

# 蜕变中的一线龙头，价值被低估

## 买入首次评级

目标价格：43-45元

### 报告摘要：

- **五粮液站在新一轮发展的起点上：**公司上一轮高速发展依赖的品牌总经销模式难以为继后，依靠自身力量解决销售问题成为唯一选择。通过加强品牌、营销和渠道网络的建设，公司正在为未来的机遇做好准备。公司将建设10万吨新产能，在未来8-10年投产，这标志着新一轮发展的开始，“十二五”将成为五粮液新发展的起点。
- **经济增长方式转变带动消费结构变化，五粮液受益商务需求兴起：**依靠投资驱动经济的模式已经终结，但我们认为只要中国人的酒桌文化还在，白酒的需求就不会消失。我们认为下一个十年商务需求将兴起，100-800元“平民”需求价格带将成为主流，五粮液定位商务以及金字塔型产品结构符合未来需求的发展趋势。
- **高端酒业绩确定，团购短板弥补支持未来发展：**去年高端酒提价以及预收款保护垫将确保今年高端酒的业绩增长。公司团购渠道经过五年开拓，将迎来发力期。团购已成为现阶段高端白酒的主要销售渠道，团购渠道的开拓有助于五粮液销量的提升。
- **营销改善有望推动中端酒放量：**虽然营销一直是公司的短板，但我们看到自2004年刘中国主管销售工作后，营销上出现的一系列进步。我们看到了产品线的集中、营销投入的加大、宣传手段的多样化、营销渠道的下沉等。加之公司中端产品优秀全国化品牌知名度，在未来日益激烈的竞争中难以被复制，营销改善带来的产品放量拐点有望出现。
- **盈利预测、估值与投资建议：**预计2012-2014年收入分别为280亿元、350亿元、435亿元，同比增长38%、25%和24%，归属母公司的净利润分别为86.8亿元、109.7亿元、136.3亿元，同比增长41%、26%和24%，对应EPS分别为2.29元、2.89元和3.59元。给予20X12PE/15X13PE，12个月内目标价位43-45元，给予“买入”评级。

### 食品饮料行业

#### 分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

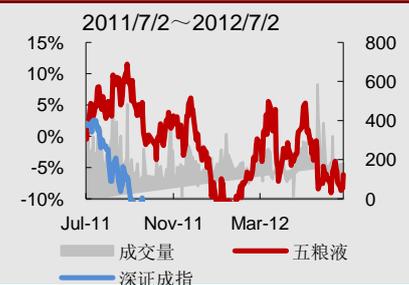
#### 联系人：

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	14224	
20111231	13265	
20110930	13693	

数据来源：港澳资讯

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	15,541.3	20,350.6	28,071.1	35,027.5	43,460.4
YoY	39.6%	30.9%	37.9%	24.8%	24.1%
净利润	4,395.4	6,157.5	8,676.8	10,969.3	13,626.8
YoY	35.46%	40.09%	40.91%	26.42%	24.23%
EPS (元)	1.158	1.622	2.286	2.890	3.590
净利率	29.4%	31.4%	32.7%	33.2%	33.3%

## 目录

一、	公司站在新一轮发展的起点上.....	5
1、	产品及品牌概况.....	5
2、	公司发展阶段梳理.....	6
二、	高端酒业绩无忧，团购渠道短板得以弥补.....	8
1、	风水轮流转，五粮液再次获得反超茅台机遇.....	8
2、	团购渠道快速发展，支撑五粮液销量提升.....	10
3、	去年提价保证今年业绩，预收账款提供足够安全边际.....	11
三、	营销拐点渐行渐近，中端酒放量值得期待.....	12
1、	中端酒迎行业性机会，五粮液产品结构及营销能力优于茅台.....	12
2、	中端酒竞争日趋激烈，五粮液品牌力助力提价和全国化.....	14
3、	营销改革沿正确方向前行，中端酒销售逐渐复苏.....	15
四、	估值及投资建议.....	22
1、	核心假设.....	22
2、	预测结论.....	23
3、	相对估值及投资建议.....	23

## 插图

图 1: 五粮液重点产品结构 .....	5
图 2: 公司收入以酒类为主 .....	6
图 3: 公司酒类产品产量构成 .....	6
图 4: 公司酒类产品收入构成 .....	6
图 5: 公司酒类产品 2011 销量增速 .....	6
图 6: 五粮液在 84-94 年抓住时机快速扩产 .....	7
图 7: 五粮液市场份额获得了快速的提升 .....	7
图 8: 五粮液经历的三个主要发展阶段 .....	7
图 9: 营销与渠道变革推动公司进入新的发展阶段 .....	8
图 10: 历年白酒十强座次 .....	8
图 11: 五粮液与茅台收入对比 (亿元) .....	9
图 12: 五粮液与茅台净利润对比 (亿元) .....	9
图 13: 高端酒竞争因素对比 .....	10
图 14: 酱香型酒发展态势向好 .....	10
图 15: 五粮液将成为酱香酒的重要竞争者 .....	10
图 16: 五粮液团购收入大幅增长 .....	11
图 17: 团购增长迅猛, 将成为五粮液酒最主要的销售渠道 .....	11
图 24: 预收创新高保证 2012 年业绩 .....	12
图 25: 五粮液收入安全垫在高端酒中最厚 .....	12
图 26: 二线酒企收入增速快于一线酒企 .....	12
图 27: 08 年后二线酒企利润增速超越一线酒企 .....	12
图 28: 未来 5-10 年中产阶级家庭将迅速增加 .....	13
图 29: 中档白酒销量占比将提升 .....	13
图 30: 五粮液在中端酒中, 较茅台有产品和营销优势, 较老窖有品牌优势 .....	13
图 31: 五粮液中端酒品牌价值较高 (单位: 亿元) .....	14
图 32: 五粮液中低端酒依靠品牌获得较高吨价 .....	14
图 33: 中端酒终端价格分布与竞争情况, 五粮液尚未占领 500 以上价格带 .....	15
图 34: 五粮液在 80 年代至 90 年代初进行了产能扩张 .....	15
图 35: 五粮液首创的 OEM 模式 .....	16
图 36: 五粮液与经销商优势、劣势互补 .....	16
图 37: 高端白酒企业收入对比 .....	17
图 38: 高端白酒企业净利润对比 .....	17
图 39: 主动/被动营销模式不同导致洋河与五粮液兴衰有别 .....	17
图 40: 刘中国主管销售工作后, 公司营销方面的变化 .....	18
图 41: 2005 年左右对经销商渠道的整顿和调整 .....	19
图 42: 五粮液从 2008 年起在营销投入上开始发力 .....	20
图 43: 五粮液开始组合运用营销手段提升形象 .....	20
图 44: 五粮液宣传手段改变引起广告费占比下降 .....	21
图 45: 茅台更多使用广告维持品牌形象 .....	21
图 46: 五粮液中端产品通过营销变革获得了较快增长 .....	21
图 47: 五粮液系列酒正在追赶竞品龙头 .....	22
图 48: 分项目收入预测 .....	22

---

图 49: 可比上市公司 PE 估值一览表 .....	23
图 50: 三张财务报表分析摘要 .....	24

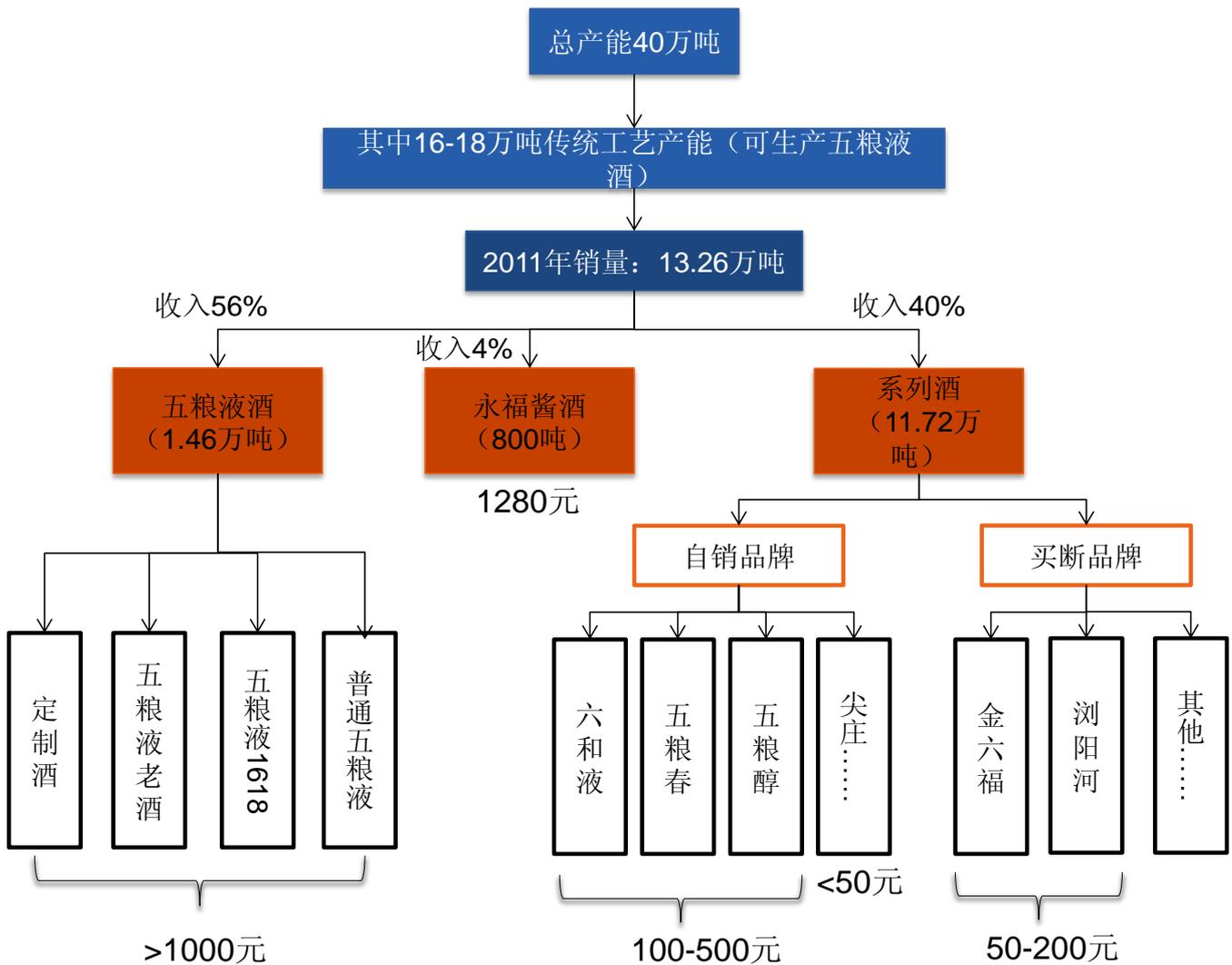
## 一、公司站在新一轮发展的起点上

### 1、产品及品牌概况

五粮液是国内产量最大的白酒企业，2011年产量达到13.26万吨。产品以浓香型为主，目前已推出酱香型产品，未来将推出兼香型产品。

五粮液包括5个主品牌（五粮液、永福酱酒、六和液、五粮春、五粮醇）和72个缤纷精品品牌。

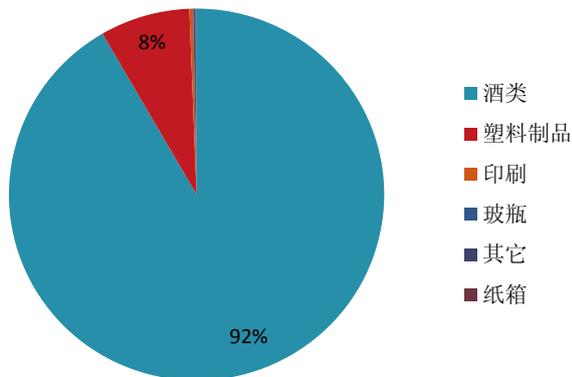
图1：五粮液重点产品结构



资料来源：宏源证券研究所

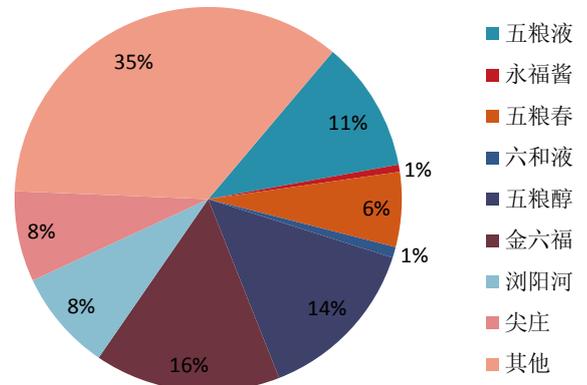
五粮液酒是公司最主要的收入贡献产品。2011年五粮液酒销量1.46万吨，占总销量的11%，同比增加14%。收入占比达到56%。

图 2: 公司收入以酒类为主



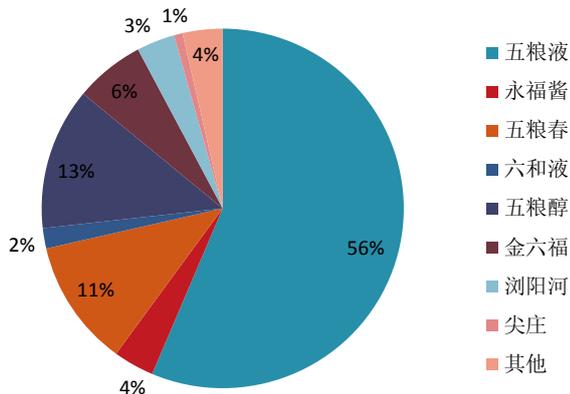
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3: 公司酒类产品产量构成



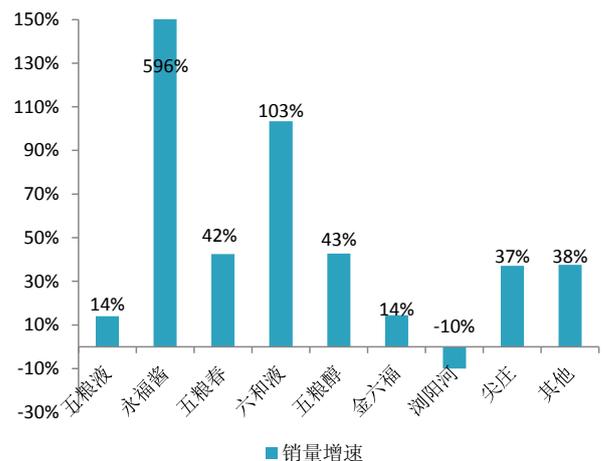
资料来源: 公司资料, 宏源证券研究所

图 4: 公司酒类产品收入构成



资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 公司酒类产品 2011 销量增速



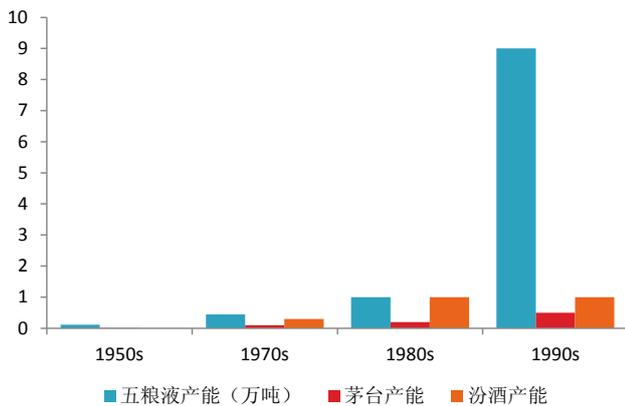
资料来源: 公司资料, 宏源证券研究所

## 2、 公司发展阶段梳理

高端酒供不应求和系列酒产量过剩, 这一对矛盾的此消彼长是公司兴衰的主要线索。浓香型白酒生产工艺决定了只有产量 10-15% 的基酒可以被勾兑为高端的五粮液酒, 其余近 90% 只能根据其品质优劣作为中低端的系列酒销售。公司 80 年代至今的发展可以划分为 3 个阶段:

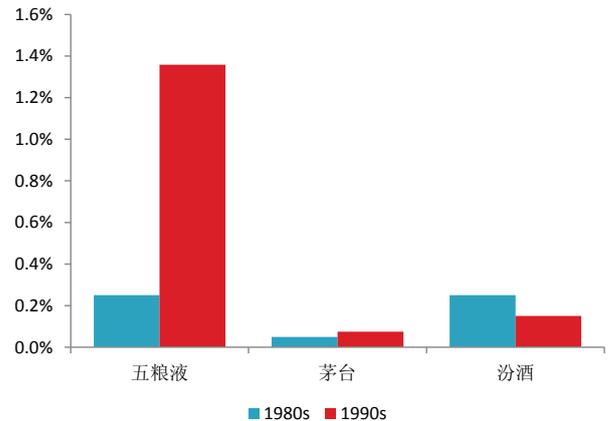
- ◆ 1984-1994 创业期, 扩产占据市场先机: 改革开放后至 90 年代初, 需求爆发使得白酒行业完全是卖方市场, 高低端酒均供不应求。五粮液在 1986 和 1992 年两度扩产, 而茅台由于工艺限制、汾酒由于战略失误都没能抓住机遇, 五粮液市场份额大幅提升;

图 6: 五粮液在 84-94 年抓住时机快速扩产



资料来源: 宏源证券研究所

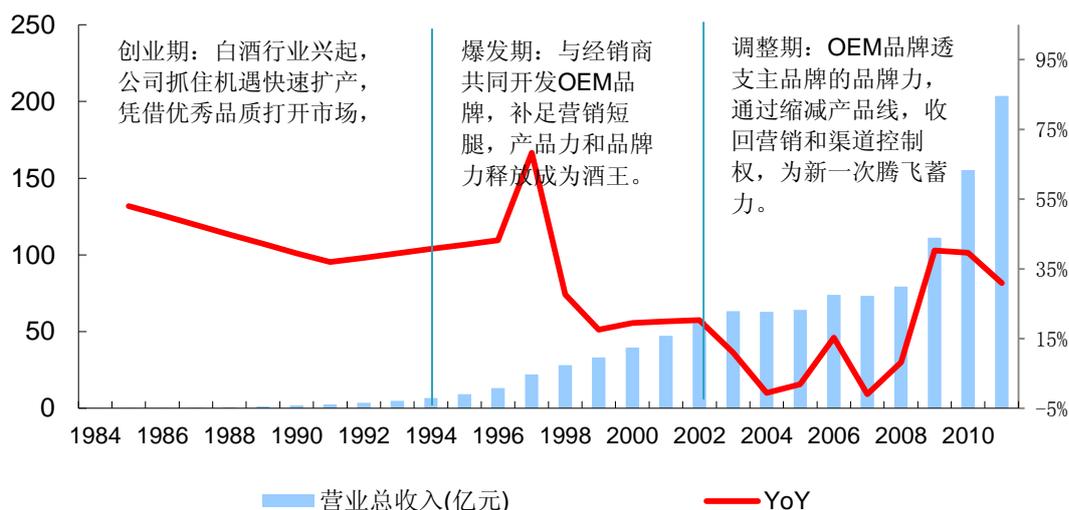
图 7: 五粮液市场份额获得了快速的提升



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

- ◆ 1992-2002 年爆发期，高端酒提价+依靠经销商开拓系列酒市场获得巨大发展：五粮液酒顺应“面子”消费兴起对高价酒的需求，通过提价坐稳高端品牌，获得名利双收；通过将系列酒的营销和销售外包给经销商，借五粮液的品牌力和经销商的能动性解决了系列酒的销售问题，高低端酒大幅放量，成就“酒王”地位；
- ◆ 2003-今，调整期，加强营销能力和渠道控制力：营销外包已不能适应白酒行业激烈竞争的需要，品牌外包引发一系列问题。公司认识到系列酒的销售还是要靠自己，由生产型企业向销售型企业转型是大势所趋，因此加大对营销和渠道的投入，迎接下一轮高速发展。

图 8: 五粮液经历的三个主要发展阶段

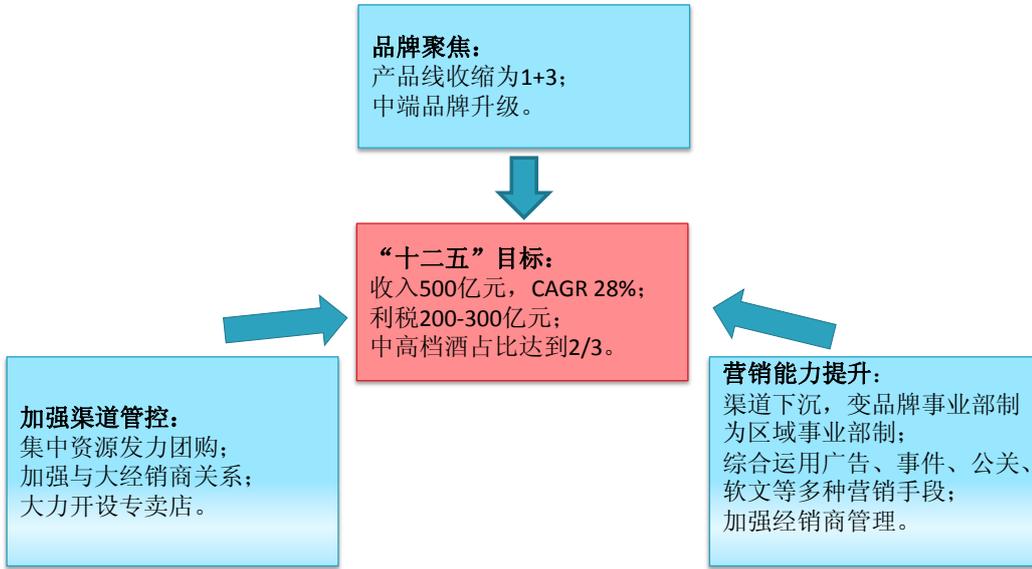


资料来源: 宏源证券研究所

五粮液计划未来 3 年扩产 10 万吨产能，虽然由于窖池老熟的需要，五粮液酒将在 5-8 年后出产，但系列酒在 3 年后即将陆续出产。相隔 20 年后再次扩产，表明公司已经决心站

在新一轮发展的起跑线上，我们认为随着营销短板的逐渐补齐，公司新一轮发展的基础将更加扎实。

图 9：营销与渠道变革推动公司进入新的发展阶段



资料来源：宏源证券研究所

注：1+3 的意义是重点打造 1 个国际化品牌（五粮液），3 个全国性品牌（六和液、五粮春、五粮醇）

## 二、 高端酒业绩无忧，团购渠道短板得以弥补

### 1、 风水轮流转，五粮液再次获得反超茅台机遇

五粮液与茅台的座次之争由消费结构决定。五粮液定位以商务消费为主，商务宴请、私营业主、高收入人群是其主要消费者；茅台始终以“国酒”为傲，主要定位在公务宴请，党政军各部门以及国企是其主要消费者：

- ◆ 90 年代至 2004 年五粮液的地位远胜茅台：原因是改革开放后，“下海”商人成为社会的先富群体，五粮液针对这个群体营销，并抓住经销商渠道崛起的时机，将产品铺货到全国的大街小巷，成为当时的“酒王”。而这个时期国企面临艰难改革，财政拮据，也就不难理解茅台的微落；

图 10：历年白酒十强座次

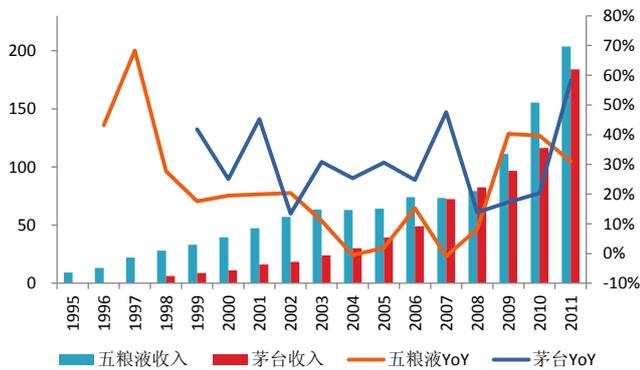
排名	1991	1992	1993	1994	1995	1999	2000	2001	2002
1	汾酒	汾酒	汾酒	五粮液	五粮液	五粮液	五粮液	五粮液	五粮液
2	五粮液	五粮液	五粮液	汾酒	全兴	茅台	茅台	茅台	茅台
3	古井贡	古井贡	古井贡	古井贡	泸州老窖	全兴	剑南春	剑南春	剑南春
4	茅台	洋河		洋河	古井贡	剑南春	泸州老窖	泸州老窖	泸州老窖
5	泸州老窖			泸州老窖	茅台	泸州老窖	古井贡	古井贡	汾酒
6	西凤	茅台	茅台			湘泉	全兴	全兴	全兴
7	洋河	西凤				古井贡	沱牌曲酒	汾酒	北京红星
8		泸州老窖		茅台	汾酒	种子酒	湘泉	湘泉	沱牌

9					剑南春	沱牌曲酒	汾酒		古井贡
10	董酒		泸州老窖		洋河	兰陵	伊犁		伊犁

资料来源：宏源证券研究所

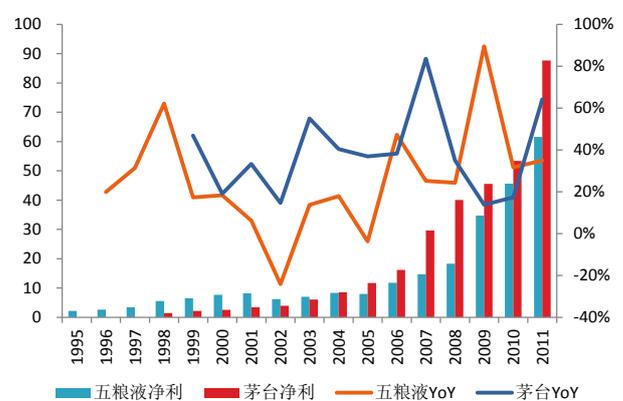
- ◆ 本世纪以来“国进民退”成就茅台地位：2000年国企脱困基本完成，开始逐步控制国家命脉行业，利润大幅增加；房地产行业的热潮为政府带来丰厚的土地出让收益。社会的消费能力和“面子”需求逐渐向政府部门转移，茅台凭借涨价迎合面子需求，成为高端酒的代名词。

图 11：五粮液与茅台收入对比（亿元）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 12：五粮液与茅台净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，宏源证券研究所

短期来看，政府控制“三公消费”，五粮液以商务为主的消费结构受影响较小。茅台的主要消费群体是党政军以及国企领导，在对公务消费的抨击中，茅台成为众矢之的。而五粮液的消费结构中只有15-20%是公务消费，其余大部分是商务消费，因此需求受到政策打压的影响较小。

长期来看，经济依靠投资驱动的时代已经过去，国退民进也是必然趋势，商务消费有望成为新的高端白酒消费主力，五粮液将再次迎来历史发展机遇：

- ◆ 中国人的“面子”文化和酒桌礼仪是长时间形成的传统，短期内不可能被取代，因此无论经济活动的具体形式是“拿项目”或是“谈生意”，只要有人与人之间的交往，高端白酒的需求就将继续存在；
- ◆ 中国经济投资驱动的模式已经难以持续，我们判断未来经济活动中政府的主导作用将逐渐削弱，科技驱动型的民营经济有望迎来黄金发展期，富人比例提升也将是高档白酒的下一个机遇；
- ◆ 五粮液的品牌定位契合这种发展趋势，同时各种营销渠道相对均衡，最大限度覆盖广泛的消费群体（茅台过于偏重团购，而老窖过分偏重餐饮）。

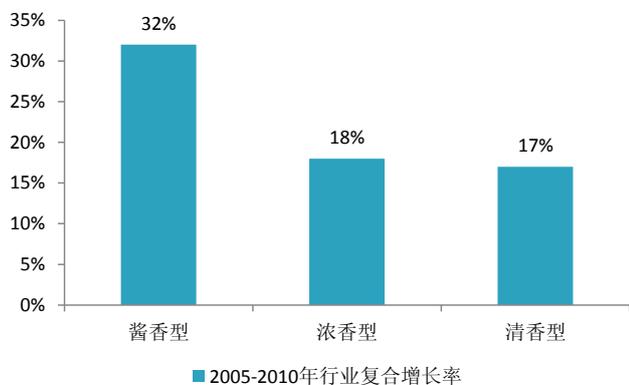
图 13: 高端酒竞争因素对比

品牌	类别	主要产品	香型	终端价(元/500ml)	销量(吨)	营销	渠道占比	重点市场
茅台	超高端	茅台年份酒	酱香型	15年7620 30年18000 50年33800	400	1、主要以巨大差价给经销商激励; 1、广告投入占销售费用的75%左右。	餐饮 25%	团购覆盖全国; 销售区域包括贵州、广东、河南、四川、山东和北京
	高端	53度茅台酒		1599	11000		商超 5%	
							团购 70%	
五粮液	超高端	年份酒、定制酒、老酒	浓香型	老酒: 2499	超过3000吨	1、营销激励措施以返利为主, 团购客户返利达销售额的3%, 品牌运营商返利4%左右; 2、广告、活动、事件等多种宣传手段并用	餐饮 35%	北京、河北、山东, 长三角, 珠三角
	高端	永福酱	酱香型	1280	800		商超 35%	
		五粮液酒	浓香型	52度五粮液: 1109元	11000		团购 30%	
泸州老窖	超高端	定制酒系列	浓香型	定制价	-	1、对经销商的激励主要是价差; 2、通过向经销商定向增发股份和成立柒泉公司实现和经销商的利益绑定。	餐饮 70%	四川、北京、湖南
	高端	中国品味		2000	300		商超 25%	
		国窖1573经典装		1189	4000		团购 5%	

资料来源: 宏源证券研究所

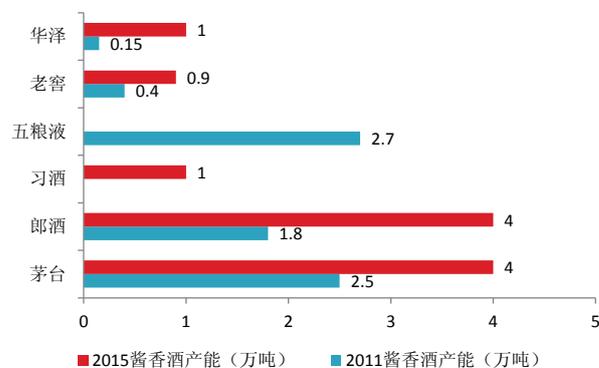
在香型上五粮液也剑指茅台, 推出“永福酱酒”争夺茅台酱香型市场份额。2010年五粮液推出酱香型“永福酱酒”, 定价1280元, 2011年销售800吨。“永福酱酒”定位高端酱香型市场, 针对偏好酱香型的茅台消费者;

图 14: 酱香型酒发展态势向好



资料来源: 宏源证券研究所

图 15: 五粮液将成为酱香酒的重要竞争者

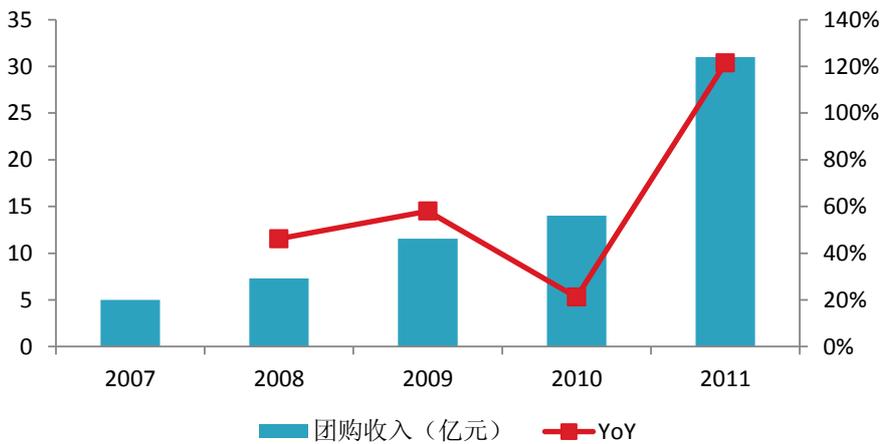


资料来源: 宏源证券研究所

## 2、 团购渠道快速发展, 支撑五粮液销量提升

五粮液从2005年开始开发团购渠道, 落后茅台5年, 但受益于军队需求和商务需求双轮发展, 公司近五年团购收入复合增速超过50%:

图 16: 五粮液团购收入大幅增长



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

- ◆ 团购业务高速增长归功于商务+公务广泛的消费群体。团购不是党政军的专利，餐饮渠道价格大幅飙升使得团购也成为商务宴请的主要购买渠道。公司一方面派出高层争取军队的意见领袖，一方面通过专卖店、形象店等终端为企业客户服务，广泛的消费群体提供了团购快速成长的机遇和抵御政策风险的能力；
- ◆ 公司从战略和战术上重视团购发展：1) 成立大客户服务部专攻团购市场；2) 为团购客户开发专供酒；3) 公司领导亲自拜访党政军和央企单位；4) 安排专人负责中小型企业开发。

今年政策向团购倾斜，2012 年增速将达到 170%，成为高端酒最主要的渠道。：由于团购价较高，达到 698 元，因此公司优先保证团购酒的销售，其他渠道的老经销商和老专卖店分别削减计划量的 35%和 30%，以支持团购和新店的发展。

图 17: 团购增长迅猛，将成为五粮液酒最主要的销售渠道

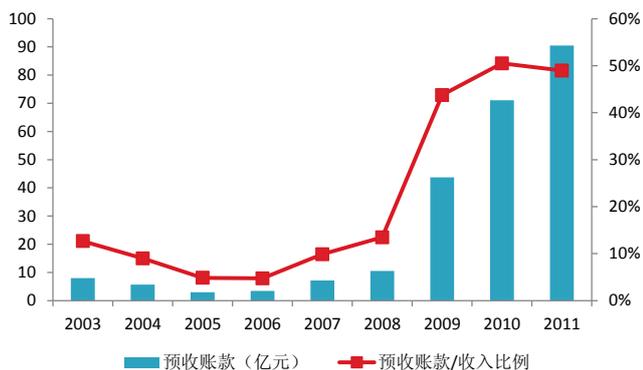
	2011 五粮液收入 (亿元)	收入占比	2012 五粮液收入 (亿元)	收入占比	收入 YoY	供货策略
专卖店	24.66	23.8%	25.49	17.4%	3.4%	普店计划被削减 30%，月计划从 100 件/月下降到 60-80 件/月
团购	31.03	30.0%	84.12	57.3%	171.1%	优先保证团购业务，若与其他渠道冲突，缩减其他渠道计划
经销商	47.74	46.2%	37.27	25.4%	-21.9%	经销商计划被缩减 35%
合计	103.43	100.0%	146.87	100.0%	42.0%	

资料来源: 宏源证券研究所

### 3、 去年提价保证今年业绩，预收账款提供足够安全边际

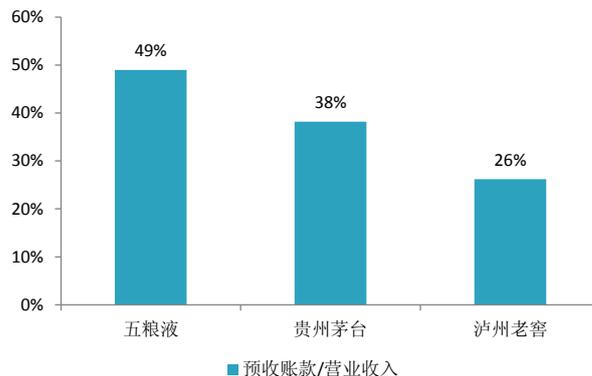
公司在 2011 年底预收账款达到 90 亿元，达到历史新高，占酒类收入比重近 50%，欠货情况仍然很严重，2011 年底欠货超过 2000 吨。预收账款的逐渐确认将对业绩形成支撑。

图 18: 预收创新高保证 2012 年业绩



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 19: 五粮液收入安全垫在高端酒中最厚



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

提价效果将在今年显现,推高全年收入:公司在去年 9 月将五粮液出厂价提高 20%-30%, 52° 五粮液从 509 元提高到 659 元, 团购价从 569 提高到 689 元。由于提前打款原因, 新价格在今年陆续反映在报表中。

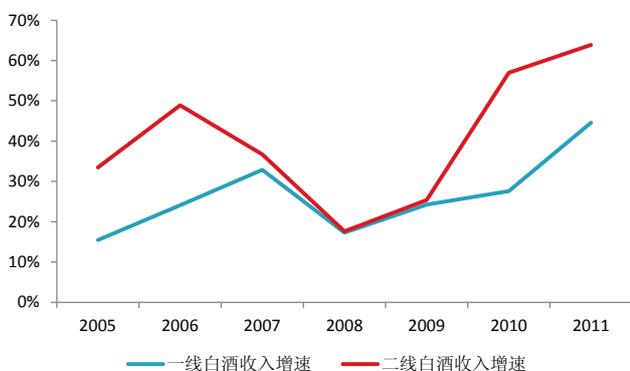
### 三、营销拐点渐行渐近, 中端酒放量值得期待

#### 1、 中端酒迎行业性机会, 五粮液产品结构及营销能力优于茅台

未来 5-10 年国民收入将大幅提升, 民间消费的兴起将带动中端酒的需求放量, 较之茅台 80% 的产品定位于超高端的政务消费, 五粮液金字塔型产品结构更能抓住中端酒消费者, 同时五粮液在中端酒的营销和运作经验亦强于茅台。

未来中端白酒将成为白酒行业的主要增长点: 2005 年开始, 中端白酒 (二线白酒) 开始复兴, 收入和利润增速均逐渐超越高端白酒 (一线白酒)。中端白酒的复兴原因, 一方面是家庭收入结构的变化, 另一方面是高端白酒先行复兴, 提价后为中端白酒留下了价格空间:

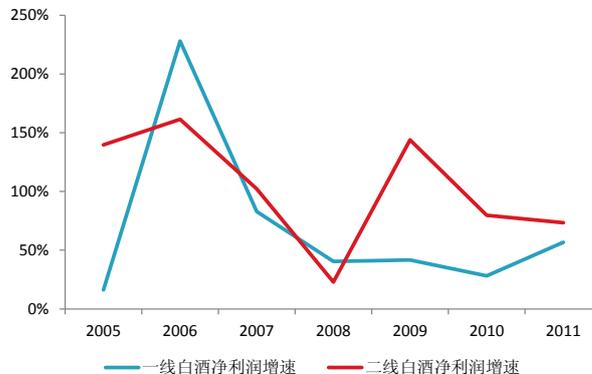
图 20: 二线酒企收入增速快于一线酒企



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

注: 一线包括茅台、五粮液、泸州老窖, 二线包括洋河、古井贡和山西汾酒

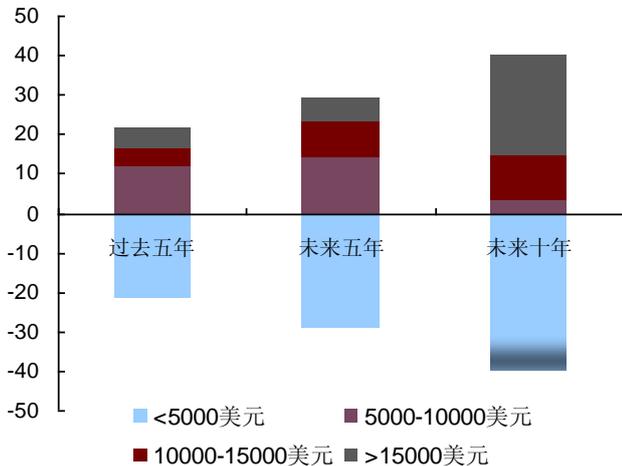
图 21: 08 年后二线酒企利润增速超越一线酒企



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

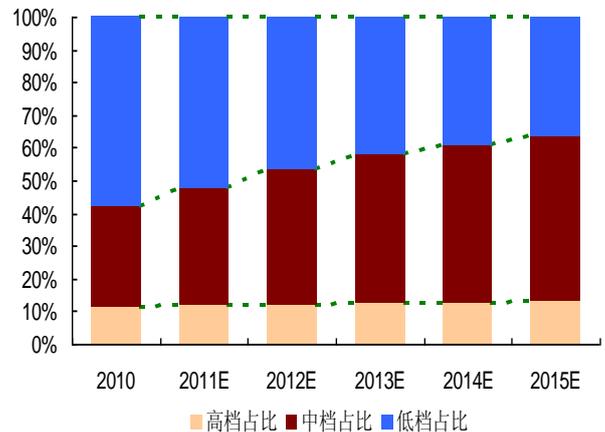
- ◆ 家庭收入结构变化将增加中端酒在白酒消费中的比重。随着国家 GDP 腾飞,未来 5-10 年我国中产阶级将崛起,对应这部分人群消费能力的中端白酒消费量也将随之提升,与之相对的是低端白酒市场的逐渐萎缩,未来白酒消费结构将呈现高端和低端小,而中端大的纺锤形特点;

图 22: 未来 5-10 年中产阶级家庭将迅速增加



资料来源: 欧睿资讯、摩根斯坦利, 宏源证券研究所

图 23: 中档白酒销量占比将提升



资料来源: 宏源证券研究所

- ◆ 中端白酒价格将在激烈竞争中逐步上移。随着超高端的五粮液和茅台价格上移到 800 元以上,300-800 价格带以及 100-300 价格带将成为未来中端酒主要的消费上量区间。

中端市场和高端市场的差异在于高端酒的营销关键在于品牌拉力,而中端酒需要推拉结合,细致的营销推广和强大的渠道推力是成功的关键因素。而茅台无论从营销能力上还是产品结构都不如五粮液:

- ◆ 茅台产品结构过于集中高端,消费者覆盖率不高。由于酱香型工艺的特点,茅台 80% 以上的基酒均是高档酒,主要的产品均集中于高端,仅有小部分系列酒集中于 500-700 元的次高端,500 元以下的价格带基本处于真空状态;
- ◆ 茅台从零开始打造中端品牌难度较大。茅台为了保证高端品牌的形象,在中端品牌的营销上完全与高端割裂,不借用茅台的品牌和营销资源,相当于重新打造新品牌,与五粮液几大成熟的中端品牌相比,茅台中端品牌成功的难度更大。
- ◆ 茅台长于品牌塑造而弱于地面营销。茅台高端化的产品结构决定了其擅长高举高打的品牌塑造方式,而长期的卖方市场使其不必费心于地面营销能力的提升以及渠道能力的建设,其销售渠道 70%集中于团购,中端酒面对的是广大普通消费者,需要覆盖广泛、深入的终端零售网络,需要强大的经销商队伍,这正是五粮液的优势所在;

图 24: 五粮液在中端酒中,较茅台有产品和营销优势,较老窖有品牌优势

公司	产品			营销	未来战略
	主要产品	终端价	销量		
贵州茅台	茅台王子酒	130	2010 年 中档酒 收入占	1、外埠销售业务员收入的 50%与王子酒、迎宾酒挂 钩;	1、高端、中端分离,逐步淡 出带有"茅台"字样的系列酒品 牌
	茅台迎宾酒	180			
	系列酒(汉酱、	500-700			

	仁酒、水立方、华窖)		比 15%	2、与经销商合作开发系列酒品牌。	2、公司计划十二五末，中档酒实现收入 100 亿。
五粮液	五粮春	150-500	8350 吨	1、营销激励措施以返利为主，六和液返利高于传统产品，达销售额的 4%-6%； 2、设立区域销售中心，将市场决策权下移。	保持五粮春 30%左右的增速，加大对六和液的推广和投入
	六和液	250-600	1200 吨		
泸州老窖	老窖特曲	200-600	3205 吨	1、创新柒泉模式实现和经销商的利益捆绑。 2、成立第二品牌事业部专门负责特曲推广，逐步增加特曲的广告投放	1、特曲目标销售 2 万吨； 2、国窖 1573、特曲双品牌战略，老窖特曲打造成第一商务用酒。

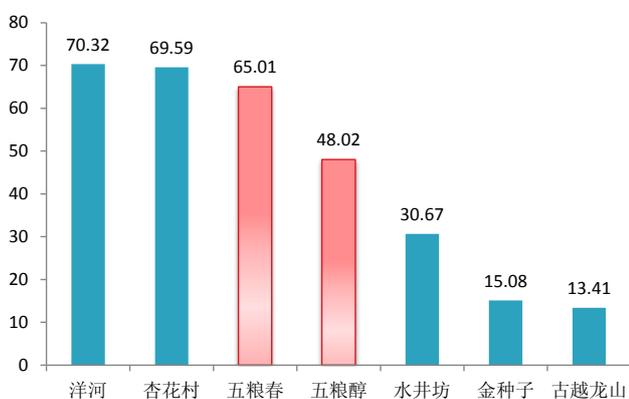
资料来源：宏源证券研究所

## 2、中端酒竞争日趋激烈，五粮液品牌力助力提价和全国化

本轮白酒景气周期吸引了大量产能扩张，未来中端酒产能将面临过剩局面，三线白酒省内复兴的完成将使全国化成为所有中端白酒企业的共同课题，唯有品牌力强的企业才能在激烈的竞争中取得成功：

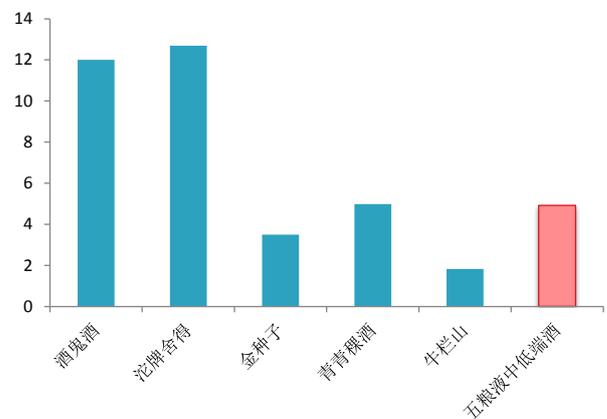
- ◆ 结构化产能过剩——高端稀缺、中低端过剩。酱香型酒需要 5 年贮存期，浓香和清香型需要 10 年窖池老熟后才能产出高比例优质酒，因此 5 年内不会出现高端酒产能过剩现象，但 3 年后中低端产能的陆续投产将对中低端酒市场形成巨大压力；
- ◆ 三线酒省内扩张完成加剧竞争。目前三线白酒对省内大本营市场的扩张也将在 3 年左右接近饱和，未来所有二、三线白酒都将面临区域扩张和全国化问题；
- ◆ 五粮液的中端酒品牌力较强，在提价以及全国化方面的增长难度低于其他二线品牌。五粮春和五粮春两款自销品牌以及金六福、浏阳河两款 OEM 品牌经过十余年运作，均已成为拥有全国知名度的中端白酒品牌，近年来开发的中高端品牌六和液也逐步成熟，销量开始快速增加；

图 25：五粮液中端酒品牌价值较高（单位：亿元）



资料来源：中国最有价值品牌榜（2010），宏源证券研究所

图 26：五粮液中低端酒依靠品牌获得较高吨价



资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 五粮液目前定位于 50-500 价格带，正逐步通过产品升级占领 100-300 和 300-800 两个重要价格带。2008 年打造中高端品牌六和液，2009 年推出淡雅五粮醇，2010 年升级五粮春包装，价格带逐渐上移，我们预计未来五粮液将通过升级六和液或推出新品的方式抢占 500-800 价格带。

**图 27：中端酒终端价格分布与竞争情况，五粮液尚未占领 500 以上价格带**

500-1000 元		200-500 元		160-200 元		100-160 元	
45°西凤老酒	980	52°六和液（豪华装）	498	四特五星	198	35°黄金酒	155
洋河蓝色经典梦之蓝 M3	940	52°剑南春	454	35°五粮醇金淡雅	198	洋河大曲	128
十五年红花郎	888	洋河蓝色经典天之蓝	428	丰谷特曲	185	四特酒 5 年	118
52°紫光液	780	52°六和液	408	50°五粮醇蓝淡雅	178	金六福四星	118
52°水井坊	757	50°五粮春	368	52°五粮醇上品	175	50°五粮醇红淡雅	108
52°泸州老窖 90 年	718	45°五粮春	288	老白汾酒	165	50°五粮醇典藏	99
50°古井贡 16 年原浆	668	洋河蓝色经典海之蓝	248	38°五粮醇上品	165		
52°五粮液陈酒	588	泸州老窖特曲	211	郎酒	160		
五粮春（1996）	518	50°五粮醇金淡雅	208				
50°酒鬼酒	514						

资料来源：宏源证券研究所

注：蓝色标注是五粮液自销品牌，红色标注是 OEM 品牌

### 3、营销改革沿正确方向前行，中端酒销售逐渐复苏

#### 3-1、中端酒销售历史梳理：90 年代依靠营销外包取得巨大成功

公司在 80、90 年代进行了两次大规模产能扩张导致系列酒产能过剩，为解决系列酒销售问题，公司独创了“总经销+买断”的 OEM 模式。

**图 28：五粮液在 80 年代至 90 年代初进行了产能扩张**

产能形成年份	投资额	建设情况	目前窖龄	一级基酒出酒率
1952	-	合并其他糟坊获得生产能力	百年以上	50%-60%
1958	国家拨款 60 万元	建成了金沙江南岸的“跃进区”，完成了第一次扩建，使全厂产酒能力达到 1141 吨	50 年左右	20%-30%
1979	1800 万元	在岷江北岸修建了新的生产区，占地 9.96 万平方米，产酒能力达到 4440 吨	30 年左右	
1986	2500 万元	在江北主厂区新建了占地 22.8 万平方米的 3000 吨车间，全厂总产量达到 1 万吨	25 年左右	10%-20%
1992-1994	8 亿元	完成了 8 项建设，面积达 20 万平方米。建成了横卧酒圣山下的两幢排列着 6000 口窖池的世界最大酿酒车间，使全厂产酒能力达到 9 万多吨	20 年左右	

2003	新建 4 万吨的酿酒车间，总生产能力达到 40 万吨，其中传统工艺 16-18 万吨。	10 年左右	10%左右
------	---	--------	-------

资料来源：宏源证券研究所

**五粮液崛起——顺应经销商代替糖酒公司的渠道变革潮流：**90 年代代表计划经济体制的糖酒公司渠道被彻底颠覆，经销商的热情高涨，努力占领糖酒公司退出后留下的空白终端，五粮液借此机会转变销售渠道迅速把产品铺遍大江南北，茅台由于固守糖酒公司渠道而被甩下。

**总经销模式（OEM 模式）**的本质是将品牌运营、渠道管理和销售环节外包给经销商，五粮液只负责生产和灌装。OEM 模式分为买断经营和品牌 OEM 两种方式。

**图 29：五粮液首创的 OEM 模式**

	买断经营	品牌 OEM
共同点	经销商提出自己的主张、设计产品的风格、价位、口感、包装等，厂家负责生产、灌装，产品由经销商垄断销售；其中经销商要事先给厂家相当一笔资金，并且要给厂家一个保底销量，并负责市场推广宣传、销售网络的建设和产品定价等；而厂家给经销商的价格是保密的，一般在若干年后，该品牌由厂家收回。	
不同点	品牌和商标所有权归五粮液，经销商负责运营和销售	商标由经销商申请，五粮液只负责开发和灌装产品
代表品牌	五粮醇、五粮春	金六福、浏阳河、京酒
合作企业	福建邵武糖酒副食品总公司、宜宾市五粮春销售有限公司	北京新华联、湖南浏阳河、北京市糖酒公司
销售业绩	五粮醇 1994 年开始买断，1995 年销量 1670 吨，1998 年增加到 8580 吨，占总销售额近 10%。	金六福从 1998 年 12 月开始运营，到 2002 年销售额已超过 30 亿元，成为全国性品牌，在白酒行业排名第三

资料来源：宏源证券研究所

依靠 OEM 模式，五粮液回避了营销能力弱的劣势，发挥了产品力强的优势，在成功进入中端白酒市场的同时解决了系列酒的销售问题，促进了高端酒的生产与销售：

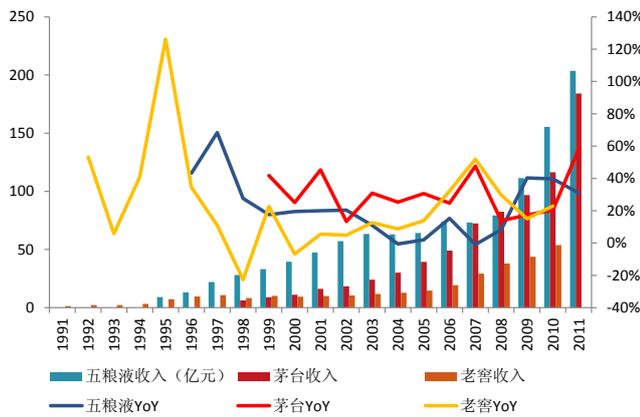
**图 30：五粮液与经销商优势、劣势互补**

	优势	劣势
五粮液	拥有大量中低端酒的产能，但即使是中低端酒的品质也高过市场上大多数品牌	从计划经济向市场经济转型中，营销能力、渠道控制能力都较弱；同时容易遭遇地方保护主义抵制
经销商	在市场营销方面具有丰富经验； 中国的主流渠道由糖酒公司向商超、餐饮转移，经销商拥有灵活的应对能力； 在某一区域拥有广泛的人脉，利于开拓当地市场； 拥有流通渠道，可以快速铺货	没有白酒生产能力，或没有优质白酒的来源

资料来源：宏源证券研究所

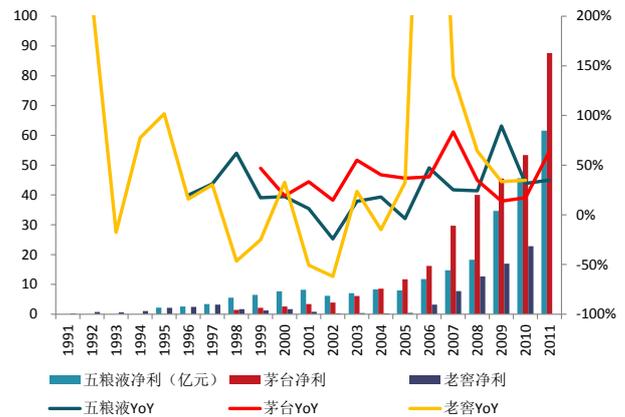
- ◆ OEM 模式使得五粮液扩展了原有产品线，可以覆盖到更多的价格带：1994 年以前，五粮液只有高端“五粮液酒”和低端“尖庄”两个品牌，在 10 元-200 元中间大片价格带都被其他品牌占据，五粮春、五粮醇、金六福的推出在中间价格带上获取了大量份额；
- ◆ OEM 模式使得五粮液的收入和利润迅速提高：销售收入从 1995 年的 9 亿提高到 2001 年的 47 亿，复合增长率达 32%，同时期老窖的复合增长率仅为 6%；净利润从 1995 年的 2 亿提高到 2001 年的 8 亿，复合增长率达 25%。五粮液在收入和净利润上都全面超过茅台；

图 31： 高端白酒企业收入对比



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 32： 高端白酒企业净利润对比



资料来源：Wind，宏源证券研究所

### 3-2、五粮液 VS 洋河，主动营销是兴衰之别

营销外包导致经销商各自为战，OEM 模式过度扩张后稀释了五粮液品牌价值。大量的买断品牌不仅在价格上没有积极的错位，而且在品质上也没有根本的差异，产品系列内部竞争激烈；大量低廉的买断品牌产生的虚假宣传和产品质量问题也稀释了主品牌“五粮液”的品牌价值。

洋河依靠厂家主导的深度分销模式迅速崛起，其背后的逻辑在于，中低端酒竞争品牌众多，品牌拉力远逊于高端酒，消费者更容易受终端营销的影响，因此中低端酒渠道推力是营销的关键，主动式的营销可以对终端有更强的控制力。

图 33： 主动/被动营销模式不同导致洋河与五粮液兴衰有别

	五粮液	洋河
共同难题	浓香型工艺产出的酒，高中低档品质差异巨大，如何销售中低档酒？	
产品结构	5 个主品牌+72 个缤纷精品品牌（图 1）。买断品牌间定位差异化不明显，容易互相攻击。	天之蓝、海之蓝、梦之蓝（M3、M6、M9）。在一个“蓝色经典系列”下细分不同定位的子品牌，层次清晰。
营销模式	<b>被动式</b> ：依靠经销商的推广和销售渠道	<b>主动式</b> ：“4×3”营销模式和深度分销

营销措施	1、依靠大品牌运营商； 2、高、中、低价位酒的目标销量比例定为 1:8:1； 3、建立品牌运营联盟，加强与经销商间的联系	1、三方联动，三位一体，三大标准，三者关系； 2、对于普通白酒，公司实行“深度分销”的营销模式，与经销商合作，直接开发商超等零售终端
成效	2009-2011 收入复合增速为 <b>22.3%</b>	09 年以后公司销售收入持续快速增长，2009-2011 复合增速为 <b>47.1%</b>
终端控制力	对经销商的依赖较大，对终端的控制力也有限	以厂商为主导的销售模式，加大了对经销商的管理和控制，控制力比原先进一步增强

资料来源：宏源证券研究所

### 3-3、五粮液营销步入正确轨道，刘中国上任后有望补足营销短板

刘中国 2004 年底上任公司副总经理主管销售工作，五粮液从 2003 年起，中端酒营销上出现 3 点积极的改变：1) 收缩清理产品线；2) 营销管理体系由品牌制转向区域制；3) 宣传手段从空中转向地面。我们认为未来五粮液的营销短板将被逐渐补齐。

图 34：刘中国主管销售工作后，公司营销方面的变化

时间	事件
2004 年 11 月	刘中国任宜宾五粮液股份有限公司副总经理主管销售工作
2004 年底-2007 年 7 月	公司逐步取消已经不符合市场运营规律的中低价位酒的五粮液拖带酒政策
2005 年至今	公司组建了四个品牌事务部
2005 年至今	刘中国带领销售团队加强高层沟通与大客户服务和团购渠道的开拓与建设
2006 年至今	公司对战略性产品结构进行调整，加强中高价位产品的市场打造力度，先后推出五粮液老酒、五粮液 1618、金奖 60 度五粮液、年份酒、五粮液封坛酒等一系列高端产品，促进中低价位产品升级换代
2006 年	五粮液集团开始抓紧商超渠道与专卖店的建设与完善。商超渠道在一年不到的时间内就实现了由无序运营到指定供货服务商，由无人维护到形象陈列不断提升，白酒文化节等活动定期举行。
2007 年	由五粮液集团牵头组织，国内 23 家白酒龙头经销商结成品牌运营商联盟
2008 年	在保证高端销售的基础上加大中端力度。以“六和液”进军中档白酒市场；同时，在专卖店推广同为中档的“1995 专卖店特供酒”；此外，继续扩大“五粮春”和“五粮醇”的市场份额。
到 2010 年年底	五粮液渠道销量比例中，专卖店占到了 25%。五粮液专卖店（旗舰）数量已经达到 1000 多家。到 2010 年五粮液的团购销售额已经占到了全部销售的 15% 左右。
2011 年	刘中国升任公司董事长。公司提出要强化终端管控，积极开展中价位酒营销变革。
2012 年 5 月	成立改革领导小组，改革思路是集中使用优势资源并清理品牌，目前的品牌事业部模式将逐步过渡为与华东区域类似的区域销售模式。

资料来源：宏源证券研究所

实施品牌收缩和升级战略，加快自销品牌的发展：品牌收缩是加强营销能力的第一步，公司不可能有能力运作 2003 年时的上百个品牌，因此公司将产品线逐步收缩并聚焦到几个

档次分明、知名度高的品牌上来:

- ◆ 2003 年开始实施“1+9+8”的品牌战略。目的是变多品牌无序竞争为重点品牌互补发展,放任上百个 OEM 品牌自生自灭,公司重点支持 1 个国际化品牌(五粮液)、9 个全国性品牌和 8 个区域强势品牌,达到产品线收缩的目标;
- ◆ 2012 年提出进一步把 9 个全国品牌收缩为 3 个重点品牌。公司认为在目前白酒竞争激烈的环境下,要做出 9 个全国性品牌非常困难,因此仅保留五粮春、五粮醇、六和液三个全国性品牌;
- ◆ 推出新品牌和对老品牌升级:2008、2010 和 2012 年相继推出六和液(中高端)、永福酱酒(高端)和国五液(超高端);同时对有品牌老化风险的五粮春和五粮醇进行升级,推出淡雅五粮醇系列,更换五粮春包装,以此丰富产品线并提高价格。

**调整营销管理体系,加快对市场的反应速度和终端控制能力:**洋河的成功带动了全国几乎所有中端品牌的营销下沉,五粮液缓慢的市场反应速度和粗放的营销管理一直为经销商和投资者所诟病,面对其他企业灵活的市场策略,五粮液也在逐渐缩小与行业水平的差距:

- ◆ 2005 年外部整顿经销商,内部组建五粮液、买断、自销三大品牌事业部,理顺渠道管理。以往买断品牌繁多适合按区域管理,品牌收缩、分级后按照品牌管理可以整合品牌营销资源,加强对经销商的管控,有利于重点品牌的全国化运作;

**图 35: 2005 年左右对经销商渠道的整顿和调整**

整顿背景	2003 年 9 月五粮液提价,部分经销商窜货导致价格倒挂,损害经销商利益,威胁渠道稳定
整顿目的	清理违规和营销能力不足的经销商,提高经销商素质,促使其向品牌运营商转变
整顿过程	1、2004 年与经销商签订一份新的经销合同,对全国市场重新规划; 2、2004 年经销商大会上宣布,成立三大品牌事务部; 3、2005 年春节前与经销商签订年度销售合同,并要求收取一定的保证金,而品牌经销商的销售任务也被加码; 4、2005 年注销 29 家经销商的品牌经销权,停止协议酒供应,不再享有五粮液公司相关部门的服务;另有 3 家经销商被点名批评。
整顿结果	渠道价格恢复稳定,经销商积极性增强。2006 年收入和利润均恢复增长,同比分别增长 15%和 48%

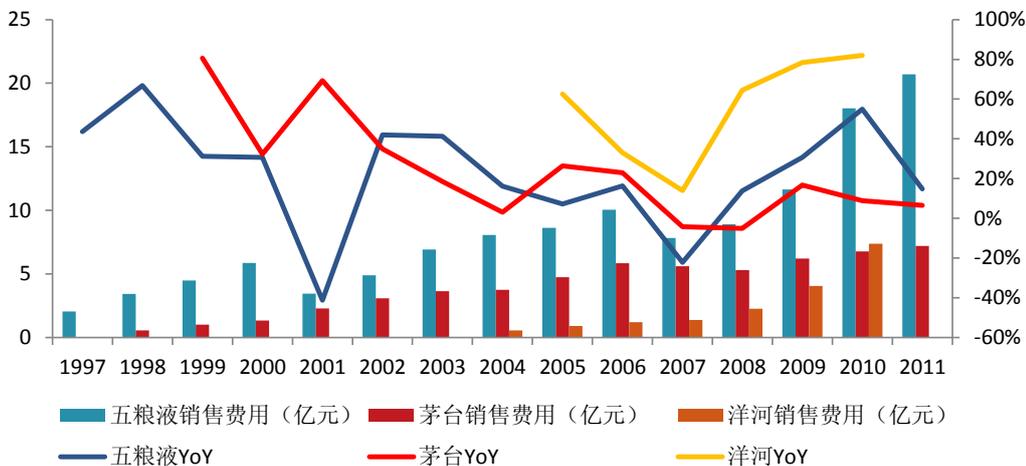
资料来源:宏源证券研究所

- ◆ 2010 年底设立华东营销中心,决策权下移,提高重点市场反应速度。华东地区销量约占公司的 1/3,通过将品牌和区域管理权全部下放,可以使渠道更加下沉,加强对终端的把控能力,提高营销的主动性;
- ◆ 2012 年将品牌事业部模式过渡到区域销售模式。华东营销中心成立后成绩显著,因此公司准备在全国复制这种模式。同时我们认为公司选在目前时点进行改革,原因是现阶段面临与 2003 年相似的市场环境(提价后渠道利差减小,有批零倒挂风险),对部分不法经销商提出震慑。

**加大营销投入,减少空中媒体投放比例,转向多种方式组合营销:**五粮液受损的品牌形象需要长期持续的营销投入才能恢复,而消费者在长期广告的狂轰滥炸下已经具有一定免疫力,同时为了配合中端酒地面销售活动,地面营销方式的占比逐渐在加大:

- 公司在 2005 年后综合运用广告、事件营销、活动、赞助等方式提升企业和产品形象，以及定点向团购客户进行宣传。2008 年开始，公司加大营销投入，销售费用大幅增长，增速超过茅台。

图 36: 五粮液从 2008 年起在营销投入上开始发力



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

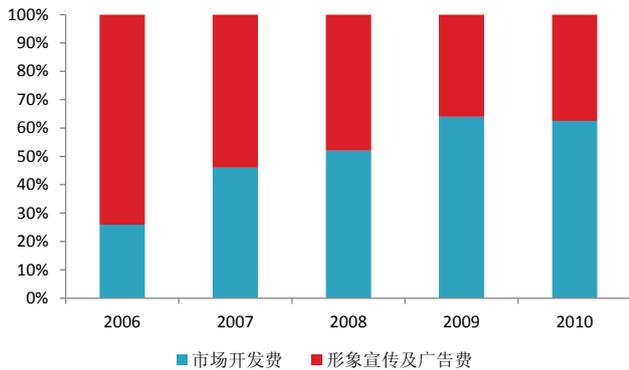
- 广告费用占比下降: 公司从 1994 年起就开始在 CCTV 黄金时间投放广告, 但随着广告成本的增加, 加之各大酒企均在媒体密集投放广告, 空中媒体广告的边际收益逐渐降低;

图 37: 五粮液开始组合运用营销手段提升形象

时间	手段	内容
2005	事件营销	五粮液 637 年古窖泥被国家博物馆永久收藏, 成为活文物;
		西藏成立 40 周年大庆, 五粮液被接连指定为“西藏自治区成立四十周年大庆宴用白酒、甄选为大昭寺永久供奉酒、纳木措祈福大会的专用祭祀用酒”三项重大活动指定用品
2006	事件营销	五粮液和五粮春成功申报“中国畅销名酒”; 在“中国酿酒大师”评选中, 白酒行业共评选出 18 名酿酒大师, 五粮液占据 3 名, 为业内第一
2007	活动	举办北大五粮液汉服酒礼活动、哈佛精英品味白酒国粹等主题活动; 开展“中国白酒国际化论坛”、“五粮液中秋赛诗许愿会”等互动活动
	软文	在几十个知名网站的论坛、博客上发表专题宣传文章近 100 篇
	户外	选择香港维多利亚港湾、韩国首尔等大中城市地标位置、机场和著名旅游景点树立广告牌, 共计增加了 24 个地区, 投放面积近万平方米
	公关	在北京举办“五粮液高端媒体总编辑俱乐部暨五粮液品牌传播品牌论坛”活动
2008	赞助	独家赞助 2007 双拥晚会, 独家赞助建军 80 周年纪念晚会, 开展各大军区慰问等公关活动
	软文	配合“世界名酒五粮液”的传播主题, 先后发布几十篇软文; 在新华网、人民网等权威媒体发布的正面新闻和信息;
	户外	新增香港、韩国首尔等地区 and 机场霓虹灯及灯箱广告
	事件营销	向联合国申报世界非物质文化遗产代表作名录

资料来源: 宏源证券研究所

图 38: 五粮液宣传手段改变引起广告费占比下降



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

图 39: 茅台更多使用广告维持品牌形象



资料来源: 公司年报, 宏源证券研究所

营销变革在 2011 年取得了较好的成效, 中端酒销售逐渐复苏:

- 通过实施品牌聚焦战略, 中、高端品牌销量均得到大幅增长。六和液、五粮春和五粮醇的销量分别增加了 103%、42%和 43%, 特别是重点打造的五粮醇销量首次突破 2 万吨, 在宁夏、甘肃等地区增长迅猛。同时高端新品永福酱酒也获得 6 倍的增长, 销量达到 800 吨;
- 华东营销中心整合资源的结果基本令人满意, 销量增速高于全国均值。高端酒增速超过 30%, 五粮春和五粮醇的增速分别为 40%和 50%。

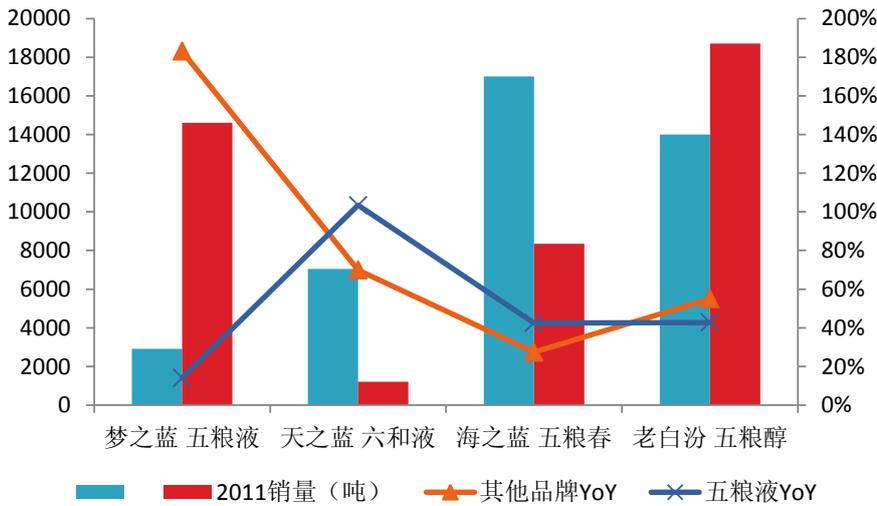
图 40: 五粮液中端产品通过营销变革获得了较快增长

档次	系列	终端销售价	2010 年销量 (吨)	销量占比	2011 销量 (吨)	YoY
高档	五粮液	1000-1500	12800	12%	14600	14%
	永福酱		115	0%	800	596%
中档	五粮春	200-500	5860	6%	8350	42%
	六和液		590	1%	1200	103%
中低档	五粮醇	50-200	13100	13%	18700	43%
	金六福		18000	17%	20600	14%
	浏阳河		12500	12%		
低档	尖庄	50 以下	7365	7%	10100	37%
	其他		34170	33%	47000	38%

资料来源: 宏源证券研究所

中端酒销量距离天花板还很遥远, 中端放量值得期待: 五粮液虽然由于营销能力欠缺, 近几年中端酒被迅速超越, 但自 05 年开始的营销变革效果正逐步显现, 中端系列酒的销量增速正在回升, 我们看好五粮液未来在营销上的改善, 中端酒的快速增长值得期待。

图 41: 五粮液系列酒正在追赶竞品龙头



资料来源: 宏源证券研究所

## 四、估值及投资建议

### 1、 核心假设

收入预测见分项目收入预测表。

毛利率预测: 我们预计随着团购比例的上升, 高端酒的毛利率会有所上涨。低端酒成本主要受粮食价格和人工成本影响较大, 但可以通过提价弥补成本的上涨, 预计毛利率保持稳定。高价酒毛利率达到 84%, 低价酒毛利率 29%, 高价酒收入占比的持续提升带动综合毛利率提升。

费用率预测: 公司现阶段加大营销投入, 销售费用增速较快的项目主要是市场费用、销售人员的薪资和差旅费等, 费用率基本保持稳定。预测 2012-2014 年期间费用率为: 16.9%、16.6%和 16.4%。

图 42: 分项目收入预测

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>高价位酒</b>							
销售收入 (百万元)	5936.10	7216.60	10902.26	14097.59	20547.69	25992.83	32582.01
YoY	20.2%	21.6%	51.1%	29.3%	45.8%	26.5%	25.4%
销售成本 (百万元)	1974.64	2870.64	1543.24	2166.68	3182.49	4200.89	5494.76
毛利 (百万元)	3961.45	4345.96	9359.02	11930.91	17365.20	21791.94	27087.25
毛利率	66.7%	60.2%	85.8%	84.6%	84.8%	83.8%	83.1%
<b>中低价位酒</b>							
销售收入 (百万元)	1879.81	2788.87	3178.57	4376.81	5459.61	6764.46	8381.17
YoY	-17.7%	48.4%	14.0%	37.7%	24.7%	23.9%	23.9%
销售成本 (百万元)	1566.76	1055.41	2029.27	3106.92	3930.92	4802.77	5950.63
毛利 (百万元)	313.05	1733.46	1149.30	1269.89	1528.69	1961.69	2430.54

毛利率	16.7%	62.2%	36.2%	29.0%	29.0%	29.0%	29.0%
业务总收入	7933.07	11129.22	15541.30	20350.59	28071.12	35027.49	43460.39
YoY	8.2%	40.3%	39.6%	30.9%	37.9%	24.8%	24.1%
业务总成本	3618.07	3860.66	4863.19	6895.41	8897.40	10966.04	13604.02
毛利率	54.4%	65.3%	68.7%	66.1%	68.3%	68.7%	68.7%

资料来源：宏源证券研究所

## 2、 预测结论

预计 2012-2014 年收入分别为 280 亿元、350 亿元、435 亿元，同比增长 38%、25%和 24%，归属母公司的净利润分别为 86.8 亿元、109.7 亿元、136.3 亿元，同比增长 41%、26%和 24%，对应 EPS 分别为 2.29 元、2.89 元和 3.59 元。

## 3、 相对估值及投资建议

五粮液的产品结构介于一线酒和二线酒之间，根据可比上市公司动态估值情况，给予 18X12PE/14X13PE，12 个月内目标价位 40-41 元，相比目前股价有 20%-25%的上涨空间，给予“买入”评级。

图 43：可比上市公司 PE 估值一览表

公司名称	收盘价	EPS		PE	
		2012E	2013E	2012	2013
五粮液	32.95	2.29	2.89	14.4	11.4
贵州茅台	241.85	12.65	17.46	19.1	13.9
泸州老窖	42.8	3.00	3.90	14.3	11.0
一线平均估值				16.7	12.4
洋河股份	137.99	5.97	8.59	23.1	16.1
古井贡酒	48.53	1.84	2.64	26.4	18.4
山西汾酒	40.39	1.45	2.29	27.9	17.7
酒鬼酒	52.57	1.21	2.09	43.5	25.1
ST 皇台	12.91	0.69	1.48	18.8	8.7
伊力特	14.9	0.61	0.79	24.6	18.9
金种子酒	25.32	1.04	1.46	24.4	17.3
老白干酒	29.15	0.77	1.07	37.8	27.1
沱牌舍得	37.81	1.08	1.64	35.1	23.1
水井坊	26.7	0.84	1.06	31.9	25.1
平均估值				27.2	18.5

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 44: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表							资产负债表						
	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,129	15,541	20,351	28,071	35,027	43,460	货币资金	7544	14134	21551	30759	43049	56308
YOY	40%	40%	31%	38%	25%	24%	应收和预付款项	367	455	373	676	836	1035
营业成本	3,861	4,863	6,895	8,897	10,966	13,604	存货	3477	4515	5537	7800	9614	11927
毛利	7269	10678	13455	19174	24061	29856	其他流动资产	29	64	296	1	1	1
% 营业收入	65%	69%	66%	68%	69%	69%	长期股权投资	30	33	131	131	131	131
营业税金及附加	799	1392	1602	2209	2757	3420	投资性房地产	0	0	0	0	0	0
% 营业收入	7.2%	9.0%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	固定资产和在建工程	7154	11853	12319	13119	14119	15119
销售费用	1164	1803	2070	2855	3563	4421	无形资产和开发支出	308	300	297	271	248	228
% 营业收入	10.5%	11.6%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	其他非流动资产	0	0	0	1	1	1
管理费用	839	1562	1751	2415	3013	3739	资产总计	20849	28674	36906	49128	64166	80792
% 营业收入	7.5%	10.0%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	-110	-192	-477	-541	-764	-1028	应付和预收款项	6264	10288	13409	17680	21858	24764
% 营业收入	-1.0%	-1.2%	-2.3%	-1.9%	-2.2%	-2.4%	长期借款	0	0	0	0	1	3
资产减值损失	9	15	12	0	0	2	其他负债	1	10305	48	0	0	0
公允价值变动收益	16	-7	-2	0	0	0	负债合计	6269	10307	13459	17680	21859	24767
投资收益	3	3	2	0	0	0	股本	3796	3796	3796	3796	3796	3796
营业利润	4587	6095	8497	12236	15492	19302	资本公积	953	953	953	953	953	953
% 营业收入	41.2%	39.2%	41.8%	43.6%	44.2%	44.4%	留存收益	9526	13352	18371	25871	36082	48949
营业外收支	19	-25	3	0	0	0	归属母公司股东权益	14275	18101	23120	30621	40831	53698
利润总额	4606	6070	8500	12236	15492	19302	少数股东权益	305	265	327	827	1477	2327
% 营业收入	41.4%	39.1%	41.8%	43.6%	44.2%	44.4%	股东权益合计	14580	18366	23447	31448	42308	56025
所得税费用	1139	1508	2106	3059	3873	4826	负债和股东权益合计	20849	28674	36906	49128	64166	80792
净利润	3467	4562	6394	9177	11619	14477							
归属于母公司所有者的净利润	3245	4395	6157	8677	10969	13627							
少数股东损益	222	167	237	500	650	850							
现金流量表							财务指标						
	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	6054	7703	9533	10609	14058	15027	毛利率	65%	69%	66%	68%	69%	69%
取得投资收益收回现金	50	83	0	0	0	0	三费/销售收入	17%	20%	16%	17%	17%	16%
长期股权投资	-3	-3	0	0	0	0	EBIT/销售收入	40%	38%	39%	42%	42%	42%
无形资产投资	-985	-461	-531	-760	-1010	-1010	EBITDA/销售收入	46%	43%	43%	45%	45%	44%
固定资产投资	-2602	-4402	0	-800	-1000	-1000	销售净利率	31%	29%	31%	33%	33%	33%
其他	-66	-4	0	46	0	0	ROE	23%	24%	27%	28%	27%	25%
投资活动现金流净额	-4254	-464	-515	-761	-1010	-1010	ROA	16%	15%	17%	18%	17%	17%
债券融资	0	0	0	-48	1	2	ROIC	23%	24%	26%	28%	26%	24%
股权融资	11	13	0	-417	0	0	销售收入增长率	40%	40%	31%	38%	25%	24%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	1	2	EBIT 增长率	97%	33%	36%	46%	26%	24%
筹资成本	-110	-192	-477	-541	-764	-1028	EBITDA 增长率	90%	30%	31%	43%	25%	23%
其他	0	0	0	0	0	0	净利润增长率	89%	32%	40%	44%	27%	25%
筹资活动现金流净额	-179	-648	-1503	-640	-757	-757	总资产增长率	54%	38%	29%	33%	31%	26%
现金净流量	1621	6591	7514	9208	12290	13260	股东权益增长率	27%	26%	28%	34%	35%	32%
							经营现金净流增长率	207%	27%	24%	11%	33%	7%
							流动比率	2.1	2.1	2.2	2.4	2.6	3.0
							速动比率	1.6	1.6	1.8	1.9	2.2	2.5
							应收账款周转天数	1.8	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0

资料来源: 宏源证券研究所

**分析师简介:**

**苏青青:** 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010年新财富团队成员, 2011年加盟宏源证券研究所。**推介成绩:** 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达40%; 在11年7月8日(27元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达151%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在58-64元, 股价表现与分析结论一致; 11年11月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会, 截至今日涨幅123%。近期成功挖掘古越龙山投资机会。

**陈嵩昆:** 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

**机构销售团队**

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。