

# 品牌高溢价，改革攻坚，前景光明

首次覆盖报告

马浩博(分析师)

证书编号: S0280518060002

## 品牌高溢价+混改落地，股权激励机制增添发展新动力。

行业龙头，名酒基因，品牌高溢价，普五6月停货挺价效果显现，华东批价已回升至830元/瓶。2018年定增落地，公司员工、经销商持股1.11%，分别认购2373万股/1941万股，利益关系深层次绑定，分享公司发展红利，期待公司业绩加速释放。

## “新中产”崛起奠定高端酒消费基础，茅台提价，拉升行业天花板。

改革开放40年红利释放，“新中产”阶级快速崛起，据CHFS数据，中国中产阶层成年人口数量达到2.04亿人，跃居世界榜首。中国高净值人士158万人(+25%)，高端个体成为消费主力军(45%)，奠定民间消费基础。飞天茅台当前市场一批价突破1700元，行业价格天花板稳步上拉，高端酒受益。2017年茅台实际销量3万吨，高净值人群年复合增长20%左右，我们估计茅台需求量将按15%以上增速，预计2020年实际需求将达到45626吨，缺口将近14000吨。五粮液补位优势显著，尽享茅台红利。

## “二次创业”，改革攻坚，2018年红利持续释放推升业绩。

①渠道下沉，打造“百城千县万店”工程，积极推进小商模式。2017年全国46个重点城市建设7000余家核心终端网点，预计2018年将完成1200家专卖店建设、5000家终端改造、300家卖场专柜专属改造，打造3000个品鉴基地。同时试点“五粮e店”，打造零售化、连锁化和线上线下一体化新零售模式。2017年营收301.9亿元，+23pct；归母净利润96.7亿元，+43pct；2018Q1营收139.0亿元，+37pct；归母净利润49.7亿元，+38pct。②“1+4”品牌矩阵打造百亿系列酒。聚焦“1+4”品牌矩阵，以绵柔尖庄为基础，积极培育五粮人家、百家宴、友酒、火爆品牌。2015年10月成立五粮液系列酒公司，2017年实现72.8亿元销售收入，同比+19.89pct，完成销量12.91万吨，+15.24pct。2018年目标百亿，2020年剑指200亿。

## 未来三年复合增速25%，首次覆盖给予“推荐”评级。

我们预计2018-2019年收入分别为399亿/498亿，同比32%/25%，EPS分别为3.41元/4.44元，同比37%/30%，对应PE21/16倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 风险提示：**宏观经济下滑风险，茅台价格走低风险，高端白酒需求缩减风险，“百城千县万店”工程失败风险。

## 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24544	30,187	39,917	49,818	59,617
增长率(%)	13.3	23.0	32.2	24.8	19.7
净利润(百万元)	6784.5	9,674	13,246	17,233	21,138
增长率(%)	9.9	42.6	36.9	30.1	22.7
毛利率(%)	70.2	72.0	73.5	74.0	74.9
净利率(%)	27.6	32.0	33.2	34.6	35.5
ROE(%)	14.6	18.4	21.7	23.0	22.9
EPS(摊薄/元)	1.75	2.49	3.41	4.44	5.45
P/E(倍)	41.24	28.9	21.1	16.2	13.2
P/B(倍)	5.94	5.2	4.5	3.7	3.0

## 强烈推荐(首次评级)

市场数据	时间	2018.07.16
收盘价(元):		75.42
一年最低/最高(元):		50.65/93.18
总股本(亿股):		38.82
总市值(亿元):		2,927.51
流通股本(亿股):		37.96
流通市值(亿元):		2,862.77
近3月换手率:		47.31%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.47	21.29	53.15
绝对	-10.27	11.51	47.89

## 相关报告

## 目 录

1、 “白酒大王”二次创业.....	4
1.1、 “白酒大王”行业龙头.....	4
1.2、 二次创业，改革攻坚，集团剑指千亿.....	5
1.2.1、 混改落地，利益理顺，激活内生发展动力.....	6
1.2.2、 “千百十”人才计划，构筑人才梯队.....	6
1.2.3、 产品聚焦，“系列酒百亿”战略正式启程.....	6
1.2.4、 渠道下沉，打造“百千万”工程.....	8
2、 市场格局稳固，五粮液持续受益.....	9
2.1、 中产消费崛起，支撑高端白酒市场扩容.....	9
2.2、 寡头市场品牌集中度高且加速集中趋势明显.....	11
2.3、 茅台提价，拉升行业天花板.....	11
3、 2017 年量价齐增，盈利能力触底反弹.....	12
3.1、 顺价销售，经销商毛利增厚.....	12
3.2、 消费税阵痛结束，期待公司盈利能力提高.....	12
4、 盈利预测.....	14
附：财务预测摘要.....	15

## 图表目录

图 1: 五粮液股权结构.....	4
图 2: 上市以来五粮液营收及归母净利润（亿元）.....	5
图 3: 2012-2017 年五粮液集团收入（亿元）.....	5
图 4: 五粮液“二次创业”的改革历程.....	5
图 5: 五粮液产品结构.....	7
图 6: 五粮液高端产品结构.....	7
图 7: 五粮液高价位白酒收入及其占比.....	7
图 8: 五粮液销售量及其同比.....	7
图 9: 公司白酒吨价抬头向上.....	7
图 10: 五粮液系列酒品牌战略梳理.....	8
图 11: 五粮液全国经销商分布.....	9
图 12: 2017 年全国人均消费支出（元）.....	10
图 13: 2017 年全国人均消费支出占比.....	10
图 14: 2030 年中产阶级占比将大幅度提升.....	10
图 15: 高档白酒消费群体变化.....	10
图 16: 中国高净值人群数量（万人）.....	10
图 17: 高端酒企收入及其同比.....	11
图 18: 高端白酒竞争格局.....	11
图 19: 飞天茅台价格拉升，五粮液补位替代优势明显.....	11
图 20: 茅台酒基酒产量（吨）.....	12
图 21: 茅台即将进入供应短缺期.....	12
图 22: 五粮液顺价销售增强经销商信心.....	12
图 23: 五粮液毛利率持续提高（%）.....	13
图 24: 2013 年来公司税金及附加/营业收入占比.....	13
图 25: 白酒行业税金及附加/营业收入.....	13
图 26: 五粮液两费走低.....	14

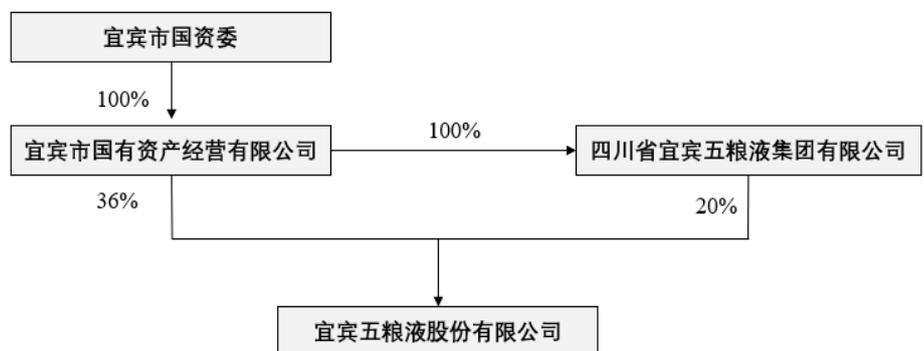
图 27: 2008 年以来五粮液净利率 .....	14
表 1: 历届中国评酒会评选的中国名酒 .....	4
表 2: 五粮液与老白干员工持股计划 .....	6
表 3: 五粮液“千百十”人才工程激励计划 .....	6
表 4: 五粮液核心自营产品线 .....	8
表 5: 普通小商模式、大商模式的区别 .....	9
表 6: 可比公司估值 .....	14

## 1、“白酒大王”二次创业

### 1.1、“白酒大王”行业龙头

**“白酒大王”的时代。**国资背景五粮液，宜宾市国资委间接持股 56%，是其最大的股东。“中国浓香型第一白酒”，“八大名酒”之一、川酒“六朵金花”龙头，五粮液把握改革开放的契机，在质量、生产方面做足功夫。1988 年国家放开价格管控，五粮液率先大幅度提价，占领高端价位带；90 年代公司进入超高速发展阶段，先后超越泸州老窖、山西汾酒（汾老大），1995 年，公司营收 12.6 亿元，利税 4 亿，两项指标均名列全国酒类行业第一名，被授予“中国酒业大王”的桂冠，五粮液“白酒大王”的名头从此而来。2008 年公司战略调整，聚焦高端，茅台迎头赶上，公司退居第二。

**图1： 五粮液股权结构**



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

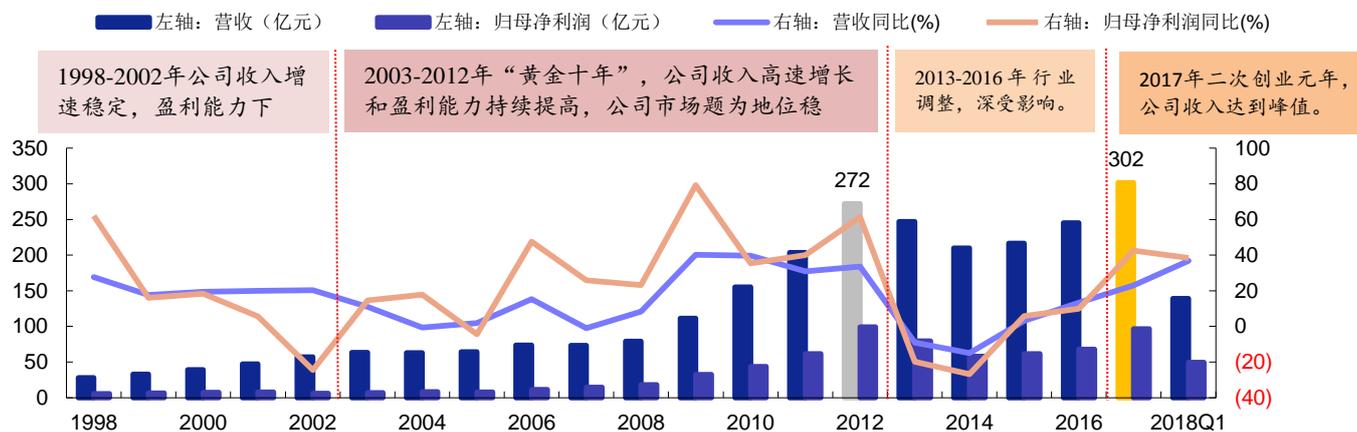
**表1： 历届中国评酒会评选的中国名酒**

届数	举办单位	名酒数量	名酒种类
第一届	中国专卖实业公司	四种名酒	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	国家轻工业部	八种名酒	茅台酒、 <b>五粮液</b> 、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	国家轻工业部	八种名酒	茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
第四届	中国食品协会	十三种名酒	茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、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	中国食品工业协会	十七种名酒	茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、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：酒业家，新时代证券研究所

**二次创业，公司发展将进入新通道。**公司上市以来，业绩高速增长，把握“十年黄金期”发展契机，2012 年营收 272 亿元，达到业绩顶峰；2013 年在严禁“三公消费”，高端白酒五粮液进入调整期，2014 年营收（210 亿元）跌落谷底。2016 年下半年，白酒回暖，公司恢复增长；2017 年（二次创业元年）营收 302 亿元，创历史新高，同年集团公司树立千亿目标，其中上市公司实现 600 亿元，占比达到 60%。

图2: 上市以来五粮液营收及归母净利润(亿元)

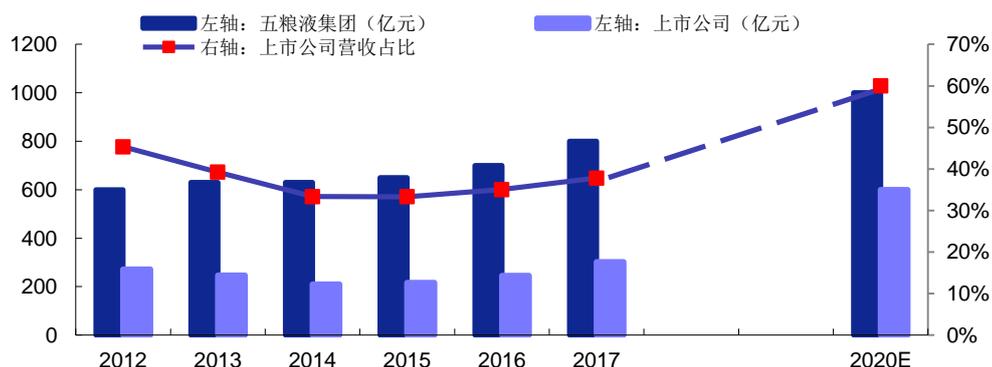


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

## 1.2、二次创业，改革攻坚，集团剑指千亿

改革紧锣密布，二次创业激发企业新活力。2017年3月李曙光上任五粮液集团董事长，开启公司二次创业之旅，从“百千万”工程，到“千百十”人才计划，再到五粮e店；从推动小商模式，到梳理产品结构，实行“1+3”高端产品战略，“4+4”系列酒品牌战略。2017年公司提出“2020年五粮液集团营收千亿，上市公司营收贡献超6成的目标”。自上而下深层次改革，期待公司业绩加速释放。

图3: 2012-2017年五粮液集团收入(亿元)



资料来源: 五粮液公司年报, 五粮液集团公告, 新时代证券研究所

图4: 五粮液“二次创业”的改革历程



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

### 1.2.1、混改落地，利益理顺，激活内生发展动力

2015 年公司启动宜宾五粮液股份有限公司第 1 期员工持股计划，2018 年 4 月定增落地，其中员工、经销商分别持股 2,373 万股和 1,941 万股。持股计划的实施，将员工利益与公司长远发展紧密结合，能够激发内部活力，提升业绩释放动力；经销商和公司利益互绑，使优秀经销商同时具备五粮液股东、经销商双重身份，能够提升经销商忠诚度，保持与公司步调高度一致性。

**表2：五粮液与老白干员工持股计划**

发行对象名称	认购数量（万股）	认购金额（万元）	发行后持股比例	备注
国泰君安资管计划	2,373	51,348	0.61%	员工持股计划
君享五粮液 1 号	1,941	42,012	0.50%	经销商持股计划
泰康资产管理有限责任公司	2,410	52,154	0.62%	
华安基金	925	20,009	0.24%	
凯联艾瑞	918	19,873	0.24%	
其他	1368	29602	0.35%	

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 1.2.2、“千百十”人才计划，构筑人才梯队

2017 年 8 月，公司出台“千百十”人才计划，计划培养和引进 10 名大师级高端人才，100 名创新型拔尖人才，内部培育 1000 名优秀骨干人才，并对其给予一定奖励。该计划对增加公司人才储备，构筑人才梯队，实现千亿目标打下人才基础。

**表3：五粮液“千百十”人才工程激励计划**

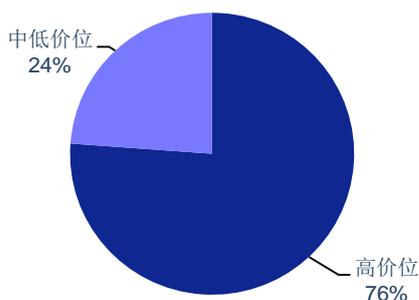
人才类型	级别	引进人才（万元）	在职人才（万元）
十人计划	-	200	200
百人计划	I	50	80
	II	40	50
	III	30	30
千人计划	I	15	15
	II	10	8
	III	8	3

资料来源：微酒传媒，新时代证券研究所

### 1.2.3、产品聚焦，“系列酒百亿”战略正式启程

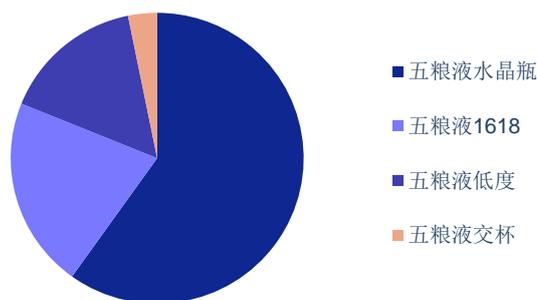
**（1）高端“1+3”产品矩阵：**“1”是核心产品 52 度新品五粮液（五粮液水晶瓶），2017 年在高端中占比 60% 左右；“3”是五粮液交杯、五粮液低度、五粮液 1618。2017 年五粮液高端白酒营收 214 亿元（+23%），酒类占比 76%。

图5: 五粮液产品结构



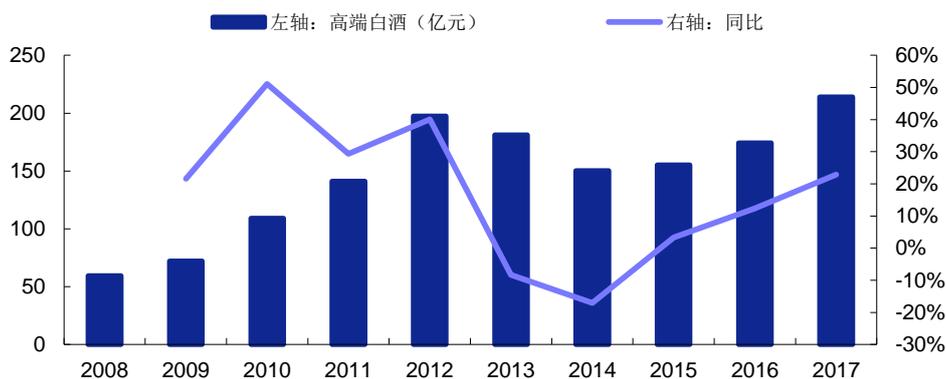
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图6: 五粮液高端产品结构



资料来源: 公司年报, 公司公告, 新时代证券研究所测算

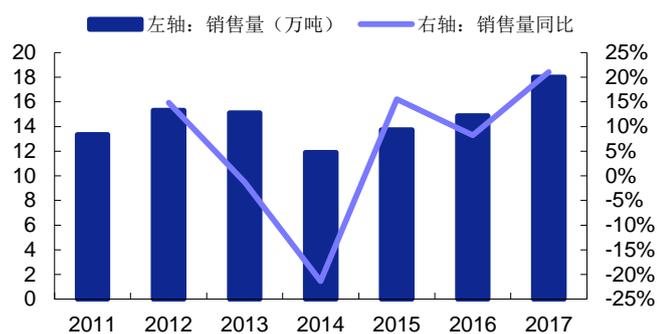
图7: 五粮液高价位白酒收入及其占比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

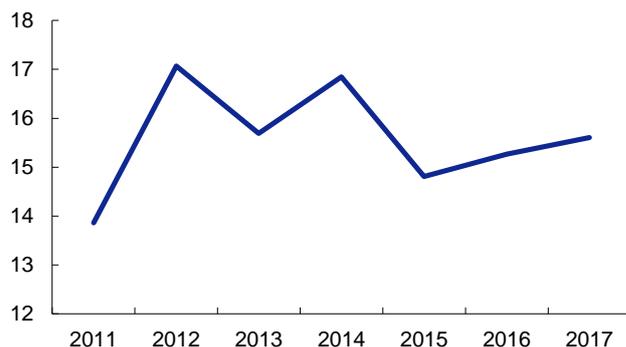
“1+3” 高端产品战略顺利实施, 销量企稳, 平均吨价上移。2017 年公司酒类销量继续攀升, 实现 18 万吨, 同比增长 21%。受益于高端提价, 2017 年平均吨价 15.6 万元, 较 2016 年上涨 0.3 万元。

图8: 五粮液销售量及其同比



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

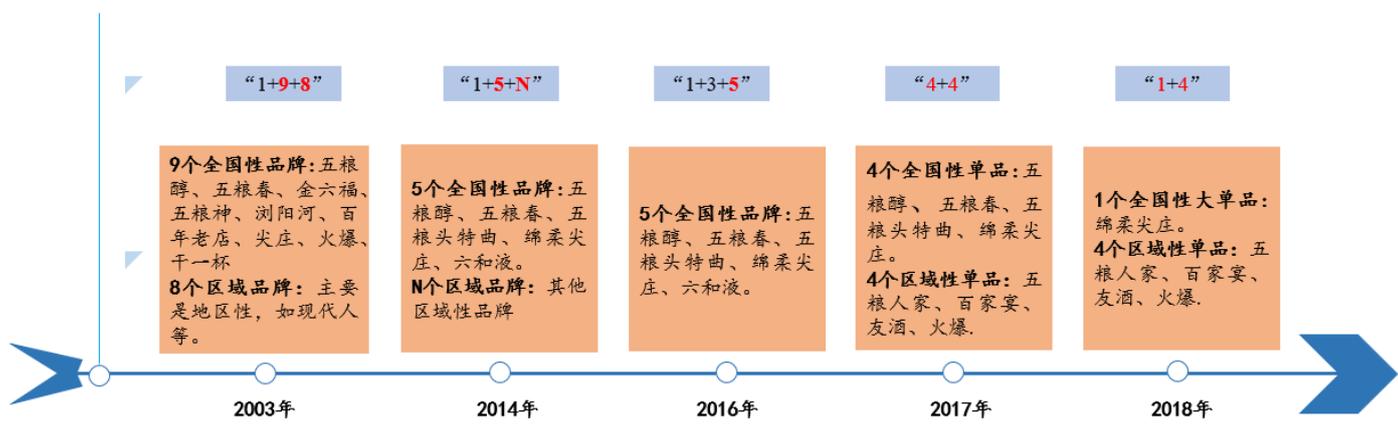
图9: 公司白酒吨价抬头向上



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

(2) 系列酒聚焦“1+4”品牌矩阵: 2017 年公司对系列酒进行梳理, 预计 2018 年将缩减到 40 个左右。系列酒品牌策略从“9+8”到“4+4”体现了公司聚焦大单品, 打造核心品牌。2018 年公司提出以绵柔尖庄为基础, 积极向五粮人家、百家宴、友酒、火爆品牌突破, 形成系列酒“1+4”品牌矩阵。2015 年 10 月成立五粮液系列酒公司, 2017 年实现 72.8 亿元销售收入, 同比+19.89pct, 完成销量 12.91 万吨, +15.24pct。2018 目标百亿, 2020 剑指 200 亿。

图10: 五粮液系列酒品牌战略梳理



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

表4: 五粮液核心自营产品线

产品系列	主要品牌	京东价格	终端形象	产品系列	主要品牌	京东价格	终端形象
五粮液	新品五粮液 52度	989		系列酒	五粮春 45度	199	
	五粮液 1618 52度	1088			五粮醇 50度	79	
	五粮液交杯 52度	980			五粮特曲 52度	339	
	五粮液低度 39度	699			五粮头曲 52度	128	
系列酒	五粮人家 52度	398		尖庄 52度	25		
	百家宴 52度	79					
	友酒 52度	468					
	火爆 52度	328					

资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

### 1.2.4、渠道下沉, 打造“百千万”工程

①扶持小商, 渠道扁平, 加强公司市场控制力: 2017年计划内减量25%, 通过减少大商计划内供应量, 增加小经销商数量, 优化经销商结构, 增强公司市场管控制力。行业周期底部时, 五粮液设立七大营销中心, 协同大商以稳定市场, 发货给大商, 并给予相应支持, 小商从大商拿货; 行业向上趋势确定后, 公司重新开始扶持小商, 推进扁平化渠道。

**表5: 普通小商模式、大商模式的区别**

模式	普通小商模式	大商模式
模式简介	经销商分销金额较小, 厂家主导营销环节, 经销商负责配送。	厂家主负责经销商进行接触, 经销商全权负责区域营工作。
经销商利润	终端由经销商运营, 毛利率相对较高。	大商分销能力强, 议价能力高, 渠道毛利率最高。
优势	有利于渠道下沉, 厂家议价能力强。	资金充足、渠道资源丰富, 能够迅速覆盖省级、市级市场, 忠诚度、营销能力强。
劣势	经销商忠诚度低, 资金压力大, 市场影响和营销能力弱。	厂家对终端掌控力弱, 缺乏渠道下沉动力。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所整理

②**设五品部, 协调七大营销中心, 推进渠道下沉, 强化市场管控。**2015年初, 五粮液将市场部转型重设“品牌管理事务部”, 协调华北、华东、华南、华中、西北、东北等七大区域营销中心, 兼品牌推广、市场营销双重职责和职权, 推进渠道下沉与精耕细作, 落地经销商责任区域的划分, 拉近与终端距离, 提升反应决策速度。

③**渠道持续下沉, “百千万”工程稳步推进。**2017年公司积极推进百城千县万店工作, 渠道进一步扁平化, 第一阶段已在全国46个重点城市建设了7000余家核心终端网点, 预计2018年将完成1200家专卖店建设、5000家社会终端改造、300家卖场专柜专属改造, 打造3000个品鉴基地。收入方面, 2018年公司目标收入350亿元以上, 其中华东地区100亿元; 截至2018年7月, 五粮液全国经销商超过1100家。

**图11: 五粮液全国经销商分布**

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

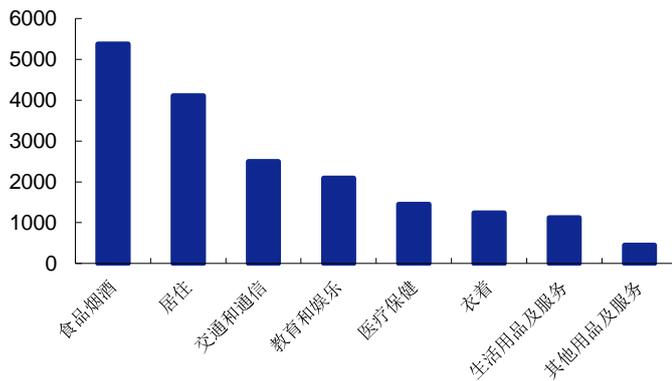
## 2、市场格局稳固, 五粮液持续受益

### 2.1、中产消费崛起, 支撑高端白酒市场扩容

**中产阶级崛起, 打开高端消费扩容:** 城乡居民收入人均增长7.4%, 世界上人口最多的中等收入群体。2017年消费对我国经济增长的贡献从54.9%上升至58.8%, 服务业比重从45.3%上升到51.6%, 成为经济增长的主动力。2017年人均食品烟酒消费支出5374亿元, 在支出占比29%, 位居第一。据CHFS数据, 中国中产阶层成年人口数量应该是2.04亿人, 跃居世界榜首。经济学人智库(EIU)测算, 2030年中国将呈现中产阶级社会特点, 中等收入人群占比达到四分之三, 成为消费的主

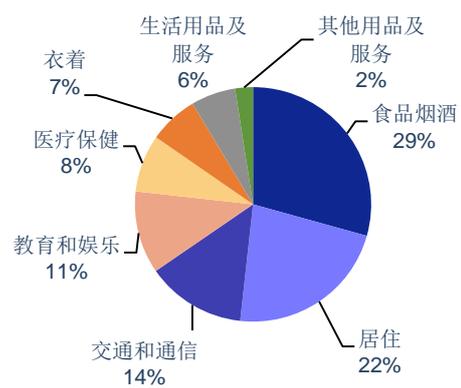
力军。

图12: 2017年全国人均消费支出(元)



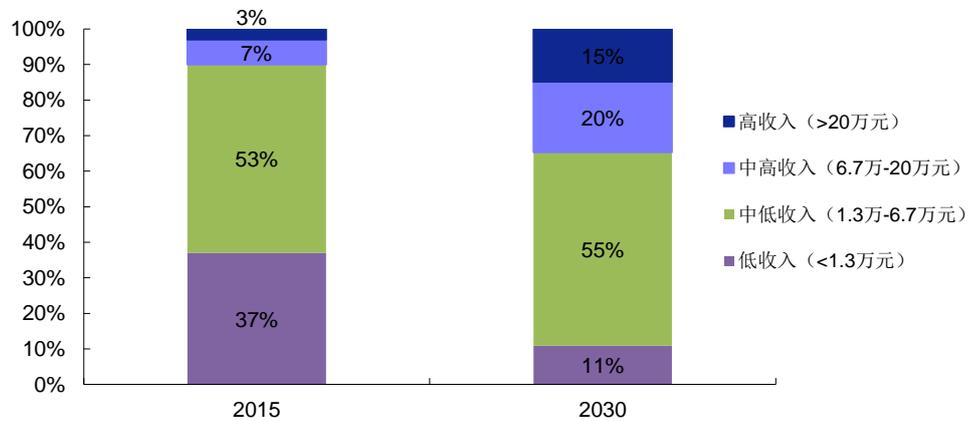
资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图13: 2017年全国人均消费支出占比



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

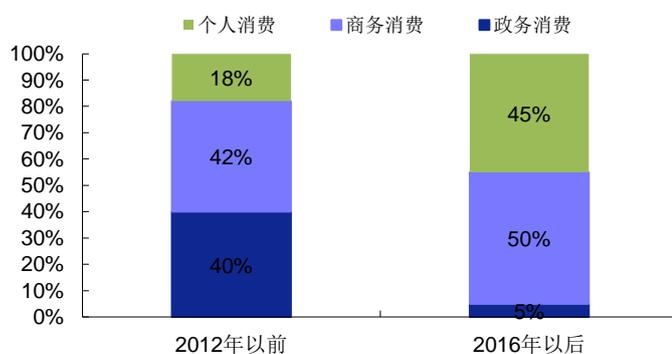
图14: 2030年中产阶级占比将大幅度提升



资料来源: 经济学人智库 (EIU), 新时代证券研究所 (注: 收入标准已扣除通胀影响)

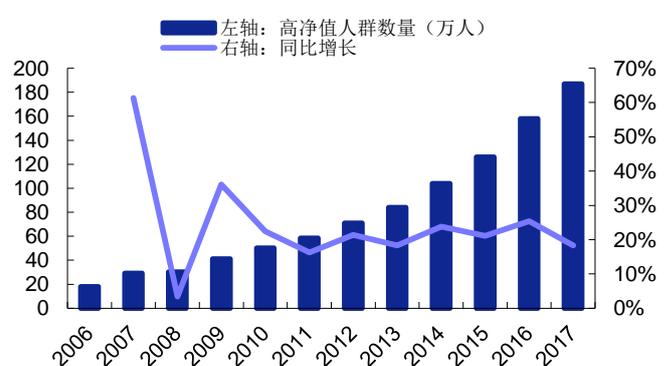
**民间消费崛起, 步入平稳发展新周期。**2012年以前, 中国高端白酒消费群体主要以商务和政务消费为主, 其中政务消费占比40%+, 2013年“三公消费”禁令后, 政务消费大幅度缩减, 高端白酒进入调整期。经过3年调整, 截至2016年, 中国高净值人士158万人(+25%), 高端个体成为消费主力军(45%), 高端白酒消费市场进入健康发展期。

图15: 高档白酒消费群体变化



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图16: 中国高净值人群数量(万人)

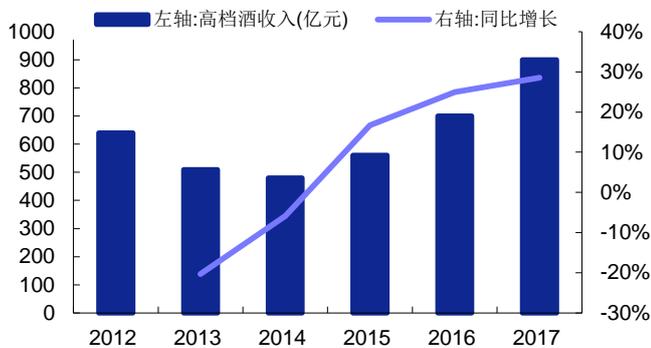


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

## 2.2、寡头市场品牌集中度高且加速集中趋势明显

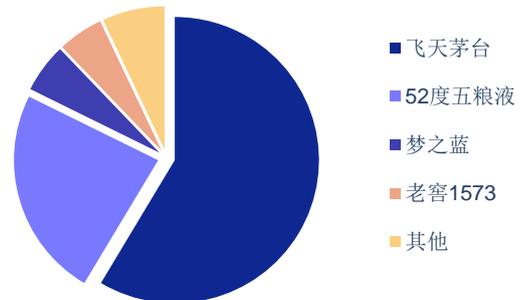
高端白酒市场入场券已基本发放完毕，市场已近千亿。高端白酒市场，品牌门槛高，市场竞争固化。2017年高端白酒900亿市场容量，其中龙头茅台市场份额59%，五粮液24%，高端酒CR4市场份额近94%。目前高端白酒动销良好，我们预测2018年市场规模有望突破千亿。

图17： 高端酒企收入及其同比



资料来源：Wind 资讯，白酒网，新时代证券研究所

图18： 高端白酒竞争格局

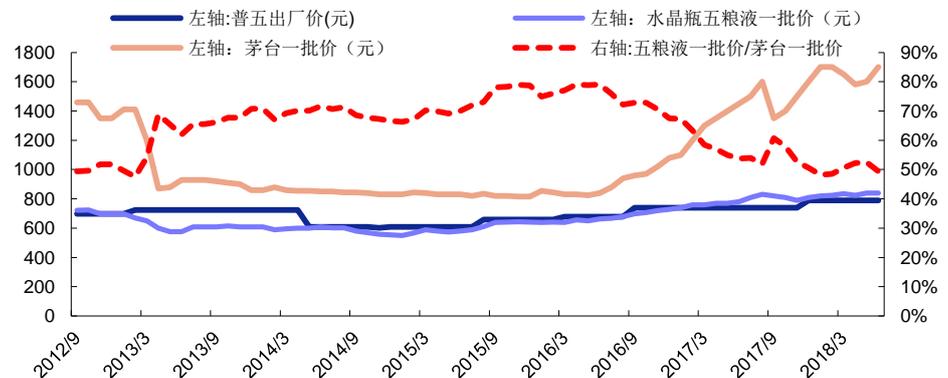


资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

## 2.3、茅台提价，拉升行业天花板

价位上移，高端供给面临短缺。2017年12月，茅台出厂价提价至969元，目前一批价已超过1700元。飞天茅台持续缺货，价位上移拉升行业价格天花板，囿于产能限制，供给严重小于市场需求，五粮液补位替代优势明显。

图19： 飞天茅台价格拉升，五粮液补位替代优势明显



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所整理

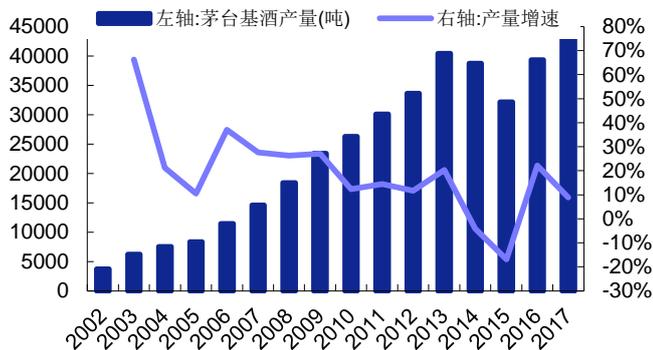
### 原因如下：

**(1) 供给端：**根据贵州茅台2013-2017年的基酒产量，按85%的出酒率和五年陈酿期，我们预测2018-2022年可供销售茅台成品酒分别是34353吨、38541吨、31966吨、33416吨和36404吨。2015年的基酒同比减量17%，对应2020年的可供销售成品酒只有31996吨，存在明显的供给缺口。

**(2) 需求端：**2017年茅台实际销量3万吨，按照高净值人士数量年复合增长20%左右，我们估计茅台需求量增速10%-15%，2020年茅台酒实际需求将达到45626吨，缺口将近14000吨。

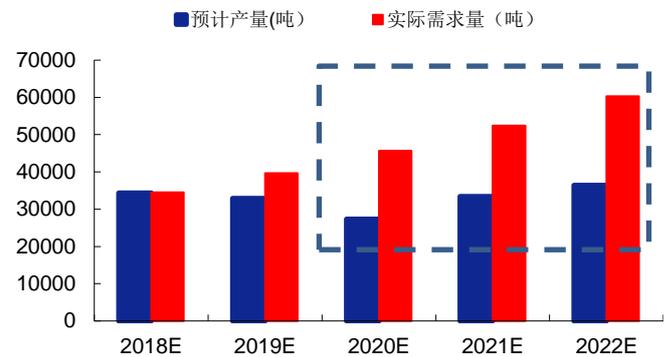
**(3) 高端白酒供给缺口估计:** 未来五年茅台酒缺口在 6 万吨, 我们认为同为高端白酒, 五粮液将顺势补位, 尽享茅台红利。

图20: 茅台酒基酒产量(吨)



资料来源: 贵州茅台公司年报, 新时代证券研究所

图21: 茅台即将进入供应短缺期



资料来源: 贵州茅台公司年报, 新时代证券研究所测算

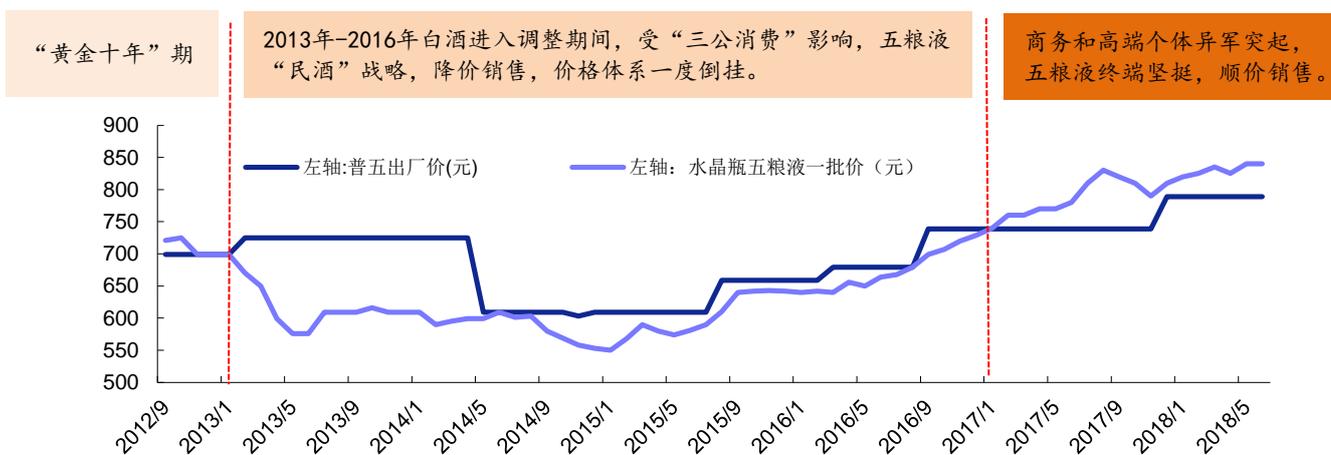
### 3、2017 年量价齐增，盈利能力触底反弹

#### 3.1、顺价销售，经销商毛利增厚

计划内外歧视出厂构成间接提价，2018 年量价齐升基础犹在。2017 年五粮液采取控量保价的模式，进一步理顺价格体系，2 月份公司对大商砍量，渠道得到进一步控制，终端价格坚挺。6 月份公司暂停发货，消化库存，目前一批价提升至 830。出厂价方面：2018 年公司执行计划内/外 739 元/839 元一比一供货，平均出厂价 789 元，实现间接提价。

市场终端动销良好+顺价销售，经销商毛利增厚。2017 年公司对五粮液控量挺价效果显著，目前终端动销良好，一批价上移，渠道毛利率增厚，经销商信心十足。定增后，经销商持股，分享公司发展红利，厂商联盟更加牢固，期待公司业绩加速释放。

图22: 五粮液顺价销售增强经销商信心



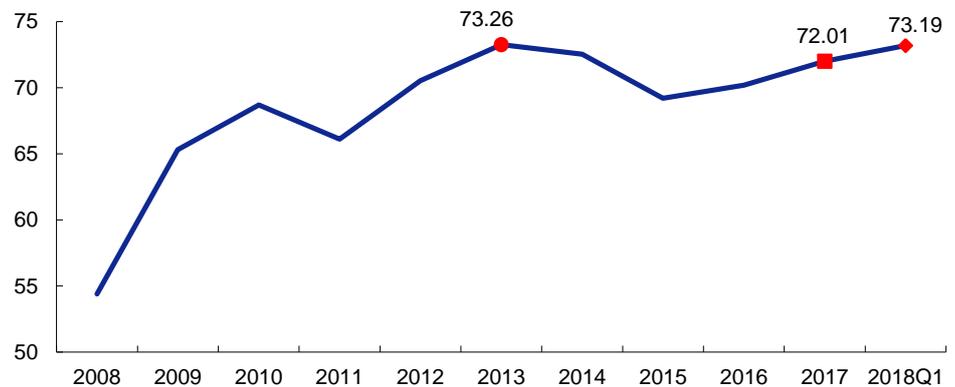
资料来源: wind 资讯, 新时代证券研究所

#### 3.2、消费税阵痛结束，期待公司盈利能力提高

价位提档，公司毛利率有望突破最高点。消费升级带动价位提档，推动毛利率

上移，2017 年公司毛利率 72%，较 2016 年提高 1.8pct，几乎接近 2013 年毛利率峰值（73.26%），2018Q1 毛利率 73.2%，较 2017Q1 上涨 2.7pct。

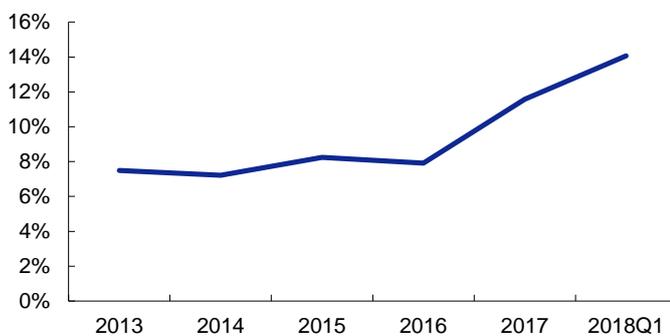
图23: 五粮液毛利率持续提高（%）



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

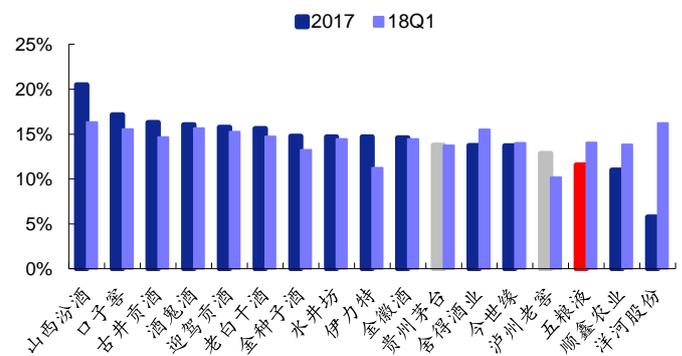
**消费税调整结束，两费走低吸收消费税影响。**2017 年公司消费税税基提高，税金及附加/销售收入占比 12%，较 2016 年上涨 4pct。对标贵州茅台和泸州老窖，目前公司消费税已调整到位。由于内部治理提升、规模效应显现，2017 年销售费用率/管理费用率 12.0%/7.5%，较 2016 年分别下降 7.1pct/1.2pct；两费走低吸收消费税不良影响，带动盈利能力提高，净利率 33.4%，较 2016 年上涨 4.7pct；2018Q1 净利率 37.5%，较同期上涨 0.7pct。我们认为 2018 年消费税影响将逐步被消化，期待盈利能力继续提高。

图24: 2013 年来公司税金及附加/营业收入占比



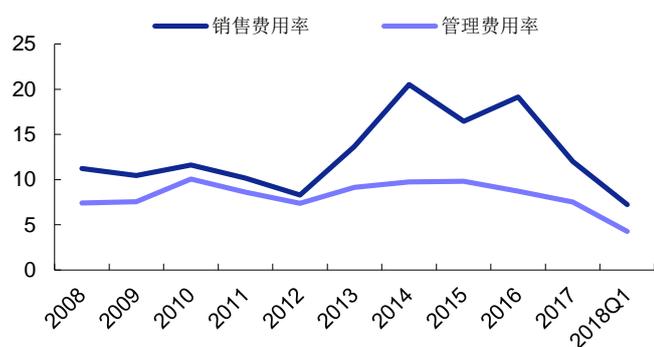
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图25: 白酒行业税金及附加/营业收入



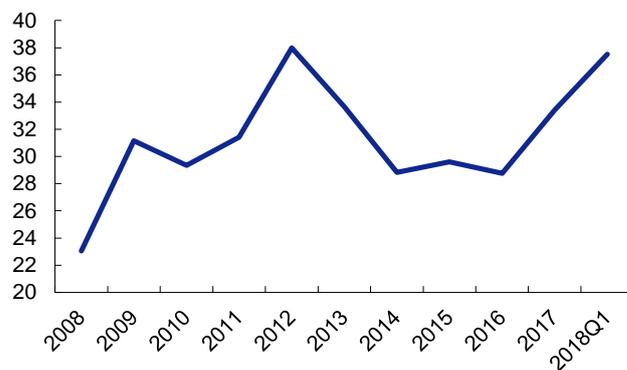
资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图26: 五粮液两费走低



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图27: 2008年以来五粮液净利率



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

#### 4、盈利预测

我们预计 2018-2019 年收入分别为 399 亿/498 亿, 同比 32%/25%, EPS 分别为 3.41 元/4.44 元, 同比 37%/30%, 对应 PE 21/16 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

表6: 可比公司估值

档次	简称	市值 (亿元)	收入增速 (%) 2018E	利润增速 (%)		PE	
				2018E	2019E	2018E	19E
高端	*贵州茅台	9384	28.0	34.2	22.7	26	21
	五粮液	2940	32.2	36.9	30.1	21	16
	*泸州老窖	886	26.0	38.8	28.9	25	19
次高端	洋河股份	2050	23.8	28.4	23.4	24	20
	山西汾酒	554	46.9	65.6	38.9	35	25
	*水井坊	274	52.8	94.4	50.3	42	28
	舍得酒业	120	47.0	186.6	63.7	29	18
中高端	古井贡酒	442	24.1	49.8	32.3	29	22
	口子窖	382	23.3	31.3	23.9	26	21
	今世缘	282	25.1	29.4	24.6	24	20
	顺鑫农业	243	6.0	112.9	38.1	26	19
	*迎驾贡酒	149	10.2	11.1	13.0	20	18
	*老白干酒	138	53.3	146.4	39.9	34	24

资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所 (注: 加\*为 Wind 一致预期)

## 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
<b>流动资产</b>	54505	63280	75221	88957	109713	<b>营业收入</b>	<b>24544</b>	<b>30187</b>	<b>39917</b>	<b>49818</b>	<b>59617</b>
现金	34666	40592	43975	49834	52157	营业成本	7314	8450	10585	12953	14952
应收账款	108	110	178	181	248	营业税金及附加	1941	3495	4621	5767	6902
其他应收款	19	21	32	34	45	营业费用	4695	3625	4834	5256	5962
预付账款	272	198	423	352	576	管理费用	2144	2269	2943	3512	3994
存货	<b>9257</b>	<b>10558</b>	<b>11727</b>	<b>12944</b>	<b>13059</b>	财务费用	-766	-891	-1083	-1108	-1108
其他流动资产	10183	11801	18886	25612	43628	资产减值损失	12	6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7670	7643	9517	11224	12656	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	795	863	960	1061	1162	投资净收益	33	68	38	43	46
固定资产	5431	5293	7051	8640	9931	<b>营业利润</b>	<b>9237</b>	<b>13375</b>	<b>18124</b>	<b>23551</b>	<b>29031</b>
无形资产	402	399	409	421	413	营业外收入	<b>119</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
其他非流动资产	<b>1041</b>	<b>1088</b>	<b>1097</b>	<b>1102</b>	<b>1149</b>	营业外支出	19	28	37	27	28
<b>资产总计</b>	<b>62174</b>	<b>70923</b>	<b>84738</b>	<b>100182</b>	<b>122368</b>	<b>利润总额</b>	<b>9337</b>	<b>13392</b>	<b>18133</b>	<b>23569</b>	<b>29049</b>
<b>流动负债</b>	13688	15968	20860	21873	25847	所得税	<b>2281</b>	<b>3306</b>	<b>4360</b>	<b>5645</b>	<b>7052</b>
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>7057</b>	<b>10086</b>	<b>13773</b>	<b>17924</b>	<b>21997</b>
应付账款	2171	3138	3513	4625	4769	少数股东损益	<b>272</b>	<b>412</b>	<b>526</b>	<b>691</b>	<b>859</b>
其他流动负债	<b>11517</b>	<b>12830</b>	<b>17347</b>	<b>17248</b>	<b>21078</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6785</b>	<b>9674</b>	<b>13246</b>	<b>17233</b>	<b>21138</b>
<b>非流动负债</b>	281	280	280	280	280	EBITDA	<b>8871</b>	<b>12724</b>	<b>17509</b>	<b>23021</b>	<b>28528</b>
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.75	2.49	3.41	4.44	5.45
其他非流动负债	<b>281</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>280</b>	<b>280</b>						
<b>负债合计</b>	<b>13969</b>	<b>16248</b>	<b>21140</b>	<b>22153</b>	<b>26128</b>						
少数股东权益	1129	1340	1867	2558	3417	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	3796	3796	3882	3882	3882	<b>成长能力</b>					
资本公积	953	953	953	953	953	营业收入(%)	13.3	23.0	32.2	24.8	19.7
留存收益	42328	48585	55830	64885	75980	营业利润(%)	12.0	44.8	35.5	29.9	23.3
归属母公司股东权益	47077	53334	61731	75471	92824	归属于母公司净利润(%)	9.9	42.6	36.9	30.1	22.7
<b>负债和股东权益</b>	<b>62174</b>	<b>70923</b>	<b>84738</b>	<b>100182</b>	<b>122368</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	70.2	72.0	73.5	74.0	74.9
						净利率(%)	27.6	32.0	33.2	34.6	35.5
						ROE(%)	14.6	18.4	21.7	23.0	22.9
						ROIC(%)	13.2	17.1	20.7	22.2	22.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	22.5	22.9	24.9	22.1	21.4
						净负债比率(%)	-71.9	(74.2)	(69.1)	(63.9)	-54.2
						流动比率	4.0	4.0	3.6	4.1	4.2
						速动比率	3.3	3.3	3.0	3.5	3.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	228.7	277.9	277.9	277.9	277.9
						应付账款周转率	4.5	3.2	3.2	3.2	3.2
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.75	2.49	3.41	4.44	5.45
						每股经营现金流(最新摊薄)	2.82	2.33	2.48	2.77	1.91
						每股净资产(最新摊薄)	12.13	13.74	15.90	19.44	23.91
						<b>估值比率</b>					
						P/E	41.24	28.92	21.12	16.24	13.24
						P/B	5.94	5.25	4.53	3.71	3.01
						EV/EBITDA	27.79	18.9	13.6	10.1	8.1

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	11697	9766	9630	10767	7395
净利润	7057	10086	13773	17924	21997
折旧摊销	573	550	645	859	1009
财务费用	-766	-891	-1083	-1108	-1108
投资损失	-33	-68	-38	-43	-46
营运资金变动	4070	-742	-3666	-6865	-14457
其他经营现金流	795	830	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-161	-201	-2481	-2523	-2395
资本支出	<b>307</b>	<b>216</b>	<b>1776</b>	<b>1606</b>	<b>1331</b>
长期投资	100	0	-97	-109	-101
其他投资现金流	246	15	-802	-1026	-1165
<b>筹资活动现金流</b>	-3194	-3639	-3766	-2386	-2677
短期借款	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	86	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-3194</b>	<b>-3639</b>	<b>-3852</b>	<b>-2386</b>	<b>-2677</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>8342</b>	<b>5926</b>	<b>3383</b>	<b>5859</b>	<b>2323</b>

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	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/>