



食品饮料

古井贡酒(000596)

推荐(首次)

市场数据(2020-03-31)

收盘价(元) 114.23

52周最高/最低(元) 158.10/97.00

基础数据

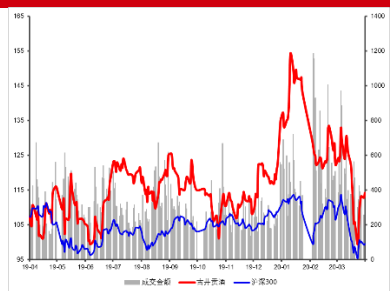
总股本(百万股) 503.60

流通A股(百万股) 383.60

流通A股市值(亿元) 438.19

每股净资产(元) 17.05

股价走势图



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

研究员

贾俊超

执业证书编号: S0070517080001

电话: 010-83991736

邮箱: jiajc@grzq.com

相关报告

后百亿皖酒龙头, 期待释放业绩弹性

——古井贡酒深度报告

盈利预测

单位: 百万元; 每股单位: 元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6968.33	8686.14	10550.19	10898.34	12834.98
增长率(%)	15.81%	24.65%	21.46%	3.30%	17.77%
归母净利润	1148.74	1695.23	2263.01	2399.04	3049.88
增长率(%)	36.59%	47.57%	33.49%	6.01%	27.13%
每股收益	2.250	3.332	4.494	4.764	6.056
市盈率(倍)	50.76	34.28	25.42	23.98	18.86

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

投资要点

- 国有名酒, 源远流长。**公司拥有千年的文化背书, 其渊源始于建安元年(196年), 且隶属于老八大名酒, 名酒基因和历史传承对白酒公司的品牌构造具有重大意义。同时, 公司是改制过的国有企业, 国有的白酒公司天然享有一定的政务资源, 容易成为当地白酒消费的意见领袖。
- 省内: 市场扩容+市占率提升。**根据相关产业数据显示, 2018年安徽省白酒市场份额约250亿元, 近年来GDP增速、人均可支配收入增速以及常住人口三个维度来看, 保守预计安徽省白酒市场未来几年复合增速为5%, 那么到2022年安徽省白酒市场容量将突破300亿。同时, 安徽省历来竞争激烈, 省外品牌难以进入, 竞争格局相对稳定, 强者恒强的态势有望延续, 对照洋河在江苏省的市占率, 公司省内收入有望达到100亿左右。
- 省外: 因地制宜, 空间广阔。**公司的强大品牌力以及市场投入让公司的原浆系列在省外享有一定的知名度, 并且针对不同的区域采取不同的竞争策略。(1)本地酒企弱势的河南市场, 通过复制省内的深度分销模式参与竞争;(2)本地酒企强势的湖北市场, 通过收购当地名酒黄鹤楼的方式进入;(3)竞争格局稳固的江浙沪等市场, 通过“大招商, 招大商”的策略进行切入重点城市, 充分利用大商资源来进行以点带面。
- 盈利端: 费用率有望下行, 盈利将逐步改善。**与行业内主要对标公司相比, 公司的毛利率与同行处于同一水平, 甚至略高于

同行，但是净利率则明显偏低，其主要原因在于公司的销售费用率一直居高不下，这与公司近年来省内的渠道下沉以及省外的基础建设有关，未来随着省内渠道下沉和主流大单品结束市场培育阶段以及省外市场基础建设的完成，竞争态势长期将趋于缓和且规模效应逐步凸显，有望带动销售费用率逐步下行，盈利能力将大幅度提升。

- **盈利预测与投资建议：**短期来看，受疫情影响未来几个季度的业绩或继续承压。长期来看，看好省内龙头全国化的发展路径，期待公司成为下一个洋河。复盘历史上的优质消费品公司，凡是可逆因素带来的股价调整均是投资良机，因此，在市场上极度悲观之时保持平常心，把握回调带来的投资机会。预计公司2019-2021年实现收入105.50亿、108.98亿、128.35亿，同比增长21.46%、3.30%、17.77%，归母净利润22.63亿、23.99亿、30.50亿，同比增长33.49%、6.01%、27.13%，EPS为4.49元、4.76元、6.06元，目前股价对应估值为2019-2021年25倍、24倍、19倍。
- **风险因素：**宏观经济下行风险、食品安全风险

与市场不同认识

- 1) **产品品质是否会成为掣肘的因素？** 此前的新闻报道中对公司白酒的品质存在一定质疑，那么产品品质是否会成为公司增长的掣肘因素。对此我们认为，第一，国内生产优秀品质白酒的区域主要集中在贵州与四川，其他区域白酒品质差异性不大，对于地产酒层面的竞争，品牌与渠道的影响往往高于产品本身；第二，近年来公司也一直在提升产品品质，如近期发布的白酒生产线技改项目，虽然规模上颇有争议，但是方向上是明确的。因此，我们认为提升产品品质势在必行，但不会造成明显的障碍。
- 2) **如何看待高端酒企品牌下沉对公司的影响？** 目前高端白酒公司重点发力部分系列酒品牌，市场担忧是否会与公司产生直接竞争，从而抢占公司的市场份额。对此我们认为公司主流价格带处在 200-400 元，而高端酒企布局的系列酒优势价位主要在 600 元以上，未来上升至该价位与之直接竞争尚需要一定时日，目前无需过分担忧。

目 录

1. 公司简介：国有名酒，源远流长	7
1.1 国有控股，历史名酒	7
1.2 年份原浆，源远流长	8
2. 收入端：省内仍有空间，省外因地制宜	9
2.1 省内：双超多强格局稳定，有翻倍空间	9
2.2 省外：因地制宜，泛全国化势头向好	12
3. 盈利端：费用投放终有收获，利润弹性逐步凸显	13
3.1 毛利率稳步提升，净利率存较大改善空间	13
3.2 渠道投放进入收获期，费用率有望进入下行通道	14
4. 盈利预测与估值水平	15
5. 风险因素	15
5.1 宏观经济下行风险	15
5.2 食品安全风险	16

插图目录

图 1: 公司有近千年的历史传承	7
图 2: 公司隶属老八大名酒	7
图 3: 公司股权结构 (截至 2019. 09. 30)	8
图 4: 近年来公司收入及增速情况 (亿元)	9
图 5: 近年来公司利润及增速情况 (亿元)	9
图 6: 我国主要省份白酒市场容量 (亿元)	10
图 7: 安徽省可支配收入稳步提升	10
图 8: 安徽省历年来主流价格带及主流产品变化	10
图 9: 2018 年安徽省白酒竞争格局	11
图 10: 2018 年江苏省白酒竞争格局	11
图 11: 古井贡酒三通工程	11
图 12: 古井贡酒渠道体系	11
图 13: 安徽省两大白酒公司渠道对比	12
图 14: 古井贡酒销售人员远多于口子窖	12
图 16: 公司与行业主要公司毛利率对比情况	14
图 17: 公司与行业主要公司净利率对比情况	14
图 18: 公司与行业主要公司销售费用率对比情况	14
图 19: 古井贡酒销售费用中各分项占收入比重	15
图 20: 洋河股份销售费用中各分项占收入比重	15

表格目录

表 1：公司主要产品情况.....	8
表 2：黄鹤楼公司承诺收入及实际实现情况（单位：亿元）.....	13
表 3：盈利预测表.....	17
表 4：估值指标汇总表.....	18

1. 公司简介：国有名酒，源远流长

1.1 国有控股，历史名酒

公司是中国老八大名酒企业，中国制造 500 强企业，是中国第一家同时发行 A、B 股的白酒类上市公司，坐落于历史名人曹操与华佗故里、世界十大烈酒产区之一的安徽省亳州市。

公司拥有千年的文化背书，其渊源始于建安元年（196 年）曹操将家乡亳州产的“九酝春酒”及酿造方法进献给汉献帝刘协，而这也是关于我国酿酒方法的最早文字记载，因此也成为了古井贡酒的历史源头。被世人誉为“酒中牡丹”、“东方神水”、“中华第一贡”。名酒基因和历史传承对白酒公司的品牌构造具有重大意义。

图 1：公司有近千年的历史传承



数据来源：百度，国融证券研究与战略发展部

图 2：公司隶属老八大名酒

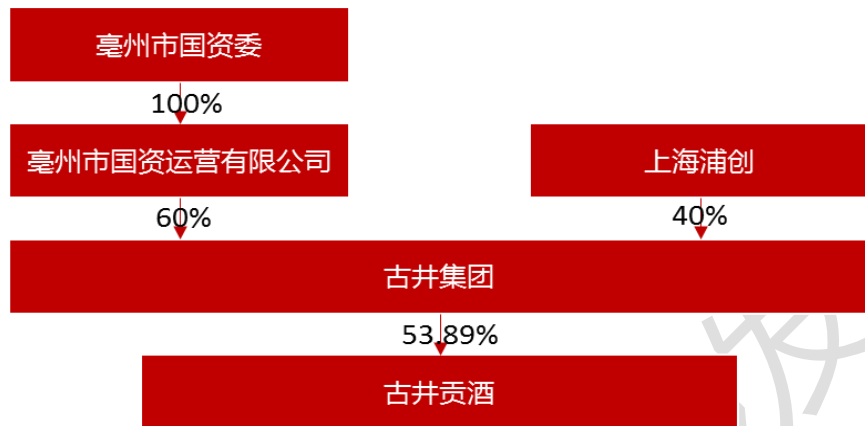
年份	获奖品牌数	获奖白酒
1952年	四大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤
1963年	老八大名酒	茅台、汾酒、泸州老窖特曲、西凤、五粮液、 古井贡酒 、全兴大曲、董酒
1979年	新八大名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、洋河大曲、 古井贡酒 、董酒、泸州老窖
1984年	十三种名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、洋河大曲、 古井贡酒 、董酒、西凤、泸州老窖、全兴、双沟、 黄鹤楼 、郎酒
1989年	十七种名酒	茅台、汾酒、五粮液、剑南春、洋河大曲、 古井贡酒 、董酒、西凤、泸州老窖、全兴、双沟、 黄鹤楼 、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：百度，国融证券研究与战略发展部

公司股东为古井集团，致力于打造以白酒主业为核心的“制造业平台”，以地产和商旅为主的“实业平台”，以金融集团为主的“金融平台”和以酒文化、酒生态、酒产业、酒旅游为核心的“文旅平台”。

历史上古井集团为国有全资，2009 年 7 月引入民营企业股东，将集团 40% 的国有产权转让给上海浦创投资有限公司。在 2019 年 5 月亳州市国资委将其持有的古井集团 60% 的股权无偿划转至其全资控股的亳州市国有资本运营公司，国企改革逐步推进。

图 3：公司股权结构（截至 2019.09.30）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

1.2 年份原浆，源远流长

公司产品体系丰富，在低中高端均有布局，价格带从 100 元以下延伸至 1000 元以上，全方位满足消费者需求。其中 2008 年推出的年份原浆系列是公司的主打产品，主要覆盖 100 元以上的中高端产品，预计该系列占全部收入比重已经在 80% 以上。

随着安徽省内的消费升级不断推进，近年主流消费价格带逐步提升至 200-400 元区间，2016 年古井 8 年在安徽市场大幅度增长，获消费者青睐，逐步替代古井 5 年以及献礼成为主流消费产品。同时，在更高端的产品方面推出古井 16 年、古井 20 年等。

表 1：公司主要产品情况

主要系列	产品	终端价格
年份原浆	年份原浆古 26	1651
	年份原浆古 20	788
	年份原浆古 16	588
	年份原浆古 8	400
	年份原浆古 5	211
	年份原浆献礼	127
老名酒系列	古井贡酒 V6	120
	古井贡酒 V9	129
淡雅、红运系列	淡雅蓝花	65
	红运 H1	81
黄鹤楼系列	陈香 1989	298
	陈香 1979	418
	生态原浆 6	75
	生态原浆 12	148

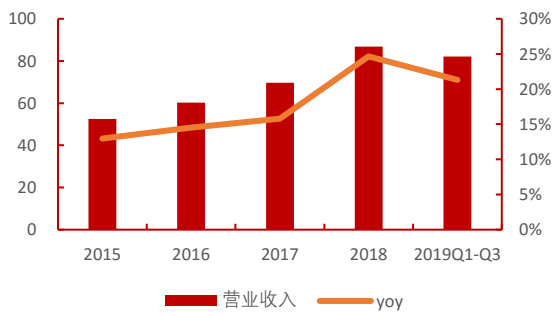
生态原浆 15	258
生态原浆 20	488
更上层楼一层楼	148
更上层楼三层楼	278
更上层楼五层楼	418

数据来源：公司官网，国融证券研究与战略发展部

2014 年开始公司管理层出现调整，由梁金辉出任董事长，产品方面继续以年份原浆为核心，加大费用投放，调整销售公司组织架构，与各级营销中心签订百亿目标军令状深耕省内市场。同时，于 2016 年收购湖北名酒黄鹤楼公司，大举进军省外市场。

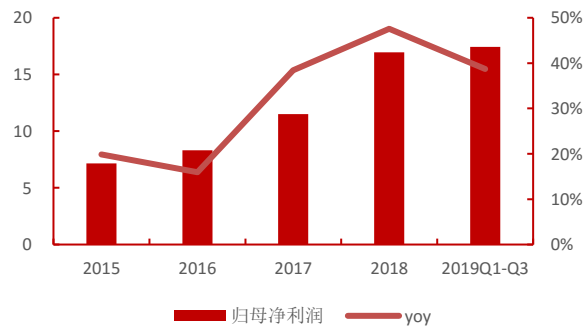
截止 2018 年底，公司实现收入 86.86 亿元，同比增长 24.65%，归母净利润 16.95 亿，同比增长 47.57%。截止 2019 年三季度末，公司实现收入 82.03 亿元，同比增长 21.31%，归母净利润 17.42 亿元，同比增长 38.69%。近年来收入整体增速维持在 15%以上，利润则呈现更高的增速水平。

图 4：近年来公司收入及增速情况（亿元）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 5：近年来公司利润及增速情况（亿元）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

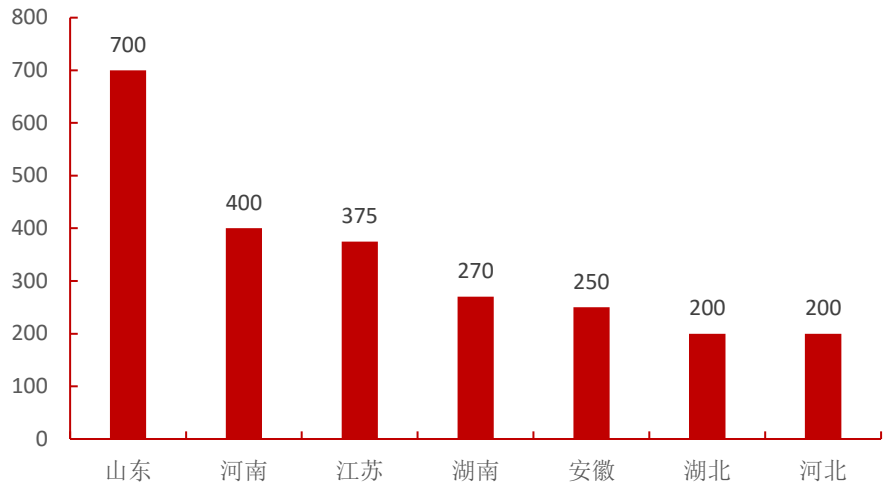
2. 收入端：省内仍有空间，省外因地制宜

2.1 省内：双超多强格局稳定，有翻倍空间

2.1.1 消费升级带来持续扩容

安徽，简称“皖”，省名取当时安庆、徽州两府首字合成，位于中国中部，东连江苏、浙江，西接河南、湖北，南邻江西，北靠山东。根据相关产业数据显示，2018 年安徽省白酒市场份额约 250 亿元，周边各省份中，山东、河南凭借人口优势，市场容量分别为 700 亿、400 亿，江苏经济较发达，消费价格带较高，整体为 375 亿左右，湖南、湖北、河北与安徽市场体量相当。

图 6：我国主要省份白酒市场容量（亿元）

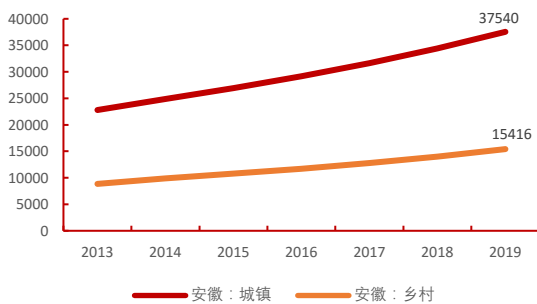


数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

近年来从 GDP 增速来看，安徽省增速位列全国前列；从人均可支配收入来看，2019 年安徽省全年城镇常住居民人均可支配收入 37540 元，增长 9.1%，比全国高 1.2 个百分点；农村常住居民人均可支配收入 15416 元，增长 10.1%，比全国高 0.5 个百分点；从常住人口来看，安徽省常住人口 6500 万人，近年来维持 1%左右的增速。

考虑到白酒消费与宏观经济存在一定相关性，基于以上信息，随着消费升级的持续推进，保守预计安徽省白酒市场未来几年复合增速为 5%，那么到 2022 年安徽省白酒市场容量将突破 300 亿。

图 7：安徽省可支配收入稳步提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 8：安徽省历年来主流价格带及主流产品变化

年份	主导产品	价位
2000-2006	高炉家酒、口子5年	40-80元
2007-2011	迎驾银星、口子5年	60-100元
2012-2015	古井献礼、口子5/6年	80-120元
2016-2017	古井献礼/5年、口子5/6年	90-150元
2018至今	古井5/8年、口子10年	200-400元

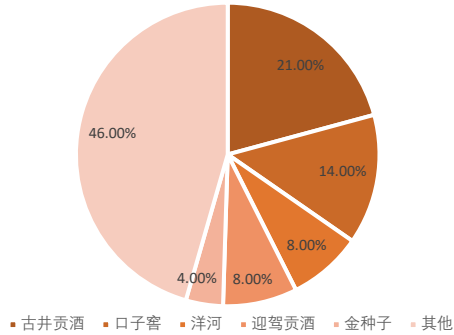
数据来源：草根调研，国融证券研究与战略发展部

2.1.2 双超多强格局稳定

按照中国产业信息网数据以及公司公告的数据，古井贡酒与口子窖在省内竞争中脱颖而出，形成两家寡头垄断，2018 年两家市占率分别为 21%与 14%，其他公司市占率均在 10%以下。同时，白酒行业一直流传着“东不入皖，西不入川”的名言，安徽省内竞争惨烈，寸土寸金，徽酒以其强大的营销壁垒，让

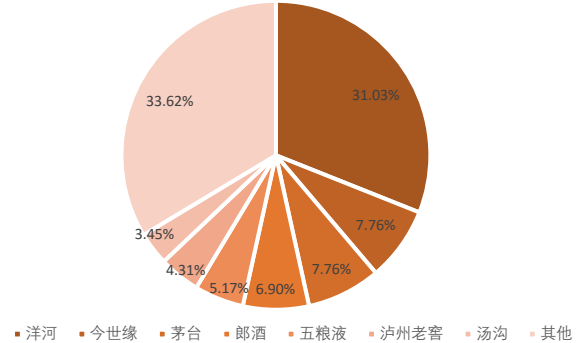
外来白酒很难扎住脚跟。长期来看，竞争格局相对稳定，并且集中度有望进一步提升。

图 9：2018 年安徽省白酒竞争格局



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

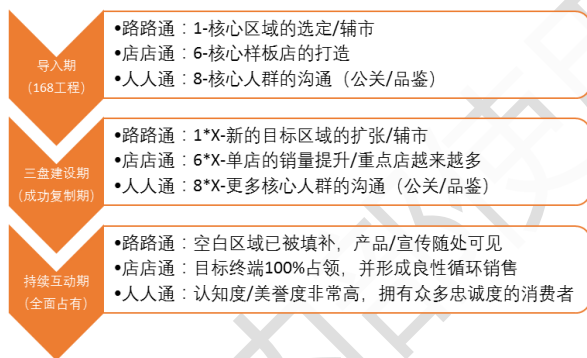
图 10：2018 年江苏省白酒竞争格局



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

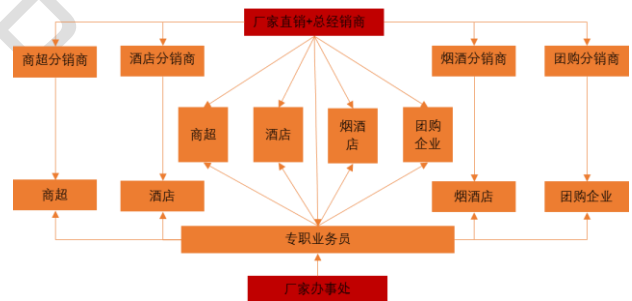
公司 2010 年提出“三通工程”，即路路通，提高市场覆盖率（品牌知名度）；店店通，提高市占率（单店业绩，品牌美誉度）；人人通，提高指名购买率（口碑传播，品牌忠诚度）。目标为五个第一：覆盖率第一、陈列第一、推荐率第一、指名购买率第一、销售第一。而支撑着“三通工程”的则是公司的营销体系。

图 11：古井贡酒三通工程



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 12：古井贡酒渠道体系



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

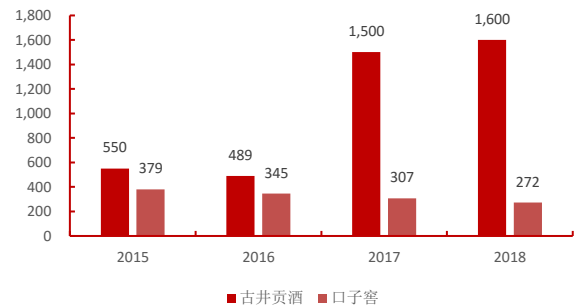
省内主要竞争对手口子窖采用更加常见的大商模式，经销商占主导地位，负责市场开拓维护。而古井则采用更加细致的深度分销模式，与洋河相似，厂家派驻人员入驻经销商，以厂家主导或和经销商共同开拓维护市场。相比之下，古井的营销方式会让厂家对终端的把控能力更强。一般而言，大商制往往适用于竞争前半段，以快速抢占市场，而深度分销则适用于竞争后半段，渠道下沉精耕市场。

图 13：安徽省两大白酒公司渠道对比

	古井贡酒	口子窖
经销模式	深度分销	大商制
具体形式	厂家主导市场，经销商配合	经销商主导维护开拓市场
经销商话语权	弱	强
终端控制能力	强	弱

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 14：古井贡酒销售人员远多于口子窖



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2018 年集团完成 100 亿收入目标后提出后百亿战略，未来五年公司收入达到 200 亿，其中省内占比达到 60%，做到“县县过亿”，表明省内将超过 100 亿。2020 年 3 月 17 日，安徽省印发《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干建议》，其中明确提出到 2025 年培育营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，表明政府层面也将给予大力支持。

从公司战略规划以及安徽省的扶持计划来看，公司未来整体收入规模依旧存在较大的提升空间。而省内的收入体量对照江苏省白酒的竞争格局来看，以 2022 年的 300 亿市场规模，龙头 31% 的市占率来计算，未来省内收入规模有望达到 100 亿。

2.2 省外：因地制宜，泛全国化势头向好

公司目前以安徽市场为根本，重点打造河南+湖北两大重点市场，同时在江浙沪鲁津粤等地区的重点城市以点带面，根据进入市场地产酒强势程度、消费者对外酒接受程度以及进入难度的不同制定特定策略。

2.2.1 河南：复制安徽模式

河南市场受益于人口优势，白酒市场规模达到 400 亿，但本省地产酒品牌相对弱势。古井于 2010 年正式进入河南市场，成立独立的河南营销中心。曾在 2015 年达到 14 亿左右的销售额，成为当地的十大畅销酒品牌。2017 年由于品牌力建设不足，渠道缺乏精细化管理，销售额出现大幅下滑。后续对渠道进行了重新调整，销售额恢复明显，预计目前销售收入在 10-12 亿。

公司以郑州为中心将河南市场划分为九个区域，每个区域各聘一名营销总经理，采取精细化的营销模式，同时也给予经销商大力支持。同时在河南复制安徽模式，执行“三通工程”，先打开重点市场，然后进行成功复制，逐步扩大市场占有率。公司希望未来将河南打造成第二个安徽市场。

2.2.2 江浙沪市场：大商模式

江浙沪市场发展潜力大且有助于品牌宣传，但是竞争格局相对固化，主要公司相对比较强势，如高端酒公司以及洋河、今世缘等，采用省内的深度分销

或带来较高的渠道成本。公司对此地区采取与大商合作的方式布局重点城市，坚持“大招商，招大商”的策略，在费用上，公司采用厂商共建的模式，追求费用投放的精细化和高效化，借助当地大商的优势资源开拓核心区域，并实现以点带面的效果。

2.2.3 湖北：收购黄鹤楼

湖北市场与安徽市场无论在规模还是在格局上均有一定的相似性，当地品牌强势，白云边、枝江、劲酒、稻花香、黄鹤楼等品牌梯度明显，渠道深耕多年。2016年4月公司以8.16亿元收购黄鹤楼酒业51%股权，正式开启双品牌运作模式。收购方案中，公司对未来的业绩进行了承诺，2017-2021年分别实现含税收入8.05亿、10.06亿、13.08亿、17.01亿、20.41亿，同比增速分别为25%、30%、30%、20%，并要求销售净利率不低于11%。从2017与2018年的完成情况来看，黄鹤楼均顺利完成业绩承诺。

表 2：黄鹤楼公司承诺收入及实际实现情况（单位：亿元）

期限	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年
承诺营业收入（含税）	8.05	10.06	13.08	17.01	20.41
同比增速		25%	30%	30%	20%
销售净利率	不低于 11%				
实际营业收入	6.89	8.66	-	-	-
实际净利润	0.81	0.99	-	-	-
实际销售净利率	11.76%	11.43%	-	-	-
完成情况	完成	完成	-	-	-

数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

黄鹤楼酒业有限公司是集研发、生产、销售于一体的大型白酒企业，目前拥有武汉、咸宁、随州三大基地。其历史悠久，公元223年就有“酒醉水淋群臣”的典故，公元1898年湖广总督张之洞将酒进献朝廷，被赐名“天成坊”，寓意“佳酿天成，国富民强”，1984年第四届全国评酒会，获得“中国名酒”称号。近年来作为湖北省和武汉市的六大支柱产业之一，黄鹤楼酒被正式纳入湖北省“百年品牌工程”。

黄鹤楼主要产品包括陈香系列、生态原浆系列以及更上层楼系列，与古井省内的主流价格带较为一致，目前体量较小主要因为渠道建设能力较弱，竞争力不强，未来古井向其注入核心管理团队并嫁接成功的渠道耕作模式将有助于黄鹤楼做大做强，实现“1+1>2”的效果。

3. 盈利端：费用投放终有收获，利润弹性逐步凸显

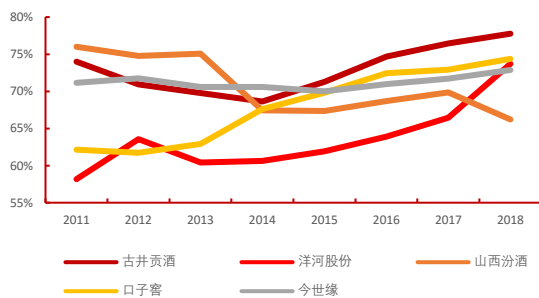
3.1 毛利率稳步提升，净利率存较大改善空间

近年来随着省内消费升级的不断推进，产品结构不断优化，古井8年等高端产品快速增长，占比逐步提升，整体价格带不断上移，毛利率持续走高，截

止 2018 年毛利率达到 77.76%，与行业内主要对标公司基本处于同一水平，甚至略高于同行。

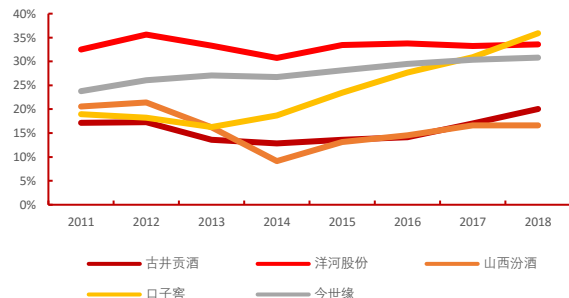
但是从净利率的角度看，不难发现公司与主要对标公司相比而言则处在较低的水平，截止 2018 年净利率仅 20.04%，以全国较为成熟的洋河为例，净利率则高达 33.59%。再看省内另一家寡头公司口子窖，2018 年古井贡酒与口子窖的收入是口子窖的一倍左右，然后二者的利润体量却基本相同。总而言之，公司的净利率相较于同行处于明显偏低的水平，未来或存较大改善空间。

图 16：公司与行业主要公司毛利率对比情况



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 17：公司与行业主要公司净利率对比情况



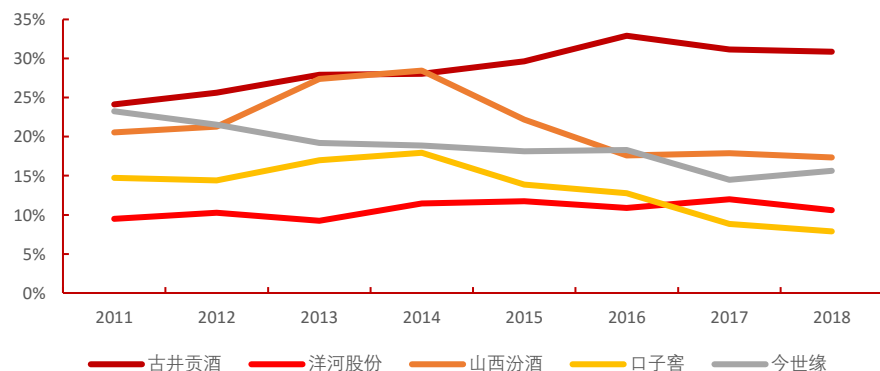
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3.2 渠道投放进入收获期，费用率有望进入下行通道

上文提到公司产品结构与行业内主要公司基本接近，毛利率处在近乎同一水平，但是净利率则明显低于其他公司。究其原因，主要在于公司的销售费用率一直居高不下，这与公司深度分销的渠道运作方式相关，公司负责主要的市场宣传和终端建设，而经销商只负责物流与打款。其优点在于对终端把控力更强，弱点则在于前期投入较大。

公司的销售费用率由 2011 年的 24.13% 一直上升至 2016 年的 32.91%，2017 年开始渠道投入进入收获期，销售费用率出现下行趋势，直到 2019 年三季度报降至 29.41%，对标相对成熟的洋河来看，未来依旧存在下行空间。

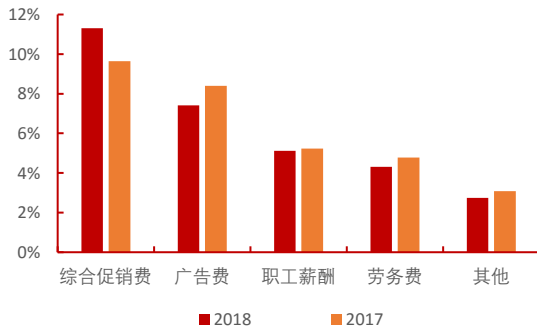
图 18：公司与行业主要公司销售费用率对比情况



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

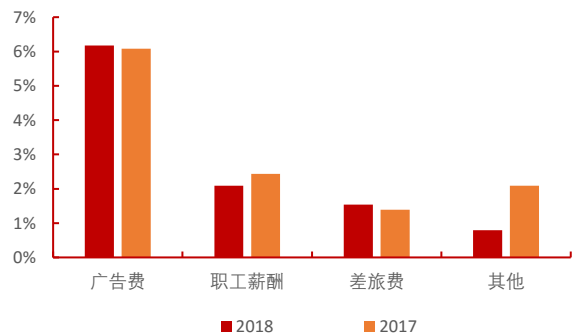
对销售费用进行详细拆分可以发现，公司销售费用率较高的主要原因在于（1）综合促销费较多，主要指的是渠道返利和送酒等，并且（2）在人工占比方面依旧偏高。我们认为未来随着省内渠道下沉和主流大单品结束市场培育阶段以及省外市场基础建设的完成，竞争态势长期将趋于缓和且规模效应逐步凸显，有望带动销售费用率逐步下行，公司的盈利能力将大幅度提升。

图 19：古井贡酒销售费用中各分项占收入比重



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

图 20：洋河股份销售费用中各分项占收入比重



数据来源：公司公告，国融证券研究与战略发展部

4. 盈利预测与估值水平

短期来看，受疫情影响聚集性消费明显减少，对白酒消费产生直接影响，尤其是公司收购的黄鹤楼地处湖北，影响更加明显。目前国内虽有好转，但是国外情况依旧严峻，消费信心的恢复尚需时日，因此，未来几个季度的业绩或继续承压。

长期来看，公司作为省内的白酒龙头企业，一方面，受益于省内消费升级带来的市场扩容，另一方面，竞争格局相对清晰，强者恒强的局面有望继续演绎，市占率有望进一步提升。省内市场依旧大有可为，将是未来增长的基本盘。同时，省外市场更加广阔，公司采取“因地制宜”的策略，有望在竞争中分一杯羹。整体来看，看好省内龙头全国化的发展路径，期待公司成为下一个洋河。复盘历史上的优质消费品公司，凡是可逆因素带来的股价调整均是投资良机，因此，在市场上极度悲观之时保持平常心，把握回调带来的投资机会。

预计公司 2019-2021 年实现收入 105.50 亿、108.98 亿、128.35 亿，同比增长 21.46%、3.30%、17.77%，归母净利润 22.63 亿、23.99 亿、30.50 亿，同比增长 33.49%、6.01%、27.13%，EPS 为 4.49 元、4.76 元、6.06 元，目前股价对应估值为 2019-2021 年 25 倍、24 倍、19 倍。

5. 风险因素

5.1 宏观经济下行风险

白酒消费与宏观经济运行存在一定的相关性，在目前疫情形势依旧严峻的形势下，宏观经济下行压力较大将造成消费减速，这将对公司股价造成负面的影响。

5.2 食品安全风险

食品安全事件对食品企业甚至食品行业的影响是巨大的，塑化剂事件、假酒案事件等对白酒行业影响重大，若行业再次出现重大食品安全事件，将对公司品牌形象和经营稳定产生较大影响。

仅供内部使用，请勿转发

表 3：盈利预测表

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6017.14	6968.33	8686.14	10550.19	10898.34	12834.98
减：营业成本	1523.59	1642.59	1932.06	2228.20	2222.17	2515.66
营业税金及附加	955.99	1136.32	1278.91	1553.36	1604.62	1889.76
营业费用	1980.13	2170.08	2682.54	3006.80	3106.03	3529.62
管理费用	556.51	603.55	645.00	738.51	762.88	834.27
财务费用	-30.25	-25.93	-51.57	-62.25	-64.30	-75.73
资产减值损失	11.62	33.55	12.73	19.30	19.30	19.30
加：投资收益	97.84	153.43	148.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.01	-0.11	-0.16	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-23.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	1117.39	1561.48	2310.57	3066.26	3247.64	4122.09
加：其他非经营损益	33.36	17.76	22.13	24.42	24.42	24.42
利润总额	1150.75	1579.24	2332.70	3090.67	3272.05	4146.51
减：所得税	300.44	409.52	608.80	772.67	818.01	1036.63
净利润	850.32	1169.72	1723.89	2318.01	2454.04	3109.88
减：少数股东损益	20.69	36.49	45.68	55.00	55.00	60.00
归属母公司股东净利润	829.63	1133.23	1678.21	2263.01	2399.04	3049.88
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	-292.85	633.28	807.57	2633.23	5226.34	7043.22
应收和预付款项	632.22	800.20	1578.15	1240.55	1663.83	1747.31
存货	1786.43	2064.13	2407.31	2749.48	2393.36	3428.70
其他流动资产	1750.71	1772.41	3313.10	3313.10	3313.10	3313.10
长期股权投资	0.00	0.00	4.90	4.90	4.90	4.90
投资性房地产	8.40	5.34	5.03	3.89	2.76	1.63
固定资产和在建工程	1937.46	1846.75	1857.31	1676.24	1495.18	1314.12
无形资产和开发支出	1178.97	1169.66	1220.37	1127.31	1034.25	941.20
其他非流动资产	798.60	904.24	306.50	264.72	222.94	222.94
资产总计	7799.95	9196.02	11500.23	13013.43	15356.67	18017.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1617.73	2171.99	3175.32	2843.80	3234.72	3423.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	241.49	182.85	295.16	295.16	295.16	295.16
负债合计	1859.22	2354.84	3470.48	3138.96	3529.89	3718.30
股本	503.60	503.60	503.60	503.60	503.60	503.60
资本公积	1295.41	1295.41	1295.41	1295.41	1295.41	1295.41
留存收益	3796.12	4660.07	5802.98	7592.70	9490.01	11902.04
归属母公司股东权益	5595.12	6459.08	7601.98	9391.71	11289.01	13701.04
少数股东权益	345.61	382.10	427.77	482.77	537.77	597.77
股东权益合计	5940.73	6841.18	8029.75	9874.47	11826.78	14298.81
负债和股东权益合计	7799.95	9196.02	11500.23	13013.43	15356.67	18017.11
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E

经营性现金净流量	1184.91	935.39	1442.87	2241.93	2988.11	2298.38
投资性现金净流量	-1541.02	-132.52	-1125.79	18.31	18.31	18.31
筹资性现金净流量	-154.74	-302.16	-503.62	-434.57	-413.31	-499.82
现金流量净额	-510.85	500.72	-186.54	1825.66	2593.11	1816.88

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

表 4: 估值指标汇总表

财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	74.68%	76.43%	77.76%	78.88%	79.61%	80.40%
三费/销售收入	41.65%	39.43%	37.71%	34.91%	34.91%	33.41%
EBIT/销售收入	18.59%	22.23%	26.24%	28.93%	29.21%	31.23%
EBITDA/销售收入	22.68%	25.76%	28.95%	31.75%	31.94%	33.23%
销售净利率	14.13%	16.79%	19.85%	21.97%	22.52%	24.23%
资产获利率						
ROE	14.83%	17.54%	22.08%	24.10%	21.25%	22.26%
ROA	14.34%	16.84%	19.82%	23.45%	20.73%	22.25%
ROIC	17.73%	20.48%	26.36%	29.03%	25.91%	34.85%
增长率						
销售收入增长率	14.54%	15.81%	24.65%	21.46%	3.30%	17.77%
EBIT 增长率	19.33%	38.43%	47.15%	33.91%	4.31%	25.91%
EBITDA 增长率	18.48%	31.51%	40.11%	33.19%	3.93%	22.49%
净利润增长率	18.83%	37.56%	47.38%	34.46%	5.87%	26.72%
总资产增长率	19.91%	17.90%	25.06%	13.16%	18.01%	17.32%
股东权益增长率	15.75%	15.44%	17.69%	23.54%	20.20%	21.37%
经营营运资本增长率	20.69%	4.62%	51.40%	12.74%	-4.05%	21.89%
资本结构						
资产负债率	23.84%	25.61%	30.18%	24.12%	22.99%	20.64%
投资资本/总资产	70.98%	68.77%	68.02%	70.27%	55.83%	53.37%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.09	2.24	2.34	3.17	3.57	4.18
速动比率	0.18	0.61	0.69	1.23	1.95	2.36
股利支付率	6.07%	26.66%	30.01%	20.91%	20.91%	20.91%
收益留存率	93.93%	73.34%	69.99%	79.09%	79.09%	79.09%
资产管理效率						
总资产周转率	0.77	0.76	0.76	0.81	0.71	0.71
固定资产周转率	3.23	3.89	4.92	6.29	7.29	9.77
应收账款周转率	11.01	9.38	6.31	8.81	7.45	7.68
存货周转率	0.85	0.80	0.80	0.81	0.93	0.73
业绩和估值指标						
EBIT	1118.83	1548.84	2279.14	3051.96	3183.63	4008.48
EBITDA	1364.88	1794.96	2514.92	3349.70	3481.37	4264.43
NOPLAT	801.36	1133.71	1667.29	2270.66	2369.41	2988.04

净利润	829.63	1133.23	1678.21	2263.01	2399.04	3049.88
EPS	1.647	2.250	3.332	4.494	4.764	6.056
BPS	11.110	12.826	15.095	18.649	22.417	27.206
PE	69.34	50.76	34.28	25.42	23.98	18.86
PB	10.28	8.91	7.57	6.13	5.10	4.20
EV/EBIT	51.36	37.05	25.34	18.77	17.22	13.33
EV/EBITDA	42.10	31.97	22.96	17.10	15.74	12.53
EV/NOPLAT	71.71	50.62	34.64	25.23	23.13	17.88
EV/IC	10.38	9.08	7.38	6.26	6.39	5.56

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的 6-12 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20% 以上；
 推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；
 中性 (Neutral)：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
 谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5% 以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；
 中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；
 看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

国融证券股份有限公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

市场有风险，投资需谨慎。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。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。投资者不应将本报告视为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。