

“国酒”茅台，酒业龙头，行业晴雨表

单击此处输入文字。

首次覆盖报告

马浩博(分析师) **袁雨曦(联系人)**
证书编号: S0280518060002 010-69004650
证书编号: S0280118010037

● 国酒茅台，酒业龙头：

2001-2017年，贵州茅台营收从16.18亿元增长至610.63亿元，年复合增长率25.47%，2017年利润290亿，占行业1028.48亿的28%，而产量约行业5%；2018Q1营收183.95亿元，同比增长32.22%。飞天茅台市场价格已为行业晴雨表。

● 高端茅台第一，系列酒百亿在望：

高端白酒市场占比15%左右，茅台以523.9亿元独占鳌头，遥遥领先于五粮液213.9亿、国窖的46.48亿，占比超60%。“133战略”以高端茅台撬动酱香品类全国市场渗透，发力系列酒，2015/2016/2017年营收分别达11.08亿/21.27亿/57.74亿，同比增长19%/92%/171%，百亿在望。

● 智慧茅台，精准营销：

上线茅台云商，直面市场，采集目标消费群数据，以“互联网+大数据”模式提升市场服务水平，面对2017年以来飞天茅台价格持续走高，2018年6月上线云商2.0加大平台直投量和直销比例，对稳定市场价格有巨大作用。

拓展电商平台，打造智慧茅台：2016、2017相继与天猫、京东等签订战略合作协议，2017年，茅台电商公司实现含税营业收入超过28亿元，超额完成年度销售目标任务，执行订单总量超过90万笔，新增注册会员230余万人，实现客服接待总量超37万人次。电商公司成为茅台集团树立价格标杆、聚集粉丝、服务消费者的重要通道。

● 未来三年复合增速26%，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为779.79/917.05/1155.07亿，同比增速33.9%/17.6%/26.0%，EPS分别为29.44/34.68/43.64元，同比36.5%/17.8%/25.8%，对应PE25.6/21.8/17.3倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：市场需求下降，营收增长不及预期。

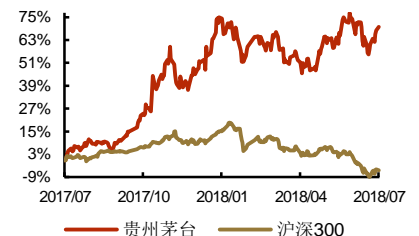
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	38862	58,218	77,979	91,705	115,507
增长率(%)	19.0	49.8	33.9	17.6	26.0
净利润(百万元)	16718.4	27,079	36,982	43,569	54,818
增长率(%)	7.8	62.0	36.6	17.8	25.8
毛利率(%)	91.2	89.8	92.1	91.8	91.4
净利率(%)	43.0	46.5	47.4	47.5	47.5
ROE(%)	23.6	30.2	32.4	29.2	28.2
EPS(摊薄/元)	13.31	21.56	29.44	34.68	43.64
P/E(倍)	56.71	35.0	25.6	21.8	17.3
P/B(倍)	13.01	10.4	8.3	6.4	4.9

强烈推荐(首次评级)

市场数据	时间 2018.07.16
收盘价(元):	754.68
一年最低/最高(元):	446.28/803.5
总股本(亿股):	12.56
总市值(亿元):	9,480.27
流通股本(亿股):	12.56
流通市值(亿元):	9,480.27
近3月换手率:	20.75%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	4.86	20.28	74.03
绝对	-2.64	11.43	67.79

相关报告

目 录

1、 “国酒”茅台登顶之路.....	4
1.1、 经济支柱——贵州茅台	4
1.2、 行业登顶，品牌价值拔得头筹	4
1.2.1、 “提价”入主高端，营收稳步攀升，业内第一	4
1.2.2、 品牌价值业内遥遥领先	6
2、 高端茅台第一，系列酒百亿在望.....	6
2.1、 中产阶层快速扩容下的茅台“133战略”	6
2.1.1、 中产阶层快速扩容促进“供给侧改革”	6
2.1.2、 品牌建设实施“133战略”	7
2.1.3、 高端茅台地位稳固，发力系列酒，撬动酱香品类大发展	7
2.2、 “稀缺”——半壁江山在茅台	9
2.2.1、 茅台占据高端酒半壁江山	9
2.2.2、 产能受限，“稀缺”常态化	9
2.3、 推出“茅台生肖酒”，满足收藏、礼品需求，落地高端价值.....	10
3、 智慧茅台，价格管控，精准营销.....	11
3.1、 茅台云商——稳价利器	11
3.1.1、 传统渠道模式下茅台价格政策失控风险加大	11
3.1.2、 上线茅台云商，直面市场，提高产品直销比例，稳定市价	11
3.2、 拓展电商平台，打造智慧茅台	12
4、 盈利预测	12
5、 风险提示	13
附：财务预测摘要.....	14

图表目录

图 1： 贵州茅台前十大股东明细	4
图 2： 贵州省 GDP 增长情况	4
图 3： 贵州茅台利税总额变动情况	4
图 4： 高端品牌茅五泸销售额走势对比	5
图 5： 飞天茅台一批价	5
图 6： 上市以来贵州茅台营收及归母净利润（亿元）	5
图 7： 麦肯锡对我国各阶层人口占比的预测	6
图 8： 麦肯锡对我国各阶层消费占比的预测	6
图 9： 产业信息网对我国中产阶级发展趋势预测	7
图 10： 茅台核心系列酒——“三茅一曲四酱”	7
图 11： 茅台系列酒自 2015 年起营收快速攀升	8
图 12： “茅台酱香，万家共享”活动集	8
图 13： 2015 年高端白酒竞争格局	9
图 14： 2017 年高端白酒竞争格局	9
图 15： 茅台基酒产量情况	10
图 16： 预测未来茅台基酒产量情况	10
图 17： 茅台云商运营机制	12
图 18： 2017 年 1-2 月茅台电商情况	12
表 1： 贵州茅台品牌价值业内遥遥领先	6

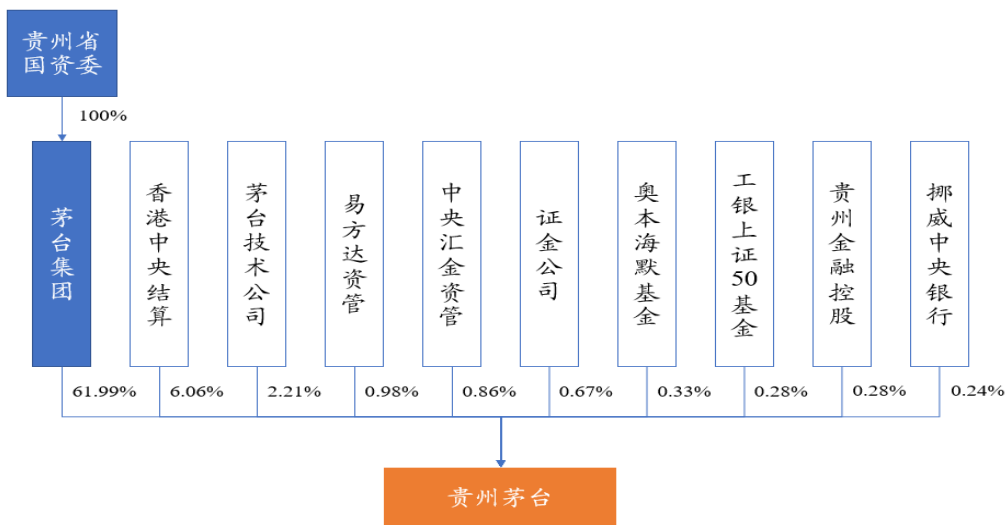
表 2: 2017 年贵州茅台系列酒主线产品	8
表 3: 茅台高端酒产品	9
表 4: 茅台酒技改项目 (百万元)	10
表 5: 茅台生肖酒	11
表 6: 茅台与电商合作摘要	12
表 7: 可比公司 Wind 一致预期	13

1、“国酒”茅台登顶之路

1.1、经济支柱——贵州茅台

“国酒”茅台：茅台位于中国白酒“金三角”产区——贵州仁怀市茅台镇，是酱香型白酒的典型代表，已有 800 多年历史，在 1915 年巴拿马万国博览会上获得金奖。1951 年，政府将茅台镇三家私营酒坊“成义”、“荣和”、“恒兴”合并成立国营茅台酒厂。因多次作为国宴用酒，有“国酒”美称。2001 年，国有控股企业——贵州茅台酒股份有限公司于上交所上市交易，贵州省人民政府国有资产监督管理委员会间接持股 61.99%，贵州茅台已成为白酒板块风向标。

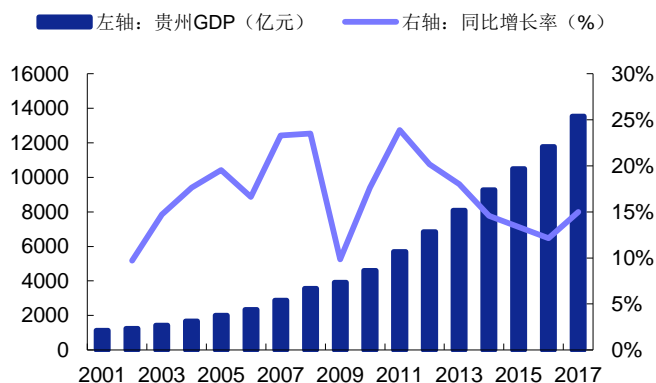
图1： 贵州茅台前十大股东明细



资料来源：公司财报，新时代证券研究所

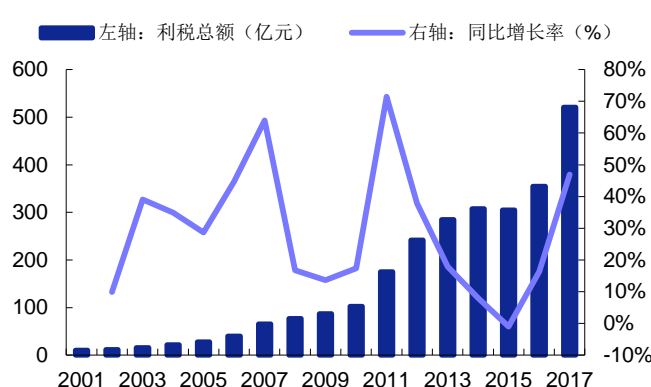
贵州茅台已成为仁怀市经济支柱，2001 年利税总额仅 10.44 亿元，2017 年已达 520.72 亿元，贵州茅台利税总额占贵州省 GDP 比例逐步由 0.9% 提升到 3.85%。

图2： 贵州省 GDP 增长情况



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图3： 贵州茅台利税总额变动情况



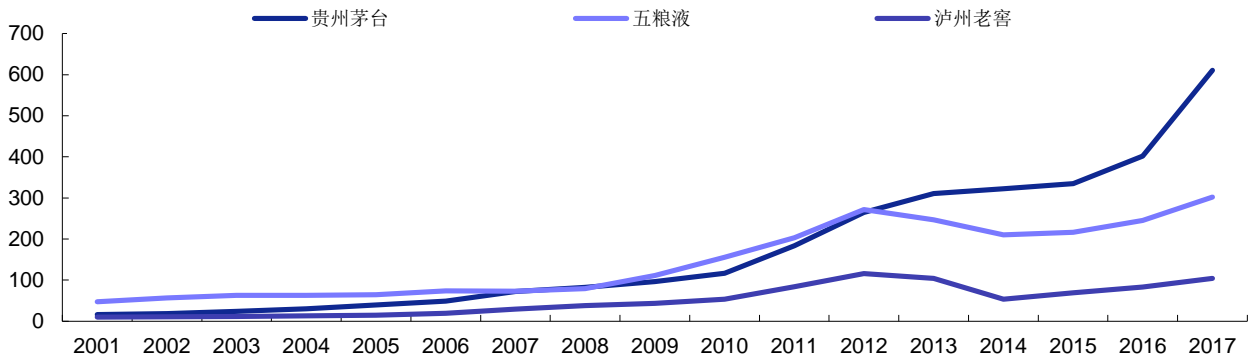
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

1.2、行业登顶，品牌价值拔得头筹

1.2.1、“提价”入主高端，营收稳步攀升，业内第一

2001 年营收仅 16.18 亿元，至 2017 年营收已达 610.63 亿元，年复合增长率 25.47%。2018Q1 营收 183.95 亿元，同比增长 32.22%，业内第一。

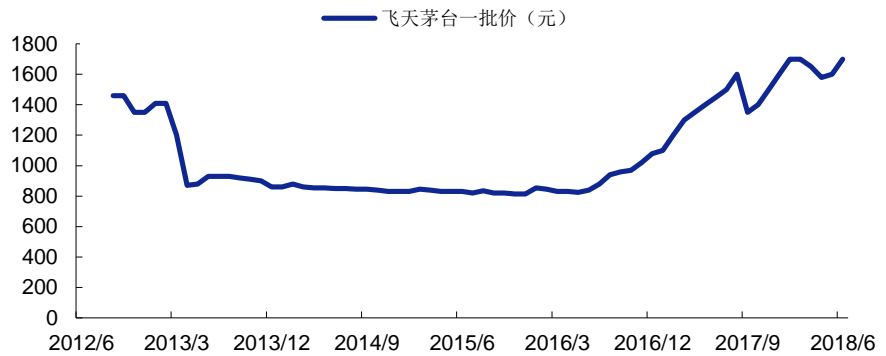
图4: 高端品牌茅五泸销售额走势对比



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

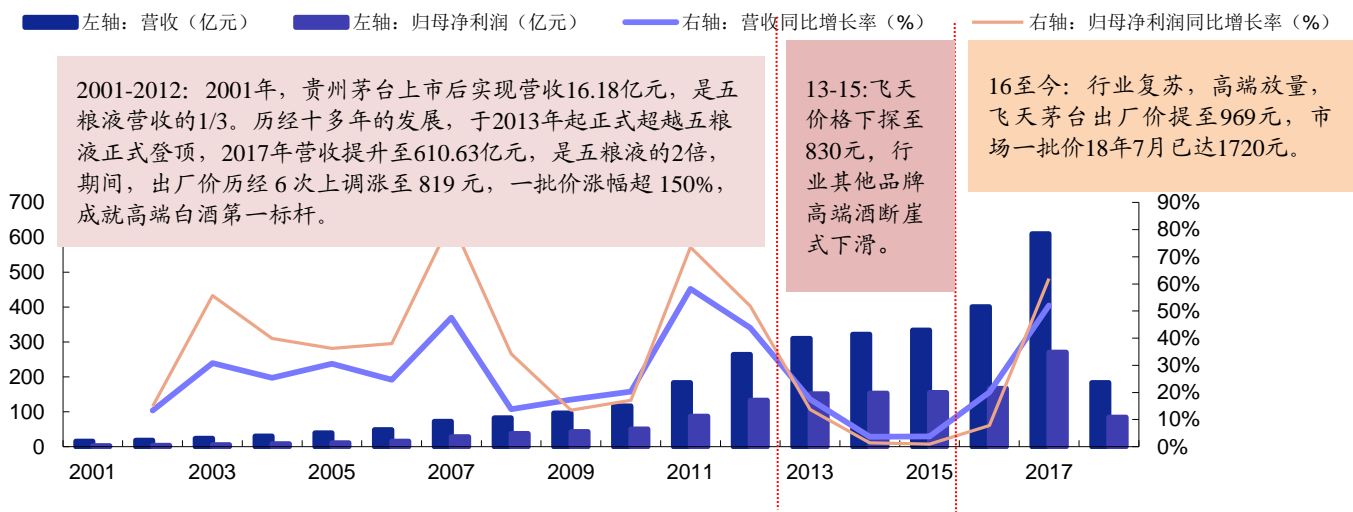
从2006年1月到至2012年9月, 经6次提升后, 茅台出厂价由268元涨至819元, 奠定茅台酒高端形象。2013至2017年, 白酒行业进入调整期, 茅台出厂价未变。2017年末, 茅台开始提价至969元, 同时茅台一批价格回归到1000元以上, 截止18年6月已高达1700元。进入2018年, 茅台上调各种产品供货价格, 平均上调幅度为18%左右。

图5: 飞天茅台一批价



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图6: 上市以来贵州茅台营收及归母净利润(亿元)



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

1.2.2、品牌价值业内遥遥领先

在 Brand Finance 发布的“2017 全球烈酒品牌价值 50 强”中，茅台排名首位；BrandZ™2017 最具价值中国品牌 100 强中，茅台位列第 9，较 2016 年提升 4 位。

表1：贵州茅台品牌价值业内遥遥领先

Brand Finance 2017 全球烈酒品牌价值			BrandZ™2017 最具价值中国品牌		
品牌	品牌价值 (亿美元)	所属类别	品牌	品牌价值 (亿美元)	所属类别
茅台	115.48	中国	腾讯	1061.81	科技
尊尼获加	45.48	英国	阿里巴巴	580.09	零售
洋河	42.81	中国	中国移动	578.99	电信服务
杰克丹尼	30.55	美国	中国工商银行	314.82	银行
轩尼诗	27.11	法国	百度	238.86	科技
泸州老窖	25.09	中国	华为	203.83	科技
百加得	21.85	美国	中国建设银行	183.98	银行
斯米诺伏特加	20.33	美国	中国平安	164.63	保险
五粮液	19.75	中国	茅台	162.19	酒类
绝对伏特加	17.59	瑞典	中国农业银行	148.48	银行

资料来源：糖酒快讯，新浪财经，新时代证券研究所

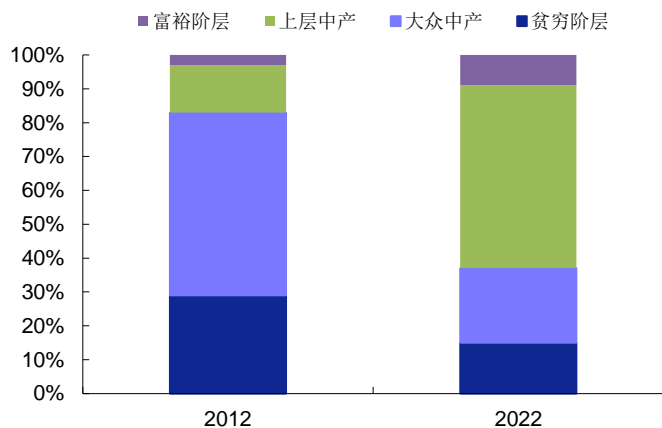
2、高端茅台第一，系列酒百亿在望

2.1、中产阶级快速扩容下的茅台“133 战略”

2.1.1、中产阶级快速扩容促进“供给侧改革”

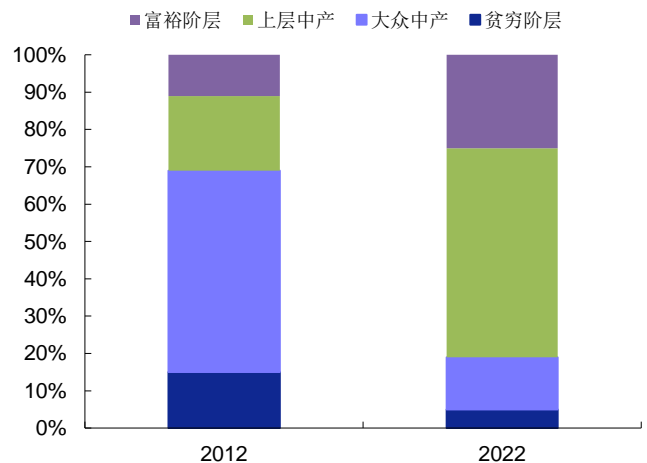
我国中产阶级及以上的人群占比将从快速扩容。根据麦肯锡发布的《中产阶级重塑中国消费市场》，上层中产阶级的人群占比将从 2012 年的 14% 提升至 2022 年的 54%，其对应的消费占比将从 20% 提升至 56%。

图7：麦肯锡对我国各阶层人口占比的预测

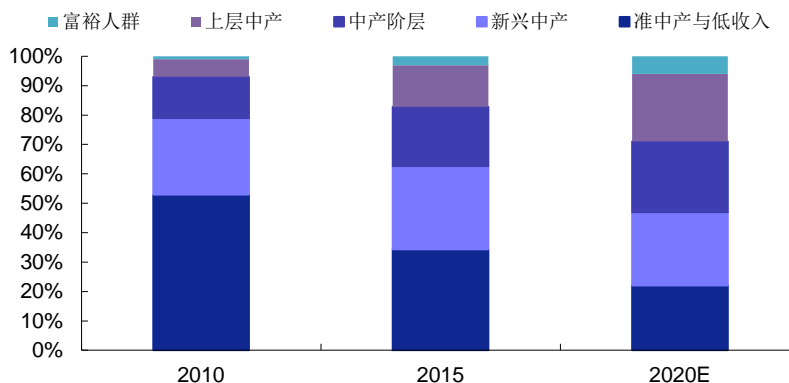


资料来源：麦肯锡《中产阶级重塑中国消费市场》，新时代证券研究所

图8：麦肯锡对我国各阶层消费占比的预测



资料来源：麦肯锡《中产阶级重塑中国消费市场》，新时代证券研究所

图9： 产业信息网对我国中产阶级发展趋势预测

资料来源：产业信息网，新时代证券研究所

2.1.2、 品牌建设实施“133战略”

贵州茅台在中长期战略规划“133战略”，即倾力打造1个世界级核心品牌(茅台)、3个全国性知名品牌(茅台王子酒、茅台迎宾酒、赖茅)、3个区域性重点品牌(汉酱、仁酒、贵州大曲)，打造大茅台品牌集群。

图10： 茅台核心系列酒——“三茅一曲四酱”

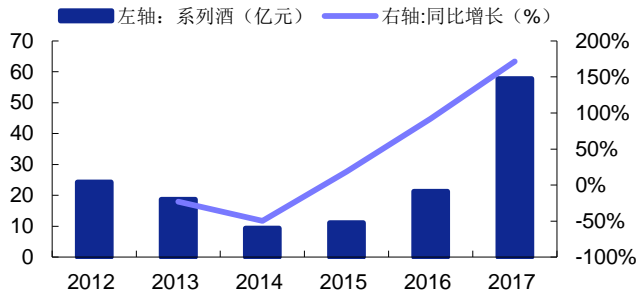
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

2.1.3、 高端茅台地位稳固，发力系列酒，撬动酱香品类大发展

剥离系列酒，成立“茅台酱香酒营销有限公司”独立运营——2014年茅台酱香型系列酒营收不足10亿元，同比下降50%。2014年12月，茅台集团将贵州茅台旗下包括汉酱酒、仁酒、茅台王子酒、茅台迎宾酒在内的所有系列酒剥离出来独立运营，成立“贵州茅台酱香酒营销有限公司”，确立“三茅一曲四酱”核心产品战略：“三茅”即华茅、王茅、赖茅，“一曲”即贵州大曲，“四酱”即汉酱、仁酒、王子、迎宾。2015/2016/2017年营收企稳攀升，分别实现11.08亿/21.27亿元/57.74亿元，同比+19pct/92pct/171pct。

“茅台酱香，万家共享”撬动品类渗透：截至目前，茅台全国范围开展“茅台酱香 万家共享”千人品鉴会、百人品鉴会、一桌式品鉴会活动3万余场次，以培育茅台酱香型白酒忠实消费者。

图11: 茅台系列酒自 2015 年起营收快速攀升



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

图12: “茅台酱香, 万家共享” 活动集



资料来源: 搜狐财经, 代证券研究所

表2: 2017 年贵州茅台系列酒主线产品

系列名称	产品名称	京东价格	终端形象	2017 年销售收入	
				金额 (亿元)	占比
华茅	百年印象 53 度	299		57.74	9.9%
	百年传承 53 度	2488			
王茅	百年印象 53 度	208			
	传承蓝 53 度	458			
赖茅	赖茅珍藏 53 度	699			
	戊戌狗年 53 度	1899			
贵州大曲	丁酉生肖鸡年酒 53 度	2099			
	铂金蓝 51 度	469			
汉酱	汉酱 51 度	328			
	仁酒 53 度	399			
王子酒	金王子 53 度	388			
	王子传承 1999 53 度	599			
迎宾酒	品鉴 53 度	88			
	迎宾中国红 53 度	169			

资料来源: 公司官网, 京东商城, 新时代证券研究所

2.2、“稀缺”——半壁江山在茅台

2.2.1、茅台占据高端酒半壁江山

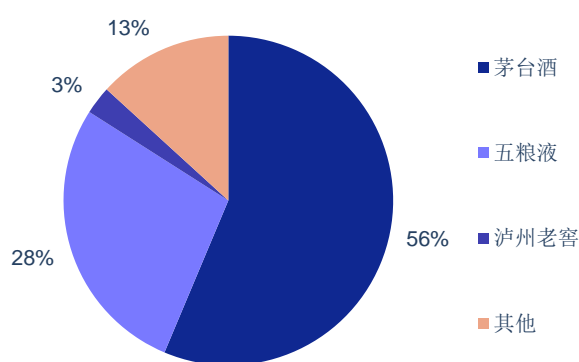
据统计，高端白酒占 15% 左右份额，其中茅台、五粮液、国窖 1573 等品牌亿占据 90% 以上份额。从 2015 约 560 亿扩容至 2017 年的 800 亿左右，同期茅台高端白酒营收达 315 亿元/524 亿元，行业占比分别为 56% 左右/65% 左右。2018Q1 茅台高端白酒营收 157.65 亿元，同比增长 27.49%，对应发货量约 7500 吨，同比去年略增。

表3: 茅台高端酒产品

产品	终端形象	规格	售价
陈年茅台 80 年		52 度 500ml	219000 元
陈年茅台 50 年		53 度 500ml	23088 元
陈年茅台 30 年		53 度 500ml	11499 元
陈年茅台 15 年		53 度 500ml	5399 元
紫砂珍品		53 度 500ml	4388 元
五星茅台		53 度 500ml	1868 元
飞天茅台		53 度 500ml	1709 元

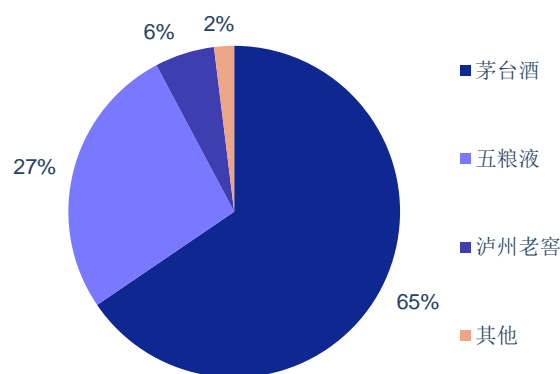
资料来源：京东商城，公司官网，新时代证券研究所

图13: 2015 年高端白酒竞争格局



资料来源：公司财报，新时代证券研究所测算

图14: 2017 年高端白酒竞争格局



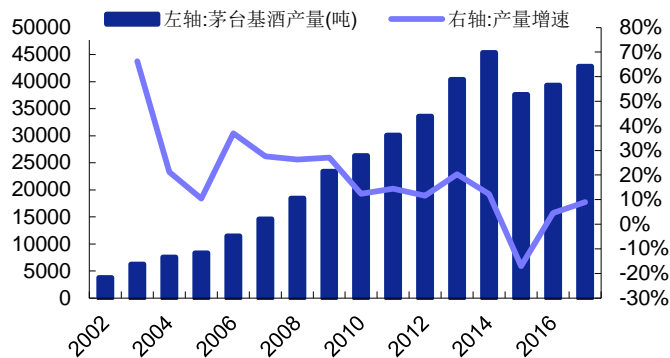
资料来源：公司财报，新时代证券研究所测算

2.2.2、产能受限，“稀缺”常态化

基酒产能增速低于市场需求扩容速度，呈现更加“稀缺”特征：茅台基酒供给量从 2002 年 3746 吨提升至 2014 年茅台基酒产量达到历史峰值 4.5 万吨，2015、2016、2017 年分别为 3.8、3.9 和 4.3 万吨。根据公司财报基酒产能数据，可售成品酒按基酒 85% 测算，预计 2018 至 2022 年的区间在 3.1 至 3.9 万吨。

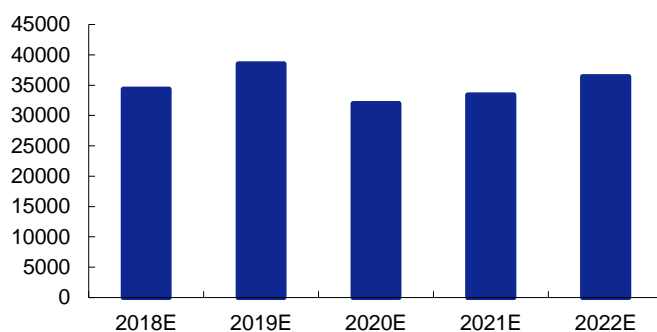
“稀缺”源于茅台酒特殊产区和 12987 工艺特性：第一，只有茅台镇核心产区才能够酿造高品质茅台酒，无法异地扩产；第二，茅台酒 12987 工艺特性：生产周期一年，2 次投料，9 次蒸煮，8 次发酵，7 次取酒，封藏 5 年陈化乃出酒。

图15: 茅台基酒产量情况



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图16: 预测未来茅台基酒产量情况



资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所测算

技改项目周期长, 且改扩建产能有限。从公司 2017 年末在建工程重要项目中看出, 产能受限的另一原因是茅台酒技改项目周期较长, 2007 至 2012 年的项目, 虽然工程在 2017 年除个别外均已完工, 但并未完全转入固定资产, 工程耗时在 5 到 10 年。而技改项目转化为实际产能的量少、周期长, 也无法解决未来 3-5 年产能的问题。

表4: 茅台酒技改项目 (百万元)

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转入固定资产金额	期末余额	工程进度 (%)
"十一五"万吨茅台酒工程第二期 2007 年新增 2000 吨茅台酒技改项目	742.96	0.80	2.40	2.40	0.80	100
"十一五"万吨茅台酒工程第三期 2008 年新增 2000 吨茅台酒技改项目	626.05	0.72	0.30	0.89	0.13	100
"十一五"万吨茅台酒工程第四期 2000 吨茅台酒技改项目 (2009)	984.39	18.62	6.05	6.05	18.62	100
"十一五"万吨茅台酒工程第五期 2000 吨茅台酒技改项目 (2010)	493.98	6.31	-	0.37	5.94	100
301 车间白酒生产基地技改项目	869.00	351.48	127.47	365.01	113.94	100
"十二五"万吨茅台酒工程第一期 (2011 年) 新增 2600 吨茅台酒技术改造项目	592.81	8.54	-	0.22	8.32	100
2011 年 2000 吨茅台王子酒制酒技改工程及配套设施项目	560.00	0.46	5.38	5.49	0.35	100
"十二五"万吨茅台酒工程第二期 (2012 年) 新增 2500 吨茅台酒技术改造项目	608.59	14.60	15.72	15.72	14.60	100
酱香型系列酒制酒技改工程及配套设施项目 (6400 吨) (2012 年)	3,454.16	445.69	4.65	356.14	94.19	80

资料来源: 公司财报, 新时代证券研究所

2.3、推出“茅台生肖酒”，满足收藏、礼品需求，落地高端价值

贵州茅台从 2014 年开始每年推出一款对应年份的生肖酒, 生肖茅台集生肖、五行、国画等文化元素为一体, 将民族品牌与中国文化完美融合, 拥有独特的艺术气质。目前在市场上畅销的生肖酒包括 2014 年甲午马年茅台酒、2015 年乙未羊年茅台酒、2016 年丙申猴年茅台酒、2017 年丁酉鸡年茅台酒和 2018 年戊戌狗年茅台酒。马、羊和猴三款茅台生肖酒因为已经停产导致稀缺性和收藏价值迅速攀升, 目前已分别飙升至 1.4 万元、2.3 万元和 6400 元左右。狗年茅台生肖酒以 1699 元/瓶的价格在天猫首发销售时, 1 分钟内销量超过 2000 瓶。

表5: 茅台生肖酒

产品	终端形象	规格	售价
甲午马年茅台酒		53度 500ml	14380 元
乙未羊年茅台酒		53度 500ml	22580 元
丙申猴年茅台酒		53度 500ml	6388 元
丁酉鸡年茅台酒		53度 500ml	4788 元

资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

3、智慧茅台，价格管控，精准营销

3.1、茅台云商——稳价利器

3.1.1、传统渠道模式下茅台价格政策失控风险加大

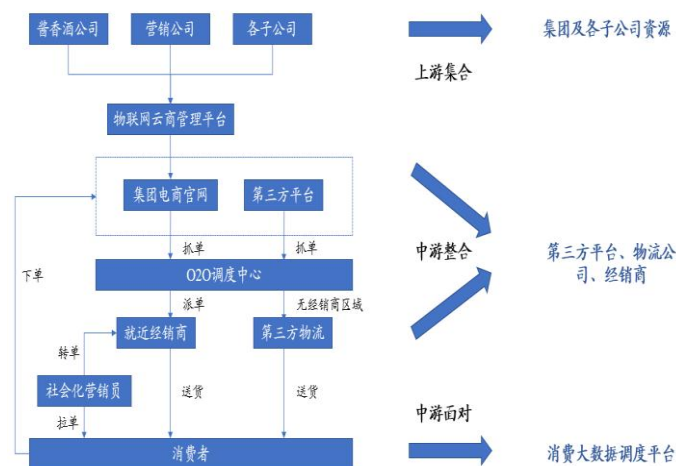
茅台营销渠道主要依赖经销商和专卖店，经销商是各个地区势力较大的糖酒公司，从1998年的146家发展到现在的2331家，专卖店千余家，公司营销网络覆盖所有地级市和30%以上的县级市。海外经销商85家，覆盖66个国家和地区。公司销售人员从17人发展到682人，加上经销商营销人员共计2万多人，借力经销商做大市场，提高公司营销效率。

公司和经销商签订下一年销售合同时，在合同中规定供货量和价格等。根据经销商完成指标情况和是否存在哄抬价格、囤货惜售、管理混乱等情况作出奖罚决定。在经销商模式下，贵州茅台通过强有力的方式控制一级渠道商，而面对大量二级经销商和零售商，贵州茅台有些力不从心，在利益驱使之下，价格政策开始失效。

3.1.2、上线茅台云商，直面市场，提高产品直销比例，稳定市价

茅台云商是为茅台集团、经销商、专卖店、消费者搭建的一个线上线下融合，依托物联网、地图定位，支持B2B、B2C、O2O、社会化营销等交易模式及产业金融服务的一体化平台；以“互联网+大数据”模式提升市场服务水平，采集目标消费群数据，面对2017年以来飞天茅台价格持续走高，2018年6月上线云商2.0加大平台直投量和直销比例，对稳定市场价格有巨大作用。

图17: 茅台云商运营机制



资料来源：新时代证券研究所

图18: 2017年1-2月茅台电商情况

2017年1-2月交易额	2017年1-2月订单总数	2017年2月底统计网点数
¥840,982,768	47,356 单	766 个
B2C: ¥320,284,156 茅台云商: ¥520,698,612	B2C: 37,474 单 茅台云商: 9,882 单	交易网点数: 383 个 茅台云商: 2696 个

资料来源：糖酒快讯，新时代证券研究所

3.2、拓展电商平台，打造智慧茅台

与电商平台合作可促进“智慧茅台”战略推进，同时树立公开透明的价格标杆，稳定价格预期。2014年6月即成立贵州茅台集团电子商务股份有限公司，2016年、2017年分别推进与阿里、京东两大电商平台签订战略合作协议，同时与其他优质电商平台开展合作，开发新渠道专销品种在其自身系统内销售，以区隔传统渠道，与传统渠道形成互补优势，如2017与京东合办“JD第一届茅台文化节”，2018年在网易考拉推出茅台酱香酒等探索。

表6: 茅台与电商合作摘要

时间	与电商合作事件
2006	公司开始做 B2B
2010	建设自有 B2C 电商平台，但是并未建立与电子商务平台匹配的物流配送系统。
2013	开设天猫官方旗舰店
2014.6	成立贵州茅台集团电子商务股份有限公司
2016.7	贵州茅台与 1919 在 1919 酒类直供全球采购大会上签署战略合作协议，这是茅台第一次与酒类 O2O 电商达成战略合作。
2016.8	贵州茅台集团与阿里巴巴集团举行《战略合作备忘录》签订仪式。茅台集团全力支持并参与阿里举办的“9月9日天猫全球酒水节”活动。为互联网时代的茅台营销拓开一条更宽道路。
2017.10	京东于 10 月 26-28 日举办“JD 第一届茅台文化节”，进一步扩大茅台品牌、文化影响力
2018.4	与网易考拉签约合作，此次合作茅台酱香酒将在“新消费、新渠道、新营销”方面发力，冲刺百亿市场。

资料来源：糖酒快讯，电子商务研究中心，新零售看点，新时代证券研究所

2017年，茅台电商公司实现含税营业收入超过28亿元，超额完成年度销售目标任务；执行订单总量超过90万笔，新增注册会员230余万人，实现客服接待总量超37万人次。电商公司成为茅台集团树立价格标杆、聚集粉丝、服务消费者的重要通道。

4、盈利预测

我们预计公司2018-2020年营业收入分别为779.79/917.05/1155.07亿，同比增速33.9%/17.6%/26.0%，EPS分别为29.44/34.68/43.64元，同比36.5%/17.8%/25.8%，对应PE25.6/21.8/17.3倍，考虑到供给不足，消费升级红利延续，公司具备持续提价能力，以及电商渠道的拓展，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5、风险提示

市场需求下降，营收增长不及预期。

表7：可比公司 Wind 一致预期

档次	简称	市值(亿元)	收入增速(%)		EPS		PE	
			2017A	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E
高端	贵州茅台	9384	49.8	62.0	28.9	35.5	26	21
	五粮液	2940	23.0	42.6	3.3	4.2	23	18
	泸州老窖	886	20.5	30.7	2.4	3.1	25	19
次高端	洋河股份	2050	15.9	13.7	5.7	7.0	24	20
	山西汾酒	554	37.1	56.0	1.8	2.5	35	25
	水井坊	274	74.1	49.2	1.3	2.0	42	28
	舍得酒业	120	12.1	79.0	1.2	1.9	31	19
中高端 高端	古井贡酒	442	15.8	38.5	3.4	4.5	29	22
	口子窖	382	27.3	42.1	2.4	3.0	26	21
	今世缘	282	15.6	18.2	0.9	1.2	24	20
	顺鑫农业	243	4.8	6.3	1.6	2.3	26	19
	迎驾贡酒	149	3.3	-2.4	0.9	1.0	20	18
	老白干酒	138	4.0	47.5	0.6	0.8	34	24
	金种子酒	35	-10.1	-51.9	-	-	-	-

资料来源：wind 资讯，新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	90181	112249	120393	165307	196454	营业收入	38862	58218	77979	91705	115507
现金	66855	87869	108440	139311	181090	营业成本	3410	5940	6190	7550	9928
应收账款	0	0	0	0	0	营业税金及附加	6509	8404	9860	12470	16583
其他应收款	77	31	114	57	158	营业费用	1681	2986	3821	3668	4620
预付账款	1046	791	1159	1389	1499	管理费用	4187	4721	5303	5961	6353
存货	20622	22057	8891	22569	11084	财务费用	-33	-56	-200	-369	-567
其他流动资产	1580	1501	1789	1982	2623	资产减值损失	12	-8	0	0	0
非流动资产	22754	22361	29524	33811	41768	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	2	1	1
固定资产	14453	15244	21145	24995	31949	营业利润	24266	38940	53007	62426	78591
无形资产	3532	3459	3909	3922	3946	营业外收入	9	12	8	8	9
其他非流动资产	4769	3658	4469	4894	5873	营业外支出	316	212	239	243	236
资产总计	112935	134610	149917	199117	238222	利润总额	23958	38740	52776	62192	78364
流动负债	37020	38575	28267	39842	30072	所得税	6027	9734	13345	15669	19741
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	17931	29006	39431	46523	58623
应付账款	1041	992	464	1046	543	少数股东损益	1212	1927	2449	2954	3805
其他流动负债	35980	37583	27803	38797	29529	归属母公司净利润	16718	27079	36982	43569	54818
非流动负债	16	16	16	16	16	EBITDA	22886	37230	50991	59992	75483
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	13.31	21.56	29.44	34.68	43.64
其他非流动负债	16	16	16	16	16						
负债合计	37036	38590	28283	39858	30087						
少数股东权益	3004	4568	7017	9971	13776	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	1256	1256	1256	1256	1256	成长能力					
资本公积	1375	1375	1375	1375	1375	营业收入(%)	19.0	49.8	33.9	17.6	26.0
留存收益	69853	88227	109464	132939	162587	营业利润(%)	9.5	60.5	36.1	17.8	25.9
归属母公司股东权益	72894	91452	114617	149288	194358	归属于母公司净利润(%)	7.8	62.0	36.6	17.8	25.8
负债和股东权益	112935	134610	149917	199117	238222	获利能力					
						毛利率(%)	91.2	89.8	92.1	91.8	91.4
						净利率(%)	43.0	46.5	47.4	47.5	47.5
						ROE(%)	23.6	30.2	32.4	29.2	28.2
						ROIC(%)	22.5	29.6	32.5	29.3	28.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	32.8	28.7	18.9	20.0	12.6
						净负债比率(%)	-88.1	(91.5)	(89.2)	(87.5)	-87.0
						流动比率	2.4	2.9	4.3	4.1	6.5
						速动比率	1.9	2.3	3.9	3.6	6.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	336806.1	0.0	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	3.5	5.8	8.5	10.0	12.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	13.31	21.56	29.44	34.68	43.64
						每股经营现金流(最新摊薄)	31.91	24.61	33.84	35.98	48.43
						每股净资产(最新摊薄)	58.03	72.80	91.24	118.84	154.72
						估值比率					
						P/E	56.71	35.01	25.63	21.76	17.29
						P/B	13.01	10.37	8.27	6.35	4.88
						EV/EBITDA	38.63	23.2	16.6	13.6	10.3

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	37451	22153	42509	45200	60842
净利润	17931	29006	39431	46523	58623
折旧摊销	934	1126	1160	1516	1925
财务费用	-33	-56	-200	-369	-567
投资损失	0	0	-2	-1	-1
营运资金变动	19162	-8318	2120	-2468	861
其他经营现金流	-543	395	0	0	0
投资活动现金流	-1103	-1121	-8321	-5801	-9881
资本支出	1019	1125	7163	4287	7957
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-83	4	-1158	-1514	-1924
筹资活动现金流	-8335	-8899	-13617	-8528	-9181
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-8335	-8899	-13617	-8528	-9181
现金净增加额	28014	12133	20572	30870	41779

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，7年从业经验，14-17年获新财富最佳分析师，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>