开源证券

食品饮料/饮料制造

五粮液（000858.SZ）

2020 年 05 月 27 日

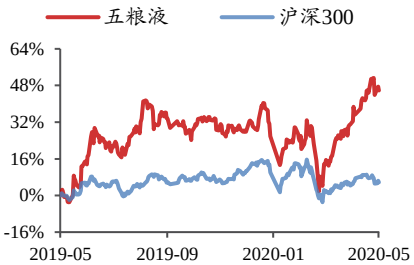
二次创业再度出发，改革红利持续释放

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/5/27
当前股价(元)	146.16
一年最高最低(元)	153.53/96.00
总市值(亿元)	5,673.36
流通市值(亿元)	5,547.88
总股本(亿股)	38.82
流通股本(亿股)	37.96
近 3 个月换手率(%)	40.24

股价走势图



数据来源：贝格数据

张宇光（分析师）
zhangyuguang@kysec.cn
证书编号：S0790520030003

逄晓娟（联系人）
pangxiaojuan@kysec.cn
证书编号：S0790120040011

● 量价增长空间充足，改革释放内部潜力，首次覆盖给予“买入”评级

外部环境来看品牌集中度提升、消费持续升级，五粮液作为浓香龙头，量价空间广阔。内部动能来看，2019 年作为五粮液改革营销年，公司在品牌、渠道、组织、执行效率上进行了多方面改革，2020 年疫情下精准施策，积极应对，改革持续深化，我们看好公司长期发展的潜力。预计 2020-2022 年净利润分别为 204.30 亿、236.87、282.12 亿，同比增长 17%、16%、19%；EPS 分别为 5.26 元、6.10 元、7.27 元，对应 PE 为 28、24、20 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 高端白酒格局稳定，未来将持续扩容

我们测算高端白酒 2019 年规模约 1200 亿元，CR3 达到 99%，其中五粮液占比约 29%。2012-2019 年，高端白酒市场规模复合增速约 10%，随着居民财富的持续提升，预计未来 5 年规模仍将保持双位数增长。高端酒进入壁垒高，格局稳定，公司作为高端白酒第二品牌，竞争优势明显，将持续受益于高端白酒市场扩容。

● 补渠道、营销短板，拉品牌、品质长板，多维度改革持续落地

公司自 2017 年起，在品牌、产品、渠道等多维度进行改革，提升五粮液品牌价值，优化产品体系，补齐渠道短板。主品牌方面，聚焦“1+3”产品体系，经典五粮液成功更迭升级；推进系列酒品牌清理瘦身，整合系列酒公司，进行统筹管理。渠道营销方面，推动渠道下沉，优化终端建设；扁平营销组织结构，提升市场执行力；导入控盘分利，采用数字化赋能，加强渠道管控。

● 渠道正反馈循环开启，改革红利不断释放

2019 年公司营销改革取得突破，改革框架基本完成，并在建立新营销模式、提升产品价格等方面取得了重大突破。同时改革也是循序渐进、逐渐深化的过程。后续公司将在提升团队管理效率和执行力、完善营销队伍建设，实现计划和需求更加匹配、增强渠道掌控力、挖掘品牌内涵等方面，仍有潜力可供释放。展望未来，随着公司品牌、市场管理水平的提升，公司将持续受益于白酒行业消费升级与品牌集中化的趋势，实现成长。

● 风险提示：宏观经济下行、公司量价政策失衡、食品安全问题等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	56,383	63,585	72,157
YOY(%)	32.6	25.2	12.5	12.8	13.5
归母净利润(百万元)	13,384	17,402	20,430	23,687	28,212
YOY(%)	38.4	30.0	17.4	15.9	19.1
毛利率(%)	73.8	74.5	78.0	78.7	79.8
净利率(%)	33.4	34.7	36.2	37.3	39.1
ROE(%)	21.6	24.0	24.1	22.9	22.4
EPS(摊薄/元)	3.45	4.48	5.26	6.10	7.27
P/E(倍)	42.9	33.0	28.1	24.2	20.3
P/B(倍)	9.0	7.7	6.7	5.5	4.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 公司：浓香酒王，历史辉煌 3
1.1、 品质与品牌双优，产品核心优势突出 3
1.2、 国资控股，实施混改绑定渠道及员工利益 3
1.3、 历经荣耀与迷失，重启改革再出发 4
2、 高端白酒格局最佳，成长确定性强 5
2.1、 高端白酒格局稳定，茅台量价政策对行业影响大 5
2.2、 高端白酒未来将持续扩容，成长确定性强 5
3、 内外积极推动，改革不断深化 6
3.1、 品牌资源过度透支，营销和渠道存在短板 6
3.2、 拉品牌长板，补营销、渠道短板，系统性改革快速展开 6
4、 内外管理效率改善明显，从容应对疫情冲击 7
5、 盈利预测与投资建议 8
6、 风险提示 9
附：财务预测摘要 10

图表目录

图 1: 国资控股，定增计划绑定员工及渠道利益 4
图 2: 公司 2017 年开始二次创业再度腾飞 4
图 3: 贵州茅台高端白酒市占率行业第一 5
图 4: 五粮液在高端白酒市场占有率基本保持稳定 5
图 5: 高端白酒规模持续增长 5
图 6: 高净值人群数量持续增长（单位：万人） 5
图 7: 高端酒历史销量增长稳健 6
图 8: 高端酒价格仍在可接受范围内（单价/元） 6

表 1: 除第一届未参评，五粮液后期连续四届名酒评比上榜 3
表 2: 五粮液优质白酒产能仅次于茅台 3
表 3: 收入预测：高端五粮液酒仍是主要增长来源 8
表 4: 可比公司估值：五粮液估值高于行业平均水平 9

1、 公司：浓香酒王，历史辉煌

1.1、 品质与品牌双优，产品核心优势突出

历史传承千载，品牌深入人心。五粮液是中国浓香白酒第一品牌，产品历史可追溯至盛唐，期间酿造配方多次改进，名称历经几次变化，于 20 世纪初正式得名“五粮液”。公司前身是 8 家酿酒作坊组建而成的宜宾市大曲酒酿造工业联营社，1952 年成为国营酒厂，1998 年改制为宜宾五粮液集团有限公司。五粮液已先后获得国家名酒、国家质量管理奖、中国最佳诚信企业、百年世博·百年金奖等上百项国内国际荣誉。2019 年五粮液品牌位居“2019 中国 500 最具价值品牌”第 19 位、“2019 全球最有价值的 50 大烈酒品牌”第 2 位。

表1：除第一届未参评，五粮液后期连续四届名酒评比上榜

届数	地点	举办单位	上榜品牌
第一届	北京	中国专卖实业公司	茅台酒、汾酒、泸州大曲酒、西凤酒。
第二届	北京	轻工业部	汾酒、**五粮液**、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、董酒
第三届	辽宁大连	轻工业部	茅台酒、汾酒、**五粮液**、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒 、泸州老窖特曲
第四届	山西太原	中国食品协会	茅台酒、汾酒、**五粮液**、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	安徽合肥	轻工业部	茅台酒、汾酒、**五粮液**、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：公司官网、开源证券研究所

产能实力雄厚，品质内功一流。五粮液产地宜宾属于“中国白酒金三角”核心区域，其气温、水环境、土壤、微生物等自然环境优越，酿酒历史最早可追溯到商周时期，诞生于此的五粮液历经千年，在生产技艺方面不断改进，先发优势明显。公司历经多次扩产具有年产白酒 20 万吨的生产能力和 60 万吨原酒储存能力。2008 年，五粮液传统酿造技艺被列入国家级非物质文化遗产。公司不断提升酿造工艺，提高优质酒率，至 2020 年五粮液酒产能预计达到 3 万吨，优质酒产能仅次于茅台。

表2：五粮液优质白酒产能仅次于茅台

标的	2020 年产能（万吨）	优质产能（万吨）	优质产能对应产品
五粮液	**20**	**3**	**普五、1618、交杯等**
贵州茅台	7.5	4.9	飞天茅台、年份茅台等
泸州老窖	**15**	1.5	国窖 1573
洋河	16	1	梦 9、梦之蓝手工班
山西汾酒	15	1	青花系列

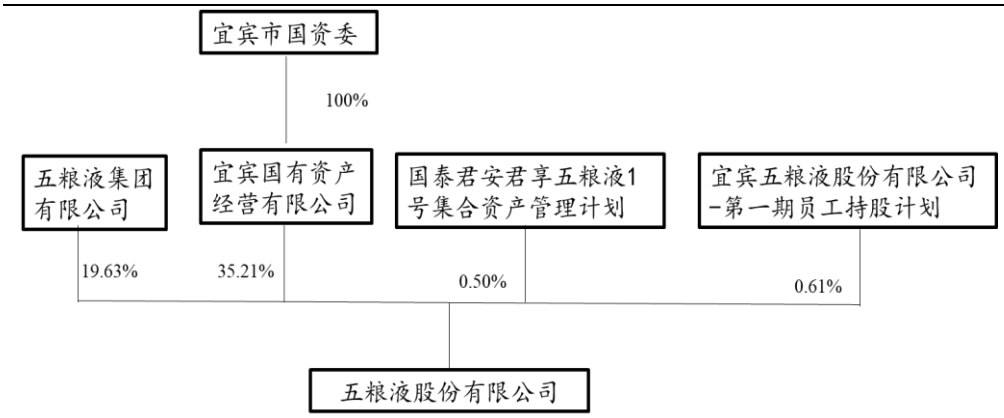
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 国资控股，实施混改绑定渠道及员工利益

宜宾市国资委控股，股权结构稳定，通过定增计划绑定渠道及员工利益。五粮液控股股东为宜宾市国有资产经营有限公司，实际控制人为宜宾市政府国有资产监督管理委员会。为激发内部动力，公司于 2015 年 9 月公司启动非公开发行，总募资 18.5 亿元， 2018 年 4 月非公开发行完成。发行完成后，国泰君安资管计划持股 0.61%，

君享五粮液 1 号持股 0.5%。定增计划最终按 21.64 元/股发行，范围覆盖 10%员工与 23 位优秀经销商，股权收益充分绑定员工和经销商利益，有效激发内部动力。

图1：国资控股，定增计划绑定员工及渠道利益



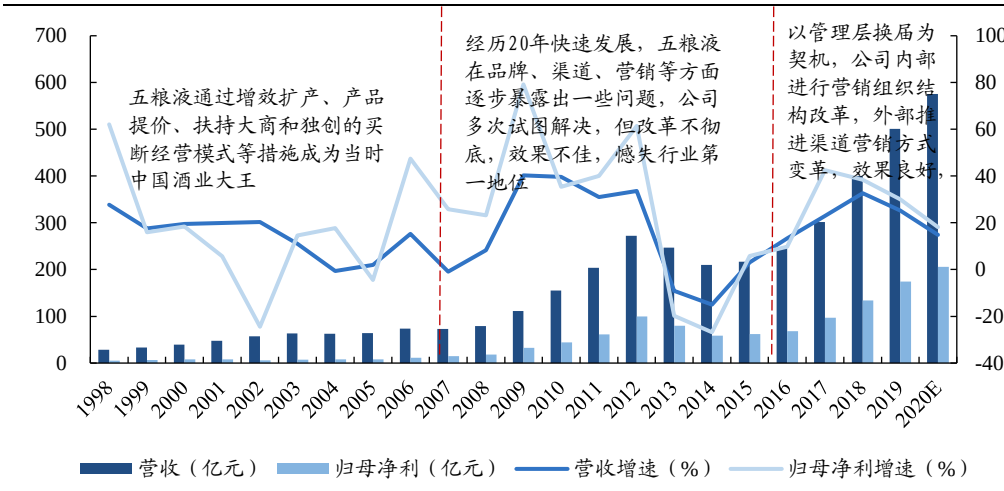
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、 历经荣耀与迷失，重启改革再出发

20 世纪 80 年代末，五粮液抓住价格市场化机遇，在业内最先提价，首创买断贴牌模式实现全国化，期间不断扩建产能，21 世纪初成为白酒行业规模第一。经过多年高速发展，21 世纪初公司在品牌战略、渠道模式上历史积累问题开始暴露，同时在行业调整期间，公司在价格策略上出现过一定失误，造成业绩下滑，高端酒第一的位置让位于贵州茅台。

2017 年以管理层换届为契机，公司在新任董事长李曙光的带领下，针对产品战略、品牌策略、渠道管控、营销模式等核心问题，进行了系统性的梳理和改革，政策持续落地并细化，渠道实现顺价，信心逐渐回归。产品上，精简产品体系，突出高端价值；组织上，系列酒公司合并，方便统筹管理；成立 21 个营销战区，精准快速应对各个市场；营销渠道上，减少对大商的依赖程度，推出“百城千县万店”工程和“控盘分利”模式，加强对终端的控制力。2019 年成功实现第七代五粮液到第八代五粮液的转变，产品进一步站稳千元价格带，渠道信心逐渐回归。

图2：公司 2017 年开始二次创业再度腾飞



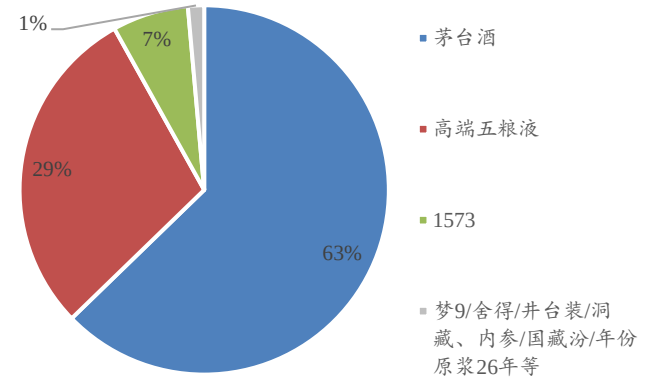
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、 高端白酒格局最佳，成长确定性强

2.1、 高端白酒格局稳定，茅台量价政策对行业影响大

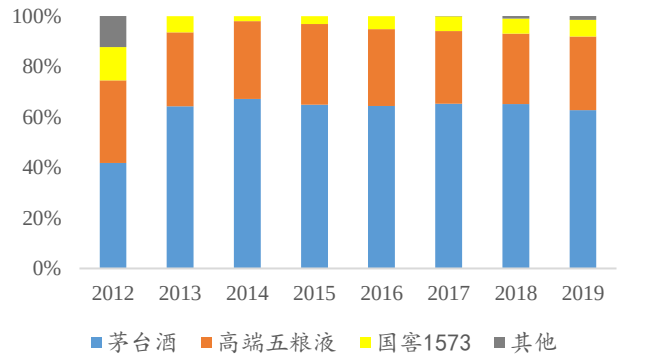
高端白酒市场份额高度集中在前三个品牌，其中茅台市占率最高。2019 年，高端白酒市场规模约 1200 亿，茅台、五粮液、国窖 1573 市占率达到 99%，其中茅台在高端酒市场份额占比约 63%，其量价政策对行业有重要影响，五粮液在高端白酒市场占有份额约 29%，自 2012 年以来，五粮液市场份额基本稳定，由于高端白酒的品牌壁垒极高，因此竞争格局很难出现颠覆性变化。

图3：贵州茅台高端白酒市占率行业第一



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：五粮液在高端白酒市场占有率基本保持稳定

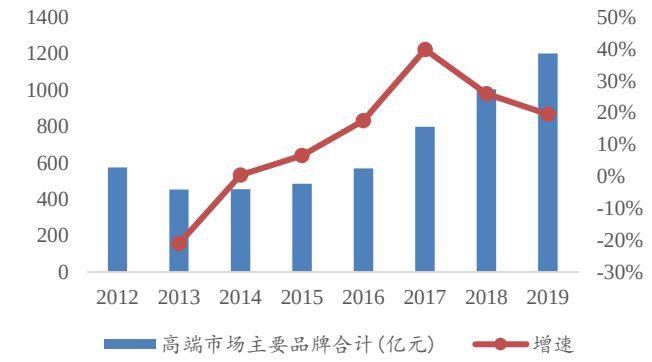


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 高端白酒未来将持续扩容，成长确定性强

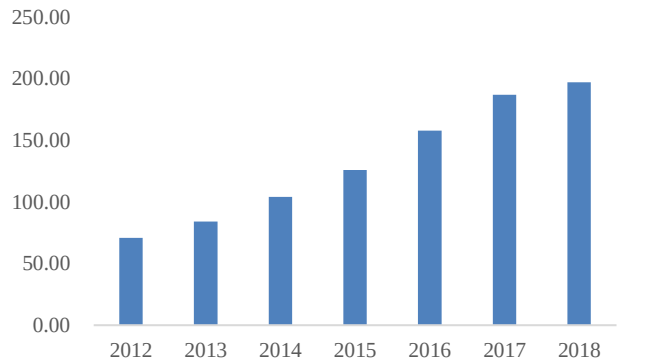
居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。 2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2012-2019 年，高端白酒市场规模复合增速约 10%，高端白酒作为人情往来中最能体现面子文化的部分，预计未来 5 年规模仍将保持双位数增长。

图5：高端白酒规模持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：高净值人群数量持续增长（单位：万人）



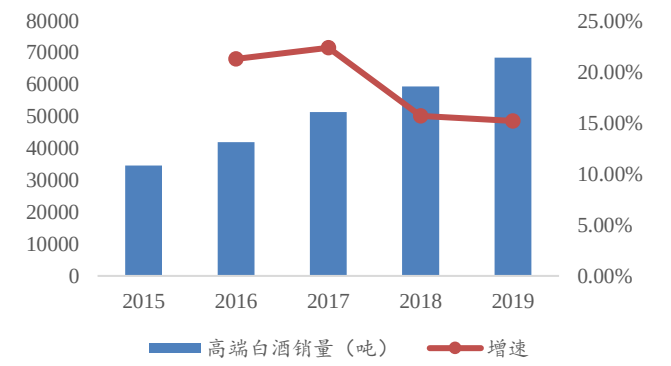
数据来源：招商银行私人财富报告、开源证券研究所

拆分来看，高端白酒量价均有提升空间。销量方面：高端白酒目前销量 7 万吨左右，

2012-2019 年复合增速，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10%增速。价格仍有提升空间：2019 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平。

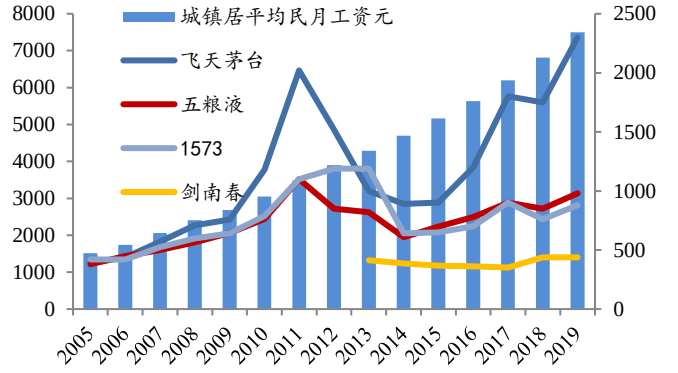
茅台价格高位，打开价格天花板。销量方面：高端白酒目前销量 7 万吨左右，2012-2019 年复合增速约 10%，受益于消费升级和品牌化带动，预计未来高端酒销量仍能保持年均 6%-10%左右增速。价格仍有提升空间：2019 年末城镇居民平均月工资水平较 2011 年已经翻倍，飞天茅台、五粮液、国窖 1573 终端价格刚达到 2011 年时最高点水平，购买力估算茅台酒价格仍有提升潜力。同时茅台酒出厂价与批发价差较大，也为出厂价提升留有空间。

图7：高端酒历史销量增长稳健



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：高端酒价格仍在可接受范围内（单价/元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 内外积极推动，改革不断深化

3.1、 品牌资源过度透支，营销和渠道存在短板

开发品牌数量过多，对主品牌形象造成负面影响。浓香型白酒生产特点是优质酒率较低，生产优质酒的同时一定会伴随生产大量中低端酒，因此五粮液创立 OEM 贴牌模式，中低端产品由经销商买断经营，早期可以更高效的实现对中低端酒的销售。随着规模扩张，子品牌被过度开发，市场管理混乱，稀释主品牌市场价值。

渠道控制水平存在短板，经销商结构需要优化。五粮液发展早期，经销商队伍存在较大比例的大经销商。大经销商代理规模与服务终端的能力不匹配，阶段性为了追求周转，出现低价窜货，导致批价下行、价格倒挂的渠道现象，同时在大经销商体制下，公司对终端市场的行为掌控力差，对市场信息反馈不敏感不全面，无法对市场做出及时的反应，公司政策也得不到较好执行。

价格策略失误，叠加行业调整期，产品长期价格倒挂，渠道信心低迷。2013 年的行业调整期，五粮液为了提振渠道信心，上调水晶瓶五粮液出厂价 10%，但悲观市场环境下提价未并成功，反而造成渠道价格倒挂，加速批价下行，随后又降低出厂价，价格预期混乱进一步损害了渠道信心，加速批价下行。

3.2、 拉品牌长板，补营销、渠道短板，系统性改革快速展开

3.2.1 聚焦主品牌，系列产品清理瘦身

公司品牌战略以“三性一度”原则为指导方针，即确保五粮液的纯正性、一致性、

等级性，提高品牌辨识度。主品牌方面，聚焦“1+3”产品体系，第七代五粮液成功换装升级为第八代五粮液，渠道价格表现为顺价，实现出厂价、批发价、零售价成功提升；系列酒方面，整合系列酒公司实现快速瘦身，清理同质化总经销产品；在品牌宣传和推广上，深入挖掘品牌内涵，加大广告和事件营销，提升品牌高度。

3.2.2 营销改革快速落地，渠道管控能力稳步提升

推进渠道下沉，掌握核心终端。2017 年 6 月公司开展了“百城千县万店”工程，在空白城、县布局新经销商，同时按照标准升级建立一批五粮液专卖店，开发筛选出符合标准的社会化终端进行打造和维护。此举有利于进一步做好下沉渠道，强化终端销售的控制，以及进行精细化营销。

营销组织变革，提升市场执行力。2019 年，五粮液将运作多年的 7 大营销中心划分为更扁平化、更贴近一线的 21 大营销战区，加大营销队伍建设，加强对市场管理与快速反应的能力。

实行控盘分利，固化渠道利润。2019 年第八代五粮液上市之后，公司正式导入的控盘分利模式，对渠道利润分配进行掌控，加大对经销商服务终端能力的过程考核，稳定市场秩序，固定各个环节利润，在价格体系上移的过程中实现渠道正反馈。

4、 内外管理效率改善明显，从容应对疫情冲击

2020 年初的疫情给公司的经营带来扰动。4 月份之后公司表现出明显复苏。除疫情得到控制，消费回暖的外在原因外，公司内部改革不断深化的内因也是重要的信心来源。公司实行“两管一加快”，加快信息系统布局与应用，提高政策执行效率等措施，对规范市场货物供给、维持市场秩序等方面起到明显作用，渠道信心不断增强。我们具体来看：

2020Q1 公司精准施策应对疫情冲击，市场维护秩序良好。疫情发生后，宴请与礼品消费场景缺失，为公司经营带来扰动。公司主动作为、积极有效地推出“扶商”举措，力争帮助商家解决实际问题。公司要求各营销战区结合疫情形势，重点抓好市场调研与分析、优化计划配额、加快市场费用核报、及时兑现终端积分奖励以及切实加强客户服务等 5 项工作。其中，特别强调“对经销商进行分类调节，科学精准施策，不搞一刀切”，重点支持有能力、有实力、库存良好、又有自主意愿的经销商；对于有能力但近期动销有压力的经销商，及时调减计划配额；对于有能力但有短期资金周转困难的经销商，提供定制化的金融支持。一系列扶持政策尽显个性化、精细化和精准化，凸显了五粮液优秀的系统应对能力。

公司厂商联动拓展需求，积极抢抓补偿性消费机遇。随着国内疫情明显好转，公司在巩固前一阶段“帮扶经销商、维护市场秩序”的基础上，厂商联动加快推动市场消费复苏，积极抢抓补偿性消费机遇，效果初显。一是针对五粮液第八代主产品，厂家与经销商一起积极开拓团购客户，提供产品定制化服务，同时配置了用于客情维护的礼盒、品鉴会、回厂游等实质性措施进行支持，目前进展顺利。二是针对 1618 等辅助产品加大婚宴等费用政策投入，积极抢占婚宴等补偿性消费市场，对消费有拉动刺激作用。

4 月份开始疫情限制逐步放松，白酒消费回暖，厂家打款节奏回归正常。五一期间，商务宴请、婚宴等弥补性消费场景增加，五粮液近期动销逐步恢复到正常的 80-90%水平，预计端午节仍能达到新的消费小高潮。截至 5 月底，我们估算五粮液全年

回款已过半数，随着动销恢复及价格上涨，渠道各环节打款补货积极性增加，二季度大概率完成既定任务目标。经销商层面实物库存不高，预计未来动销恢复，五粮液批价仍将逐步上升。当前终端库存水平同样不高，价格上涨将带动终端积极补库存，经销商库存进一步去化，公司发货节奏适当放宽，经销商回款积极性增加，市场实现正循环运转。

公司加大团购、线上、新品的推出速度，弥补流通渠道损失，全年业绩确定性强。为应对疫情冲击，公司加大对团购客户开发力度，对每个销售人员摊派团购的量化考核指标，同时加大了对团购渠道的支持力度，如团购渠道配有包装个性化服务、品鉴、赠酒等政策。团购订单不占经销商计划量，厂商联合，针对大企业进行团购拜访工作，目前进展顺利。团购渠道短期对 2020 年业绩形成有效补充，长期来看对于消费者培育、品牌张力提升意义重大。

2019 年是公司的营销改革取得重要突破的一年，公司改革框架基本完成，并在导入控盘分利模式、提升产品价格等方面取得了重大突破。同时改革也是循序渐进、逐渐深化的过程。后续公司将在提升团队管理效率和执行力上面不断发力，完善营销队伍建设，以实现计划和需求更加匹配，不断增强渠道掌控力、挖掘品牌内涵。展望未来，随着公司品牌、市场管理水平的提升，公司将受益于白酒行业消费升级与品牌集中化的趋势，持续成长。

5、 盈利预测与投资建议

收入假设：公司规划 2020 年营收增速双位数，应主要来自于 2019 年中起经典五粮液换代提价以及销量增加。预计系列酒受疫情冲击较大，增速可能低于整体水平。后续考虑销量增长、产品结构升级，预计 2020-2022 年营收增速分别为 13%、13%、13%。

毛利率假设：公司成本变化不大。考虑公司进行优化升级产品、系列酒品牌聚焦，毛利率呈逐年提升趋势。预计 2020-2022 年整体毛利率分别为 78.0%、78.7%、79.8%。

费用假设：随着公司主动拓展需求，预计未来销售费用稳中略升，管理费用随着规模扩大逐渐下降，财务费用保持稳定，期间总费用率呈逐年下降趋势。

表3：收入预测：高端五粮液酒仍是主要增长来源

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
高价位酒	收入（百万）	30189.15	39670.72	43886.64	48223.15	52576.06
	增速	41.11%	31.41%	10.63%	9.88%	9.03%
	毛利率	84.31%	84.59%	84.96%	85.21%	85.58%
低价位酒	收入（百万）	7562.79	6631.11	9896.08	12561.42	16581.07
	增速	12.90%	-12.32%	49.24%	26.93%	32.00%
	毛利率	50.77%	52.19%	64.76%	68.90%	74.09%
其他业务	收入（百万）	2278.26	3816.27	2600.00	2800.00	3000.00
	增速	8.76%	67.51%	-31.87%	7.69%	7.14%
	毛利率	11.06%	7.81%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入（百万）	40030.19	50118.11	56382.72	63584.57	72157.13
	增速	32.61%	25.20%	12.50%	12.77%	13.48%

毛利率	7380.28%	74.46%	77.95%	78.68%	79.80%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比白酒主要企业估值水平，可发现 2020 年白酒行业平均估值在 27 倍 PE 左右，五粮液目前估值 28 倍 PE，略高于行业平均水平持平，考虑公司内部管理改善，成长具有稳健性与成长性，估值还有提升空间。

投资建议：首次覆盖给予"买入"评级。外部环境来看品牌集中度提升、消费持续升级，五粮液作为浓香龙头，量价空间广阔，内部动能来看，2019 年作为五粮液改革营销年，公司在品牌、渠道、组织、执行效率上进行了多方面改革，2020 年疫情下精准施策，积极应对，改革持续深化，我们看好公司长期发展的潜力。预计 2020-2022 年净利润分别为 204.30 亿、236.87、282.12 亿，同比增长 17%、16%、19%；EPS 分别为 5.26 元、6.10 元、7.27 元，对应 PE 为 28、24、20 倍，首次覆盖，给予"买入"评级。

表4：可比公司估值：五粮液估值高于行业平均水平

		市值	股价	EPS			PE		
代码	证券简称	亿元	元	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	17,059	1,358	37.4	43.79	49.56	36	31	27
000568.SZ	泸州老窖	1,250	85	3.99	4.83	5.29	21	18	16
600779.SH	水井坊	239	49	2.26	2.40	2.61	22	20	19
600809.SH	山西汾酒	1,071	123	2.79	3.44	4.22	44	36	29
002304.SZ	洋河股份	1,574	104	5.11	5.76	6.62	20	18	16
600702.SH	舍得酒业	90	27	2.02	2.19	2.37	13	12	11
603589.SH	口子窖	275	46	3.07	3.56	3.75	15	13	12
000596.SZ	古井贡酒	681	152	4.67	5.76	6.74	33	26	23
603369.SH	今世缘	463	37	1.36	1.67	1.99	27	22	19
600559.SH	老白干	82	9	0.38	0.52	0.56	24	17	16
000860.SZ	顺鑫农业	400	54	1.47	1.91	2.22	37	28	24
	平均值						**27**	**22**	**19**
000858.SZ	**五粮液**	**5,737**	**148**	**5.26**	**6.10**	**7.27**	**28**	**24**	**20**

数据来源：Wind、开源证券研究所
注：股价截止 2020 年 5 月 27 日；除山西汾酒、贵州茅台、口子窖、洋河股份、五粮液外，其他均使用 Wind 一致预期

6、风险提示

宏观经济下行导致需求下滑、公司生产遭遇重大影响、食品安全问题等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	78110	96627	102144	130145	146229
现金	48960	63239	66083	89685	102388
应收票据及应收账款	16262	14778	20142	19238	25451
其他应收款	872	1249	1137	1553	1500
预付账款	221	232	278	297	355
存货	11795	13680	11055	15922	13086
其他流动资产	0	3450	3450	3450	3450
非流动资产	7984	9770	10570	11344	12201
长期投资	919	1022	1189	1374	1561
固定资产	5262	6109	6885	7610	8345
无形资产	413	410	393	378	364
其他非流动资产	1390	2230	2101	1983	1930
资产总计	86094	106397	112713	141489	158430
流动负债	20708	30035	23481	32794	25981
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3566	3677	3356	4315	3933
其他流动负债	17142	26357	20125	28480	22048
非流动负债	267	266	266	266	266
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	267	266	266	266	266
负债合计	20975	30301	23747	33061	26247
少数股东权益	1632	1805	2785	3917	5266
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	56923	67726	78478	90911	105747
归属母公司股东权益	63487	74291	86181	104512	126917
负债和股东权益	86094	106397	112713	141489	158430

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40030	50118	56383	63585	72157
营业成本	10487	12802	12430	13557	14577
营业税金及附加	5908	6984	7837	8648	9597
营业费用	3778	4986	6089	6994	7432
管理费用	2340	2655	2819	2861	3247
研发费用	84	126	65	92	130
财务费用	-1085	-1431	-1448	-1705	-2183
资产减值损失	11	-3	0	0	0
其他收益	106	160	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	101	93	74	84	88
资产处置收益	5	3	0	0	0
营业利润	18718	24246	28663	33222	39444
营业外收入	44	30	50	50	50
营业外支出	155	170	400	450	400
利润总额	18607	24106	28313	32822	39094
所得税	4568	5878	6904	8003	9532
净利润	14039	18228	21410	24819	29562
少数股东损益	654	826	980	1132	1350
归母净利润	13384	17402	20430	23687	28212
EBITDA	17701	22699	26961	31178	36970
EPS(元)	3.45	4.48	5.26	6.10	7.27

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12317	23112	11249	28637	17853
净利润	14039	18228	21410	24819	29562
折旧摊销	563	490	587	692	757
财务费用	-1085	-1431	-1448	-1705	-2183
投资损失	-101	-93	-74	-84	-88
营运资金变动	-1984	4767	-9227	4915	-10195
其他经营现金流	885	1150	0	0	0
投资活动现金流	-332	-1616	-1313	-1383	-1526
资本支出	381	1699	632	591	669
长期投资	8	-10	-168	-183	-187
其他投资现金流	58	72	-849	-976	-1045
筹资活动现金流	-3618	-7252	-7092	-3651	-3624
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	86	0	0	0	0
资本公积增加	1729	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5433	-7252	-7092	-3651	-3624
现金净增加额	8368	14244	2844	23602	12703

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.6	25.2	12.5	12.8	13.5
营业利润(%)	40.0	29.5	18.2	15.9	18.7
归属于母公司净利润(%)	38.4	30.0	17.4	15.9	19.1
获利能力					
毛利率(%)	73.8	74.5	78.0	78.7	79.8
净利率(%)	33.4	34.7	36.2	37.3	39.1
ROE(%)	21.6	24.0	24.1	22.9	22.4
ROIC(%)	20.3	22.5	23.1	22.0	21.5
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	28.5	21.1	23.4	16.6
净负债比率(%)	-74.8	-82.8	-74.0	-82.5	-77.3
流动比率	3.8	3.2	4.4	4.0	5.6
速动比率	3.2	2.6	3.7	3.4	5.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.9	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.9	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.45	4.48	5.26	6.10	7.27
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	5.95	2.90	7.38	4.60
每股净资产(最新摊薄)	16.36	19.14	22.20	26.92	32.70
估值比率					
P/E	42.9	33.0	28.1	24.2	20.3
P/B	9.0	7.7	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA	29.8	22.6	18.9	15.7	12.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835