

五粮液（000858.SZ）深度研究系列之三

管理层动力充足，行业增量背景下改革成功概率高

核心观点：

- **高端酒维持高景气度，增量背景下改革成功概率高。**我们认为未来行业背景利于五粮液推进改革：（1）我们预计高端酒行业未来5年需求CAGR为15%+，销量有望从2019年的6.85万吨扩容至2024年的10万吨+。（2）茅台产能有限，2024年成品酒能释放约4.5-5万吨，溢出需求首先被五粮液承接，5年后五粮液销量有望达到3.7万吨左右。
- **白酒产业利税贡献大，四川省加大对川酒龙头重视。**白酒产业是四川省优势产业，川酒2019年利润总额占四川省规模以上工业企业约16%，利税贡献大。四川省政府对白酒产业重视度提升，除政策支持外，自2017年起陆续派出干部入驻五粮液是一个侧面例证。近几年在茅台带动下酱香热推动黔酒迅速崛起，对四川省白酒产业形成较大威胁，我们预计四川省政府未来会不断加大对川酒龙头的重视。
- **五粮液新任管理层追赶动力足，国企改革有望更进一步。**五粮液董事会由省政府派出干部主导，空降高管能够更好的贯彻省政府意图。前有茅台的遥遥领先，后有国窖、青花郎的追赶，新任管理层改革驱动力充足。公司管理层改革思路清晰、不断向业内优秀同行吸取经验，自19年推动改革一年来收效显著。2015年公司曾推出过员工持股计划，但新任管理层目前尚缺乏激励机制，在行业内汾酒的国企改革示范效应下，我们认为公司有望借鉴汾酒，进一步完善激励机制。
- 我们预计20-22年公司收入分别为562.93/665.54/770.96亿元，同比增长12.32%/18.23%/15.84%，归母净利润分别为200.54/244.27/295.24亿元，同比增长15.24%/21.80%/20.87%，EPS分别为5.17/6.29/7.61元/股，按最新收盘价对应PE为31/25/21倍。参照可比公司估值，给予20年35倍PE，合理价格181元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**食品安全风险，行业竞争加剧，宏观经济放缓幅度超预期。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	40,030	50,118	56,293	66,554	77,096
增长率（%）	32.6	25.2	12.3	18.2	15.8
EBITDA（百万元）	17,995	23,054	21,708	25,079	32,759
归母净利润（百万元）	13,384	17,402	20,054	24,427	29,524
增长率（%）	38.4	30.0	15.2	21.8	20.9
EPS（元/股）	3.45	4.48	5.17	6.29	7.61
市盈率（P/E）	14.76	29.67	30.99	25.44	21.05
市净率（P/B）	3.11	6.95	6.59	5.23	4.19
EV/EBITDA	8.25	19.65	25.25	21.03	15.42

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

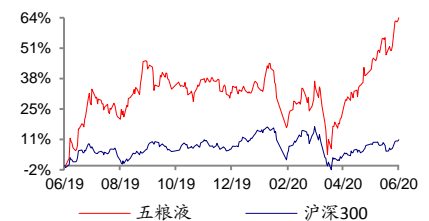
买入

当前价格	160.09 元
合理价值	181 元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-07

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	3881/3795
总市值/流通市值（百万元）	621406/607662
一年内最高/最低（元）	160/97
30 日日均成交量/成交额（百万）	21/3160
近3个月/6个月涨跌幅（%）	20/24

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：

王文丹



SAC 执证号：S0260516110001

SFC CE No. BGA506



010-59136617



wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

五粮液深度研究系列之二：未来五年高端白酒扩容，五粮液

和泸州老窖受益

五粮液深度研究系列之一：渠道和产品体系大变革，推动公

司品牌力回升

联系人：袁少州 010-59136617

目录索引

一、高端酒维持高景气，增量背景下五粮液改革成功概率高	5
二、白酒对四川省利税贡献大，省政府对川酒龙头重视程度不断提升	6
三、五粮液新任管理层追赶动力足，国企改革有望更进一步	11
（一）新任管理层均出身政界，空降干部更加有利于推动持续改革	11
（二）在山西汾酒国改示范效应下，五粮液改革有望更进一步	13
四、投资建议和盈利预测	17
五、风险提示	19

图表索引

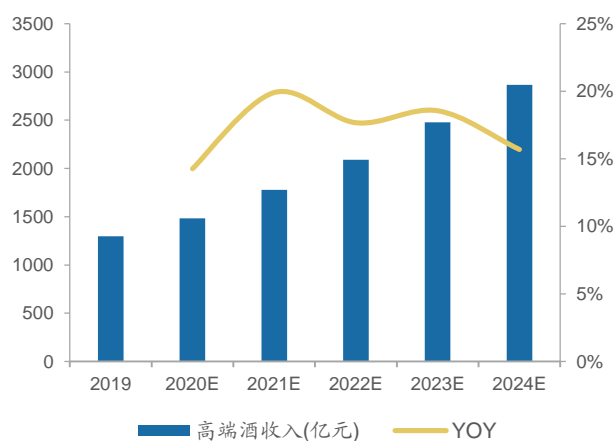
图 1: 预计高端酒行业需求 20-24 年 CAGR 为 15%.....	5
图 2: 茅台产能受限, 预计 2024 年销量约 4.5-5 万吨, 约占比行业一半左右	5
图 3: 19 年五粮液改革一年来批价顺利提升 100 (元/瓶) 左右, 目前站稳 900 (元/瓶) 以上	6
图 4: 川酒占整个白酒行业收入 47%	7
图 5: 川酒占整个白酒行业利润总额 31%	7
图 6: 食品饮料业是四川五大支柱产业之一, GDP 贡献 10%左右	7
图 7: 川酒产业利润总额占四川全省规上工业企业 16%	7
图 8: 川酒、黔酒收入总额及增速, 黔酒快于川酒	9
图 9: 川酒、黔酒利润总额及增速, 黔酒规模大于川酒	9
图 10: 白酒行业已经进入 10%以内中低速增长期	10
图 11: 五粮液在 2013 年被茅台超过后差距越来越大	13
图 12: 国窖和青花郎近几年收入 (亿元) 增长迅速	13
图 13: 山西汾酒 17-19 年营收与归母净利润分别翻 1.97、2.05 倍	14
图 14: 山西汾酒 17 年 1 月-20 年 5 月涨幅达 328.90%, 年化收益率达 47.23%, 在同期白酒股中排名第一	14
图 15: 山西汾酒省外收入 (亿元) 占比不断提升, 17-19 年省外收入翻倍	14
图 16: 汾酒经销商数量 (个) 17-19 年 3 年翻 2.5 倍	14
图 17: 经济增速放缓, 煤炭价格一路走低	15
图 18: 山西省对煤炭经济依赖较重	15
图 19: 五粮液近几年经销商数量不断增加	16
图 20: 五粮液近几年销售人员数量不断增加	16
图 21: 五粮液管理层合计持股市值 (万元) 远低于汾酒	17
图 22: 五粮液管理层现金激励 (万元) 远低于汾酒 (以管理层中薪资最高者对比)	17
图 23: 从各方面来看, 五粮液本轮改革持续性强, 将不断释放红利	18
表 1: 茅台 18 年、19 年、20Q1 分别取缔 437、137、29 家茅台酒经销商	6
表 2: “川酒振兴”已被纳入省政府“治蜀兴川”的要务之一	7
表 3: 贵州省酱香酒企业均在扩产, 吸引业外资本入局	9
表 4: 贵州省酱香酒公司近几年收入保持远高于行业平均水平的高速增长	9
表 5: 河南、山东及广东等白酒消费大省均出现酱香酒热	10
表 6: 贵州省派出干部基本已经完全掌握茅台集团管理和经营工作, 并且由省政府层面面向全国推介黔酒	11
表 7: 五粮液董事会除了独董外五席中省里干部占据三席, 宜宾市占一席	12
表 8: 五粮液面临的问题和解决思路相对比较明确, 管理层只需要有学习意愿并加强执行即可	12
表 9: 五粮液历史上也多次提及过改革, 但是效果不明显或持续性不足	13

表 10: 山西汾酒 2017-2019 制定“军令状”，19-21 年制定限制性股票激励计划..	14
表 11: 山西汾酒 17 年开启国企改革，并不断深化	15
表 12: 从地方政府意愿、管理层驱动力上来看，五粮液并不弱于汾酒	16
表 13: 五粮液曾在 2015 年推出过定增，引入管理层和经销商持股.....	17
表 14: 可比公司估值.....	18

一、高端酒维持高景气，增量背景下五粮液改革成功概率高

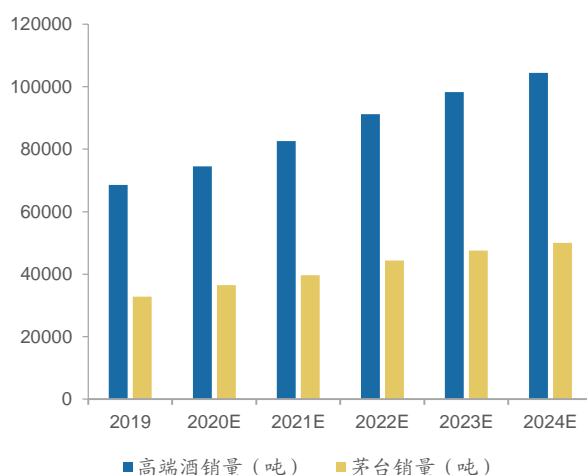
高端白酒行业处在高景气度之中，茅台产能受限、五粮液增长确定性高。根据我们前期发布的深度报告，我们认为未来5年高端酒行业仍旧会处于高景气度之中（详见2020年3月29日发布的《未来五年高端白酒扩容，五粮液和泸州老窖受益》报告），预计未来5年高端白酒需求CAGR至少为15%以上，其中价为7-8%、量为8%+，将从2019年的6.85万吨扩容至2024年的10.45万吨。由于茅台的产能受限，至2024年只能释放出约4.5-5万吨销量，约占比行业销量一半。溢出的需求首先被五粮液承接，因此，预计五粮液未来5年增长的确定性较高。根据我们前期深度报告中的推算，若五粮液改革措施如期推进，按照量价贡献程度相近推算，5年后销量有望达到3.7万吨左右（CAGR为8%+）。

图1：预计高端酒行业需求20-24年CAGR为15%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：茅台产能受限，预计2024年销量约4.5-5万吨，约占比行业一半左右

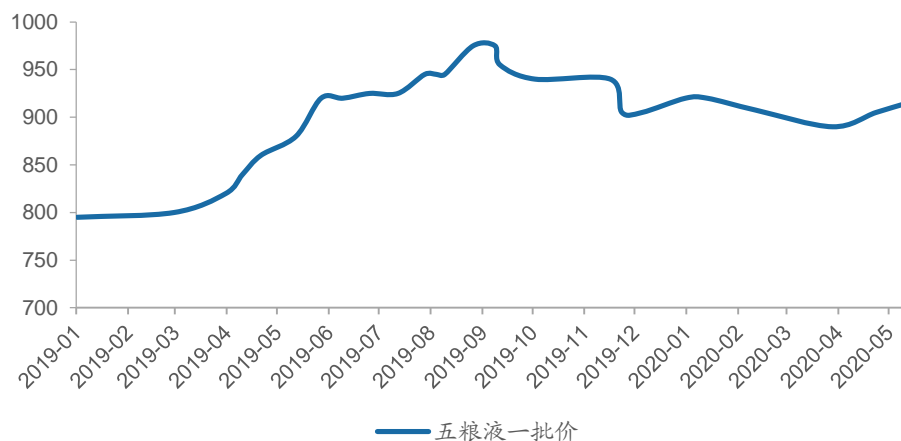


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

行业高景气、茅台产能有限、削减经销商均有利于五粮液，自19年开启改革一年来成效显著。五粮液自19年推动一系列产品和渠道改革，一年以来改革效果基本符合预期，批价已经坚挺在900元以上，较改革之前上升100元左右。一定程度上是在行业高景气度、竞争对手产能有限、公司自身产能能够支持放量的大背景下开展的，在这种环境下本身就给了五粮液管理层很大的操作空间。展望未来五年，大的背景并未发生明显的改变，行业高景气度持续，茅台产能仍旧有限，五粮液自身产能并未有较大约束，我们认为公司在增量背景下推进改革成功概率较大。另外，茅台近两年不断在削减社会经销商，使得经销商群体目前对五粮液的配额格外珍惜，且茅台也让出了部分优质经销商，在一定程度上有利于五粮液未来的渠道开拓，且五粮

液未来也会持续新增专卖店，据公司2019年经销商大会，未来2-3年计划新增400家专卖店。

图 3: 19年五粮液改革一年来批价顺利提升100（元/瓶）左右，目前站稳900（元/瓶）以上



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表1: 茅台18年、19年、20Q1分别取缔437、137、29家茅台酒经销商

	2018 年	2019 年	20Q1	合计
期末经销商数量 (家)	2987	2377	2061	-
期内减少经销商数量 (家)	607	640	316	1563
茅台酒经销商数量减少 (家)	437	137	29	603
酱香系列酒经销商数量减少 (家)	170	503	287	960

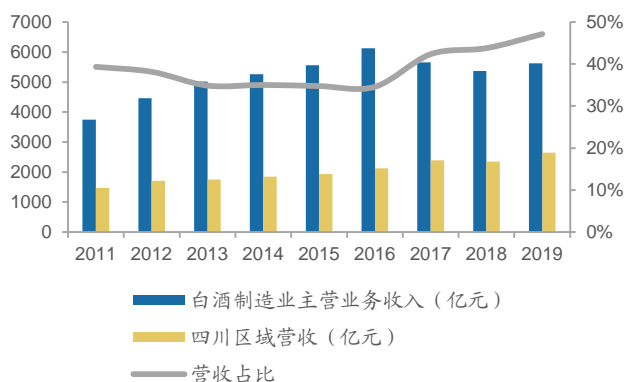
数据来源: 贵州茅台年报, 广发证券发展研究中心

二、白酒对四川省利税贡献大，省政府对川酒龙头重视程度不断提升

白酒产业对四川省利税贡献大，省政府对川酒龙头重视度提升。食品饮料产业是四川省优势产业，具有良好的资源禀赋，川酒、川调享誉全国。2019年，白酒制造业营收5621亿，川酒占比47%，利润总额1432亿，川酒占比31%。食品饮料制造业作为四川五大支柱产业之一，年GDP贡献在10%左右（四川省五大支柱产业分别为电子信息产业、食品饮料产业、装备制造产业、能源化工产业、先进材料产业）。其中白酒产业利润率高，税收贡献大，2019年四川省白酒行业实现利润总额占比四川全省规模以上工业企业约16%，相较于其他产业来说，白酒产业的重要性不言而喻。自白酒行业复苏以来，四川省也推进多项政策以支持川酒振兴战略的实施，五粮液

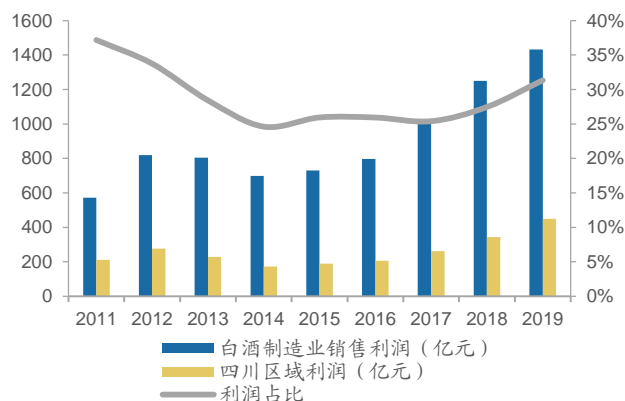
作为宜宾市国资委控股企业，过去一直是由宜宾市派出干部管理，但自2017年起，四川省政府开始陆续派出省里干部入驻五粮液，也从侧面说明了对四川省对白酒产业的重视度提升。

图4：川酒占整个白酒行业收入47%



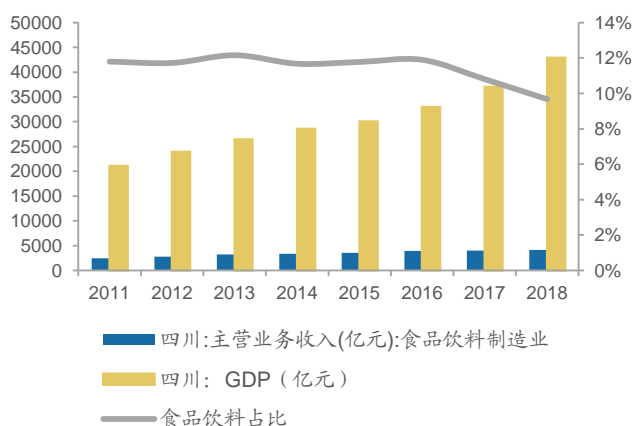
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图5：川酒占整个白酒行业利润总额31%



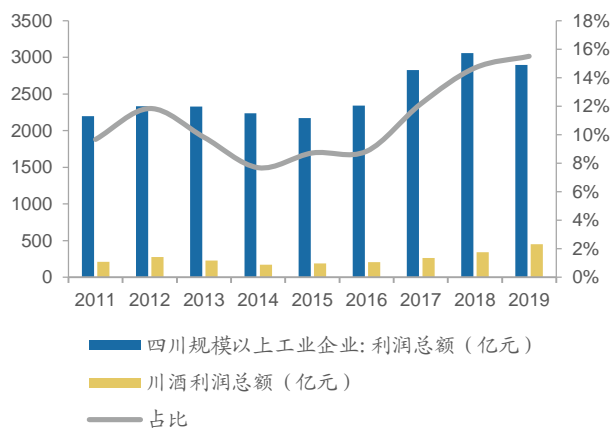
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图6：食品饮料业是四川五大支柱产业之一，GDP贡献10%左右



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图7：川酒产业利润总额占四川全省规上工业企业16%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表2：“川酒振兴”已被纳入省政府“治蜀兴川”的要务之一

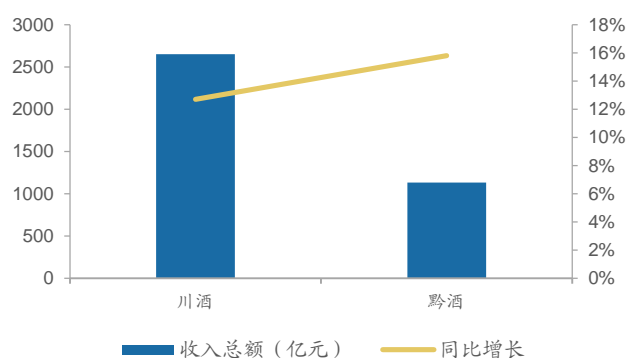
时间	四川省政府多次出台白酒产业扶持政策
2017	<p>1.四川出台政策推进白酒产业转型升级,鼓励川酒并购重组,对辖区内白酒企业下发《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》，支持国有企业参与川酒企业培育和组建大集团</p> <p>2.将经信委副主任李曙光调任五粮液集团董事长一职，开启五粮液史上最大规模改革</p>

2018	1.四川省政府于7月末发布的关于《四川省推进产业金融体系建设的意见（征求意见稿）》提出，川南经济区需引导金融资源重点支持建设世界级白酒产业集群 2.四川泸州市千亿白酒产业计划将正式实施 3.省委省政府高度重视白酒产业发展，从政策、资金、品牌及市场多方发力，实施“川酒振兴”计划，将优质白酒作为聚焦五大支柱产业的16个重点领域之一
2019	1.《关于推进“5+1”产业金融体系建设的意见》：四川省提出构建以电子信息、装备制造、食品饮料、先进材料、能源化工和数字经济为主要内容的“5+1”现代产业体系。此次推动构建与之相适应的产业金融体系，意在促进产业与金融相互融合、互动发展、共创价值，提高金融服务实体经济的能力 2.蒋文格履新五粮液集团公司党委委员、副总经理、董事，五粮液股份公司党委委员；蒋文格曾就任四川省发改委农业经济处处长，四川省以工代赈办公室副主任、一级调研员
2020	1.四川省经济和信息化厅官网上公布了《优质白酒产业2020年重点任务》，从抓好产业政策引导、推动重大项目建设、支持企业做大做强、提升川酒质量效益、抓好重要活动举办、整顿规范市场行为、推进产业融合发展七个方面对2020年四川白酒产业的重点任务进行了梳理、明确

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

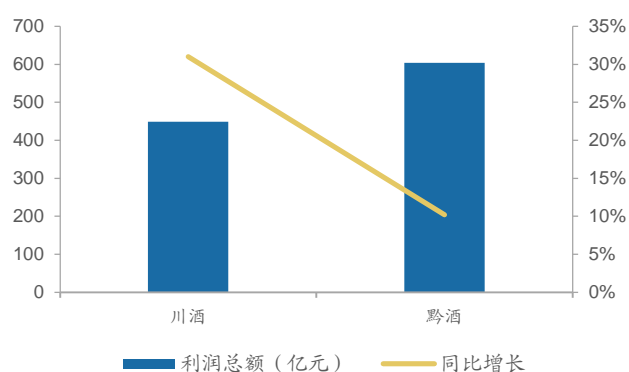
在茅台带动下白酒行业兴起酱香热，黔酒迅速崛起对川酒形成较大威胁。近年来同为西部省份的贵州白酒产业发展迅速，尤其在茅台的带动下酱香酒似乎出现流行的趋势，对川酒造成极大的威胁。且不仅仅是茅台的系列酒，贵州省多数酱酒企业收入增长都较快，远超白酒行业增速水平。从供给端看，多数贵州省酱香酒企均开启了扩产计划，也有业外资本不断入局。从需求端来看，根据微酒等媒体调研显示，在山东、河南、广东等白酒消费大省酱香酒消费的习惯逐渐起势，一方面是茅台热带动酱香热；一方面酱香酒产品体量小，价格不透明，渠道利差大，经销商推广动力足；另外酱香酒在三大主流香型中工艺流程耗时最长且具有储存越久酒质越好的特性，部分消费者形成“酱香酒工艺复杂因此比其他香型酒质更高”的认知。根据目前我们掌握的信息还难以确定酱香酒热潮到底是一个能够持续的大趋势，还是短期的潮流，但是自建国以来，流行香型确实出现过变更，从最早的清香型到浓香型，再到目前的酱香型迅速崛起。但如果只是从未来5年维度来看，“酱香热”对以浓香为主的四川来说，形成了不小的威胁。

图8: 川酒、黔酒收入总额及增速, 黔酒快于川酒



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图9: 川酒、黔酒利润总额及增速, 黔酒规模大于川酒



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表3: 贵州省酱香酒企业均在扩产, 吸引业外资本入局

公司	项目名称
贵州安酒股份有限公司	“安酒赤水酒谷”总投资超过 50 亿, 项目占地 1500 亩, 建成后将实现年产 2 万吨大曲酱香制酒, 6 万吨制曲, 10 万吨陶坛储酒的综合体量。
贵州珍酒酿酒有限公司	贵州珍酒新增 2200 吨大曲酱香型白酒技改及配套工程
贵州茅台酒厂(集团)习酒有限责任公司	“十三五”中华片区茅台酒技改工程及其配套设施项目
贵州茅台酒股份有限公司	年产 6500 吨酱香白酒技改扩建工程
贵州国台酒业股份有限公司	新增年产 8000 吨酱香型白酒技改项目
劲牌茅台镇酒业有限公司	酱香白酒生产二期等
贵州贵酒集团有限公司	年产 5000 吨酱香白酒技改项目续建部分
贵州省习水县小糊涂仙酒业有限公司	二期 10000 吨人民小酒扩建及配套设施建设项目
贵州岩博酒业有限公司	单粮多改粮技改项目
贵州毕节酒厂有限公司	技改项目二期工程
贵州金沙安底斗酒酒业有限公司	技改扩能项目
贵州湄窖酒业有限公司	年产 5000 吨生产线技改项目
贵州鸭溪酒业有限公司	生态工业循环园项目
贵州都匀酒厂有限责任公司	酒厂迁建项目
贵州凯缘春酒业有限公司	工艺技术改造扩建项目

数据来源: 搜狐网等, 广发证券发展研究中心

表4: 贵州省酱香酒公司近几年收入保持远高于行业平均水平的高速增长

	2018 年收入 (亿元)	YOY	2019 年收入 (亿元)	YOY
国台酒	11.77	83%	18.88	60.46%
珍酒	8	90%	13.36	67%
习酒	56	80.58%	80	40.69%
钓鱼台酒	8	100%	11	37.5%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

金沙酒	5.76	280%	15.26	165%
-----	------	------	-------	------

数据来源：搜狐等媒体，广发证券发展研究中心

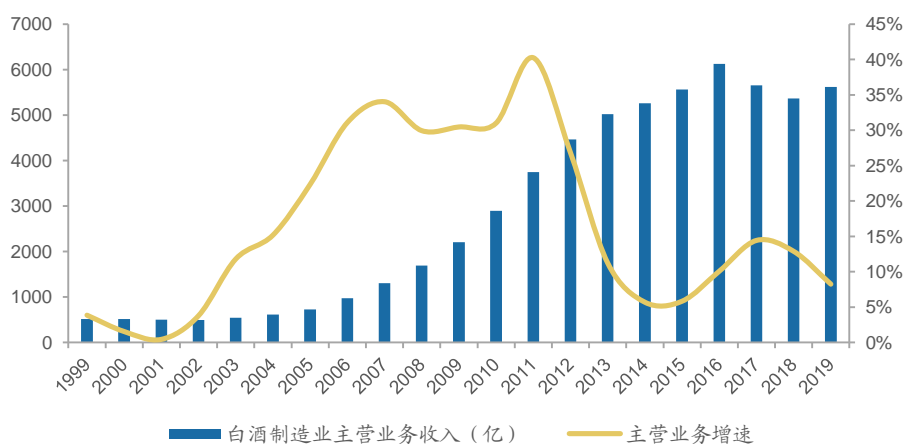
表5：河南、山东及广东等白酒消费大省均出现酱香酒热

时间	新闻	来源
2020年5月	酱香型白酒品鉴会暨“五五酒香盛典”在山东鲍山举行。	央广国际在线
2020年2月	山东景阳冈战略调整酱香、今世缘推出清雅酱香国缘V9。	雪球网
2020年1月	山东酱香白酒阵营已经初步形成：古贝元、云门陈酿、景匠、赖茆、金贵、祥酒、齐鲁壹号酱香、的阿茅、的龙碗重酿、沂府州酒、敬八仙、鲁普酒V8等。	搜狐网
2019年6月	2018年，河南省的酱酒市场份额超过了百亿规模。	酒业时报
2019年5月	2018年山东酱酒市场大概在90亿左右，茅台、郎酒、习酒等酱酒企业纷纷将山东作为重点市场来培育，而本土的“鲁派酱香”也纷纷加快布局速度。	酒说
2019年1月	酱香型白酒进入“井喷”时代！“酱香热”仍在持续，在北京、河南、广东、山东等主流市场上，酱香酒的消费者占比已经从10%提高到了20%。	搜狐网
2018年12月	酱香酒在全国的市场份额约为15%，在河南可达到20%。未来5年，将有望上升至30%。	搜狐网
2018年8月	“酱酒热”升温发酵，酱香型白酒利润总额达行业40%，河南、山东、广东等省，酱香的井喷态势比较明显。	蓝鲸财经

数据来源：搜狐网等媒体，广发证券发展研究中心

黔酒威胁之下，预计未来四川省政府会不断加大对省内白酒龙头的重视。贵州省政府除了派出干部进驻省内白酒龙头贵州茅台之外，也对全省白酒产业发展制定规划（2020年实现产值1200亿元，2022年实现产值1600亿元），并由政府层面推动“黔酒全国行”等一系列推介活动。据wind，白酒行业已经进入了10%以内的中低速增长期，贵州和四川是中国白酒两大优势产区，在行业增量有限的背景下，黔酒的迅速崛起未来必然会抢夺川酒的市场份额，而白酒作为利税贡献大户，四川省对省内白酒龙头的重视程度会不断提升。

图 10：白酒行业已经进入10%以内中低速增长期



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表6: 贵州省派出干部基本已经完全掌握茅台集团管理和经营工作, 并且由省政府层面向全国推介黔酒

时间	具体信息
2020	<p>高卫东,曾任贵州省交通运输厅厅长,省交通运输厅党委书记,2020年3月起任职中国贵州茅台酒厂有限责任公司党委书记, 董事长</p> <p>王焱, 曾任贵州省国资委办公室(党委办公室)主任, 贵州盘江投资控股(集团)有限公司党委委员, 纪委书记, 。现任中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司党委副书记, 董事, 贵州茅台酒股份有限公司第二届董事会董事。</p> <p>李静仁, 曾任贵州省水库和生态移民局党组成员, 总会计师。现任中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司党委副书记, 副董事长, 董事, 总经理, 总会计师, 贵州茅台酒股份有限公司第二届董事会董事, 代行总经理职责。</p> <p>李伯潭、陆金海、许定波、章靖忠: 贵州茅台酒股份有限公司第二届董事会独立董事。</p>
2018	<p>王焱,曾任贵州省国资委办公室主任, 2018年9月起任职中国贵州茅台酒厂有限责任公司党委委员, 副书记,董事</p>
2018	<p>李静仁,曾任中共贵州省移民局机关委员会书记, 2018年10月起任职中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司党委委员, 董事, 副总经理, 总会计师</p>
2015	<p>李保芳, 曾任贵州省经济和信息化委员会党组副书记、副主任(正厅长级), 2015年08月任茅台集团党委书记, 总经理、董事、副董事长, 茅台酒股份公司董事人选, 代行茅台酒股份公司总经理职责。</p>
2014-至今	<p>“黔酒全国行”即在全国白酒行业调整、市场表现疲软的大背景下, 为推动贵州白酒持续开拓市场、提高市场占有率而组织开展的宣传推介活动。该活动连续举办多年,通过贵州省政府积极推动,贵州酒业逐步扩大到全国范围。</p>

数据来源: 新浪网, 广发证券发展研究中心

三、五粮液新任管理层追赶动力足, 国企改革有望更进一步

(一) 新任管理层均出身政界, 空降干部更加有利于推动持续改革

董事会省里空降高管干部主导, 更加有利于推进改革。目前五粮液董事会除了独立董事外, 一共五席, 除了主管技术的总经理陈林之外, 其余均为空降干部, 三席为省里派出干部, 一席为宜宾市派出干部。集团层面以省里派出干部李曙光担任董事长。空降干部能够更加有效的推进改革。另外, 从目前的人事安排来看, 基本由省里主导, 也能够更好的贯彻四川省里的意图。

表7: 五粮液董事会除了独董外五席中省里干部占据三席, 宜宾市占一席

董事会董事	曾任职务
李曙光	曾就任四川省经济与信息化部副主任, 主要负责产业及宏观, 现任五粮液集团公司董事长
邹涛	曾就任四川省委纪委监委第二纪检监察室主任, 现任五粮液集团公司副董事长、股份公司常务副总经理, 主要负责销售工作, 浓香系列酒公司董事长
曾从钦	曾就任宜宾市翠屏区区委书记, 现任五粮液集团公司党委副书记、总经理、董事, 五粮液股份公司党委副书记、董事长
蒋文格	曾就任四川省发改委农业经济处处长, 主要负责产农融合方向, 现任五粮液集团公司党委委员、副总经理、董事候选人, 五粮液股份公司党委委员, 董事
陈林	高级品酒师, 高级酿酒师, 中国白酒大师; 现任公司党委副书记、董事、总经理、总工程师, 集团公司党委委员、董事, 宜宾五粮液酒类销售有限责任公司董事、总经理

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

新任管理层虽然缺乏酒水行业运作经验, 但五粮液未来的重心在于加强执行力。五粮液新就任的管理层缺乏酒水运作经验, 但是我们认为对于五粮液这样的企业来说, 是否精通酒水的运作并不重要。五粮液目前面临的问题无论是经销商结构问题、销售团队积极性问题、营销方式老旧问题还是管理半径问题, 解决方法并不难找到, 在目前信息高速流动的背景下, 只需要管理层具有学习意愿, 向优秀同行借鉴即可, 例如向茅台学习解决大商依赖度过高的问题, 优化经销商结构、新增专卖店; 向老窖和洋河学习品宣营销方式; 向水井学习利用数字化系统扩展管理半径等等。从目前来看, 公司推进的营销改革方向正确, 未来只需要不断执行即可。

表8: 五粮液面临的问题和解决思路相对比较明确, 管理层只需要有学习意愿并加强执行即可

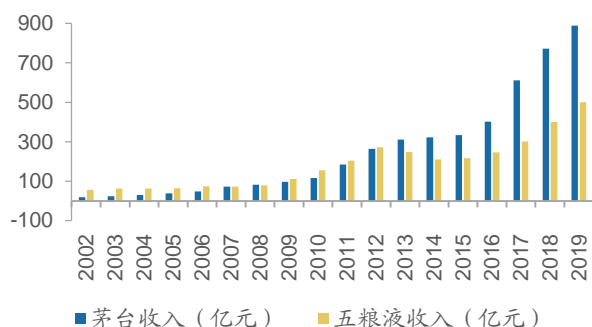
面临问题	治理思路
系列酒品牌过多, 产品高仿主品牌, 对品牌形象负面影响大	向洋河等学习聚焦五粮春、五粮醇、五粮特曲和尖庄四大战略单品; 向茅台学习向上开发总经销品牌, 推出 3000+ 的高端新品, 前期推出的 501 五粮液主打窖池概念, 与茅台年份系列对标
主品牌品宣方式老旧, 对新消费群体吸引力不足	向国窖等品牌学习新颖的品宣方式, 加大品鉴等活动投入
管理半径过短	向水井坊等品牌学习使用大数据工具, 将管理半径向终端网点延伸, 实现全渠道的数据化管理, 及时汇总数据至总部
渠道结构仍旧是依赖大商的粗犷模式	战区裂变, 削减大商配额, 新增经销商, 向茅台学习转向小商制度; 向茅台学习开拓企业团购客户, 要求 2020 年销量 20% 在团购渠道实现

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

前有茅台的遥遥领先、后有国窖和青花郎不断追赶, 五粮液面临的危机感是管理层的动力。从2000年开始, 五粮液一直提出改革的口号, 但并未取得实质性进展或者

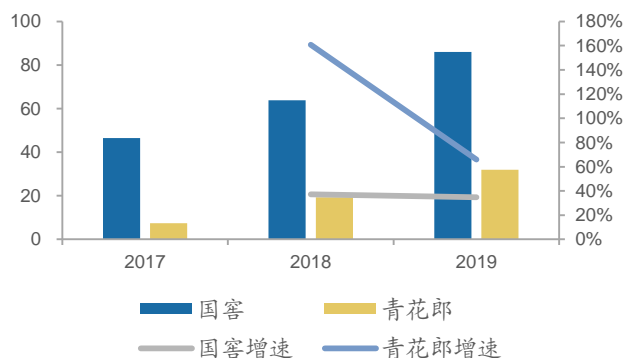
持续性不足，一定程度上是因为2012年之前五粮液一直是白酒行业龙头老大，无论是宜宾市国资委还是管理层对改革的诉求并不强烈。但自2013年贵州茅台超过五粮液之后，两者差距越拉越大。另外，国窖和青花郎在近几年迅速崛起，均对五粮液形成了一定的压力，这也是推动公司能够持续改革的外部动力。

图11：五粮液在2013年被茅台超过后差距越来越大



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图12：国窖和青花郎近几年收入（亿元）增长迅速



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表9：五粮液历史上也多次提及过改革，但是效果不明显或持续性不足

改革举措	具体信息
OEM 授权贴牌模式	2003 年，五粮液创造性的开发出了 OEM 授权贴牌模式并取得成功，五粮液负责生产质量达标的产品，经销商则负责市场推广，所得利润按双方的协商比例共同分享。随后，大商 OEM 创造的众多子品牌开始稀释五粮液主品牌。
“1+9+8”战略	2007 年，为了减轻大量贴牌品牌对公司增长的影响，五粮液推出“1+9+8”战略，构建金字塔式的品牌矩阵，目标是在 70 余个品牌中打造出 18 个重点品牌
“1+5+N”的品牌战略	2014 年提出，即 1 个高端产品普五，5 个全国性品牌：五粮醇、五粮春、五粮头特曲、绵柔尖庄、六和液
“五粮液+五粮系”双轮品牌	2017 年确定以新品五粮液为核心，五个个性化品牌（五粮醇、五粮春、五粮特曲、五粮头曲、绵柔尖庄）为补充的“1+3+5”的品牌组合，

五粮液推 1+3 体系，系列酒 4 大全主品牌按照 1+3 体系，“3”是指 39 度五粮液、3000+价位五粮液、501 五粮液。系列酒主推五粮春、国战略单品 五粮醇特曲和尖庄四大战略单品

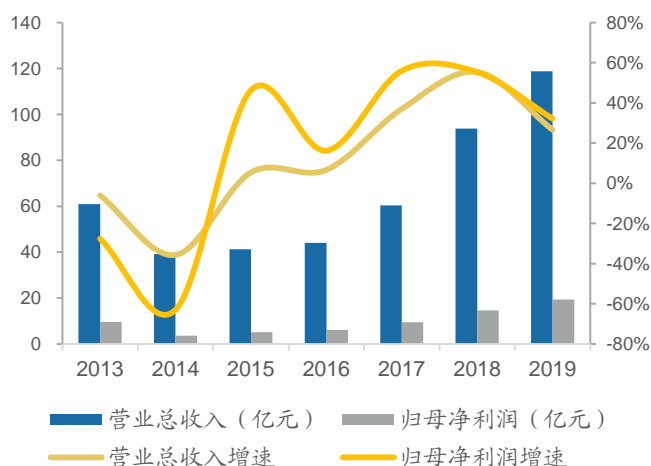
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）在山西汾酒国改示范效应下，五粮液改革有望更进一步

山西汾酒是白酒行业内国企改革的典范，对五粮液极具借鉴意义。白酒行业中国企改革的典范是山西汾酒。自2017年进行国企改革以来，汾酒在体制上发生了翻天覆地的变化。逐渐从一家老国企改革为一家现代化运营的快消品公司。从行业发展趋势来看，次高端和光瓶酒是近几年白酒行业增速最快的两个子行业，汾酒的青花和玻汾分别定位次高端和高线光瓶酒（40-50元），行业在扩容，也给了管理层推进改

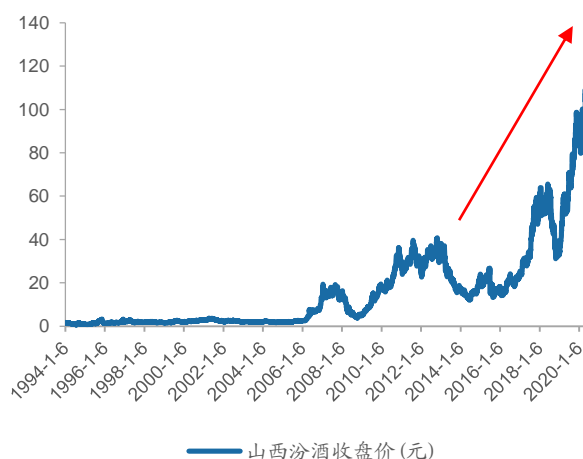
革充足的空间和信心。从管理上来看，公司推动集团整体上市，解决国企“跑冒滴漏”的问题。山西省国资委充分放权给董事会，给予董事会和管理层充足的现金激励，并于2018年引入外部投资者华润集团，于2019年制定限制性股票激励计划，完善激励机制。在解决了体制上的问题之后，管理层只需借鉴优秀同行的经验，推进渠道扩张，短短3年，公司收入就实现了翻倍以上的增长，品牌势能进入上升轨道，反过来吸引了更多经销商，更加有利于渠道的扩张，在经营上进入了正循环。

图13: 山西汾酒17-19年营收与归母净利润分别翻1.97、2.05倍



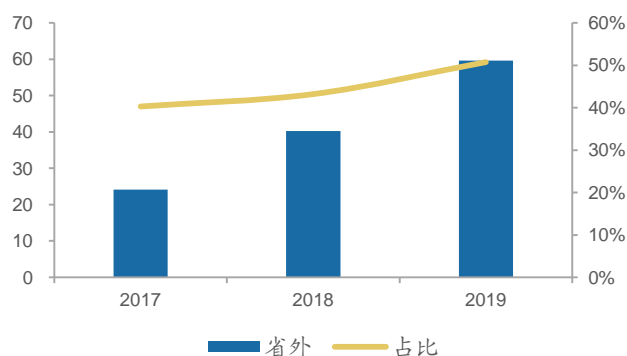
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 山西汾酒17年1月-20年5月涨幅达328.90%，年化收益率达47.23%，在同期白酒股中排名第一



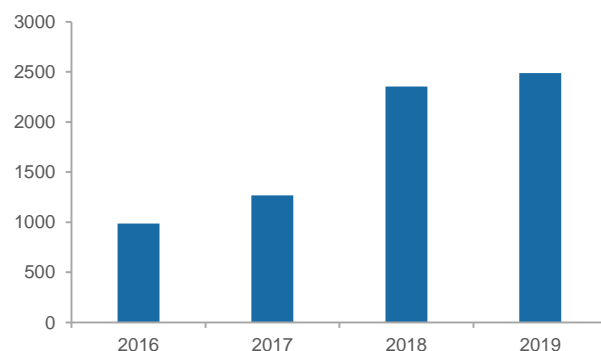
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心, 备注: 前复权

图15: 山西汾酒省外收入(亿元)占比不断提升, 17-19年省外收入翻倍



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图16: 汾酒经销商数量(个) 17-19年3年翻2.5倍



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表10: 山西汾酒2017-2019制定“军令状”，19-21年制定限制性股票激励计划

改革措施	具体内容
三年军令状	2017年2月，汾酒集团与山西省国资委签订了三年目标责任书，承诺汾酒集团2017-2019年酒类营

收增长目标分别为 30%、30%和 20%，利润增长目标分别为 25%、25%和 25%，到 2019 年底，国有资本保值增值率达 107.6%、酒类营收达到 103.74 亿元、酒类利润总额达到 16.38 亿元，同时推行股改试点，推进汾酒集团整体上市进程。

限制性股票激励计划

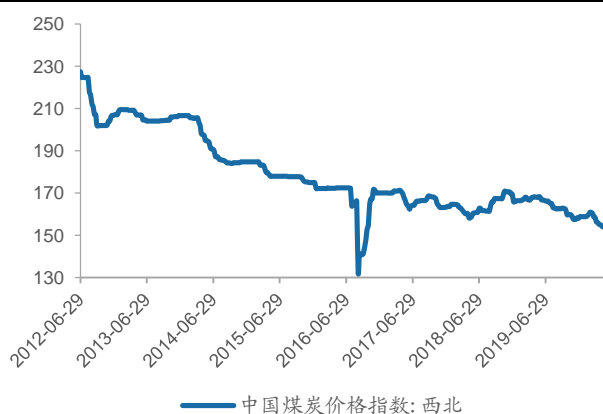
本计划拟向激励对象授予不超过 650 万股限制性股票，约占本计划提交股东大会审议之前公司股本总额 86584.83 万股的 0.75%。限制性股票的来源为公司向激励对象定向发行的山西汾酒 A 股普通股，首次授予的限制性股票的授予价格为 19.28 元/股，本计划首次授予的激励对象为 395 人，包括：公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员等骨干人员。

授予条件为：公司业绩考核条件达标，**2017 年净资产收益率不低于 18%，且不低于同行业对标企业 50 分位值水平；2017 年营业收入较 2016 年增长率不低于 30%，且不低于同行业对标企业 50 分位值水平；2017 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 90%。**

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

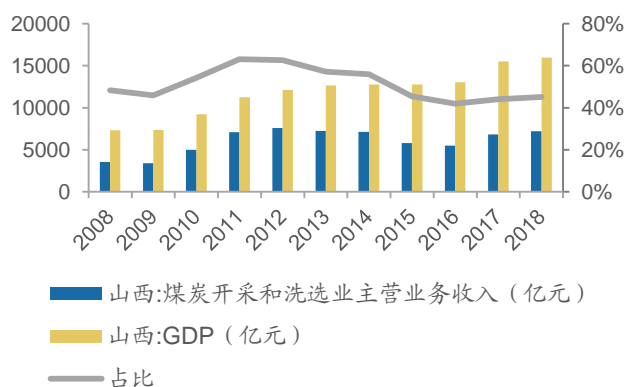
经济压力倒逼山西省于 2017 年对山西汾酒进行国企改革，并于 2018 年引入外部投资者华润保障改革的持续性。之所以山西汾酒能成为白酒国企改革的典范，很大程度上得益于山西省政府的主动推进，将汾酒选为国企改革的试点。我们认为核心原因还是因为山西省面临较大的经济增长和财政收入压力，山西省过去对煤炭经济依赖较重，煤炭价格高企时，即便是作为四大名酒之一的山西汾酒远远被同行甩开，国资委对其重视度或者改革的诉求也并不强烈。而自 2012 年中国宏观经济放缓以来，煤炭价格一路走低，山西省加大了对经济转型、国企改革的重视，才有了后来汾酒的一系列改革举措。另外，汾酒在 2018 年引入华润作为战略投资者，除了学习华润先进的管理经验之外，更为重要的是引入外部力量，能够很好的形成对于公司内部力量的制约，推动公司能不断进行市场化改革。

图17：经济增速放缓，煤炭价格一路走低



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：山西省对煤炭经济依赖较重



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表11：山西汾酒17年开启国企改革，并不断深化

时间	具体内容
2017	2月：山西省副省长表示，要搞好员工持股试点工作，任期内推动山西汾酒集团主业整体上市。
	2月：23日，董事长李秋喜签下经营目标考核责任书，省国资委继续向企业放权，向汾酒集团下放

了经营方案和投资计划、人事权、投资计划、薪酬管理等 8 项实权。

2018

2 月：控股股东汾酒集团将持有 9915 万股山西汾酒股份转让给华润创业控股子公司华创鑫睿。
12 月：山西国资委通过了汾酒公司的股权激励方案，激励对象为公司高级管理人员，中层管理人员以及核心技术（业务）人员。

2019

3 月：公司首次限制性股权激励计划实施落地，授予限制性股票涉及的激励对象共计 395 人。
12 月：股东大会通过了股份公司与汾酒集团间 7 项关联资产收购议案，汾酒集团完成整体上市。

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

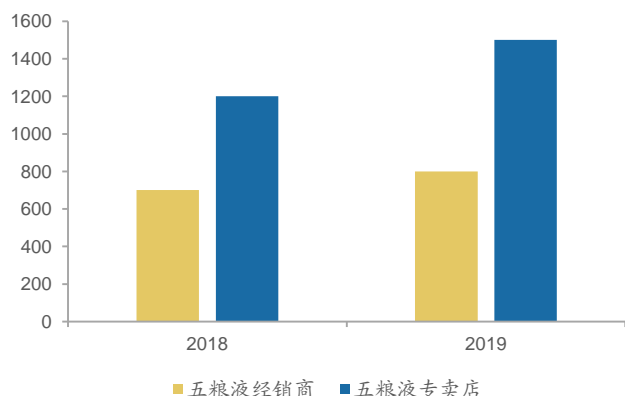
业内山西汾酒示范效应在前，五粮液国企改革有望更进一步。有山西汾酒国企改革的示范效应在前，我们预计已经给五粮液提供了充足的经验可以借鉴。从汾酒与五粮液目前的改革路径对比来看，五粮液在地方政府意愿上、管理层驱动力上并不弱于汾酒。从品牌、产品和渠道改革的方向上也都类似。（1）品牌上：都加大了对品宣的投入；（2）产品上：大量削减贴牌产品，聚焦核心产品；（3）扩充经销商数量和销售团队数量，上线数字化系统。但目前管理团队、核心骨干包括一线员工相较于优秀同行激励机制仍旧较弱，而汾酒不仅仅在现金激励上更充足，在2018年底便推出了股权激励政策。五粮液曾经在2015年推出过定增，说明公司并不排斥股权激励政策，但是新任管理层多是在2017年之后才陆续就职，并没有股权激励。我们认为五粮液有望借鉴汾酒，未来国企改革更进一步，完善公司的激励机制，以推动公司从一个国企向现代化的快消品公司转变。

表12：从地方政府意愿、管理层驱动力上来看，五粮液并不弱于汾酒

	五粮液	山西汾酒
地方政府意愿	川酒为四川优势产业，利税贡献大；贵州省白酒产业迅速崛起，触及四川省利益	山西省对煤炭依赖过高，煤价下跌后亟需经济转型，财政税收压力大
管理层驱动力	（1）五粮液作为曾经行业龙头，13年被茅台超越后差距越拉越大；（2）管理层多为省里空降干部，任期内需贯彻省政府意图，完成政治任务	（1）汾酒作为四大名酒之一，收入规模远不如同行；（2）管理层重新聘任上岗，责任状签订后业绩压力大

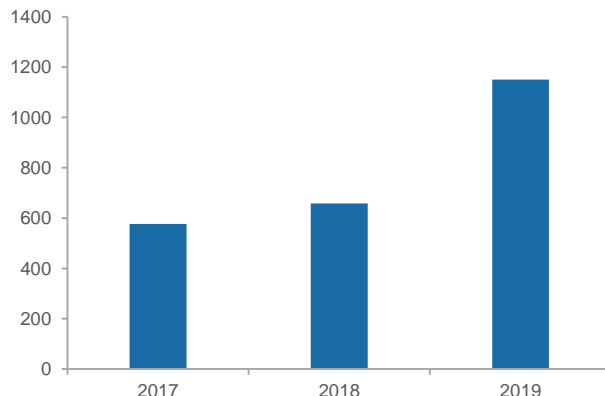
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图19：五粮液近几年经销商数量不断增加



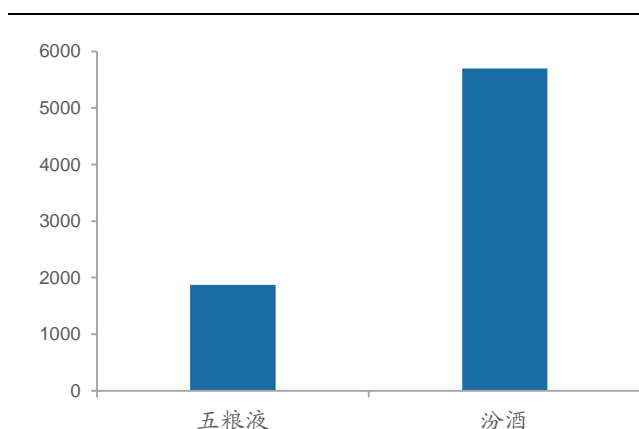
数据来源：酒业家、2019年五粮液经销商大会，广发证券发展研究中心

图20：五粮液近几年销售人员数量不断增加



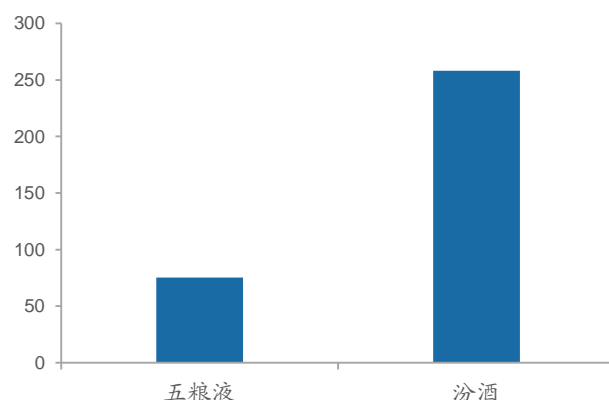
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图21: 五粮液管理层合计持股市值(万元)远低于汾酒



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图22: 五粮液管理层现金激励(万元)远低于汾酒(以管理层中薪资最高者对比)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表13: 五粮液曾在2015年推出过定增, 引入管理层和经销商持股

措施	具体内容
定增计划	公司以非公开发行方式, 向国泰君安员工持股1号—宜宾五粮液第1期员工持股计划定向资产管理计划、国泰君安君享、五粮液1号集合资产管理计划、泰康资产管理有限责任公司、华安基金管理有限公司等不超过10名投资人, 募资18.53亿元, 发行约8564万股人民币普通股。通过此次非公开发行, 五粮液引入公司员工成为公司股东, 公司经销商以及多家战投。此举被视为五粮液改善股权结构并完善治理结构的重大举措。其中, 23名五粮液经销商成为此次定增的重要角色。

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、投资建议和盈利预测

我们看好五粮液未来将持续释放改革红利, 推动批价和品牌价值不断提升。我们在3月底发布的高端酒深度报告中提出“若公司改革措施如期推进5年后销量有望达到3.7万吨左右、批价有望接近1500元/瓶”(详见2020年3月29日发布的《未来五年高端白酒扩容, 五粮液和泸州老窖受益》报告)。根据前文论述, 我们认为五粮液本轮改革持续性强, 未来将不断释放改革红利, 推动批价和品牌力不断提升: (1) 高端酒行业未来一定时间内仍处于高景气度之中, 在增量市场中推进改革成功概率较高, 且茅台削减经销商配额客观上也有助于五粮液招商扩渠道。(2) 食品饮料产业是四川优势产业, 尤其川酒是利税贡献大户, 在近几年茅台带动的酱香酒热潮下, 黔酒发展迅速, 对川酒形成一定威胁。四川省政府层面预计未来会持续加大对川酒的重视程度, 尤其作为川酒龙头老大的五粮液, 目前五粮液董事会五席省里干部占三席也是一个侧面证明。从历史来看, 五粮液也有管理层定增入股的先例, 不排除公司推出新的激励措施的可能性。(3) 新任管理层均是从政界空降, 虽然缺乏白酒行业经验, 但无利益纠葛, 更加能够推动改革。五粮液近几年较茅台差距越拉越大,

两者批价甚至超过了一倍，直接留下了1000-2000元的价格空挡，对管理层来说，落后的公司有更加积极的动力推动改革。在山西汾酒国改示范效应下，公司有望借鉴汾酒，进一步完善激励机制。

图 23: 从各方面来看，五粮液本轮改革持续性强，将不断释放红利



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

我们预计 20-22 年公司收入分别为 562.93/665.54/770.96 亿元，同比增长 12.32%/18.23%/15.84%，归母净利润分别为 200.54/244.27/295.24 亿元，同比增长 15.24%/21.80%/20.87%，EPS 分别为 5.17/6.29/7.61 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 31/25/21 倍。我们将贵州茅台、山西汾酒、爱马仕、法拉利、LVMH 等公司作为可比公司，综合考虑可比公司估值和公司历史估值，给予 20 年 35 倍 PE，合理价格 181 元/股，维持买入评级。

表 14: 可比公司估值

		2019	2020E	2021E	2022E
五粮液（亿元）	营业收入	501.18	562.93	665.54	770.96
	同比:	25.20%	12.32%	18.23%	15.84%
	归母净利润	174.02	201.60	245.93	295.45
	同比:	30.02%	15.84%	21.99%	20.14%
	EPS	4.48	5.23	6.42	7.69
	PE	31	30.57	25.06	20.86
贵州茅台（亿元）	营业收入	888.54	1001.09	1187.08	1385.61
	同比:	15.10%	12.67%	18.58%	16.72%
	归母净利润	412.06	472.95	569.32	670.49
	同比:	17.05%	14.78%	20.38%	17.77%
	EPS	32.8	37.65	45.32	53.37
	PE	36.06	37.40	31.07	26.38
山西汾酒（亿元）	营业收入	118.8	137.3	168.7	194.3
	同比:	25.79%	15.57%	22.87%	15.17%

	归母净利润	19.39	22.95	29.31	35.14
	同比:	28.67%	18.36%	27.71%	19.89%
	EPS	2.22	2.63	3.36	4.03
	PE	40.33	47.75	37.38	31.18
爱马仕 (亿美元)	营业收入	77.12	72.09	83.58	91.20
	同比:	9.35%	-6.52%	15.94%	9.12%
	归母净利润	17.32	14.53	18.44	21.07
	同比:	3.47%	-16.10%	26.95%	23.10%
	EPS	16.49	14.08	17.86	20.00
	PE	45.44	61.89	48.81	43.58
	营业收入	600.83	548.02	637.20	680.02
	同比:	14.62%	-8.79%	16.27%	6.72%
LVMH (亿美元)	归母净利润	82.18	62.36	83.96	94.51
	同比:	7.49%	-24.21%	35.74%	12.07
	EPS	16.31	12.36	16.78	18.80
	PE	29.07	36.34	26.77	23.70
	营业收入	42.17	38.83	46.12	50.84
法拉利 (亿美元)	同比:	4.38%	-7.92%	18.77%	10.24%
	归母净利润	7.76	6.18	8.37	9.90
	同比:	-28.88%	-20.37%	35.43%	19.48
	EPS	4.14	3.25	4.49	5.26
	PE	39.86	51.88	37.57	32.06
	营业收入	42.17	38.83	46.12	50.84

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、风险提示

食品安全风险, 行业竞争加剧, 宏观经济放缓幅度超预期。

资产负债表		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	78,110	96,627	113,081	137,533	165,959	
货币资金	48,960	63,239	73,182	93,896	116,289	
应收及预付	16,483	15,010	20,004	21,770	26,272	
存货	11,795	13,680	15,131	16,810	18,117	
其他流动资产	872	4,699	4,764	5,056	5,280	
非流动资产	7,984	9,770	15,093	22,711	29,182	
长期股权投资	919	1,022	1,022	1,022	1,022	
固定资产	5,262	6,109	10,932	18,050	24,021	
在建工程	352	812	1,312	1,812	2,312	
无形资产	413	410	410	410	410	
其他长期资产	1,038	1,417	1,417	1,417	1,417	
资产总计	86,094	106,397	128,175	160,244	195,141	
流动负债	20,708	30,035	30,806	37,290	41,261	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	10,273	16,208	16,081	19,933	21,996	
其他流动负债	10,435	13,827	14,726	17,357	19,265	
非流动负债	267	266	266	266	266	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	267	266	266	266	266	
负债合计	20,975	30,301	31,073	37,556	41,528	
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683	
留存收益	56,923	67,726	87,781	112,207	141,731	
归属母公司股东权益	63,487	74,291	94,345	118,771	148,295	
少数股东权益	1,632	1,805	2,757	3,917	5,318	
负债和股东权益	86,094	106,397	128,175	160,244	195,141	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,030	50,118	56,293	66,554	77,096
营业成本	10,487	12,802	13,797	15,528	16,627
营业税金及附加	5,908	6,984	7,881	9,318	10,793
销售费用	3,778	4,986	5,629	6,522	7,401
管理费用	2,340	2,655	2,815	3,328	3,855
研发费用	84	126	142	168	194
财务费用	-1,085	-1,431	-1,705	-2,088	-2,627
资产减值损失	-11	-3	3	6	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	101	93	104	123	142
营业利润	18,718	24,246	28,008	34,115	41,234
营业外收支	-112	-140	0	0	0
利润总额	18,607	24,106	28,008	34,115	41,234
所得税	4,568	5,878	7,002	8,529	10,308
净利润	14,039	18,228	21,006	25,586	30,925
少数股东损益	654	826	952	1,160	1,402
归属母公司净利润	13,384	17,402	20,054	24,427	29,524
EBITDA	17,995	23,054	21,708	25,079	32,759
EPS (元)	3.45	4.48	5.17	6.29	7.61

现金流量表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12,317	23,112	10,836	21,588	23,247
净利润	14,039	18,228	21,006	25,586	30,925
折旧摊销	563	490	-4,321	-6,612	-5,466
营运资金变动	-1,984	4,767	-5,739	2,746	-2,061
其它	-301	-373	-110	-132	-151
投资活动现金流	-332	-1,616	-893	-873	-853
资本支出	-376	-1,607	-997	-996	-996
投资变动	8	-10	0	0	0
其他	36	0	104	123	142
筹资活动现金流	-3,618	-7,252	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1,814	0	0	0	0
其他	-5,432	-7,252	0	0	0
现金净增加额	8,368	14,244	9,943	20,714	22,393
期初现金余额	40,529	48,889	63,239	73,182	93,896
期末现金余额	48,889	63,139	73,182	93,896	116,289

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	32.6%	25.2%	12.3%	18.2%	15.8%
营业利润增长	40.0%	29.5%	15.5%	21.8%	20.9%
归母净利润增长	38.4%	30.	15.	21.	20.
获利能力					
毛利率	73.	74.	75.	76.	78.
净利率	35.1%	36.4%	37.3%	38.4%	40.1%
ROE	21.1%	23.4%	21.3%	20.6%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	28.5%	24.2%	23.4%	21.3%
净负债比率	32.2%	39.8%	32.0%	30.6%	27.0%
流动比率	3.77	3.22	3.67	3.69	4.02
速动比率	3.19	2.75	3.17	3.23	3.58
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.44	0.42	0.40
应收账款周转率	314.38	372.76	341.09	356.23	348.49
存货周转率	3.39	3.66	3.72	3.96	4.26
每股指标 (元)					
每股收益	3.45	4.48	5.17	6.29	7.61
每股经营现金流	3.17	5.95	2.79	5.56	5.99
每股净资产	16.36	19.14	24.31	30.60	38.20
估值比率					
P/E	14.76	29.67	30.99	25.44	21.05
P/B	3.11	6.95	6.59	5.23	4.19
EV/EBITDA	8.25	19.65	25.25	21.03	15.42

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名。

王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，5年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

刘景瑜：高级分析师，统计学硕士，3年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

陈涛：研究助理，统计学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

袁少州：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。新财富食品饮料行业2018年第1名，2019年第2名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。