

五粮液 (000858)

证券研究报告

2018年04月24日

五粮液全面起飞深度研究系列一：直控终端

1. 消费品龙头公司加强终端控制，争夺市场主动权

作为产品和消费者直接接触的场所——终端已经成为产品销售的最重要的环节。直控终端即企业直接对终端的销售管理进行干预控制，省略中间不必要的渠道环节，通过强化对终端的掌控力度，加强对终端的管理，达到销售最大化的最终目的。

大型消费品公司日益重视终端重要性，逐步加强对终端的掌控力度。比如可口可乐、格力空调、海天味业等公司，均通过控制终端，建立强大的渠道壁垒。白酒企业开始效仿消费品公司，强化直控终端能力。

2. 五粮液加强线下线上终端布局，提升对终端直接控制力

在消费品公司加强终端布局的大背景下，五粮液 2017 年加快线下线上终端布局，提升对终端直接控制力。

线下：实施“百城千县万店”工程，形成核心终端的深度运营；专卖店体系是“百城千县万店”工程的骨干，是公司直控终端战略的线下核心。

线上：自建五粮 e 店，打造 O2O 销售闭环；

3. 直控终端有望提升五粮液的营销精准度以及经营效率

公司过去过度依赖大商，导致公司对渠道终端的掌控能力下降，对市场变化的反应传导较慢，对公司经营效率有影响。由于对终端把控不足，导致“价格”这一品牌运营的核心环节存在被动跟踪局面，难以建立市场最强的话语权。相较其他龙头品牌，五粮液销售费用率较高，影响其净利润率水平。从经营效率来看，五粮液人均创收比其他龙头低，五粮液的经营效率存在提升空间。由于对大商依赖、费用率较高、经营效率不如其他行业龙头等因素，导致五粮液对茅台一直有估值折价的情况。

我们认为公司有望通过直控终端，提升市场敏感度和营销精准度，掌控和了解一手数据信息，有利于公司组织研发、生产、销售工作，提升公司对品牌、价格的控制能力，带动终端销售能力，提升公司利润率水平，同时带动公司估值提升，最终提升公司的市值空间。

盈利预测：预计公司 17-19 年净利润分别为 90、126、170 亿元，同比增速 32%、40%、35%。考虑公司品牌地位、加强终端渠道建设、产品带腰部优势、以及改革进程加快，业绩弹性较大，给予公司 18 年 33 倍市盈率，目标价 110 元。

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

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659.29	24,543.79	30,057.86	38,328.04	48,543.61
增长率(%)	3.08	13.32	22.47	27.51	26.65
EBITDA(百万元)	8,098.23	8,998.40	11,995.34	16,743.40	22,490.98
净利润(百万元)	6,176.12	6,784.53	9,002.73	12,622.60	16,987.39
增长率(%)	5.85	9.85	32.69	40.21	34.58
EPS(元/股)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
市盈率(P/E)	42.53	38.72	29.18	20.81	15.46
市净率(P/B)	6.06	5.58	5.06	4.50	3.91
市销率(P/S)	12.13	10.70	8.74	6.85	5.41
EV/EBITDA	9.57	10.74	19.20	13.40	9.89

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	72.43 元
目标价格	110 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股股本(百万股)	3,795.77
A 股总市值(百万元)	281,144.87
流通 A 股市值(百万元)	274,927.69
每股净资产(元)	13.34
资产负债率(%)	21.53
一年内最高/最低(元)	93.18/41.81

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《五粮液-公司点评:品牌带动性价比凸显,国改推动活力激发》2018-02-13
- 《五粮液-公司专题研究:民族第一品牌扬帆起航,自下而上趋势全面加速》2017-12-26
- 《五粮液-首次覆盖报告:自下而上看好,国企性价比优势再创辉煌》2017-12-13

内容目录

1. 消费品龙头公司加强终端控制，争夺市场主动权	4
1.1. 品牌消费品公司愈发重视直控终端模式，建立强大的渠道壁垒	4
1.1.1. 可口可乐：力争渠道覆盖最大化，多手段实现直控终端	4
1.1.2. 格力空调：线下线上联动发力，加强电商平台合作能力	5
1.1.3. 海天味业：经销商变配送商，覆盖全国 50 万直控终端销售网点	6
1.2. 白酒企业开始效仿消费品公司，强化直控终端能力	6
1.3. 直控终端的条件：全国布局+品牌力+高毛利	8
1.4. 直控终端提升营销精准度，利于公司业务决策，压缩竞争对手空间	9
2. 五粮液加强线下线上终端布局，提升对终端直接控制力	9
2.1. 直控终端第一步：大商模式转小商模式，重塑经销商体系	9
2.2. 直控终端第二步：线下实施“百城千县万店”工程，形成核心终端的深度运营	10
2.3. 直控终端第三步：自建+第三方结合，发力 O2O 线上渠道	11
2.3.1. 自建五粮 e 店，打造 O2O 销售闭环	11
2.3.2. 自营互联网渠道进驻主流电商平台	12
2.4. 他山之石：线上酒类零售领先平台“1919 网”	13
3. 直控终端有望提升五粮液经营效率，最终提升业绩市值	15
3.1. 五粮液的经营效率存在提升空间	15
3.2. 五粮液直控终端有利于提升公司业绩、估值，最终提升市值空间	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1：白酒行业主要终端体系	4
图 2：可口可乐由区域精耕进化到渠道精耕，保证渠道覆盖最大化	5
图 3：格力电器销售人员规模	6
图 4：格力电器销售费用率、净利润率情况	6
图 5：海天味业销售人员规模	6
图 6：海天味业销售费用率、净利润率情况	6
图 7：2016 年主要酒企销售人员数量	7
图 8：洋河股份销售人员与茅台五粮液对比	7
图 9：洋河股份与五粮液毛利率对比	8
图 10：洋河股份与五粮液销售费用率对比	8
图 11：洋河股份与五粮液净利润率对比	8
图 12：直控终端的实施条件	9
图 13：五粮液专卖店效果图	11
图 14：广州白云机场五粮液体验馆	11
图 15：五粮 e 店 APP 页面及功能	12
图 16：五粮液自营互联网渠道进驻主流电商平台	12

图 17: 1919 网近 5 年收入增长迅猛	15
图 18: 1919 网毛利率、费用率情况	15
图 19: 五粮液、茅台、洋河毛利率对比	15
图 20: 五粮液、茅台、洋河销售费用率对比	15
图 21: 五粮液、茅台、洋河管理费用率对比	16
图 22: 五粮液、茅台、洋河净利润率对比	16
图 23: 五粮液、茅台、洋河年人均创收对比 (单位: 万元)	16
图 24: 五粮液、茅台、海天味业市盈率对比	17
图 25: 白酒企业各季度 PE(TTM)	18
图 26: 公司各年度 PE(TTM)	18
表 1: 五粮液“百城千县万店”工程的 3 年战略目标:	10
表 2: 五粮液与主流电商平台的合作情况梳理	13
表 3: 1919 平台与传统零售店对比	14
表 4: 截止 2017 年年 6 月 1919 网门店情况	14
表 5: 五粮液收入利润拆分表	17

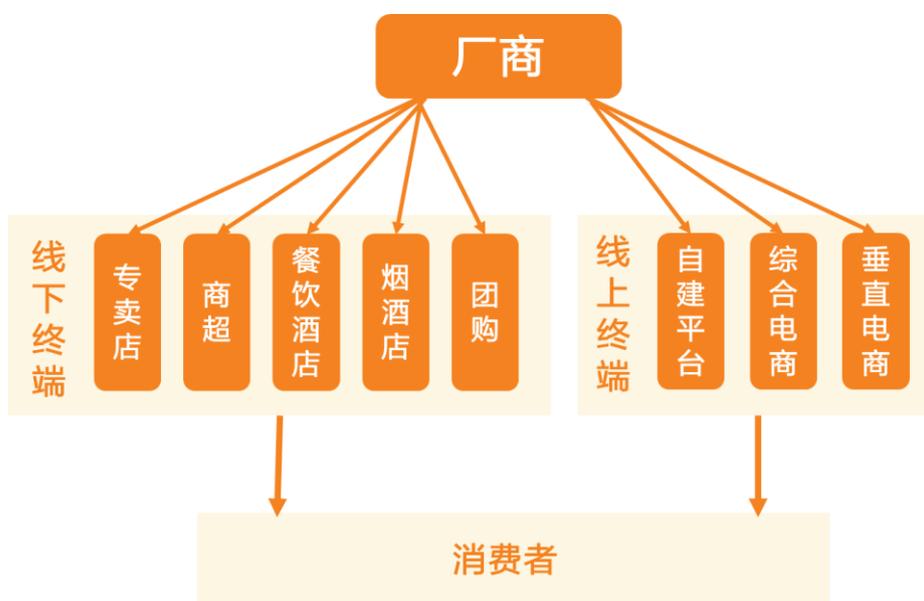
1. 消费品龙头公司加强终端控制，争夺市场主动权

作为产品和消费者直接接触的场所——终端已经成为产品销售的最重要的环节。谁掌握了终端，就意味着掌握了市场主动权。终端是让产品实现商品价值的最后一个环节，是临门一脚或者最后一公里，产品从概念产生直到消费者手中，前期大量工作的结果取决于终端的销售。

直控终端即企业直接对终端的销售管理进行干预控制，省略中间不必要的渠道环节，通过强化对终端的掌控力度，加强对终端的管理，达到销售最大化的最终目的。大型消费品公司日益重视终端重要性，逐步加强对终端的掌控力度。龙头企业直控终端有利于减少经销商层级、使得销售体系扁平化，公司更加贴近消费者，对消费者需求感知更加迅速。

白酒行业主要终端包括线下线上两部分，线下终端包括专卖店、商超、餐饮酒店、烟酒店、团购等渠道，发展更为成熟，是目前主力销售渠道；线上终端包括自建平台、综合电商、垂直电商，发展迅速，成为重点布局方向。

图 1：白酒行业主要终端体系



资料来源：天风证券研究所

1.1. 品牌消费品公司愈发重视直控终端模式，建立强大的渠道壁垒

1.1.1. 可口可乐：力争渠道覆盖最大化，多手段实现直控终端

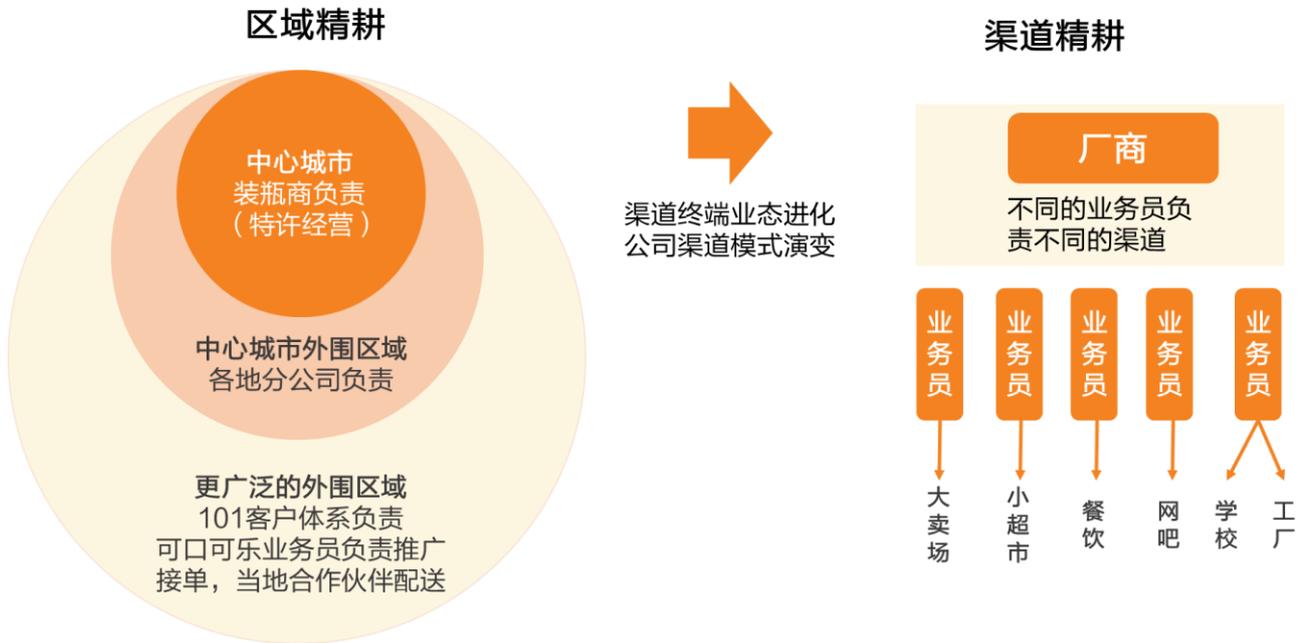
可口可乐的成功离不开对渠道绝佳的掌控能力。可口可乐始终强调对终端的控制，强调对渠道最大化的覆盖，占据一切可能覆盖到的终端。可口可乐的直控终端的渠道模式，经历了由区域精耕到渠道精耕的转变。

可口可乐的渠道系统可以划分为四种：KA 渠道、批发渠道、101 渠道和直营。KA 渠道由重点客户部负责运营；批发渠道和 101 渠道由销售部负责运营，批发渠道和 101 渠道的区别在于，业务员缺少对批发渠道的终端网络的控制能力，而能够直接掌控 101 客户下属终端的销量。直营渠道是指可口可乐直营餐饮渠道、学校渠道、旅游景点等。

区域精耕：把中国市场划分为多个区域，在各区域内实施直控终端的模式。可口可乐在国际化的过程中普遍采取特约经营模式，与某一个区域内的区域装瓶商达成合作关系，负责生产和销售可口可乐的系列产品，同时协助可口可乐品牌的维护和发展。可口可乐以全国各地的装瓶厂为区域中心点，在各地区（区、镇等）与批发商合作，批发商负责该区域配送，同时可口可乐公司业务员进行业务推广。

渠道精耕（通路精耕）将渠道细化，并由不同的业务员负责不同的渠道。每个配送商和业务员负责的区域越来越小，将大卖场以外的渠道细分为小店、批发、小超市、餐饮、网吧、工厂、学校、军事、医药等类型，由不同的业务员负责，一个业务员负责 1~2 种渠道。

图 2：可口可乐由区域精耕进化到渠道精耕，保证渠道覆盖最大化



资料来源：天风证券研究所

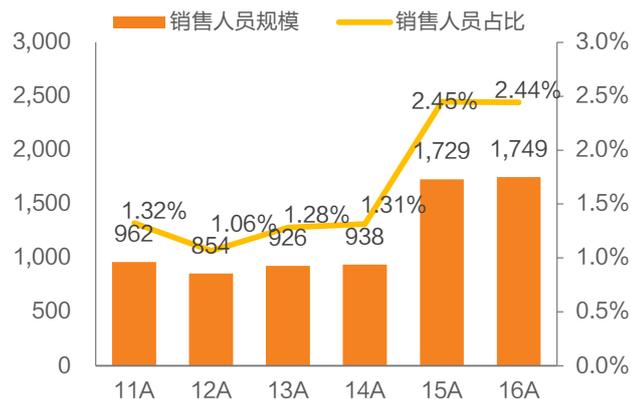
1.1.2. 格力空调：线下线上联动发力，加强电商平台合作能力

格力在中国拥有 27 家区域性销售公司，在全球拥有近 3 万家专卖店。2016 年在巩固原有线下渠道的基础上，格力搭建起销售公司创新性的管理模式，在中心城市建立格力形象店、旗舰店，凸显格力专卖店的品牌形象，增强用户的消费体验。同时在全国各区域成立共计 20 家全新的大松生活电器。2016 年还加强对线下卖场入驻的重视，在原有各销售公司与国美卖场合作的基础上，与苏宁全面签约，进店数超 740 家。

公司开启格力品牌线上电商销售战略，自建+合作打造线上渠道能力。巨资筹建自有线上综合电商销售平台“格力商城”，重点布局京东商城、天猫商城、国美电器、苏宁易购等国内最具影响力的第三方电商平台，同时保持和国内 KA 客户资源互享，在重大电商节点 6.18、6.28、双 11、双 12 等取得辉煌的销售业绩，其中空调在京东平台高居家电行业同类产品销售榜首，晶弘、大松两大品牌在电商家电品类也表现优异。

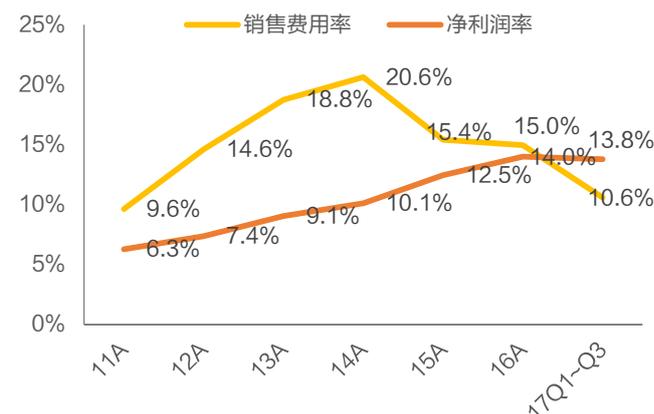
2016 年公司线上电商销售额 45.8 亿(不含淘宝)，同比增长 91.1%，其中京东同比增长 93.2%，天猫同比增长 84.4%；京东格力空调 2017 冷年（8-12 月）同比增幅达到 145.5%，2016 年 618 购物节京东格力空调销售突破 3.8 亿，双十一购物节空调突破 3.1 亿，高居空调行业榜首。2016 年双十一期间，格力线上线下累计销售额突破 34 亿，比去年同期增长近一倍。

图 3：格力电器销售人员规模



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：格力电器销售费用率、净利润率情况



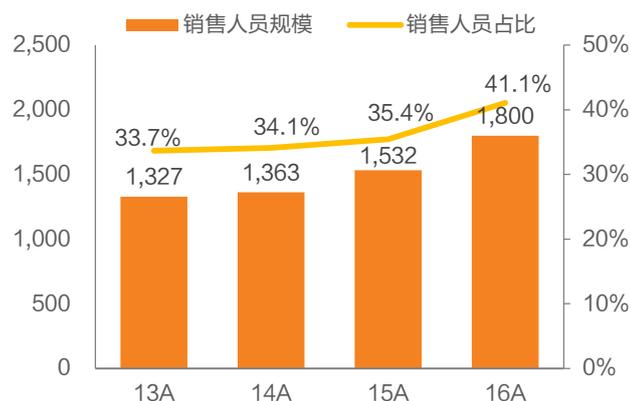
资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.1.3. 海天味业：经销商变配送商，覆盖全国 50 万直控终端销售网点

公司在全国设有 5 个营销中心、20 多个销售大区、110 多个销售部、350 多个销售组或销售办事处，覆盖了 50 多万个直控终端销售网点，通过密集的经销和分销网络，使产品能够快速达到消费终端。公司采取经销商、分销商/联盟商两级架构的销售体系，尽量减少经销层级，公司将分销商/联盟商也纳入公司的管理体系，便于全面掌握终端销售情况。2015 年公司建立起 2600 多家经销商、16000 多家分销商/联盟商的销售客户网络，公司产品遍布全国各大知名连锁超市、农贸市场、城乡便利店，销售网络的广度和深度在业内处于领先地位。

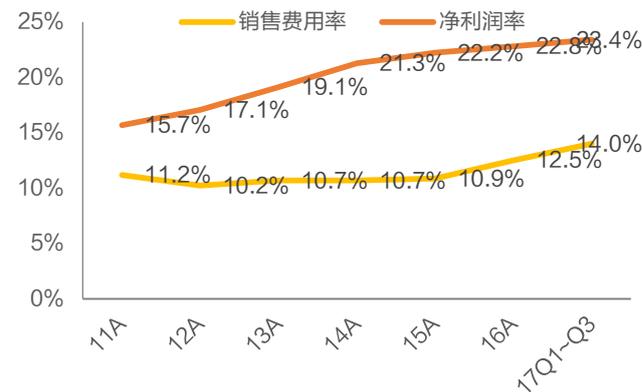
引导经销商向配送商角色转变：公司将经销商的营销职能剥离，经销商不再管理与市场相关的问题，比如：销量目标的制定与分解、价格体系制定、营销费用投放、市场拉动执行、临期品处理等，这些相关的动作与其产生的费用全部由公司承担。经销商只承担配送职能，通过配送订单的达成最后从厂家获得一定点数的配送费用，这种费用往往是以返利形式给予的。

图 5：海天味业销售人员规模



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：海天味业销售费用率、净利润率情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.2. 白酒企业开始效仿消费品公司，强化直控终端能力

消费品公司通过直控终端建立了渠道壁垒，提升市场敏感度和营销精准度，提升公司对市场的控制力。过去白酒企业偏重生产环节，在渠道建设上更多依赖经销商。而以洋河股份为代表的白酒企业较早开始强化对终端的控制能力，通过深度分销模式，实现直控终端。

洋河股份通过深度分销模式，将渠道渗透到各个地级县市。洋河股份与 8000 多家经销商合作，拥有 3 万多名地面推广人员，同时不断加大深度分销模式。公司目前拥有中国白酒行业最强大的营销网络平台，已经渗透到全国各个地级县市，渠道的高速通路已经基本搭建完毕，为未来的市场拓展和品类延伸奠定坚实的基础。同时作为传统企业，公司也坚持探索营销新模式，在互联网应用创新方面取得成果，公司的电商平台在白酒行业处于领先地位。

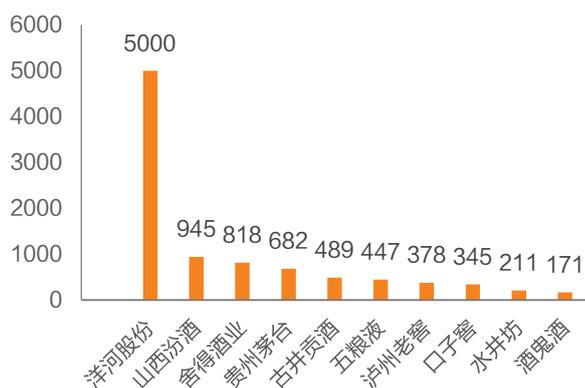
洋河业务人员全面深入终端，参与管理 8000 多家经销商，渠道扁平化，对终端有较大话语权。洋河“1+1”营销模式主要由公司为主导，即公司派驻业务代表入驻经销商，甚至在经销商的主导市场设立“办事处”，分公司或办事处直接运营市场，进行市场开发、品牌推广等工作，而经销商主要起配合作用。通过 1+1 模式，洋河把很多二线经销商培养成为一流经销商，使得厂家的市场话语权越来越强，经销商也对厂家的依赖性和品牌的忠诚度也很高。

强化大数据终端建设，升级公司对终端的掌控深度和精细化管理能力。洋河近期正推进“洋河 SFA”系统建设，该系统可整合现有的终端销售数据，使厂商分工更加明确，将经销商变为配送商。目前正在进行终端数据的录入。基于数据，洋河能够建立起对消费者、经销商、业务人员、终端的信息管理系统，有助于洋河实现对营销过程的精细化管理，帮助洋河对终端的深度营销和掌控。

SFA(销售能力自动化)是 CRM 客户关系管理系统的一个业务组件。SFA 是在销售过程中，针对每一个客户、每一个销售机会、基于每一个人员行动的科学、量化的管理；可以有效支持销售主管、销售人员对客户的管理、对销售机会的跟踪；能够有效销售规范、实现团队协作工作。

洋河 2016 年销售人员达到 5000 人，是所有上市酒企中销售人数最多的。洋河销售人员对经销商支持更大，对区域的覆盖更深。洋河的毛利率虽然比五粮液低，但销售费用率显著低于五粮液，净利润率反而比五粮液高，说明洋河在渠道销售能力上的效率较高。

图 7：2016 年主要酒企销售人员数量



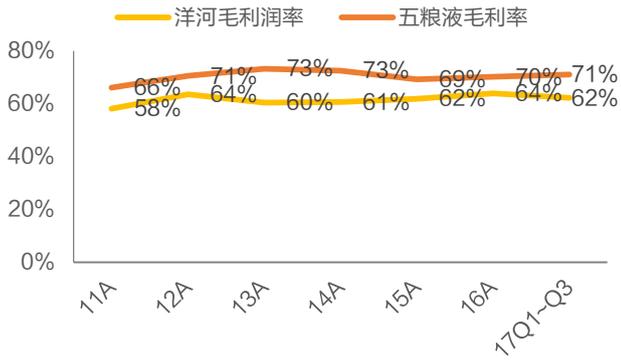
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：洋河股份销售人员与茅台五粮液对比



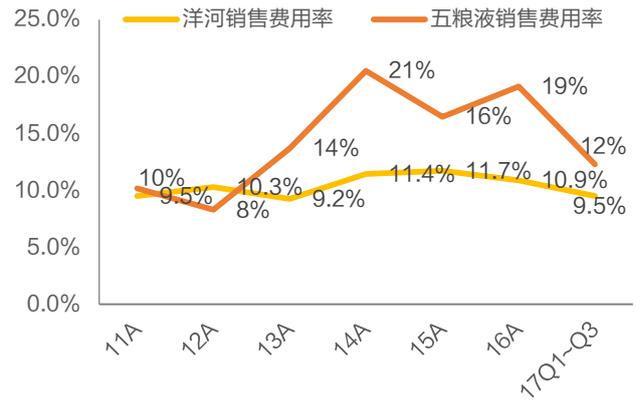
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 9：洋河股份与五粮液毛利率对比



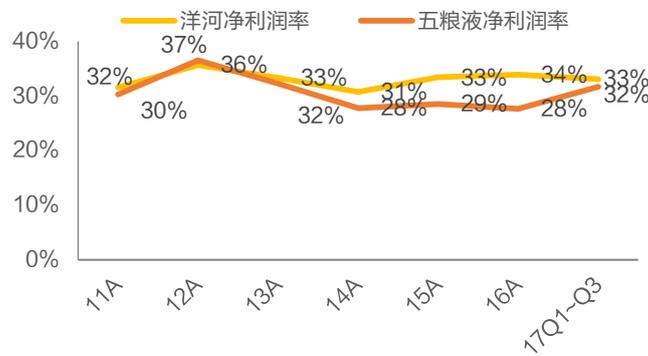
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 10：洋河股份与五粮液销售费用率对比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 11：洋河股份与五粮液净利润率对比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.3. 直控终端的条件：全国布局+品牌力+高毛利

1) **全国化布局企业，各地实施统一的销售体系。**全国化布局的企业才能执行全国统一的销售体系，防止出现不同地区不同经销体系相互影响的情况，保证直控终端的有力推进和效果实现。比如如果有的省采用直控终端，有的省还用经销商，有可能出现窜货的情况。

2) **行业龙头企业、品牌力强、影响力大：**直控终端首要条件是品牌力足够强大，对终端及消费者都有较强的影响力，消费者对品牌的需求具有反向拉动作用，这样的龙头企业直接控制终端更加容易。

3) **高毛利产品，实现厂商与终端双赢：**终端愿意接受高毛利产品的控制和联合运营，因此厂商生产的产品要有足够毛利，可以吸引终端参与，实现双赢局面。

此外，直控终端需要厂商进行大量人力、物力、财力的投入，如果产品的单位产值较低，则投入产出比较低。因此高价格（如家电、高端白酒）或者高频次（饮料、调味品）等产品，实现直控终端，相对效率和性价比更高。

公司销售团队自上而下的忠诚度、责任感、执行力直接影响到直控终端的效果，以及整个公司的经营，如果终端体系建设不力，直控终端的作用可能适得其反。

大数据等信息技术便于厂商了解跟踪产品状态、了解终端销售及库存、了解消费者行为等信息，大大增强了对终端的掌控能力。目前龙头企业基本都开始自建电商渠道或者在电商平台开办直营品牌店，这些渠道大部分直接属于厂商运营，并且电商渠道销售占比均处于提升状态。

图 12：直控终端的实施条件



资料来源：天风证券研究所

1.4. 直控终端提升营销精准度，利于公司业务决策，压缩竞争对手空间

食品饮料行业有句话叫“决胜终端”，对厂家来说最重要的事情就是尽可能的占据一切可以占据的销售终端网点，做好产品的陈列、展示和宣传，这是扩大销售的最佳途径。

1) 增加消费者触达，提升市场敏感度和营销精准度。直控终端可以增加公司与消费者的联系，及时了解消费者需求，更能把握市场信息的真实性，从业务员直接得到的一手市场信息，比中间代理商得到的信息更真实、准确。

2) 直控终端了解一手数据，有利于了解库存和需求，有利于公司组织研发、生产工作，利于销售决策的正确制定和执行。

3) 企业可以制定更为灵活的价格策略，降低终端价格，提升公司利润率。减少了不必要的中间环节，能够形成更高的价格差，为实施产品价格战术，增加了灵活性，执行力更为迅速。

4) 直控终端能够压缩竞争对手空间，提升行业集中度。直接参与市场运营，使得经销商对厂家的依赖性更高，厂家对经销商的话语权越来越强。建立直控终端需求厂商前期大量投入资源，壁垒较高，外来品牌较难撼动。

2. 五粮液加强线下线上终端布局，提升对终端直接控制力

2017 年是五粮液大力加强直控终端布局的一年，从线下、线上两个层面加强终端控制。2017 年 12 月五粮液集团党委书记、董事长李曙光在其主政之后的首个 1218 厂商大会上全面阐释了五粮液向终端营销转型的决心。1、加快推进“百城千县万店”工程落地。2、加强专卖店的建设，2017 年新增 400 家，目前达到 1000 多家。3、进一步加快线上线上新营销模式的建设，五粮 e 店未来要大规模测试。4、全国连锁加盟的终端体系要完成目标的国际性和全球性的连锁卖场。5、加快品鉴基地建设，明年要在 3000 个城市建成长期稳定的品鉴基地。6、优化渠道建设，优化经销商结构，优化专卖店社会终端店结构。7、加强核心终端培育，提升品牌力；提升品牌认知和消费者品牌偏好要作为二次创业的核心。

2.1. 直控终端第一步：大商模式转小商模式，重塑经销商体系

过去公司主要依靠大经销商来经营渠道，该模式在帮助五粮液在白酒行业的黄金十年中，快速覆盖终端网络，节省管理成本，对五粮液崛起的贡献功不可没。但大商模式存在公司对终端把控能力减弱，价格控制力低；且存在大商依赖，经营风险较高等弊端。

2017 年开始在白酒行业复苏的环境下，五粮液减少了计划内供应量 25%，并实施溢价运作，

计划外五粮液每瓶提价 30 元；调高了违规经销商的处罚，对低价倾销的销售商采取“违规减量”不断提高渠道控制能力，有利于维持市场零售价格的上涨态势。

2.2. 直控终端第二步：线下实施“百城千县万店”工程，形成核心终端的深度运营

1、2017 年开始五粮液积极优化“大中小”、“省市县”的渠道体系，加强对终端的掌控能力，提升渠道的市场开拓及消费者培育能力，其中的核心布局是“百城千县万店”工程。

五粮液“百城千县万店”方案：通过在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家高质量的核心销售终端，优化现有渠道结构，实现五粮液向终端营销的转型。同时在“万店”建设过程中高标准导入大数据应用。

“万店”主要由专卖店、旗舰店和社会有影响力的销售终端两部分终端组成。1、按照公司“百城千县万店”工程标准和要求优化升级的五粮液专卖店、旗舰店；2、按“百城千县万店”工程标准筛选而出的部分社会化终端。对于不同类型的终端，公司将根据其性质、规模，对各种类型终端进行分级管理。

1) **以直控终端为目标的“百城千县万店”工程，有利于解决过去渠道体系的弊端：**过去五粮液的大经销商模式弊端逐步显现，1、公司对渠道把控能力弱，“下级的下级，不是我的下级”。价格体系不稳定，容易出现窜货等现象；2、对大经销商依赖较大，存在一定风险；3、经销商在五粮液价格倒挂的情况下容易发生亏损，铺货积极性不高。

2) **进一步下沉渠道，强化终端销售以及对终端的掌控，提升专卖渠道力量：**改变“贸易销售模式”的粗放管理，实现终端营销转型，扭转营销队伍少、终端工作粗的传统局面，形成核心终端的深度运营，形成末端优势。经过多年发展，专卖店模式已成为企业打假保真、品牌形象展示、零售、团购、售后服务、消费者个性体验等诸多功能为一体的重要销售渠道之一。专卖渠道保真，更能增强消费者的认可度和消费体验

3) **增强对市场价格的话语权与掌控力。**随着万店工程的推进，五粮液对终端价拥有了一定的掌控力，过去公司对终端指导价（建议零售价）的掌控能力低，尤其市场行情不好、甚至倒挂的时候更显无力，而直接控制终端，对价格的话语权和掌控力更强。

4) **打通连接消费者最后一公里，进行精细化营销，直接掌握消费者的消费倾向。**“百城千县万店”工程要打通五粮液产品到消费者的“最后一公里”。从最终目的来看，“百城千县万店”工程的推进不单纯是终端转型升级的解决方案，同时也是实现五粮液品牌更好地服务消费者的系统解决方案。

2、大数据信息管理系统：“百城千县万店”工程将建立基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，实现三方面功能：1、通过终端大数据管理系统，实现对营销过程的精细化管理；2、通过对终端销售数据的持续采集和累积，最终形成市场的终端数据库，为公司决策层的营销调度、决策提供数据支撑；3、通过对线上线下消费者数据的收集和运用，强化对消费者的偏好和行为研究，从而更好地满足消费者需求。

表 1：五粮液“百城千县万店”工程的 3 年战略目标：

工程工期	时间段	核心内容
一期工程	2017.7—2018.6	完成“五粮液终端酒王俱乐部”，实现核心终端的直投直管、消费者体验、服务升级
二期工程	2018.7—2019.6	基于一期工程，完成“五粮液消费者酒王俱乐部”建设
三期工程	2019.7—2020.6	增加布点，优化网点，完成数据库体系的应用

资料来源：公司经销商宣讲会，天风证券研究所

3、专卖店体系是“百城千县万店”工程的骨干，是公司直控终端战略的线下核心。五粮液 2017 年 2 月起大力发展专卖店体系，计划自 2017 年始用三年时间将专卖店体系升级为具有独立盈利能力的专属渠道，成为五粮液品牌渠道战略的一支重要生力军。标志着五粮液誓要让专卖店体系实现二次腾飞，或许将引领名酒专卖店体系的整体升级。

1) **专卖店功能升级**：升级后的专卖店核心功能将从过去的“终端展示宣传+销售”升级为“终端销售+展示宣传+数据应用”；

2) **门店业态多样化**：在原有专卖店体系的基础上，新增专柜，形成 3 类专卖店业态：旗舰店、标准店和专柜；

3) **公司统一供应，保证质量**：专卖店全品项产品将逐步实现由公司统一供应和配送，保证产品质量；专卖店经销产品将按照红、蓝、黄三种属性加以分类（红色产品为新品五粮液 52 度，蓝色产品为专卖店专属产品，黄色产品为公司其他核心产品），并明确各自任务量，同时配套相应政策的推广方式与考核办法；

4) **业绩指标设定清晰**：专卖店客户将和公司签订一份属地化的全品项零售渠道代理合同，根据专卖店等级的不同，签订相应的任务量指标；

5) **提升门店销售和服务能力**：增加专卖店团购直销人员，助力专卖店客户销售力量和服务能力、提升盈利能力，同时培育核心消费群，物色消费顾问，协同公司开展公关活动等工作增强专卖店的销售能力。

图 13：五粮液专卖店效果图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 14：广州白云机场五粮液体验馆



资料来源：公司官网，天风证券研究所

2.3. 直控终端第三步：自建+第三方结合，发力 O2O 线上渠道

2.3.1. 自建五粮 e 店，打造 O2O 销售闭环

2017 年 11 月五粮液宣布“五粮 e 店”投入使用。“五粮 e 店”包括实体门店和“五粮 e 店”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。此外 APP 还有产品展示、品牌推广与消费者互动等功能。

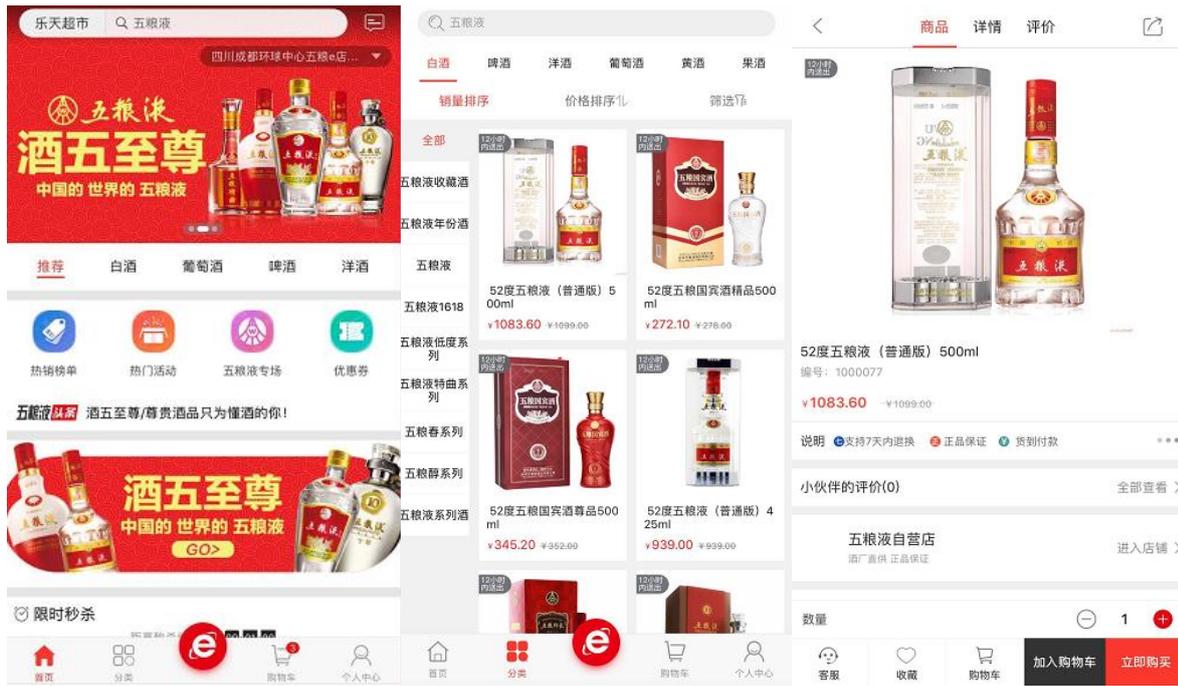
五粮 e 店将基于大数据运用，建立起基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的大数据信息管理系统，并整合第三方供应链管理、信息化技术、零售运营经验等优势资源提供配套服务，实现对营销过程的精细化管理。

产品品类：除了销售五粮液集团的白酒、红酒、果酒等全线产品外，五粮 e 店还将销售国内外精品红酒、啤酒，目前已有富邑、奔富、帝亚吉欧等品牌入驻。

目前“五粮 e 店”处于上线初期，品牌影响力和使用量均较低，未来有望成为公司销售渠道新的增长点。

除了自建公司互联网渠道之外，收购相对成熟的互联网运营平台也是较为快捷、经济的选项。

图 15: 五粮 e 店 APP 页面及功能



资料来源: 五粮 e 店, 天风证券研究所

2.3.2. 自营互联网渠道进驻主流电商平台

加强自营互联网渠道布局, 全面进驻主流电商平台。五粮液自营店目前已经全面进驻天猫、京东、苏宁、酒仙网等主流电商平台, 并与京东、苏宁等达成战略合作, 和电商合作推出主题营销活动, 扩大五粮液产品在线上渠道的知名度, 培养线上客户, 挖掘线上市场潜能。

与第三方平台联合试水白酒 O2O。2017 年 6 月, 五粮液和苏宁易购合作, 开设线下 O2O 体验店, 除了在卖场内设置实体门店, 消费者还能在苏宁易购的网站及 APP 下单, 由五粮液线下体验店送货上门。苏宁将以华东为核心将五粮液 O2O 体验店推广至全国, 预计 2017 年开出 10 家门店。

目前公司的互联网布局仍有值得加强的方面, 在线上平台布局上, 尚未形成一家具有示范效应的渠道, 补强线上渠道能力对公司具有战略价值。

图 16: 五粮液自营互联网渠道进驻主流电商平台



资料来源: 天猫, 京东、苏宁、酒仙网, 天风证券研究所

表 2：五粮液与主流电商平台的合作情况梳理

合作电商	时间	合作内容
京东	2014 年 6 月	五粮液与京东签署战略合作协议，规划在京东 3 年内实现 50 亿销售额
	2016 年 10 月	深化双方合作，在春节、中秋、国庆等重要节点，整合资源，共同发力
	2017 年 6 月	双发战略合作全面升级，在大数据、技术、物流、金融等方面展开深入合作，提升消费者购物体验，推动白酒企业互联网转型
苏宁	2016 年 3 月	五粮液与苏宁签署战略合作协议，在互联网零售、渠道整合、产品包销定制方面展开深入合作
	2016 年 8 月	苏宁易购在线上独家代理销售五粮液 35 度 500 毫升新品，年度包销金额总计 1 亿元
	2017 年 6 月	五粮液苏宁易购首家酒类 O2O 体验店开业，下单 1 小时急速送达
酒仙网	2017 年 5 月	五粮液与酒仙网共同打造互联网定制产品
唯品会	2016 年 5 月	五粮液与唯品会启动战略合作

资料来源：糖酒快讯网，天风证券研究所

2.4. 他山之石：线上酒类零售领先平台“1919 网”

1919 网是酒类新零售的先行者，是线上线下一体化的酒类 O2O 平台服务商。公司在 O2O 平台系统基础上，通过线下 O2O 体验店（直营店、直管店、隔壁仓库店）、线上商城（官网 www.1919.cn、微商城 wx.1919.cn/b2c1919 及天猫、淘宝、农村淘宝、京东、京东到家、一号店、苏宁易购、国美在线、中粮我买网、当当网等知名第三方电商平台）、移动终端（1919 快喝 APP、合作者 APP、嘴上功夫 APP、隔壁仓库 APP、逸香国际 APP、壹加玖定制 APP、资源平台 APP、配送 APP 等）、呼叫中心（400-999-1919）等核心战略平台为厂家、经销商、直管店合作者、隔壁仓库店合作者、异业联盟终端等提供订单管理、运营管理、数据推广、供应链管理、物流配送等服务。

厂家直接“发货”到 1919 门店，去掉了中间的物流仓储成本；门店店员即快递员，省去了主要第三方物流成本，将酒类电商平均 10% 的物流成本（含二次包装、物流等），缩减为 0.5% 的店员送货提成；O2O 体验店近 60% 的订单来自“线上”，充分利用店员的闲散时间，在店面覆盖 3-5 公里范围内实现线上下单，线下就近配送，将传统 B2C 电商 1-5 天送货时间迅速提升为最快 9 分钟最慢 180 分钟，目标平均 19 分钟送达，真正实现“立即送”即饮增值服务，提高服务效率，降低人力成本。

表 3：1919 平台与传统零售店对比

	传统零售店	1919 平台
成本结构	门店租金+仓储成本+物流成本+人力成本	门店租金+人力成本
订单来源	线下	线下+线上
服务方式	店面服务	店面服务+上门服务
服务体验	卖商品	体验服务+卖商品

资料来源：糖酒快讯网，天风证券研究所

1919 在全国布局的门店已初具规模。截止 2017 年 6 月已开业门店 925 家，其中直营店 189 家，直管店 736 家。直管店数量为直营店数量的 3.89 倍，占门店总数的 79.57%，依然是公司 O2O 平台的核心力量。

表 4：截止 2017 年年 6 月 1919 网门店情况

门店	期初数量	新开数量	转入数量	转出数量	关店数量	期末数量
直营店	141	28	20			189
直管店	740	24		20	8	736
合计	881	52	20	20	8	925

资料来源：糖酒快讯网，天风证券研究所

1、零售业务：公司的零售业务主要服务对象为终端消费者，零售的订单来源主要为线下 O2O 体验店、线上商城（包括：自有流量自有订单入口，如嘴上功夫 APP、快喝 APP、隔壁仓库 APP、壹加玖定制 APP、逸香国际 APP 等入口；第三方流量自有订单入口，如天猫、京东、苏宁易购等；第三方流量第三方订单入口，如：京东到家、百度糯米）、呼叫中心（400-999-1919），销售商品为酒类、香烟、饮料、酒类器皿等。

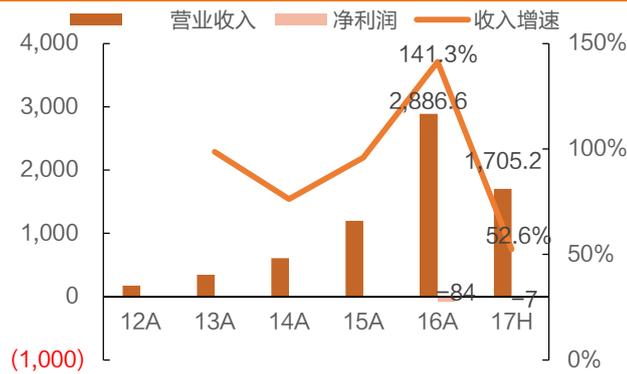
2、直管店管理服务：直管店实现所有权与经营权的彻底分离，合作者拥有直管店所有权、收益权、监督权，1919 拥有直管店经营权。直管店的毛利 100%归合作者所有，合作者向公司每年支付固定的管理费；直管店的合作者如果有分销渠道，可以通过直管店零加价采购，以优势的成本、丰富的品种全力巩固、拓展其传统分销业务。

3、数据广告交易服务：公司数据广告服务的主要对象为品牌厂商、经销商以及其他机构，对标传统大卖场的入场费、上架费、堆头费、促销费，对标线上的“直通车”、“聚划算”、“钻展”等。

4、酒类供应链管理服务：酒类供应链管理服务的主要服务对象为：品牌厂商、经销商及异业加盟销售终端（如餐厅、酒店、KTV、酒吧等）。

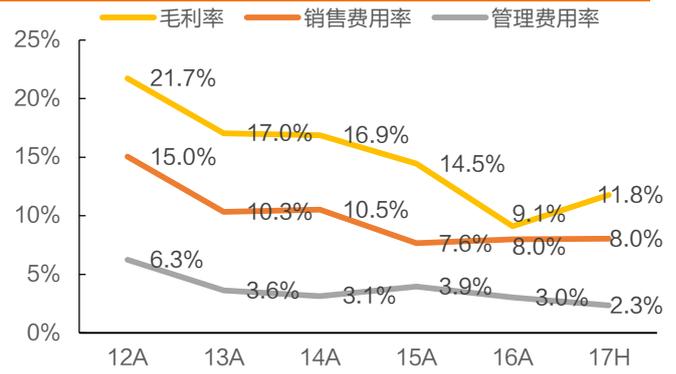
5、隔壁仓库服务：依托 1919 强大酒水供应链体系，共享 1919 分布在每个省的第三方省仓和门店的酒水库存，通过省供应链公司、城市合伙人（隔壁仓库店城市合伙人、非隔壁仓库店城市合伙人）为中小商家（餐饮、酒店、便利超市等）提供酒水供应链服务。

图 17：1919 网近 5 年收入增长迅猛



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 18：1919 网毛利率、费用率情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3. 直控终端有望提升五粮液经营效率，最终提升业绩市值

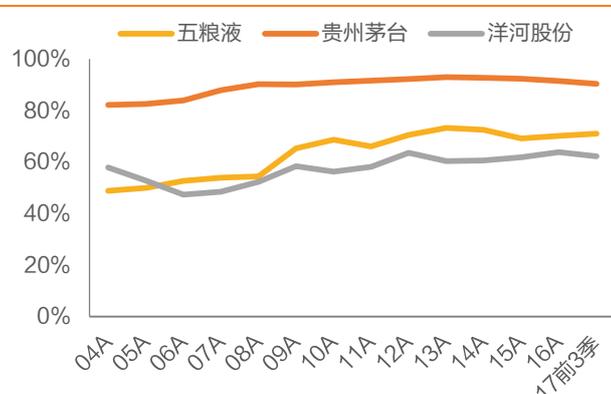
3.1. 五粮液的经营效率存在提升空间

公司过去过度依赖大商，导致公司对渠道终端的掌控能力下降，对市场变化的反应传导较慢，对公司经营效率有影响。由于对终端把控不足，导致“价格”这一品牌运营的核心环节存在被动跟踪局面，难以建立市场最强的话语权。

相较其他龙头品牌，五粮液销售费用率较高，影响其净利润率水平。从毛利率看，茅台显著高于五粮液、洋河，但五粮液略高于洋河。管理费用率上，五粮液、茅台、洋河差异不大，在 8%~11% 左右。但五粮液销售费用率在行业龙头公司中偏高，近 5 年销售费用率明显高过茅台、洋河。从近 5 年销售费用率看，五粮液在 16% 左右，且波动较大；贵州茅台在 4%~5%，且呈现下降趋势；洋河股份在 9%~12% 左右，且呈现下降趋势。在毛利率高于洋河的情况下，五粮液销售费用率、管理费用率较高导致净利润率反而略低于洋河。

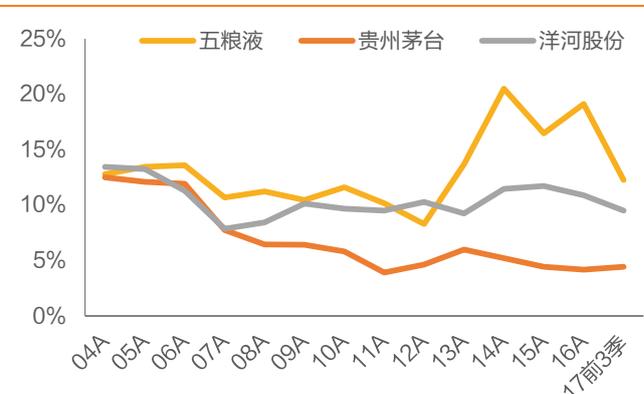
从经营效率来看，五粮液人均创收比茅台、洋河低。五粮液近 5 年的年人均创收在 80~100 万元，茅台则在 160~190 万元，洋河在 120~160 万元，五粮液显著低于茅台、洋河。

图 19：五粮液、茅台、洋河毛利率对比



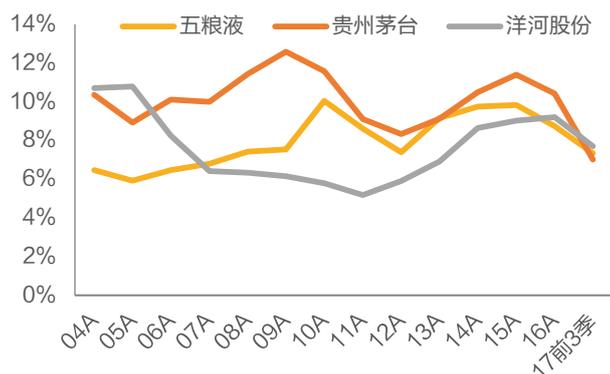
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 20：五粮液、茅台、洋河销售费用率对比



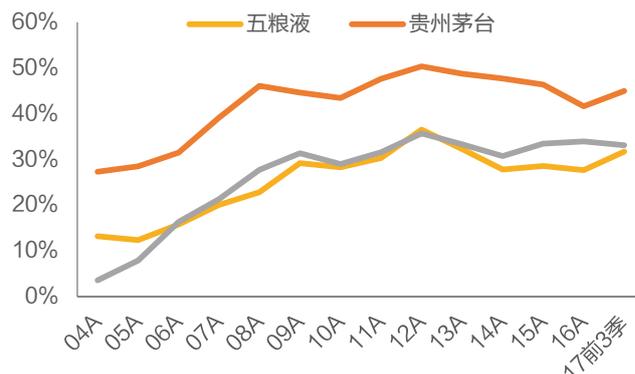
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 21：五粮液、茅台、洋河管理费用率对比



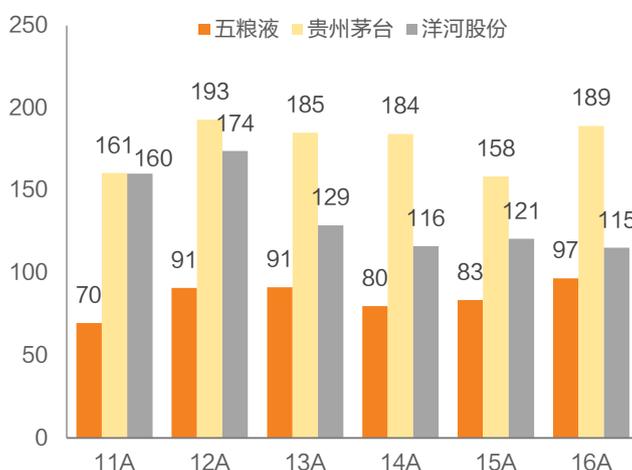
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 22：五粮液、茅台、洋河净利润率对比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 23：五粮液、茅台、洋河年人均创收对比（单位：万元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.2. 五粮液直控终端有利于提升公司业绩、估值，最终提升市值空间

由于对大商依赖、费用率较高、经营效率不如其他行业龙头等因素，导致五粮液对茅台一直有估值折价的情况，因此降低五粮液的销售费用率、提升经营效率成为提升五粮液收入和净利润率的直接手段之一。

我们认为公司有望通过直控终端，减少不必要的中间环节，增加消费者触达，提升市场敏感度和营销精准度，掌控和了解一手数据信息，有利于公司组织研发、生产、销售工作，提升公司对品牌、价格的控制能力，提升公司经营效率。

对比海天味业等直控终端能力较强的公司，市场会对渠道能力给予一定估值溢价，估值水平一直高于五粮液，因此五粮液直控终端能力的提升不仅仅可以带动经营效率，还可以进一步提升估值水平。

直控终端有利于提升终端销售能力，带动公司收入和业绩的稳定增长，降低销售费用率，带动公司利润率水平提升，同时带动公司估值提升，最终提升公司的市值空间。

图 24：五粮液、茅台、海天味业市盈率对比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

预计公司 17-19 年净利润分别为 90、126、170 亿元，同比增速 32%、40%、35%。考虑公司品牌地位、产品带腰部优势、以及改革进程加快，业绩弹性较大，我们认为，公司加强终端渠道建设，提高终端控制力，减少不必要的中间环节，提升市场敏感度和营销精准度，掌控和了解一手数据信息，有利于提升公司对品牌、价格的控制能力，有利于经营效率的提升。结合白酒行业企业和公司过去 10 年内的估值表现，由于公司的线下渠道布局和渠道终端控制优势，较高的增长水平和不断提高的经营效率，给予公司 18 年 33 倍市盈率，目标价 110 元。

表 5：五粮液收入利润拆分表

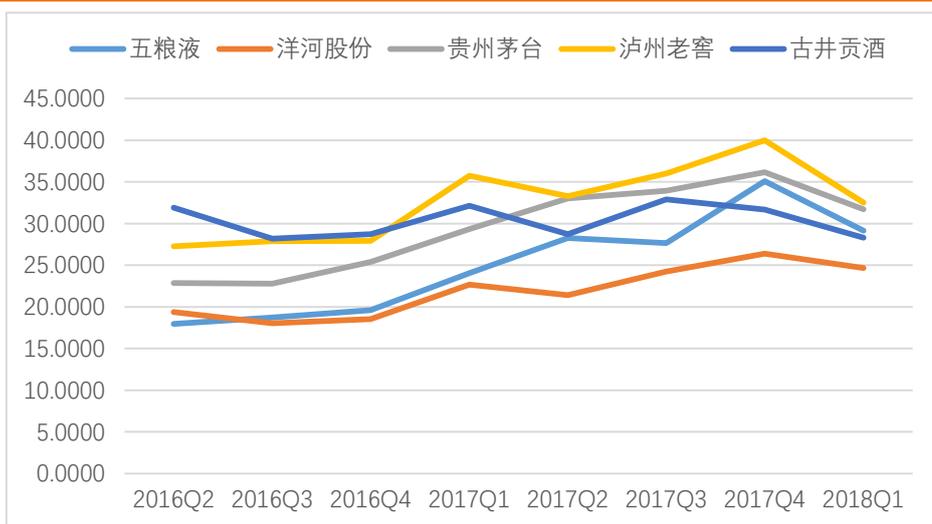
报告期	2017 中报	2016A	2015A	2014A
营业收入（元）				
酒类	14,774,460,643.73	22,704,534,349.17	20,345,884,513.17	20,025,729,768.99
塑料制品	706,369,727.50	1,571,856,304.92	1,020,936,693.86	798,275,642.23
印刷	23,365,099.82	46,295,065.61	53,468,064.61	47,929,823.24
玻璃瓶	13,699,617.24	46,558,067.43	34,413,570.34	13,205,178.47
其他	103,232,572.27	55,155,199.75	98,893,055.71	27,307,163.84
营业成本（元）				
酒类	3,658,887,308.36	5,584,920,941.29	5,450,476,227.40	4,904,497,251.21
塑料制品	669,576,400.37	1,513,136,543.83	966,838,273.60	711,774,306.38
印刷	18,278,719.32	38,552,075.11	45,071,210.17	39,729,030.48
玻璃瓶	12,215,782.30	41,112,219.06	29,933,076.94	11,689,753.33
其他	69,570,925.55	41,561,066.05	83,565,839.26	26,127,560.98
毛利率（%）				
酒类	75.24	75.40	73.21	75.51
塑料制品	5.21	3.74	5.30	10.84
印刷	21.77	16.73	15.70	17.11
玻璃瓶	10.83	11.70	13.02	11.48
其他	32.61	24.65	15.50	4.32

收入构成 (%)

酒类	94.58	92.51	93.94	95.31
塑料制品	4.52	6.40	4.71	3.80
印刷	0.15	0.19	0.25	0.23
玻璃	0.09	0.19	0.16	0.06
其他	0.66	0.22	0.46	0.13

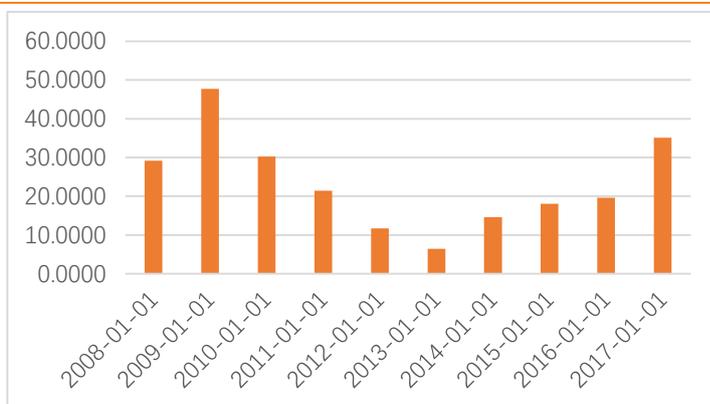
资料来源：财汇金融、天风证券研究所

图 25：白酒企业各季度 PE(TTM)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：公司各年度 PE(TTM)



资料来源：Wind，天风证券研究所

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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,374.19	34,665.92	33,133.66	39,574.63	42,289.35
应收账款	126.39	126.49	216.20	219.70	315.52
预付账款	332.13	271.65	467.29	427.51	657.75
存货	8,700.85	9,257.37	10,674.89	14,126.04	16,995.99
其他	9,063.85	10,183.12	10,952.44	17,459.21	17,995.21
流动资产合计	44,597.41	54,504.54	55,444.48	71,807.09	78,253.82
长期股权投资	902.01	794.64	794.64	794.64	794.64
固定资产	5,347.63	5,431.46	5,276.01	5,069.89	4,833.38
在建工程	554.77	292.88	175.73	105.44	63.26
无形资产	411.69	402.45	389.58	376.71	363.84
其他	733.13	748.43	662.34	635.47	609.85
非流动资产合计	7,949.22	7,669.87	7,298.29	6,982.15	6,664.98
资产总计	52,546.63	62,174.41	62,742.77	78,789.24	84,918.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,338.17	3,695.92	1,812.38	5,185.79	3,915.97
其他	5,629.45	9,991.97	7,308.90	12,974.91	10,932.60
流动负债合计	7,967.62	13,687.89	9,121.28	18,160.70	14,848.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	233.86	280.66	221.79	245.44	249.30
非流动负债合计	233.86	280.66	221.79	245.44	249.30
负债合计	8,201.47	13,968.55	9,343.07	18,406.14	15,097.86
少数股东权益	1,016.24	1,129.13	1,478.25	1,969.90	2,637.25
股本	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97
资本公积	953.20	953.26	953.26	953.26	953.26
留存收益	39,532.95	43,280.76	48,125.48	54,617.24	63,387.72
其他	(953.20)	(953.26)	(953.26)	(953.26)	(953.26)
股东权益合计	44,345.16	48,205.86	53,399.70	60,383.10	69,820.93
负债和股东权益总计	52,546.63	62,174.41	62,742.77	78,789.24	84,918.79

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,410.48	7,056.77	9,002.73	12,622.60	16,987.39
折旧摊销	618.62	573.44	286.14	289.68	291.80
财务费用	(0.10)	(0.15)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
投资损失	(34.14)	(33.43)	(17.47)	(17.94)	(17.23)
营运资金变动	(369.09)	3,870.10	(6,995.12)	(832.78)	(7,020.17)
其它	65.30	230.03	366.23	490.99	662.08
经营活动现金流	6,691.07	11,696.76	1,859.43	11,734.58	9,982.90
资本支出	368.41	185.58	58.87	(23.65)	(3.86)
长期投资	34.14	(107.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(796.72)	(239.48)	(75.62)	42.91	31.62
投资活动现金流	(394.17)	(161.26)	(16.75)	19.26	27.76
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	732.11	765.92	783.09	817.97	920.97
其他	(3,087.02)	(3,959.84)	(4,158.02)	(6,130.84)	(8,216.90)
筹资活动现金流	(2,354.91)	(3,193.93)	(3,374.93)	(5,312.87)	(7,295.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,941.98	8,341.57	(1,532.25)	6,440.97	2,714.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,659.29	24,543.79	30,057.86	38,328.04	48,543.61
营业成本	6,671.96	7,314.25	8,343.74	10,107.73	12,539.70
营业税金及附加	1,784.68	1,941.17	2,371.56	3,071.20	3,853.06
营业费用	3,568.06	4,694.55	5,049.72	5,557.57	6,067.95
管理费用	2,128.81	2,143.70	2,606.02	3,142.90	3,883.49
财务费用	(732.11)	(765.86)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
资产减值损失	25.80	12.20	12.20	12.20	12.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	17.11	(0.66)	(5.26)
投资净收益	34.14	33.43	17.47	17.94	17.23
其他	(68.29)	(66.86)	(69.16)	(34.56)	(23.93)
营业利润	8,246.24	9,237.21	12,492.29	17,271.69	23,120.15
营业外收入	66.16	118.91	16.87	17.34	17.00
营业外支出	24.90	18.72	40.02	27.88	28.87
利润总额	8,287.49	9,337.41	12,469.14	17,261.15	23,108.28
所得税	1,877.01	2,280.65	3,117.29	4,146.91	5,453.56
净利润	6,410.48	7,056.77	9,351.86	13,114.25	17,654.73
少数股东损益	234.37	272.23	349.12	491.65	667.34
归属于母公司净利润	6,176.12	6,784.53	9,002.73	12,622.60	16,987.39
每股收益(元)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.08%	13.32%	22.47%	27.51%	26.65%
营业利润	2.66%	12.02%	35.24%	38.26%	33.86%
归属于母公司净利润	5.85%	9.85%	32.69%	40.21%	34.58%
获利能力					
毛利率	69.20%	70.20%	72.24%	73.63%	74.17%
净利率	28.51%	27.64%	29.95%	32.93%	34.99%
ROE	14.25%	14.41%	17.34%	21.61%	25.28%
ROIC	33.41%	37.13%	68.64%	63.81%	84.13%
偿债能力					
资产负债率	15.61%	22.47%	14.89%	23.36%	17.78%
净负债率	-36.77%	-37.70%	-38.76%	-39.40%	-30.32%
流动比率	5.60	3.98	6.08	3.95	5.27
速动比率	4.51	3.31	4.91	3.18	4.13
营运能力					
应收账款周转率	161.10	194.12	175.42	175.86	181.40
存货周转率	2.58	2.73	3.02	3.09	3.12
总资产周转率	0.44	0.43	0.48	0.54	0.59
每股指标(元)					
每股收益	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
每股经营现金流	1.76	3.08	0.49	3.09	2.63
每股净资产	11.41	12.40	13.68	15.39	17.70
估值比率					
市盈率	42.53	38.72	29.18	20.81	15.46
市净率	6.06	5.58	5.06	4.50	3.91
EV/EBITDA	9.57	10.74	19.20	13.40	9.89
EV/EBIT	10.31	11.40	19.67	13.64	10.02

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com