



证券研究报告
2018 年 10 月 18 日

酒鬼酒

发力湖南，培育高端

再次覆盖

投资亮点

再次覆盖酒鬼酒公司（000799）给予推荐评级，目标价 25.00 元，对应 2018/19 年 30/21 倍 P/E。在区域龙头中，我们看好酒鬼酒的成长潜力，控股股东的变动也将促使业绩进一步改善。理由如下：

- 产品结构清晰，高度聚焦“高度柔和”，次高端产品在省内已享有定价权和品牌力。公司明确“内参”、“酒鬼”和“湘泉”三大系列，主攻次高端酒鬼。我们估计 2018 年酒鬼省内营收为 5 亿元，增速达 40%，为省内次高端价位规模最大且增速领先的品牌。我们预计大单品“高度柔和”未来三年营收增速维持 40%。
- 明确精耕省内策略，大幅补强渠道建设，发挥区域龙头省内渠道短链优势，开发县级消费群，同时加大终端服务力度。省内开始主导公司营收。2017 年主导产品完成终端核心店超 2000 家，售点超万家，并基本实现县级陈列全覆盖，公司正通过获取县级新消费群带销量。而全国性次高端品牌集中长沙，本身较难达到酒鬼在大本营的纵深力度。对终端，公司细化排面陈列，并开始与经销商共同管理。1H18 华中营收占比为 59%，同比增速为 48%，其中湖南大区销售占比达 41%。
- 酒鬼独特馥郁香型在消费持续升级趋势下拥有差异化品质和高端品牌竞争力，其中内参核心受益千元价位高成长。馥郁香型一口三香，差异化产品满足白酒升级趋势下的个性化追求。内参成交价 1000 元，处大众高端消费升级潜力价位，处于高成长期，我们预计其未来三年营收增速可保持 35%。

我们与市场的最大不同？行业千元价位爆发，内参持续受益。

潜在催化剂：管理水平提升带来效益初步体现，随着中粮酒业成控股股东，管理层趋于稳定、经营思路明确，业绩可进一步改善。

盈利预测与估值

我们预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.82 元、1.19 元、1.54 元，CAGR 为 42%。给予公司 2018/19 年 30/21 倍 P/E，对应目标价 25 元，推荐评级。当前股价对应 2018/19 年 20/14 倍 P/E，目标价有 54% 上行空间。

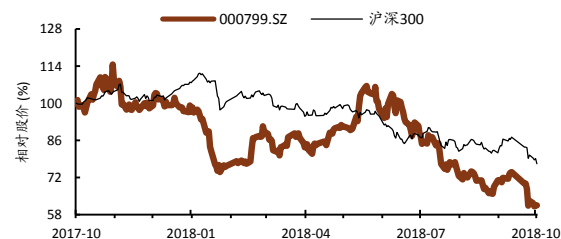
风险

次高端竞争压力加大，费用投入大。

只在一省，sales & profit 怎么可能很高

再次覆盖推荐

股票代码	000799.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 16.25
目标价	人民币 25.00
52 周最高价/最低价	人民币 32.06~16.33
总市值(亿)	人民币 53
30 日日均成交额(百万)	人民币 151.29
发行股数(百万)	325
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	8.02
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	655	878	1,201	1,593
增速	8.9%	34.1%	36.7%	32.7%
归属母公司净利润	109	176	266	387
增速	22.6%	62.2%	51.2%	45.5%
每股净利润	0.33	0.54	0.82	1.19
每股净资产	5.74	6.17	6.88	7.77
每股股利	0.11	0.11	0.30	0.40
每股经营现金流	0.67	0.69	1.16	1.63
市盈率	48.6	30.0	19.8	13.6
市净率	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	29.0	16.1	10.3	6.5
股息收益率	0.7%	0.7%	1.8%	2.5%
平均总资产收益率	4.7%	7.2%	9.7%	12.3%
平均净资产收益率	6.0%	9.1%	12.6%	16.3%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

邢庭志

分析师

tingzhi.xing@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515110002

SFC CE Ref: BGN152

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明





中金公司研究部：2018 年 10 月 18 日

财务报表和主要财务比率

标到30% 预测50%??

财务报表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E
利润表				
营业收入	655	878	1,201	1,593
营业成本	164	194	261	333
营业税金及附加	97	141	193	256
营业费用	165	205	276	353
管理费用	93	118	116	120
财务费用	-1	-1	3	16
其他	0	0	0	0
营业利润	104	193	350	511
营业外收支	8	35	6	6
利润总额	112	228	356	518
所得税	15	55	89	129
少数股东损益	-12	-2	1	1
归属母公司净利润	109	176	266	387
EBITDA	159	270	391	568
资产负债表				
货币资金	698	942	1,252	1,618
应收账款及票据	59	127	168	222
预付款项	10	4	6	8
存货	763	778	821	787
其他流动资产	59	0	0	0
流动资产合计	1,589	1,852	2,247	2,635
固定资产及在建工程	489	411	410	429
无形资产及其他长期资产	218	197	194	191
长期资产	772	690	689	708
资产合计	2,361	2,542	2,936	3,342
短期借款	30	0	0	0
应付账款及票据	307	390	494	588
其他流动负债	155	140	200	221
流动负债合计	491	530	694	809
长期借款和应付债券	0	0	0	0
非流动负债合计	15	6	6	6
负债合计	506	536	700	815
股东权益合计	1,865	2,006	2,236	2,526
少数股东权益	-10	0	1	1
负债及股东权益合计	2,361	2,542	2,936	3,342
现金流量表				
净利润	109	176	266	387
折旧和摊销	48	42	34	35
营运资本变动	17	-48	78	95
其他	46	55	-2	12
经营活动现金流	219	225	376	529
资本开支	-54	-8	-30	-50
其他	-232	-143	5	5
投资活动现金流	-286	-151	-25	-45
股权融资	0	0	0	0
银行借款	1	0	0	0
其他	-2	-36	-42	-117
筹资活动现金流	-1	-36	-42	-117
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0
现金净增加额	-68	38	310	367

资料来源：公司公告，中金公司研究部

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	8.9%	34.1%	36.7%	32.7%
营业利润	21.9%	86.1%	81.2%	46.3%
EBITDA	16.3%	69.8%	45.1%	45.1%
净利润	22.6%	62.2%	51.2%	45.5%
盈利能力				
毛利率	60.2%	61.9%	62.2%	63.0%
营业利润率	15.8%	22.0%	29.1%	32.1%
EBITDA 利润率	24.3%	30.7%	32.6%	35.6%
净利润率	16.6%	20.0%	22.2%	24.3%
偿债能力				
流动比率	3.23	3.49	3.24	3.26
速动比率	1.68	2.03	2.06	2.28
现金比率	1.42	1.78	1.80	2.00
资产负债率	21.4%	21.1%	23.8%	24.4%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	4.7%	7.2%	9.7%	12.3%
净资产收益率	6.0%	9.1%	12.6%	16.3%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.33	0.54	0.82	1.19
每股净资产 (元)	5.74	6.17	6.88	7.77
每股股利 (元)	0.11	0.11	0.30	0.40
每股经营现金流 (元)	0.67	0.69	1.16	1.63
估值分析				
市盈率	48.6	30.0	19.8	13.6
市净率	2.8	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	29.0	16.1	10.3	6.5
股息收益率	0.7%	0.7%	1.8%	2.5%

公司简介

酒鬼酒股份有限公司主营业务为生产和销售酒鬼酒、湘泉酒、内参酒等系列白酒产品，地处湖南，产品销售全国 30 多个省市。酒鬼为“中国驰名商标”。



公司产品竞争力优势再次释放

馥郁香型酒鬼具备显著差异化

1985年酒鬼品牌创立，当年产量为500吨；随后以“文化酒”概念，并利用名人营销打入市场；1993年酒鬼酒将零售价调到300元以上，定档高端，定价高于茅台和五粮液；1995年产量达8000吨；2004年，国画大师黄永玉命名“内参”酒，意为“内敛乾坤，参悟天地”。

图表1: 内参，实际成交价1000元



资料来源：京东，中金公司研究部

图表2: 高度柔和红坛酒，实际团购价350元



资料来源：京东，中金公司研究部

公司将湘西民间传统酿酒工艺与中国大、小曲白酒工艺有机结合，依托湘西独特的自然地理环境和地域文化资源，独创白酒“馥郁香型”。两香为兼，三香为馥，酒鬼酒融合“泸型之浓香”、“汾型之清香”、“茅型之酱香”于一身。酒鬼经典陶瓶包装由黄永玉大师设计，以扎口麻袋为意象，具有鲜明湘西文化特色。

图表3: 酒鬼在工艺和口感上具备显著差异性

香型	原材料	酿造工艺特点	口感	主要产区	代表性品牌
酱香	高粱、小麦	大曲工艺、高温、发酵40天	酱香突出、口味醇厚	贵州	茅台
浓香	高粱、小麦、大米、糯米、玉米	大曲工艺、中高温、发酵70-100天	入口甜、落口绵	四川	五粮液、泸州老窖
清香	高粱、大麦、豌豆	大曲工艺、低温、发酵30天	入口绵、落口甜	山西	汾酒
兼香	糯高粱、小麦、大麦、豌豆	大曲工艺、中低温、发酵70-100天	“浓酱”两香合一	安徽	口子窖
馥郁香	高粱、小麦、大米、糯米、玉米	大曲+小曲工艺、中低温、发酵45-110天	“前浓、中清、后酱”三香共生	湖南	酒鬼

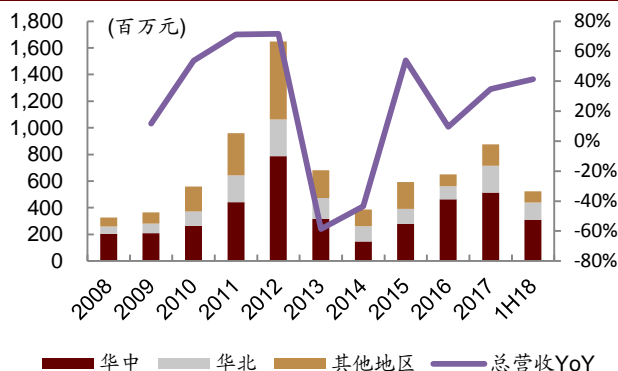
资料来源：百度百科，百度文库，中金公司研究部

酒鬼酒具备全国知名度，曾经实现全国化

酒鬼酒曾凭主打政务市场和更高的渠道利润而实现全国化。酒鬼酒主打政务团购渠道，成为湖南政务第一用酒，消费者培育成本低、放量迅速；市场运作方面，省内通过湖南销售公司直接面向县级市场，省外通过南北方营销中心实现高效运营；同时，酒鬼的渠道利润也更高。2012年华中以外市场营收占比达53%，当年营收达到峰值16.5亿元，销量达1.25万吨。

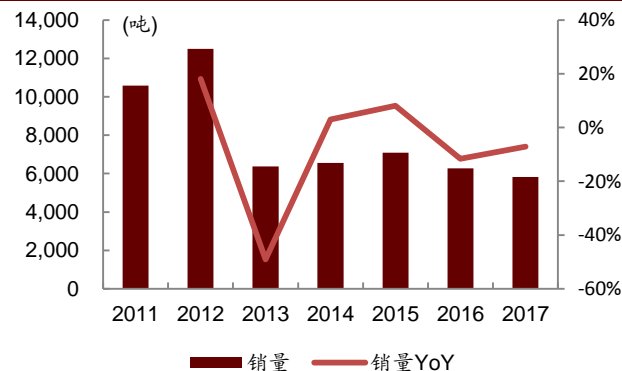


图表4：公司各地区历年营收及YoY



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表5：公司历年销量及YoY



资料来源：公司年报，中金公司研究部

后来因政务消费受限、产品线不清晰、渠道管理能力下降导致酒鬼市场萎缩。2012年末，“塑化剂超标”事件导致酒鬼品牌形象受损；公司主打政务市场见效快但波动大，2013-2015年限制公款消费导致公司业绩大幅下滑；2013年为了迎合市场，推出大量中低端产品，损害高端形象，2014年中低端湘泉系列营收占比达42%；同时渠道窜货问题严重，扰乱价格体系。酒鬼酒营收和销量在2013年急剧萎缩，市场退回湖南。

中粮入主，管理效益全方位提升，且进一步提升方向明确

2015年中粮集团入主酒鬼酒，主要在产品结构和管理机制上做出变革。

精简产品线，重新定位高端，并高度聚焦“高度柔和”红坛酒。通过大量减少贴牌和低端产品，将公司SKU从2015年的400多个精简至2017年的75个，并形成了“内参”、“酒鬼”和“湘泉”三大产品线，明确高端定位，并高度聚焦零售价568元的高度柔和红坛酒。

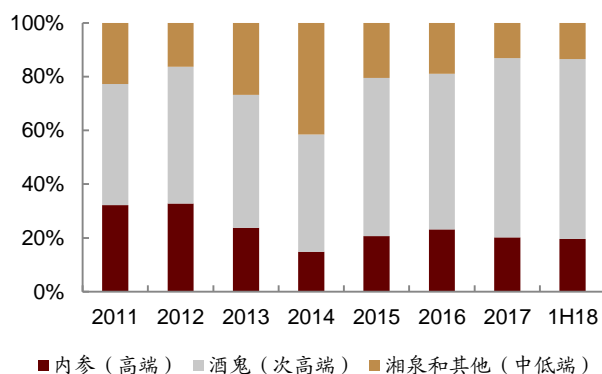
图表6：酒鬼酒产品结构及主要产品

档次	产品系列	零售价（元/瓶）	主要竞争对手
高端	内参	1000	飞天茅台、五粮液
次高端	酒鬼	300-600	臻酿八号、青花汾酒、梦之蓝M3
低端	湘泉	40	玻汾、牛栏山等

资料来源：公司年报，中金公司研究部

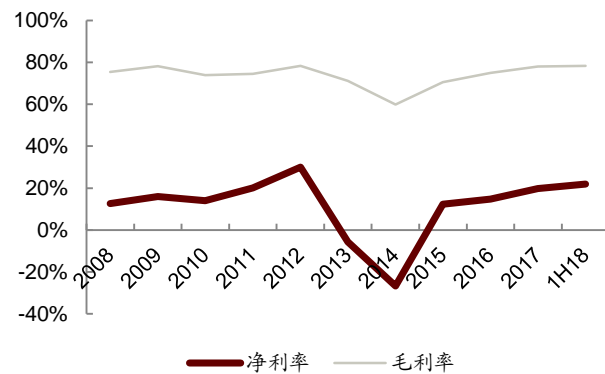
公司精简产品线成效显著，2015年起盈利指标开始显著回升，当年高端和次高端营收占比恢复到80%，1H18已经达到87%。

图表7：公司各档次酒历年营收占比



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表8：公司历年毛利率和净利率

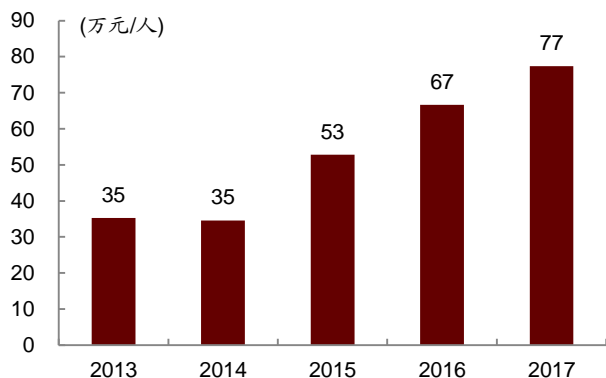


资料来源：公司年报，中金公司研究部



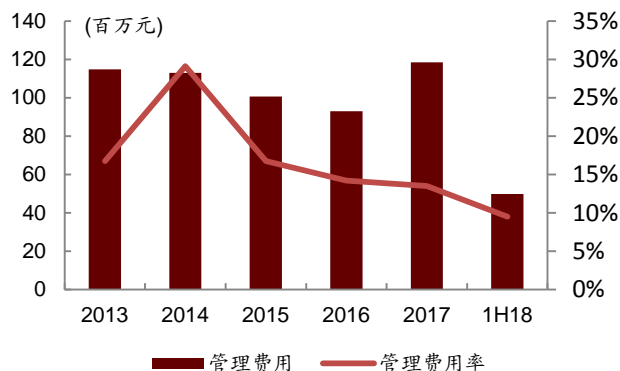
公司管理水平提高、管理费用率下降。生产技术的提高实现了提质增产增效，2017/1H18 曲酒产量同比分别增长 38%/29%，人均营收也明显提升。同时强化内控管理，加强价格管控并严厉打击窜货。并且创新激励制度，以公司主要盈利指标为考核重点，分层推行绩效挂钩与超额利润分享机制。1H18 公司管理费用率为 9.5%，同比下降 1.9ppt。

图表 9: 公司历年人均营收



资料来源：公司年报，中金公司研究部测算

图表 10: 公司历年管理费用和管理费用率



资料来源：公司年报，中金公司研究部

综合来看，公司主要发展障碍已经有了根本性转变并初步产生效益，未来各方面发展战略明确，潜在价值到了进一步释放的时点。

图表 11: 公司管理水平提升路径

2016年以前公司发展阻碍	2016-2017年改善情况	2018年及之后的发展导向
产品结构低端且重叠	明确三大品牌、重回高端定位	聚焦“高度柔和”、“内参”全国培育和招商
渠道弱、大本营市场弱	省内全面下沉到市县，省外样板市场开发地级区域	省内精耕并细化终端服务，省外持续扩张并下沉
管理层更迭频繁，战略不明确	中粮集团入主	中粮酒业控股，管理层稳定，经营思路明确
政务市场依赖大	转向民间内生需求	全国培育消费者
价格体系混乱	市场管控加强、严查窜货	继续加强市场管控并稳价
生产运营效率低	生产技术提升、创新激励制度	继续提升技术、加强薪酬考核机制

资料来源：公司调研，公司公告，中金公司研究部



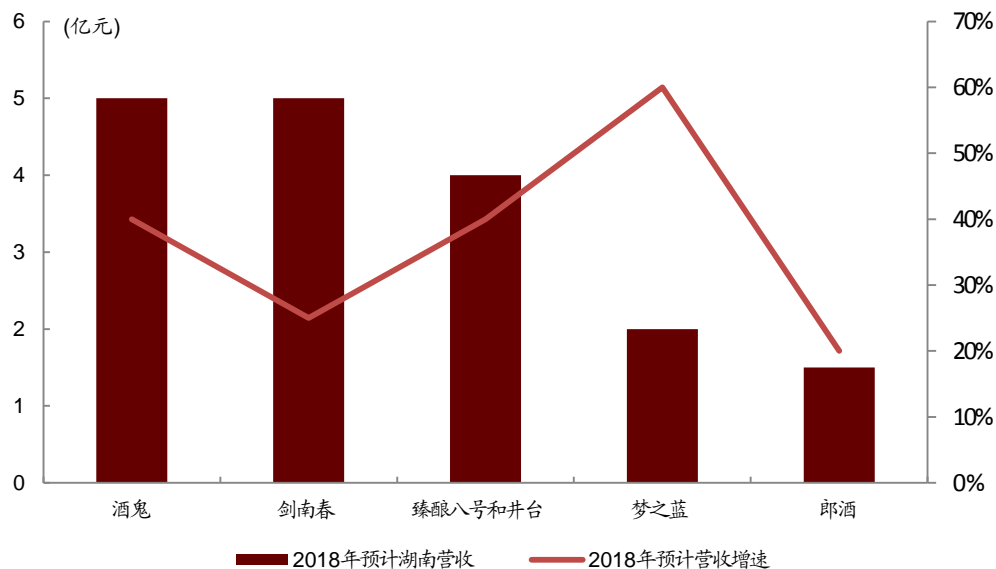
酒鬼充分发挥省内优势，明确精耕省内显成效

省内拥有定价权和品牌力，且在渠道上具备差异化优势

湖南省内形成规模的品牌主要有酒鬼、剑南春、洋河、郎酒、开口笑，以及臻酿八号和井台。但开口笑价格集中在 150 元左右，低于酒鬼主流价位，无法和酒鬼形成正面竞争。

湖南次高端高成长，酒鬼在省内规模和增速均领先，表明其省内已经具备定价权和品牌力。根据我们调研，湖南宴席市场逐步走向 300 元以上次高端价位。省内次高端大众化带来行业普遍高成长，其中主打次高端的酒鬼直接受益，其表现已经比较突出，其他品牌也在快速扩张。我们测算 2018 年酒鬼营收规模为 5 亿元，且增速达 40%，仅次于梦之蓝，但酒鬼规模明显领先，而梦之蓝增速快主要因为基数小。因此，酒鬼在省内次高端具备较强定价能力和品牌力。

图表 12: 2018 年湖南省内次高端品牌营收规模及增速



资料来源：公司年报，中金公司研究部测算

酒鬼作为区域龙头，充分发挥渠道建设上的短链优势，并通过县级市场消费群扩容带动销量。2017 年主导产品完成终端核心店超 2000 家、售点逾万家，并基本实现县级市场陈列全覆盖，且紫坛、黄坛、红坛覆盖率稳步提升。全国性品牌主要集中在长沙，它们本身较难达到酒鬼在大本营市场的纵深力度，且在酒鬼已领先覆盖全部县级市场且开始产生效益的前提下，需要更大投入才能打入县级市场。

我们测算湖南白酒市场规模约为 270 亿元，其中我们估计中高端（150~500 元/500ml）占比约 50%，即 135 亿元。同时，湖南 90%人口分布在长沙以外，则省内白酒市场更多分布在非长沙的市县地区。酒鬼下沉到县级拥有很大市场空间。

次高端高度聚焦“高度柔和”，聚焦培育酒鬼酒品牌

公司在次高端布局 300-600 元价位，并重点发展战略大单品“高度柔和”。次高端酒鬼系列 1H18 酒鬼系列营收同比增长 48%，占比总营收 67%，产品聚焦战略效果明显。

酒鬼“高度柔和”是 2016 年推出的酒鬼系列新品，其品质相对传统酒鬼系列有创新，在传统酿造口感上打造出“柔、顺、爽”的风格。由于公司明确高度聚焦此产品，我们预期 2018 年收入为 1.5 亿元。其作为新品，基数小，1H18 高度柔和营收同比增长 57%，我

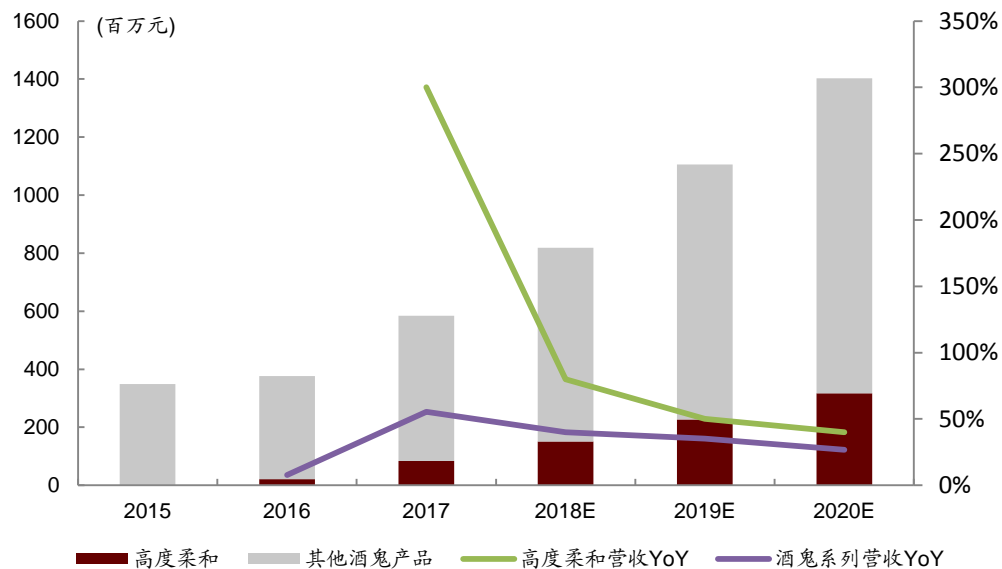


全是定性分析，具有很大不确定性

们预计其未来三年营收增速可维持40%以上，到2020年其营收占比可达酒鬼系列20%以上，带动酒鬼系列营收维持30%左右的增长。

公司目前存在的问题是：酒鬼酒的品牌较多，价格带过长，迫切需要酒鬼具备主导产品，以和其他次高端品牌进行竞争。目前公司的努力方向较为正确，也开始产生效果。

图表 13: 酒鬼系列营收及 YoY



资料来源：公司年报，中金公司研究部

酒鬼品牌省内外扩张成效明显，成长空间刚刚打开

公司将全国划分为四大市场：核心（湖南）、战略（京津冀、河南、山东）、重点（广东等）和发展市场。总体销售策略是精耕省内，并重点打造河北、河南和山东样板市场。

定性

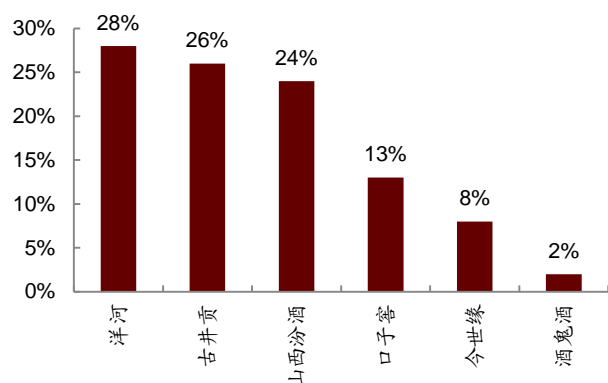
强化终端掌控并做细终端服务，品牌传播到大众宴席市场。公司坚持渠道下沉的同时，也在持续做熟长沙市场。根据我们调研，今年新开了许多包量的高档核心终端，且以前主要由经销商管理核心店，现在厂家和经销商共同管理，并且公司业务员会协助核心店开发和销售。公司还增加了核心店排面陈列，并将其细致划分为四级，同时公司打算今年在长沙建立300-500个最美终端。增加排面陈列对销量有带动作用。

公司发力大众宴席市场，成效显著。从2016年5月开始，公司以湖南为发力点拓展宴席市场，主推红坛酒。根据我们调研，今年公司加大了宴席的投入，宴席接待量是去年的四倍。

立足大本营显成效，深耕湖南市场潜力可再释放。公司在华中的营收占比从2015年的47%提升到1H18的59%，其中1H18核心市场湖南大区销售占比达41%。同时，华中已成为公司营收增长带动者，1H18华中营收同比增长48%，全公司增长41%，市场聚焦开始产生效果。

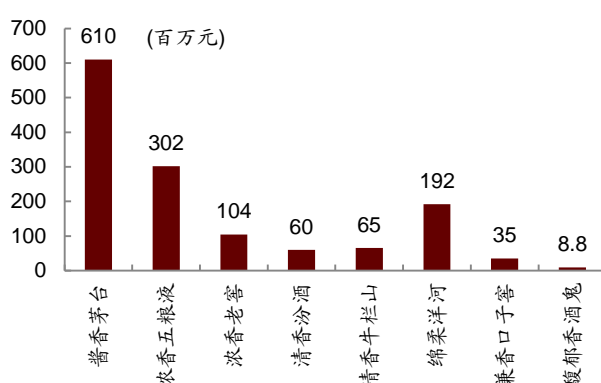


图表 14: 2017 年酒鬼及同档次竞争对手省内市场份额



资料来源：公司年报，中金公司研究部测算（注：我们估算江苏/安徽/山西/湖南白酒市场规模分别为 360/240/150/270 亿元）

图表 15: 细分香型龙头公司 2017 年营收规模



资料来源：公司年报，中金公司研究部

全国化正努力，对重点发展的样板市场进行扁平化招商，公司在全国仍有较大的持续招商空间。2017 年，河北、山东、河南样板市场已完成地级区域全覆盖，广东等重点市场稳步推进。1H18 战略市场销售占比达到 23%，且核心店实现较快增长。但公司在全国还有很多市场待深耕。

对比细分香型龙头公司规模，酒鬼酒成长潜力很大。作为馥郁香型绝对龙头，公司目前规模是细分龙头中最小的。对比其他细分龙头，酒鬼营收规模至少还有三倍空间。

产能正恢复，充足基酒储备为全国放量做准备

公司正在扩大产能，且有充足的高质量基酒储备，为未来放量做准备。根据我们调研，公司正在扩大产能建设，产能在恢复。公司现有约 3 万吨高品质基酒，且 2017 年自制半成品价值 6.2 亿元，基酒储备可以支撑未来全国放量。



高端市场快速成长，内参能够满足全国性的小众需求

千元价位是大众高端消费升级核心价位，内参顺应升级趋势

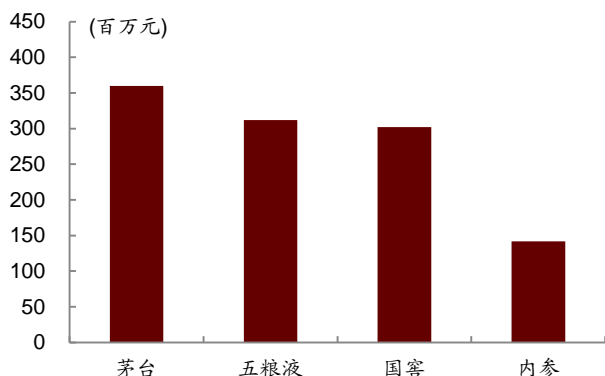
千元大众高端价位快速成长，大众高端市场迎来高成长浪潮：此价位产品有多元化趋势。飞天茅台提价留下 800-1500 元价位空白带，让千元价位成为新的增长点。

800-1200 元价位面向大众高端市场，整体成长势头良好，主流品牌可持续受益。我们预期 2018 年五粮液 1618 销量占比将达整个五粮液品牌的 20%，且增速快于普五；我们预计未来三年国窖销量可保持 30% 高增长；梦之蓝 M9 的成长速度已经显著高于 M3 和 M6。大众高端市场全面高成长，内参可以顺势而上。

内参省内已有定价权和局部影响力，未来市场在全国化

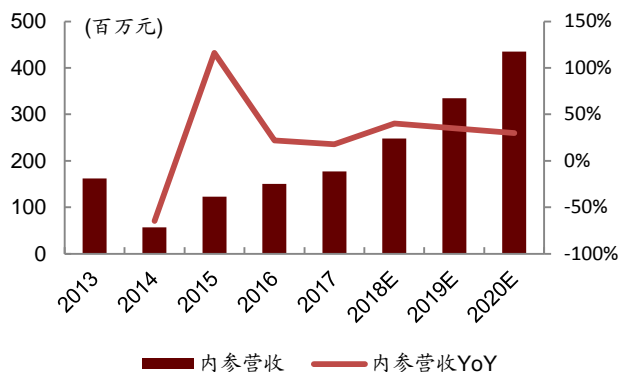
内参优势在于独特馥郁香型品类和品牌优势，已经享有一定定价权。在湖南这个白酒竞争激烈的市场，经过我们测算，定价 1000 元的内参在 2017 年也能有约 1.5 亿元规模，且营收和销量表现能在 2015 年行业调整期结束时迅速恢复，说明其品类品牌具有独特优势，且具备定价能力。

图表 16: 2017 年湖南省内高端品牌营收规模



资料来源：公司年报，中金公司研究部测算

图表 17: 内参历年营收及 YoY



资料来源：公司年报，中金公司研究部

省内还有扩展空间，内参高成长性可维持。我们测算，在湖南白酒 270 亿元市场规模中，高端市场占比 15%，即 40 亿元，而我们测算现在省内主要高端品牌营收规模约 15 亿。内参在省内还有很大拓展空间，我们预计未来三年内参营收可保持 35% 左右高增长。

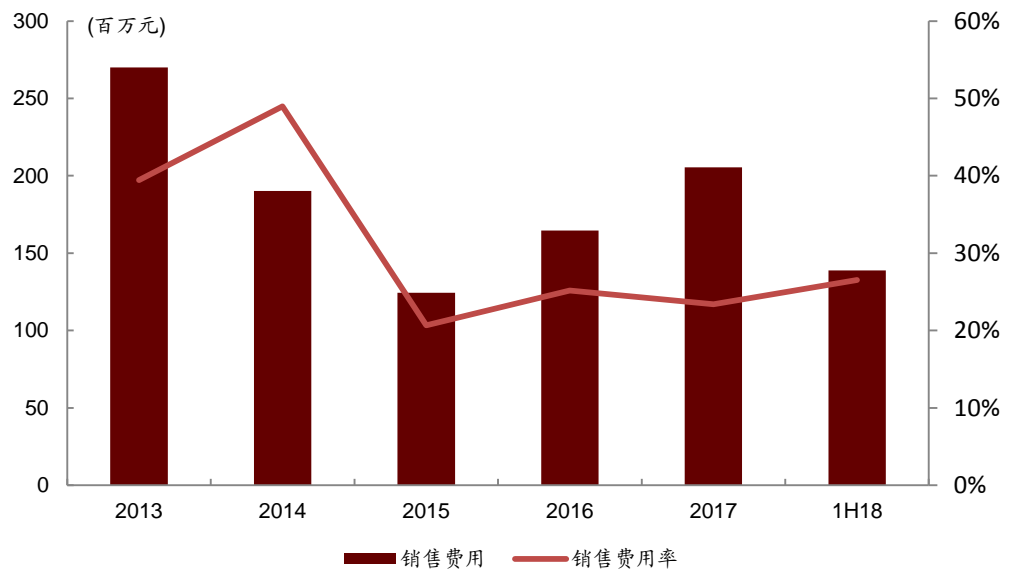
高端消费看中稀缺性，内参未来市场在全国化。高端消费是“面子消费”，看中稀缺性。稀缺的自然地理环境和工艺赋予内参独特香型，再配合国画大师黄永玉亲自题词及设计的褶皱油纸状包装，契合高端消费者个性化追求。内参具备差异化特色，可满足小众消费需求。

酒鬼品牌仍需推广，内参正全国培育消费者，公司销售费用短期难以快速下降。

1H18 公司销售费用为 1.4 亿元，同比增长 42%，销售费用率为 26.5%，而行业平均为 11.6%。当前仍然处于市场扩展阶段，未来费用会逐步因规模效应而下降。



图表 18: 公司销售费用及销售费用率



资料来源：公司年报，中金公司研究部

风险分析

- 1.内参渠道利润较低可能放缓全国化进程。**目前内参的品牌品质尚无法支撑其 1390 元零售价，提价效果不佳，实际成交价在 1000 元左右，而出厂价达 880 元，渠道和终端利润可能承压。现阶段全国化进程较慢。
- 2.公司生产经营效率仍然较低。**2017 年公司人均营收为 77 万元，人均销量 5 吨，效率表现与同档次竞争对手差距较大：2017 年洋河/山西汾酒/古井贡的人均营收分别为 133/83/87 万元，人均销量为 14/7/11 吨。
- 3.行业竞争加剧。**强势地域龙头都在发力次高端，且茅台五粮液也开发出千元价位产品。次高端竞争加剧，给主打次高端的酒鬼品牌带来压力。



盈利预测与估值

渠道精耕细作带动主导产品成长，高端内参受益千元价位高增长

省内渠道全面下沉到县市与竞品一定程度上规避了直接竞争，通过消费群扩容带动以酒鬼系列为代表的主导产品的高增长；同时，酒鬼酒凭借独特的馥郁香型和品牌基础在高端已经具备局部定价权，在千元价位呈现全面增长势头的环境下，内参有机会顺势而上。

图表 19: 酒鬼酒营收假设表

百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销售收入	655	878	1,201	1,593	1,982
YoY(%)	9%	34%	37%	33%	24%
内参系列	150	177	248	335	435
酒鬼系列	376	584	818	1,106	1,380
湘泉系列	83	83	87	92	94
销售成本	164	194	261	333	403
毛利率	75.0%	77.9%	78.3%	79.1%	79.7%
主营业务税金及附加	97	141	193	256	318
销售费用	165	205	276	353	435
销售费用率	25.2%	23.4%	22.9%	22.2%	21.9%
管理费用	93	118	116	120	130
管理费用率	14.2%	13.5%	9.6%	7.5%	6.6%
所得税率	13.3%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	109	176	266	387	500
YoY(%)	23%	62%	51%	45%	29%
净利润率	16.6%	20.0%	22.2%	24.3%	25.2%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.54	0.82	1.19	1.54
同比增速	22.6%	62.2%	51.2%	45.5%	29.2%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

给予公司 2018/19 年 30/21X P/E，目标价 25 元，推荐评级

我们采用 P/E 估值，给予公司 2018/19 年 30/21 倍 P/E，对应目标价 25 元，给予推荐评级。绝对估值 DCF 作为参考，为 36 元。

图表 20: 公司 DCF 估值表

人民币：百万元	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
息税前利润	220	356	531	695	779	922	1,081	1,224	1,362	1,487	1,485	1,570
同比变化(%)		62.0%	49.2%	30.9%	12.0%	18.4%	17.3%	13.3%	11.3%	9.1%	-0.1%	5.7%
自由现金流	152	349	480	546	585	638	757	872	954	1,085	1,062	1,088
同比变化(%)		128.9%	37.7%	13.8%	7.0%	9.1%	18.7%	15.1%	9.4%	13.8%	-2.1%	2.4%
期末增长率	2.0%											
加权资本成本	9.9%											
税后债务成本率	4.8%											
股本成本率	11.1%											
无风险回报率	3.8%											
风险补偿率	6.5%											
Beta 系数	1.1											
最优资本结构	18.0%											
							自由现金流贴现值		4,529			
							期末价值折现金额		5,803			
							企业价值		10,333			
							净现金(债务)		1,252			
							权益价值		11,585			
							每股价值(元)		35.65			

资料来源：中金公司研究部

太乐观了，
是咋想的



图表 21: 损益表

人民币 百万元	2017A	2018E	2019E
损益表			
营业收入	878	1,201	1,593
营业成本	194	261	333
主营业务税金及附加	141	193	256
营业费用	205	276	353
管理费用	118	116	120
财务费用	-1	3	16
营业利润	193	350	511
所得税	55	89	129
净利润	176	266	387

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 22: 资产负债表

人民币 百万元	2017A	2018E	2019E
资产负债表			
货币资金	942	1,252	1,618
应收账款及票据	127	168	222
预付款项	4	6	8
存货	778	821	787
其他流动资产	0	0	0
流动资产合计	1,852	2,247	2,635
固定资产及在建工程	411	410	429
无形资产及其他长期资产	197	194	191
长期资产	690	689	708
资产合计	2,542	2,936	3,342
短期借款	0	0	0
应付账款及票据	390	494	588
其他流动负债	140	200	221
流动负债合计	530	694	809
长期借款和应付债券	0	0	0
负债合计	536	700	815
股东权益合计	2,006	2,236	2,526
少数股东权益	0	1	1
负债及股东权益合计	2,542	2,936	3,342

资料来源：公司年报，中金公司研究部



图表 23: 现金流量表

人民币 百万元	2017A	2018E	2019E
现金流量表			
净利润	176	266	387
营运和摊销	42	34	35
营运资本变动	-48	78	95
其他	55	-2	12
经营活动现金流	225	376	529
投资活动现金流入	67	5	5
投资活动现金流出	-218	-30	-50
投资活动现金流	-151	-25	-45
股权融资	0	0	0
银行借款	0	0	0
其他	-36	-42	-117
筹资活动现金流	-36	-42	-117
汇率变动对现金的影响	0	0	0
现金净增加额	38	310	367

资料来源：公司年报，中金公司研究部

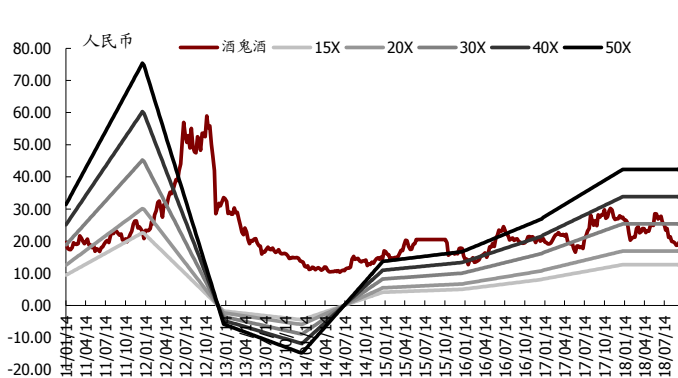
图表 24: 可比公司估值表

公司	代码	当前股价 2018/10/18	市值 亿元	市盈率 2017A	市盈率 2018E	市盈率 2019E	市净率 2017A	市净率 2018E	市净率 2019E	平均净资产收益率 (%) 2017A	平均净资产收益率 (%) 2018E	平均净资产收益率 (%) 2019E	股息收益率 (%) 2017A	股息收益率 (%) 2018E	股息收益率 (%) 2019E	EV/EBITDA 2017A	EV/EBITDA 2018E	EV/EBITDA 2019E
白酒板块																		
贵州茅台	600519.SH	645.94	8114	30.0	22.8	17.4	8.9	7.2	5.7	33.0	34.8	36.5	1.7	2.2	2.9	18.2	13.7	10.1
五粮液	000858.SZ	58.00	2251	23.3	17.4	13.1	4.2	3.7	3.1	19.3	22.5	25.8	2.2	2.7	3.4	14.3	9.9	7.0
泸州老窖	000568.SZ	41.46	607	23.7	18.5	14.2	4.0	3.7	3.2	19.5	20.7	24.3	3.0	3.6	4.3	15.7	12.0	9.0
舍得酒业	600702.SH	20.93	71	49.2	22.0	14.1	2.8	2.5	2.2	6.0	12.2	16.7	0.2	1.4	2.1	26.8	13.7	8.0
山西汾酒	600809.SH	35.88	311	32.9	18.5	13.1	5.9	4.8	3.9	18.9	28.7	32.6	1.5	2.4	3.3	19.8	11.8	8.2
洋河股份	002304.SZ	109.51	1650	24.9	20.0	16.0	5.6	4.9	4.2	23.9	26.0	28.1	2.3	2.9	3.6	17.2	13.5	10.6
口子窖	603589.SH	41.96	252	22.6	16.4	12.5	5.0	4.1	3.3	23.9	27.3	29.3	1.7	2.4	3.1	14.8	10.7	7.7
今世缘	603369.SH	17.14	215	23.9	17.4	13.2	4.1	3.5	2.9	18.1	21.6	23.8	1.5	1.8	2.3	15.6	11.4	8.1
顺鑫农业	000860.SZ	39.34	215	51.2	27.5	16.2	3.2	2.9	2.5	6.3	10.9	16.6	0.4	1.3	2.0	23.5	14.6	9.3
古井贡酒	000596.SZ	72.35	352	31.7	21.5	16.3	5.6	4.8	4.0	19.1	24.0	26.5	1.4	1.9	2.5	21.0	14.2	10.3
酒鬼酒	000799.SZ	16.25	53	30.0	19.8	13.6	2.6	2.4	2.1	9.1	12.6	16.3	0.7	1.8	2.5	16.1	10.3	6.5
老白干酒	600559.SH	15.06	96	61.3	23.0	14.7	5.9	4.9	4.0	9.9	23.1	29.7	1.0	2.3	3.5	32.5	13.8	8.6
白酒板块平均			1,102.9	34.7	20.5	14.4	5.2	4.4	3.6	17.6	23.3	27.5	1.5	2.2	3.0	20.4	12.6	8.6

注：以上公司均为中金覆盖，所用预测均为中金预测

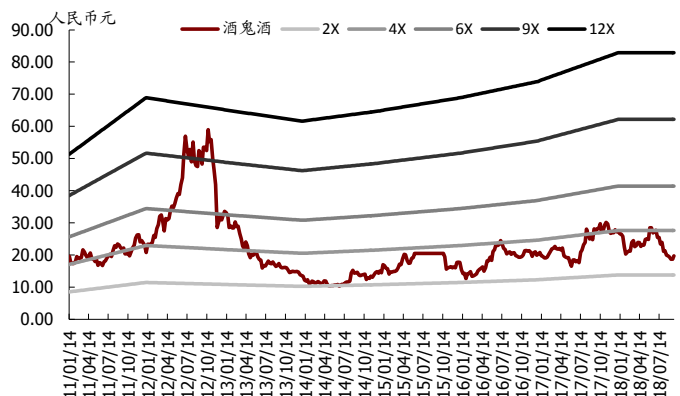
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 25: 历史估值—P/E Band



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 26: 历史估值—P/B Band



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505-1166
传真：(86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编：518000
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编：100022
电话：(86-10) 8567-9238
传真：(86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编：200021
电话：(86-21) 56386-1195、6386-1196
传真：(86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编：210005
电话：(86-25) 8316-8988
传真：(86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编：361012
电话：(86-592) 515-7000
传真：(86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编：401120
电话：(86-23) 6307-7088
传真：(86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编：528000
电话：(86-757) 8290-3588
传真：(86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编：315103
电话：(86-0574) 8907-7288
传真：(86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编：100190
电话：(86-10) 8286-1086
传真：(86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编：518048
电话：(86-755) 8832-2388
传真：(86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编：510620
电话：(86-20) 8396-3968
传真：(86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编：430070
电话：(86-27) 8334-3099
传真：(86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心（天津中心）10层
邮编：300051
电话：(86-22) 2317-6188
传真：(86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编：527499
电话：(86-766) 2985-088
传真：(86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编：350001
电话：(86-591) 8625 3088
传真：(86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编：200120
电话：(86-21) 2057-9499
传真：(86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编：310012
电话：(86-571) 8849-8000
传真：(86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编：610021
电话：(86-28) 8612-8188
传真：(86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编：266071
电话：(86-532) 6670-6789
传真：(86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编：116001
电话：(86-411) 8237-2388
传真：(86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编：410001
电话：(86-731) 8878-7088
传真：(86-731) 8446-2455

西安雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编：710065
电话：(+86-29) 8648 6888
传真：(+86-29) 8648 6868

