“上半年缺口下半年补，咬定全年目标不放松”。同时，公司发布董事会公告，任命李国权代为行使法定代表人职责，说明管理层更迭仍在过程中。
- ◆ **公司具成长潜力。** 结合行业发展历程以及主要需求因素变化，食醋行业未来有望保持 14% 以上的增速，集中度将进一步提高。恒顺作为行业龙头，具有优秀的品牌价值、深厚的研发能力、稳定的基地市场，这是公司未来成长的有力保障。而管理层更替是公司变化的关键驱动因素。通过和海天味业的比较分析以及实地调研，我们认为恒顺在市场推广、产品定位以及费用率控制方面具有很大提升空间，是公司未来增长的潜力所在。

股价走势图



研究员：张芸
 执业证书编号：S0570510120017
 电话：025-83290884
 E-MAIL: zylh4463@sina.com
 http://t.zhangle.com/4097
 联系人：刘鹏
 执业证书编号：S0570111080338
 电话：025-51863329
 E-MAIL: lixx_2000@126.com
 http://t.zhangle.com/895416

公司研究/公司调研

2012年09月11日



食品饮料/食品制造 II

投资评级：增持（维持评级）	
当前价格(元):	15.94
合理价格区间(元):	20.3~21.5

恒顺醋业（600305）

传统调味品龙头的再造之路

投资要点：

- ◆ **基本面向好无疑，推进节奏仍然难以把握。** 公司目前老厂区基本拆卸完毕，主要产能 20 万吨食醋产能位于丹徒新厂区。此外还有 10 万吨的漕池正在建设。地产业务的剥离预计会在 2013 年完成，预计剥离之后有 9-10 亿元左右的负债可以消除。公司正在寻找适合自己的销售改革模式，目前咨询机构正就相关问题与公司探讨。
- ◆ **食醋行业正在分化。** 目前正呈现出：1) 龙头企业开始寻求突围，第二三梯队逐步下滑。2) 政策驱动行业集中度提升。3) 消费者需求的多样化等三个趋势。这些变化都将为龙头企业的突破带来机会。
- ◆ **综合调研结果、业务转型的实现逻辑及领先企业的发展历程，** 我们认为恒顺有望在以下三个方面获得突破：1) 加强对餐饮渠道的发展（海天的增长路径）；2) 对现有产品改善，创造功能性需求（金宝汤的增长路径）；3) 再融资之后，收购其他各地优秀食醋品牌，并保留其品牌及渠道（味好美的增长路径）。通过分析对比行业巨头

股价走势图



研究员：张芸
 执业证书编号：S0570510120017
 电话：025-83290884
 E-MAIL: zylh4463@sina.com
 http://t.zhangle.com/4097
 联系人：刘鹏
 执业证书编号：S0570111080338
 电话：025-51863329
 E-MAIL: lixx_2000@126.com
 http://t.zhangle.com/895416

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 30.29
合理价格区间(元): 46.9-48.2

刘鹏 执业证书编号: S0570513090009
研究员 025-51863329
liupeng3996@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《恒顺醋业(600305):从地产剥离到主业加速增长的切换: 投资最佳时点渐进》2013.09
- 2《恒顺醋业(600305):主营毛利率提升超预期,“攻、守、巧”兼备逻辑被证实》2013.08
- 3《恒顺醋业(600305):远方的风系列 1—经济增速下滑, 投资调味品龙头企业是最佳标的》2013.07

远方的风系列之二—味滋康和冠利对恒顺的启发

恒顺醋业(600305)业务空间和实现方法深度研究

投资要点:

- 食醋行业具有的四大消费特点决定恒顺的长期投资价值: (1) 理性消费 (核心) — 消费者根据自己过去的使用习惯和爱好购买商品, 产品力和品牌力是决定因素。具品牌力和产品力以及初步渠道力的龙头公司很占优势。(2) 刚性消费—和经济基本无关。(3) 可多品类发展, 醋和酱油一样也是通道产品, 可以用此通道装入其他产品。(4) 具有调味品以外的延伸能力——具备健康, 休闲消费概念 (健康类产品)。恒顺未来将借助于品牌, 研发以及管理方面的优势把以上 4 个本质不断发掘并放大。
- 国际比较及相关分析表明: 恒顺醋业长期空间或在 10 倍以上。从海外成熟市场食醋行业的发展看, 都有一家以醋为主, 最终做大的调味品公司 (日本的味滋康, 德国的冠利), 当然前提是必须是真正的中高端第一品牌 (恒顺目前这个优势保持并且扩大了, 最近 3 年吨产品价格和第二集团溢价加速扩大, 证明中高端地位进一步稳固)。其消费升级全过程可以借鉴。从收入总量看, 恒顺的主要类似标 (日本的味滋康, 德国的冠利) 的收入规模都在 100 亿元人民币以上, 若考虑国别消费容量, 恒顺潜在空间不止于此。今年恒顺的收入 10 亿元出头, 增长空间和持续性不言而喻。

2. 还记得我们今年 1 月份写的报告么? 榨菜验证, 恒顺还在底部

我们在今年 1 月份强调提示了榨菜和恒顺的绝对底部, 也分析了看好两个公司的行业逻辑和自身逻辑, 如下图所示: 涪陵榨菜股价如我们所判断阶段性从底部起来上涨 22%, 但是恒顺还是没有动。作为从 12 年引领市场研究调味品的分析师, 我们一直在持续研究和跟踪调味品龙头企业。不断强调行业逻辑, 不断给市场新的思考和启发。

【价值总是不经意的到来! 时隔2年绝佳买点再现! 再推恒顺, 榨菜两小龙】60多亿元市值的高壁垒优秀品牌消费品公司已经在你面前

2017-01-16 天风食品刘鹏 博士话食品

卓越卖方研究是抓住卖方微笑曲线两端—产业和投资, 请支持在研究创新, 产业整合和契合投资方面领先市场的天风食品刘鹏团队

引言—交易本身不创造价值, 只是给人更加看清价值

近期食品股出现了一波调整, 我们认为为价值投资者布局长线牛股提供了机会。市场上又一次出现了市值60多亿元的非常优质, 能长期成长的品牌公司, 恒顺醋业和涪陵榨菜的市值近期都调整到了2年前的水平, 分别为68亿元和66亿元。相当于两年没涨。在所有食品公司里面, 能够称得上品牌名的按照市值排序, 恒顺, 榨菜已经是及其稀缺的, 低于70亿元市值的能做大的有壁垒的好公司。

序号	证券代码	证券简称	总市值1 [交易日期] 2016-12-16 [单位] 亿元	预测净利润平均值 [年度] 2017 [截止日期] 最新 [单位] 亿元	预测净利润平均值 [年度] 2016 [截止日期] 最新 [单位] 亿元
1	000995.SZ	*ST皇台	29.3610		

二、恒顺，榨菜业绩增速加快，PEG有优势（0.6-0.7左右，食品行业最低），3年基本没有涨，3年累计业绩涨幅远超股价涨幅，明年估值历史最低，具备强烈反弹能力

我们对醋和榨菜的基本财务，涨幅和估值做了系统分析发现，股价基本2年没涨（14到16年三年分别涨了35%和17%），但是业绩3年增长很多（335%和56%），估值已经消化到位（17年估值是低于历史最低水平的，恒顺和榨菜从未到过28和22倍）。历史均值在40和43倍。

	市值（亿元）	13年净利润（亿元）	16年净利润（亿元）	过去3年业绩涨幅	过去3年年股价涨幅	业绩涨幅-股价涨幅
恒顺醋业	66.00	0.39	1.70	335.90	34.96	300.94
涪陵榨菜	68.00	1.41	2.20	56.03	17.55	38.48
	16年净利润（亿元）	17年净利润（亿元）	18年净利润（亿元）	2016PE	2017PE	2018PE
恒顺醋业	1.60	2.30	3.20	41.25	28.70	20.63
涪陵榨菜	2.20	3.05	4.10	30.91	22.30	16.59
	2017年PEG					
恒顺醋业	0.65					
涪陵榨菜	0.61					



下一个会是恒顺么？



3. 信心百倍的来源：调味品行业再次迎来量价齐升，集中度加速提升趋势，醋增速快于酱油，健康消费引导

还是以下这些逻辑，我知道你们看了很多遍：但是，逻辑在四季度末被一个叫包材的运费的成本影响了，因此调味品公司都纷纷提价来应对，恒顺，榨菜，海天，中炬都开始提价，都已经 Cover 成本，而且时间又过去了一个季度，调味品已经三年没有表现了，18 年估值都在 20 倍以内了，所以，我们信心百倍！！

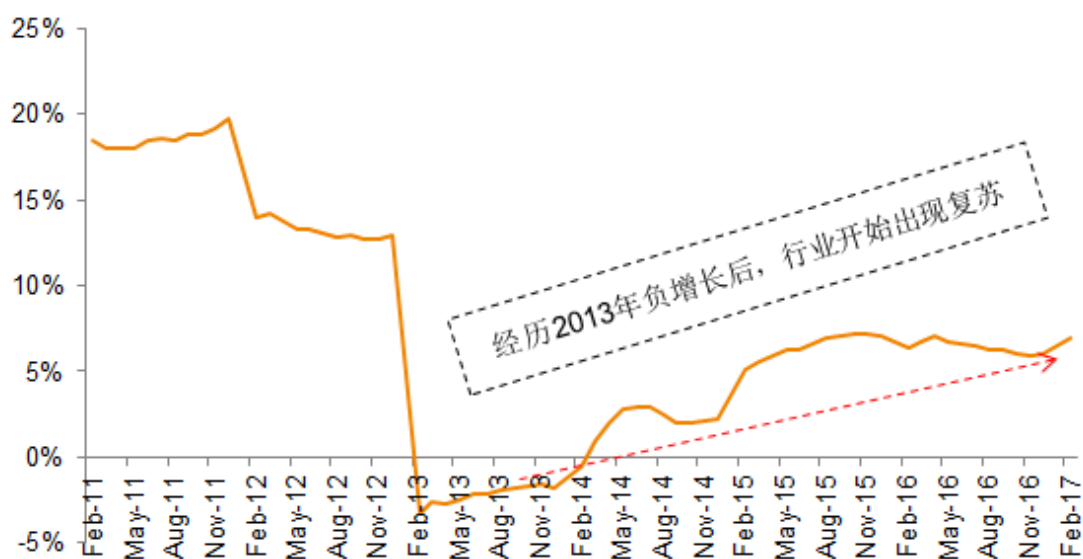
3.1 行业逻辑

具体有以下四条：

(1) 低估值：16 年调味品板块滞胀，除海天外三家龙头估值 18 年都在 20 倍以内。调味品过去估值在 25~35 倍，PS5-7 倍，目前都在 4 倍左右。

(2) 提价显著，还有很大上涨空间。榨菜，恒顺，海天，中炬都已经提价且提价明显，是大众食品里面唯一 cover 成本上涨子行业，恒顺等提价幅度远远大于成本！但是目前国内调味品均价只有发达国家的 30%。还有很大空间。

(3) 受益于餐饮持续复苏和产品创新，餐饮行业保持两位增长，调味品有 70%来自餐饮，预计增长重新回到两位数。



(4) 另外还有国改和外延预期。行业将继续量价齐升，集中度提高的高景气趋势。

3.2 恒顺优势

由中国品牌建设促进会、经济日报社、中国国际贸易促进委员会、中国资产评估协会等单位联合举办的“2016年中国品牌价值评价信息发布会”在北京召开，发布了2016年品牌价值评价结果榜单。恒顺香醋作为中华老字号品牌，最终以911分的品牌强度和36.99亿元的品牌价值强势成为中国食醋行业第一。品牌价值是企业品牌和区域品牌综合实力的体现，品牌价值评价采用数据打分制，并最终得出品牌强度系数和品牌价值向全球发布。

品牌历史：176年传承持续经营1840年(清道光年间)恒顺香醋在镇江创立，营业执照目前还保存于博物馆内，成为中国现存的五大百年营业执照之一。176年间，无论是战乱、运动、时代更迭，恒顺香醋厂都没有停止过。

企业发展：连续20年全国销量第一经过一百多年来的发展，恒顺香醋成为食醋行业唯一一家上市公司，凭借不添加任何防腐剂的品质，产品深受中国消费者的欢迎，已经连续20年全国销量遥遥领先。

匠心传承：国家级非物质文化遗产镇江恒顺香醋的独特酿造技艺——固态分层发酵技术，成为国家首批入选国家级非物质文化遗产保护名录，酿造出来的食醋独具风味，成为镇江香醋的正宗代表。

海外拓展：70%国家出口醋来自于恒顺，中国驻外大使馆都用恒顺香醋早在很多年前恒顺香醋就陆续在海外开始了商标注册，并己成立专门的外贸部门，引进了专业人才研究海外市场。

2016年，恒顺香醋目前已经出口全球37个国家和地区，远销欧美日本，深受华人的喜爱。
纯粮酿造：恒顺香醋精选江南糯米为原料，独具风味不同于其他醋，恒顺香醋以优质糯米为主要原料，具有“色、香、酸、醇、浓”的特点，“酸而不涩，香而微甜，色浓味鲜”，多次获得国内外的嘉奖，存放时间越久，口味越香醇。

4. 打铁还需自身硬：恒顺自身逻辑

4.1 核心逻辑—新区扩张+二三品类+餐饮市场

(1) 老产品保持每年 10%增长。

(2) 料酒和白醋继续放量，高端料酒和白醋 5 万吨产能投产，3-4 年内有望实现 5-6 亿元收入。今年料酒出来大量高端新品。

(3) 餐饮市场打开，省内及华东地区放量，实现额外 5-6%增长。

(4) 广东，河南等区域加速扩张，有望在 4 年内接近江苏全省水平（4 亿元左右）综合，预计 16-18 收入为：12.8，15.8 和 18.3 亿元。

(5) 毛利率提高（提高 3PCT，到 47%），管理费用率下降（预计费用率下降 3PCT，到 6%），净利率三年提升 6 个点。

4.2 催化剂：大幅提价+国改

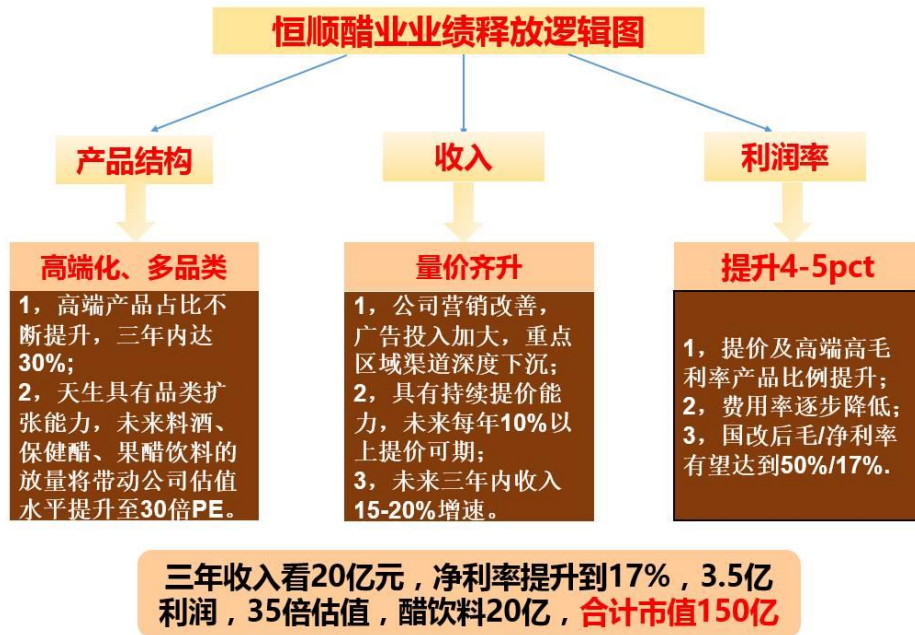
(1) 持续提价：已经提很多，终端价相对 15 年提价幅度可能超过 50%，恒顺目前产品价格和海天一样，这个在 15 年是只有海天的 70%。

(2) 国企改革：汾酒，江中，白药，阿胶都风起云涌，恒顺也值得期待

4.3 投资分析-2 年看翻倍

我们认为未来公司 10 万吨高端醋罐装项目的投产将进一步扩大公司的高端产品线，在费用率不变的情况下，公司毛利率水平将获得持续提升，同时，不排除后续有进一步提价的可能

（3 年内毛利率系统到 50%）。目前公司改革预期十分强烈，提高 17 年 PS 至 6 倍，调味品预期 17 年 15.8 亿收入，对应 95 亿市值，较目前 46%空间；中长期，恒顺调味品有望实现 20 亿收入，对应 4 亿利润，30 倍 PE，对应 120 亿元市值，2 年有翻倍能力。



4.4 安全边际

高管增持价格在 10-11 元左右。基本和现价一致。

【上调目标价，40%空间!】天风食品刘鹏团队继续强推白云山：王老吉业绩释放弹性大，且医药业务改善，外延可期

事项：2016年，公司收入200亿元，增4.8%；归母净利润15.1亿元，同比增16%；扣非后归母净利润10.7亿元，同比降5.1%；EPS1.08元。同时，拟每10股派2.8元。

核心观点：我们认为公司全年业绩基本符合预期，且向上改善趋势明显。虽然全年扣非后业绩下滑5.1%，但是相比前三季度同比下滑9.4%的增速，已经有了很明显改善，得益于财务收益增加以及医药业务的正向带动。其中，金戈16年收入4亿元，同比增速超70%，增速惊人，未来有望持续保持相对较高增长。

同时，王老吉全年收入增速与净利润率水平相对持平，主要是因为受竞品影响，公司去年下半年开始加大投入所致。我们认为，王老吉相对加多宝竞争优势明显，预计去年销量增速远超收入增速。短期来看，今年一季度以来王老吉与加多宝货折力度均有所下降，预计后续价格可能会进一步提升。**但是，双方仍然处于相对激烈竞争状态，短期业绩释放多少可能需要更多关注季度间数据变化，这也能对后续双方竞争格局变化提供有力验证。**

中长期来看，我们认为在竞品加多宝产品包装被动更换，且营销收入比下降的背景下，王老吉品牌优势不断扩大，并配合强势营销推广，未来有望进一步夺取更大份额，2-3年内有望贡献11亿元以上利润。此外，公司背靠资源丰富的广州市政府，且账上潜在现金规模高达200亿元左右（包含拆迁款），将推动外延并购不断前进。

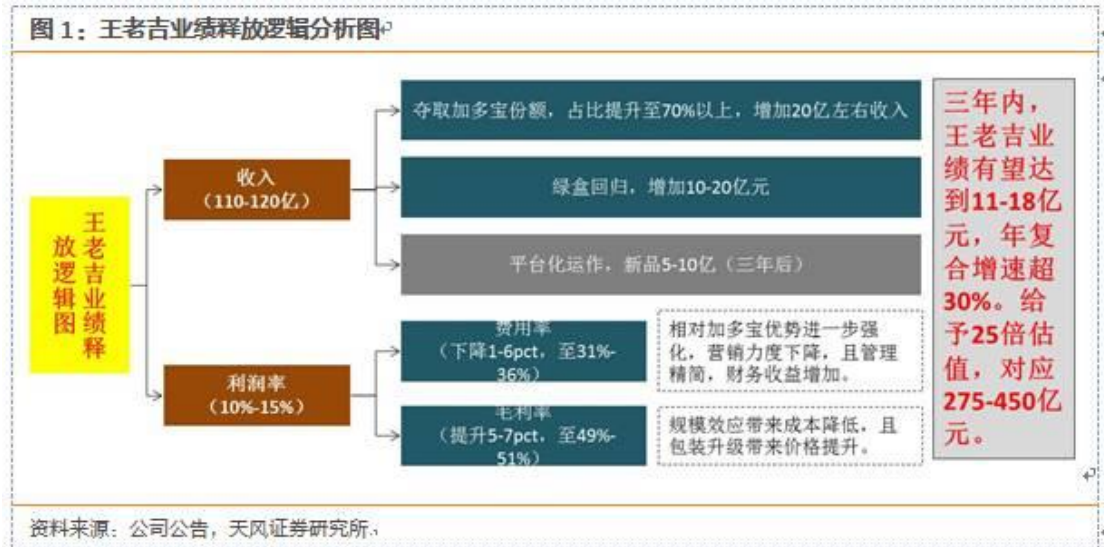
不考虑外延，由于所得税率调整为高新技术企业，且一季度开始提价，并考虑包材价格上涨。我们预计 17-19 王老吉利润率提升至 8.5%，12%和 14%（原 7%，10%和 12%），对应王老吉收入分别为：94 亿元，110 亿元和 120 亿元，上调公司 17-19 年 EPS 分别为 1.24/1.64/1.95(原 1.10/1.41/元)，对应 PE 分别为 23/17/14 倍。考虑到公司业绩释放弹性大，且外延可期，给予公司 18 年 24 倍估值，目标价上调至 39 元（原 34 元），12 个月 40%空间。

	2017	2018	2019
饮料收入（亿元）	94.00	110.00	120.00
饮料利润率	0.09	0.12	0.14
饮料利润（亿元）	7.99	13.20	16.80
财务收益（亿元）	2.20	3.10	4.00
医药利润（亿元）	10.00	10.50	11.00
利润合计（亿元）	20.19	26.80	31.80
EPS（元）	1.24	1.64	1.95
PE	22.72	17.12	14.42

1. 王老吉：收入持平受渠道投入加大所致，但销量增速较好

2016 年，王老吉大健康板块收入 77.7 亿元，同比增长 0.01%；净利润 4.3 亿元，同比增 10.8%。我们判断，公司王老吉收入相比去年基本持平，主要是因为去年三季度开始双方货折力度加大；预计 16 年 Q4 单季王老吉收入 10 亿元左右，同比下降约 8%，但是实际销量增速应该保持正增长，远超收入增速。同时，受此影响，王老吉大健康板块全年毛利率为 40.8%，下降 3.6%。

从行业角度来看，我们认为凉茶通过产品升级还可以推动行业向前继续发展。同时，加多宝自去年开始，管理层调整较大，被动更换成金罐装以后，市场有个新的认识过程，但是营销收入比下降，对其品牌与销售均有一定影响。相比之下，王老吉已经收回了商标、广告语、红罐包装与配方等四大资产的唯一使用权，品牌认可度不断提高。在配合线上线下有效的营销宣传，例如春节央视所推出的“把吉带回家”，浙江卫视独家赞助大型综艺节目《我们十七岁》等等，产品曝光度不断提高，相比加多宝的竞争优势也进一步凸显。我们判断，未来 2-3 年内王老吉通过夺取份额以及收回绿盒等，收入规模有望达到 110 亿元以上，贡献利润超过 11 亿元。



2. 大南药：向上改善趋势明显，且金戈同比增速超 70%

我们认为公司大南药业务向上改善趋势明显。2016 年，公司大南药板块收入 69.1 亿元，同比增 2.2%；毛利率 43.6%，微降 0.95%。其中，2016 年前三季度，公司大南药业务收入同比下滑 2%，相比 2016 年上半年 8% 的降幅已经有了比较明显的提升，我们当时就提出这主要是因为 94 号文影响逐渐散去，大南药业务开始出现恢复，全年正增长则表明 16 年 Q4 单季处于持续改善之中。

同时，2016 年公司扣非后业绩同比下滑 5.1%，相比较于 2016 年前三季度同比下滑 9.4% 的增速，也有了很大提升。由于王老吉去年单四季度业绩贡献并不是很大，我们认为这部分正向影响主要得益于财务收益增加（Q4 单季财务收益增加 4152 万元），以及大南药业务的正向带动作用。

此外，公司重磅仿制药金戈 2016 年收入规模已经达到 4 亿元，同比增长 71.3%，发展迅猛。未来几年，通过替代滋补类中药保健类产品，金戈有望分享百亿抗 ED 蓝海市场，继续保持相对较快增长。

3. 政府大比例参与定增提供资源背书，外延预期强，且业绩释放有望加快

公司的非公开发行价格为 23.56 元/股，总规模为 78.9 亿元。其中，广州市政府投入 73 亿元资金（控股股东广药集团认购 34.9 亿元，广州市政府旗下国资发展、国寿城市发展合计认购 38 亿元），这代表着政府的态度，以及整合广州地区医药资源的决心。此外，员工持股计划参与认购 9095 万元，自身诉求强化。而且 2017 年开始公司已经加大对业绩考核，有望推动业绩释放速度加快。

目前公司定增已实施完毕，未来公司将集聚广州市政府、阿里巴巴等多方资源于一身，有望推动外延提速，使得巨大平台价值进一步凸显。加上拆迁款，未来公司账上现金可达 200 亿元。同时，公司是广东国资委唯一医药上市平台，与当地很多未上市的医疗资源具有天然联系，而且阿里社会资源较多，也能为公司带来优质项目。

附：微信语音路演主要内容

前言：自年初以来，公司股价累计涨幅在 20%左右。我们判断主要有两方面原因：一是，市场偏好低估值、低预期，逐步改善，且中长期发展空间大的公司；二是，公司确实在发生一些优化改变。例如王老吉竞争格局，价格提升等。同时，我们认为这种改善会持续一段比较长的时间，而且从 2016 年报上来看，确实发现了公司的变化和真实想法，主要有三点：1. 年报基本符合预期，货折因素对收入有影响，但是市场对其预期也不是很高。2. 确认了 17-18 年报王老吉业绩弹性大。3. 医药业务逐步改善，也能带来一定弹性。例如，金戈增速超 70%，医保目录新增 13 个品规等。

整体观点：中长期来看，我们认为公司具有比较大的发展空间，只是这种空间大小可能要观察王老吉最终会走向一个怎样的竞争格局，这也会影响其估值。但是，不管是单寡头还是相对稳定的双寡头，2 年内王老吉贡献业绩至少在 12 亿左右，仍会带来不错的成长性。短期来看，我们建议大家不要给太高预期。因为从过去长期跟踪来看，我们认为公司属于相对偏防守型品种，业绩可能会逐步释放，一蹴而就的可能性相对较小。2017 年王老吉净利润率到 8-9%，收入 94 亿，利润 8 亿元；财务收益 2 亿元，药 10 亿元，今年净利润到 20 亿元。整体估值到 25 倍，市值 500 亿。后续 500 亿，甚至 600 亿以上市值，则需要观察明年增速，将直接决定公司估值中枢，这是接下来 2-3 年内需要判断的内容。

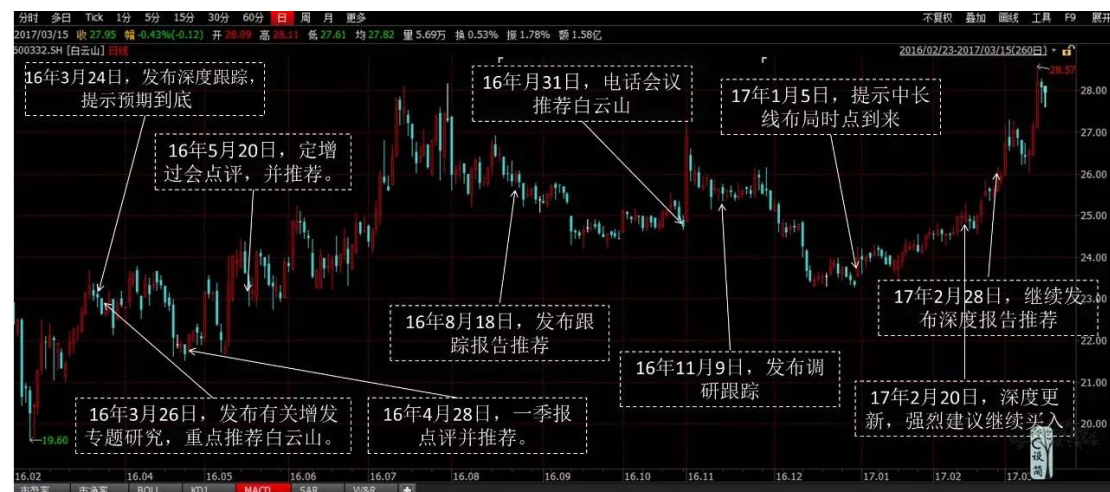
王老吉利润率：1) 所得税率改变，由 25%变成 15%，大概提升利润率 2pct 左右；2) 竞争趋缓，出厂价提升。如果整体提价 5%，毛利率提升 2.5pct-3pct。但是，整体提价 5%不一定能够在今年达到。两年内，毛利率提升 3pct，所得税率改变提升净利润率 2pct，销售费用

率降 2pct，王老吉净利润率有望达到 11-12%。如果收入达到 110 亿元，王老吉整体净利润达到 12-13 亿元。

此外，我们认为包装材料涨价对王老吉一季度毛利率影响不大。但是，这个问题可能需要在后续时间段内考虑进去。

估值，取决于王老吉竞争格局：第一种，王老吉占比大幅提升，变成单寡头，净利润率可以提到 15%以上，甚至更高，估值可以给 30 倍；第二种，双方提价，加多宝获得喘息时机，净利润率提到 12-13%，估值相对有限。所以这是未来公司估值高低判断的关键。但是，短期来看，还不能对这个问题做非常明确的判断。而且从一季报情况来看，我们判断王老吉收入会相对稳定。

新品种：无糖包装等，有助于打开新的成长空间和增量市场。因为凉茶品类 SKU 只有一个，仍然需要与其他品类也有竞争。



参考引用：人民日报今推重磅专栏，背后深意不可不察



观察中国政治风向，党报是重要的窗口。

不知各位组员注意没，今天的《人民日报》头版，用了 2/3 的大块版面，刊发了一篇重要文章《总书记发出深化改革动员令》。这是“新思想从实践中产生”栏目的开篇之作，讲的是习近平和深圳的故事。

大家都知道，今年是改革开放 40 周年，年底，中央会隆重纪念。40 年过去，中国已经成为世界第二大经济体，日益走近世界舞台中心，但也面临严峻的国内外挑战，中国的发展对世界有着举足轻重的影响。

所以，在这个节点上，国内外都在关心一个话题：**中国今后的路该怎么走？**这是国内民众，也是全世界关注的话题。

在这个时候推出，《人民日报》的这个系列报道其实也有着这样的问题意识，只是党报的解读角度放在了“**新思想**”这个点上，也就是十九大确立的习近平新时代中国特色社会主义思想，这是当代中国发展的指导思想。由此着手，当然提纲挈领，是理解中国今后发展的一个好切口。

值得注意的是，这个系列的报道不是阐释新思想的理论文章，而是讲故事，在话语方式上做了创新。

首篇深圳，改革开放的桥头堡，也是习近平 6 年前就任中共中央总书记后外出调研的第一站。记者采访了当时与习近平有过接触交谈的 5 个人，他们的回忆串起了整篇文章。围绕一个主题，就是改革开放。

在这个时间点上，这篇文章作为专栏的嚆矢，可以说非常应景了。

在小组看来，这 5 个人的讲述，突出反映了**习近平对改革开放的态度、认识和方法**，很值得琢磨。



习近平对改革开放的态度如何？ 十八大就任总书记后外出调研第一站就去了改革开放的前沿——深圳，意思已经非常明确了：新的中央领导层会接过改革开放的大纛，继续前行。

文章说，习近平去了深圳的莲花山，向邓小平铜像敬献花篮，并在铜像不远处，种下高山榕。高山榕是岭南本土树种，寓意吉祥繁荣。1992年，邓小平曾亲手种下一棵，20年后，习近平再次种下，以示踵武前贤。

时任深圳市莲花山公园管理处主任的杨义标还清晰地记得总书记当时说过的话：

“改革开放的决定是正确的，我们今后仍然要走这条正确的道路。这是富国之路、富民之路，要坚定不移地走下去，而且要有新开拓，要上新水平。”

一锤定音，毫不含糊。

怎么认识改革开放？ 文章引用了当时习近平在深圳说的这句话：

“改革开放是我们党的历史上一次伟大觉醒，正是这个伟大觉醒孕育了新时期从理论到实践的伟大创造。”

“伟大觉醒”，意味着从原先的弯路中扭转过来，走上正途。在党的革命、建设的历史中，能称得上“伟大觉醒”的转折事件，并不多见。习近平用这四字定义改革开放，可见改革开放在他心目中的分量。

今后的改革开放怎么办？ 文章采访了当时站在习近平身边的原深圳市委书记李灏。老爷子今年已经 92 岁，但对当时的情景记忆犹新。

他说：“这几年，总书记反复强调，改革要蹄疾步稳，这话说得多好啊！世界上哪有那么多十拿九稳的事，看准了就要大胆试，勇于‘吃螃蟹’，否则哪有今天的深圳？同时也要谨慎，要看条件，不能蛮干。”

习近平同样鼓励深圳前海建设：

“把前海作为改革开放的一块试验田，继续获得经验并向全国推广。**要发扬特区‘敢为天下先’的精神，做第一个‘吃螃蟹’的人，落实好先行先试的特殊政策。**”

好一个“敢为天下先”，第一个“吃螃蟹”！改革开放这么多年，这片天地就是闯出来的、试出来的。这个艰苦奋斗、爱拼才会赢的改革开放精神依然不能丢。而眼前，改革进入深水区，中国的利益更加多元，国内的改革牵动的利益群体更多，甚至与世界形势都息息相关，可谓“牵一发而动全身”，所以又需“蹄疾步稳”“看准了就要大胆试”，但不能蛮干。

李灏老爷子这样评价：“总书记是高举改革开放大旗的！他的改革开放思想和小平同志一脉相承，而且是创新发展的。”



一脉相承、创新发展，这个是非常高明的历史辩证法，也是马克思主义中国化的要义所在。精神内核不能丢，所谓“不忘初心”，又要“牢记使命”，在实践中创新发展解决现实问题的方式方法，深化对现实问题的认识。

这样再看《人民日报》这个系列文章的栏目名：**新思想从实践中产生**，就很有意味了。

习近平强调：“**时代是思想之母，实践是理论之源**”，一句话道尽思想与实践之间的辩证关系。作为马克思主义中国化最新成果的习近平新时代中国特色社会主义思想，同样来源于实践，是对实践的认识深化和方法总结，反过来又指导新时代中国的一系列改革创新，同时，又在不断解决现实问题中调整、完善。

中国改革开放 40 年，乃至中国共产党革命、建设的成功阶段，无一不是在遵循理论和实践的辩证法。什么时候理论脱节于实践，中国就乱；什么时候理论与实践相生相成、共进同行，中国就治。这是条重要经验。

40 年前，“实践是检验真理的唯一标准”“从实际出发，实事求是”成为中国共识，形成了改革开放的思想基础，其实是找回了中共当年革命成功的重要经验。40 年后，《人民日报》推出“新思想从实践中产生”专栏，再次强调新思想的实践导向，这背后的深意不可不察。