依托优势资源，打造川酒+川味调味料两大增长极

——四川上市公司巡礼之消费篇

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

核心观点

随着消费对经济的贡献度不断提升，如何引导区域消费升级已成为长期命题。历史来看，消费业在四川经济的发展中尤为重要，川酒、川味调味料更是成功占领行业制高点，并不断引领行业创新发展。

❖ **看点一：川酒为行业开创者，未来应加快构建中国白酒“波尔多”**

从行业格局来看，川酒为浓香典范，消费受众最广。2019 年川酒产销全国占比近半，其中规模以上企业产量为 366.8 万吨，全国占比高达 46.7%；实现销售收入 2653.0 亿元，全国占比高达 47.2%。从未来发展路径来看，考虑到法国葡萄酒产区分级制度为消费者提供了更高品质的葡萄酒，更奠定了法国葡萄酒在世界葡萄酒领先的地位，未来川酒产区的发展可借鉴其发展路径。通过建立川酒统一的文化和技术标准，加快构建川酒原产地标志品牌，进而树立川酒国家品牌形象，提升消费者对川酒品牌的认可度，实现川酒做优做强的战略蜕变，构建中国白酒“波尔多”。

❖ **看点二：川味调味料持续扩容，头部品牌具备先发优势**

从行业格局来看，近年来火锅、川菜等餐饮业态消费热度提升带动复合调味料持续高速发展，Frost&Sullivan 数据显示，2019 年中国复合调味料规模约 1300 亿元，10-19 年 CAGR 约为 15.5%。但对标美日成熟市场，考虑到低渗透率叠加低人均消费额，未来成长空间仍大（美国/日本/中国渗透率分别为 50.8%/50.1%/18.7%，人均消费额为 88.7/85.5/9.3 美元）。从未来发展机遇来看，火锅调味料、中式复合调味料为最优子赛道，高增长、集中度相对分散，其中 2020 年火锅底料规模将达到 255 亿元，CR5 仅为 30.9%；中式复合调味料规模将达到 268 亿元，CR2 仅为 7.3%。未来以颐海、天味为首的头部品牌有望凭借先发优势持续提升市占率。

❖ **投资建议：**

我们看好四川区域依托优势资源，不断强化“川酒+川味调味料”两大消费增长极。**川酒方面**，我们认为川酒的未来仍将以头部“六朵金花”引领发展，整体呈现为马太效应下的强者恒强：1）高端白酒竞争格局稳固，川酒独占两席，考虑到高端消费依然处于长期紧平衡的现状，其业绩确定性强，建议关注五粮液、泸州老窖。2）次高端白酒仍处于持续扩容期，一方面建议关注全国性次高端上市公司水井坊、舍得酒业；另一方面建议关注处于上市筹备期的郎酒。**川味调味料方面**，我们认为头部企业具备品牌、研发、渠道等先发优势，建议关注天味食品。

❖ **风险提示：**宏观经济增长不及预期、行业竞争加剧、市场监管及政策风险

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 行业深度

报告时间 | 2020/7/5

分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
ouyangyujian@cczq.com

联系人

郭晓东
证书编号：S1100119080011
guoxiaodong@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、 依托优势资源，打造川酒+川味调味料两大增长极 11
1.1. 川酒：行业开创者，加快构建中国白酒“波尔多” 11
1.2. 川味调味料：持续扩容，头部品牌具备先发优势 17
二、 四川主要消费行业上市公司基本情况 22
2.1. 五粮液（000858.SZ） 22
2.1.1.公司基本情况 22
2.1.2.业绩表现与收入构成 22
2.1.3.财务分析 25
2.1.4.投资逻辑 26
2.1.5.盈利预测 26
2.2. 泸州老窖（000568.SZ） 27
2.2.1.公司基本情况 27
2.2.2.业绩表现与收入构成 27
2.2.3.财务分析 29
2.2.4.投资逻辑 30
2.2.5.盈利预测 30
2.3. 水井坊（600779.SH） 31
2.3.1.公司基本情况 31
2.3.2.业绩表现与收入构成 33
2.3.3.财务分析 34
2.3.4.投资逻辑 35
2.3.5.盈利预测 36
2.4. 舍得酒业（600702.SH） 36
2.4.1.公司基本情况 36
2.4.2.业绩表现与收入构成 37
2.4.3.财务分析 39
2.4.4.投资逻辑 40
2.4.5.盈利预测 40
2.5. 天味食品（603317.SH） 41

2.5.1.公司简介 41
2.5.2.业绩表现与收入构成 42
2.5.3.财务分析 43
2.5.4.投资逻辑 44
2.5.5.盈利预测 45
2.6. 新乳业（002946.SZ） 45
2.6.1.公司简介 45
2.6.2.业绩表现与收入构成 46
2.6.3.财务分析 47
2.6.4.投资逻辑 48
2.6.5.盈利预测 48
2.7. 千禾味业（603027.SH） 49
2.7.1.公司简介 49
2.7.2.业绩表现与收入构成 50
2.7.3.财务分析 51
三、 四川其他消费行业上市公司基本情况 52
3.1.迅游科技（300467.SZ） 52
3.1.1.公司基本情况 52
3.1.2.业绩表现与收入构成 52
3.1.3.财务分析 53
3.2.博瑞传播（600880.SH） 54
3.2.1.公司基本情况 54
3.2.2.业绩表现与收入构成 54
3.2.3.财务分析 55
3.3.浪莎股份（600137.SH） 56
3.3.1.公司基本情况 56
3.3.2.业绩表现与收入构成 57
3.3.3.财务分析 58
3.4.振静股份（603477.SH） 59
3.4.1.公司基本情况 59
3.4.2.业绩表现与收入构成 59

3.4.3.财务分析 61
3.5.创维数字（000810.SZ） 62
3.5.1.公司基本情况 62
3.5.2.业绩表现与收入构成 62
3.5.3.财务分析 63
3.6.四川九洲（000801.SZ） 64
3.6.1.公司基本情况 64
3.6.2.业绩表现与收入构成 64
3.6.3.财务分析 66
3.7.四川长虹（600839.SH） 67
3.7.1.公司基本情况 67
3.7.2.业绩表现与收入构成 67
3.7.3.财务分析 68
3.8.富临运业（002357.SZ） 69
3.8.1.公司基本情况 69
3.8.2.业绩表现与收入构成 70
3.8.3.财务分析 71
3.9.四川成渝（601107.SH） 72
3.9.1.公司基本情况 72
3.9.2.业绩表现与收入构成 72
3.9.3.财务分析 73
3.10.富森美（002818.SZ） 74
3.10.1. 公司基本情况 74
3.10.2. 业绩表现与收入构成 75
3.10.3. 财务分析 76
3.11.茂业商业（600828.SH） 77
3.11.1. 公司基本情况 77
3.11.2. 业绩表现与收入构成 77
3.11.3. 财务分析 79
3.12.峨眉山 A（000888.SZ） 80
3.12.1. 公司基本情况 80

3.12.2. 业绩表现与收入构成 80
3.12.3. 财务分析 82
风险提示 83

图表目录

图 1: 川酒为行业领导者 12
图 2: 四川主要白酒企业区域分布 12
图 3: 四川白酒产量及增速 13
图 4: 四川白酒产量占全国比重 13
图 5: 中国各区域白酒产量一览 13
图 6: 中国各区域白酒产量占比一览 13
图 7: 白酒行业及四川区域营收及比重 14
图 8: 白酒行业及四川区域利润总额及比重 14
图 9: 法国葡萄酒产区分布 15
图 10: 法国葡萄酒等级划分 15
图 11: 构建川酒的原产地标志品牌 16
图 12: 火锅、川菜在国内消费热度不断提高 17
图 13: 火锅、川菜是中式餐饮最大菜系 17
图 14: 调味品及其分类情况 17
图 15: 主要复合调味料区域分布 17
图 16: 2019 年中国复合调味料规模约 1300 亿元 18
图 17: 火锅调味料、中式复合调味料快速增长 18
图 18: 对比美国、日本，中国人均复合调味料消费额仍然偏低（美元） 18
图 19: 对比美国、日本，中国复合调味料渗透比例仍然偏低 18
图 20: 整体调味品行业的渠道分布 19
图 21: 火锅底料行业的渠道分布 19
图 22: 2019 年颐海与天味渠道结构对比 19
图 23: 2019 年颐海与天味经销商数量对比 19
图 24: 中国火锅调味料市场规模及同比增速 20
图 25: 中国火锅底料生产商市占率 20
图 26: 中国中高端火锅底料生产商市占率 20
图 27: 2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料 CR5 月度销售额（单位：万元） 21
图 28: 2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料销售额 CR5 占比 38.72% 21
图 29: 中式复合调味料市场规模 21
图 30: 中式复合调味料 CR2 仅为 7.30% 21
图 31: 五粮液主要历程 22
图 32: 五粮液 2013-2020Q1 营业收入 23
图 33: 五粮液 2013-2020Q1 归母净利润 23
图 34: 公司以销售高端白酒为主 23
图 35: 公司以销售高端白酒为主 23
图 36: 历经七代更迭，第八代普五全新上市 24
图 37: 限定 501 车间——明/清池酿造五粮液 24
图 38: 系列酒聚焦核心“4+4”产品 24
图 39: 五粮液毛利率水平相对平稳 25
图 40: 五粮液净利率水平稳步提升 25
图 41: 五粮液销售费用率有所下降 25
图 42: 五粮液管理费用率有所下降 25

图 43：五粮液 ROE 水平稳步提升 25
图 44：五粮液 ROA 水平稳步提升 25
图 45：泸州老窖历史沿革 27
图 46：泸州老窖 2013-2020Q1 营业收入 27
图 47：泸州老窖 2013-2020Q1 归母净利润 27
图 48：泸州老窖五大产品矩阵 28
图 49：国窖 1573 实现快速放量 28
图 50：特曲系列快速放量，中档酒恢复性增长 28
图 51：泸州老窖毛利率水平稳步提升 29
图 52：泸州老窖净利率水平稳步提升 29
图 53：泸州老窖销售费用率持续抬升 29
图 54：泸州老窖管理费用率有所下降 29
图 55：泸州老窖 ROE 水平稳步提升 29
图 56：泸州老窖 ROA 水平稳步提升 29
图 57：水井坊历史沿革 31
图 58：截至 2019 年 10 月底水井坊公司股权结构 32
图 59：2005 年至今帝亚吉欧营收基本实现翻倍 32
图 60：2005 年至今帝亚吉欧净利润增长 1.4 倍 32
图 61：水井坊 2013-2020Q1 营业收入 33
图 62：水井坊 2013-2020Q1 归母净利润 33
图 63：公司主力产品定位次高端 33
图 64：井台装及臻酿八号合计占比高达 87% 34
图 65：水井坊毛利率高于其他次高端酒企 35
图 66：水井坊净利率快速提升 35
图 67：公司发展历程 36
图 68：民企天洋入主后，公司治理结构极大改善 37
图 69：天洋控股业务分布 37
图 70：2012-2016 年天洋集团营收及归母净利润 37
图 71：舍得酒业 2015-2020Q1 营业收入 38
图 72：舍得酒业 2015-2020Q1 归母净利润 38
图 73：公司主力产品定位于次高端 38
图 74：舍得系列占比高达 78% 38
图 75：舍得毛利率水平快速提升 39
图 76：舍得净利率水平持续改善 39
图 77：天味食品历史沿革 41
图 78：公司核心管理层为实际控制人 41
图 79：天味食品 2015-2020Q1 营业收入 42
图 80：天味食品 2015-2020Q1 归母净利润 42
图 81：公司主营火锅底料、川菜调料两大板块 43
图 82：公司主营火锅底料、川菜调料两大板块 43
图 83：天味、颐海总资产周转率对比一览 44
图 84：天味、颐海货币资金及交易性金融资产对比一览（亿元） 44
图 85：天味、颐海存货周转率对比一览 44

图 86：天味、颐海应收账款周转率对比一览 44
图 87：公司营收保持平稳增长 46
图 88：公司净利润波动较大 46
图 89：公司业务以西南地区为主 46
图 90：液体乳为公司主要业务 46
图 91：液体乳毛利率整体较为稳定 47
图 92：聚焦低温产品 47
图 93：千禾味业历史沿革 49
图 94：截至 2020 年 6 月底千禾味业股权结构 49
图 95：千禾味业 2015-2020Q1 营业收入 50
图 96：千禾味业 2015-2020Q1 归母净利润 50
图 97：千禾味业主营酱油、食醋等业务 50
图 98：千禾味业主营酱油、食醋等业务 50
图 99：千禾味业毛利率水平稳步提升 51
图 100：千禾味业净利率水平相对平稳 51
图 101：千禾味业销售费用率有所抬升 51
图 102：千禾味业管理费用率相对平稳 51
图 103：千禾味业 ROE 水平相对平稳 51
图 104：千禾味业 ROA 水平相对平稳 51
图 105：迅游科技 2015-2020Q1 营业收入 52
图 106：迅游科技 2015-2020Q1 归母公司净利润 52
图 107：迅游科技业务构成 53
图 108：迅游科技毛利率、净利率情况 53
图 109：迅游科技资产负债率 53
图 110：迅游科技期间费用率 54
图 111：迅游科技 ROE 水平 54
图 112：博瑞传播 2015-2020Q1 营业收入 55
图 113：博瑞传播 2015-2020Q1 归母公司净利润 55
图 114：博瑞传播主营业务构成 55
图 115：博瑞传播毛利率、净利率情况 55
图 116：博瑞传播资产负债率 56
图 117：博瑞传播期间费用率 56
图 118：博瑞传播 ROE 水平 56
图 119：浪莎股份 2015-2020Q1 营业收入 57
图 120：浪莎股份 2015-2020Q1 归母公司净利润 57
图 121：浪莎股份主营业务构成 58
图 122：浪莎股份毛利率、净利率情况 58
图 123：浪莎股份资产负债率 58
图 124：浪莎股份期间费用率 59
图 125：浪莎股份 ROE 水平 59
图 126：振静股份 2015-2020Q1 营业收入 60
图 127：振静股份 2015-2020Q1 归母公司净利润 60
图 128：振静股份主营业务构成 60

图 129：振静股份毛利率、净利率情况 60
图 130：振静股份资产负债率 61
图 131：振静股份期间费用率 61
图 132：振静股份 ROE 水平 61
图 133：创维数字 2015-2020Q1 营业收入 62
图 134：创维数字 2015-2020Q1 归母公司净利润 62
图 135：创维数字主营业务构成 63
图 136：创维数字毛利率、净利率情况 63
图 137：创维数字资产负债率 63
图 138：创维数字期间费用率 64
图 139：创维数字 ROE 水平 64
图 140：四川九洲 2015-2020Q1 营业收入 65
图 141：四川九洲 2015-2020Q1 归母公司净利润 65
图 142：四川九洲主营业务构成 66
图 143：四川九洲毛利率、净利率情况 66
图 144：四川九洲资产负债率 66
图 145：四川九洲期间费用率 67
图 146：四川九洲 ROE 水平 67
图 147：四川长虹 2015-2020Q1 营业收入 68
图 148：四川长虹 2015-2020Q1 归母公司净利润 68
图 149：四川长虹主营业务构成 68
图 150：四川长虹毛利率、净利率情况 68
图 151：四川长虹资产负债率 69
图 152：四川长虹期间费用率 69
图 153：四川长虹 ROE 水平 69
图 154：富临运业 2015-2020Q1 营业收入 70
图 155：富临运业 2015-2020Q1 归母净利润 70
图 156：富临运业主营业务构成 70
图 157：富临运业分业务毛利率情况 70
图 158：富临运业资产负债率 71
图 159：富临运业期间费用 71
图 160：富临运业 ROE 和 ROA 71
图 161：四川成渝 2015-2020Q1 营业收入 72
图 162：四川成渝 2015-2020Q1 归母公司净利润 72
图 163：四川成渝主营业务构成 73
图 164：四川成渝分业务毛利率情况 73
图 165：四川成渝资产负债率 74
图 166：四川成渝期间费用率 74
图 167：四川成渝 ROE 和 ROA 74
图 168：富森美 2015-2020Q1 营业收入 75
图 169：富森美 2015-2020Q1 归母净利润 75
图 170：富森美主营业务构成 76
图 171：富森美分业务毛利率情况 76

图 172：富森美资产负债率有下降趋势 76
图 173：富森美期间费用率 77
图 174：富森美 ROE 和 ROA 77
图 175：茂业商业 2015-2020Q1 营业收入 78
图 176：茂业商业 2015-2020Q1 归母净利润 78
图 177：茂业商业主营业务构成 79
图 178：茂业商业分业务毛利率情况 79
图 179：茂业商业资产负债率有下降趋势 79
图 180：茂业商业期间费用率保持稳定 80
图 181：茂业商业 ROE 和 ROA 80
图 182：峨眉山 A2015-2020Q1 营业收入 81
图 183：峨眉山 A2015-2020Q1 归母净利润 81
图 184：峨眉山 A 主营业务构成 81
图 185：峨眉山 A 分业务毛利率情况 81
图 186：峨眉山 A 资产负债率有下降趋势 82
图 187：峨眉山 A 期间费用率 82
图 188：峨眉山 AROE 和 ROA 82

表格 1. 四川省政府多次出台白酒产业扶持政策 16
表格 1. 2014-2019 年 4 家白酒可比公司杜邦财务分析 34
表格 2. 2014-2019 年 4 家白酒可比公司杜邦财务分析 39
表格 3. 公司核心产品及用途一览 42
表格 4. 天味、颐海 ROE 水平及详细杜邦财务拆分 43
表格 5. 低温系列毛利率逐渐提升 47

一、依托优势资源，打造川酒+川味调味料两大增长极

1.1. 川酒：行业开创者，加快构建中国白酒“波尔多”

翻开川酒发展史，底蕴深厚的泸州老窖为浓香的全国性发展立下汗马功劳，被誉为“浓香鼻祖”；伴随着市场经济的发展，五粮液抓住渠道机遇在营收、单价等多方面位居行业首位，成为“中国酒王”；进入品牌引领新时期，以“六朵金花”为代表的川酒仍将锐意改革，砥砺前行。

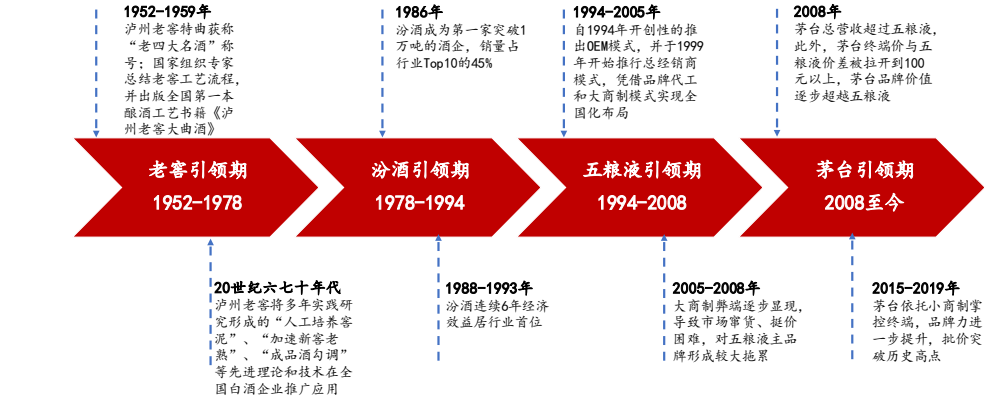
老窖引领期，技艺为王（1952-1978）：泸州老窖为中国老四大名酒之一，历史上的五次全国评酒会均获得“中国名酒”称号。为推动中国白酒产业发展，1957-1958 年国家轻工部开始制定白酒生产工艺标准，组织酿酒专家对泸州老窖集中收集资料、总结生产工艺，并于 1959 年出版全国第一本酿酒工艺书籍《泸州老窖大曲酒》。此后的二十多年，泸州老窖将多年实践研究形成的“人工培养窖泥”、“加速新窖老熟”、“成品酒勾调”等先进理论和技术在全国白酒企业推广应用，推动浓香型白酒国内占比高达 70%以上，被誉为“浓香鼻祖”。上世纪七八十年代的计划经济体制下，泸州老窖的产量和销量是川酒其他五朵金花的总和，也成为中国白酒中第一个实现百万级规模的企业。

汾酒引领期，产能为王（1978-1994）：早期汾酒因出酒率高，产能规模大，叠加悠久的文化底蕴，成为全国最大的名酒生产基地。1986 年汾酒成为第一家产量突破 1 万吨的酒企，并于 1988-1993 年汾酒连续 6 年经济效益居行业首位。但由于推行“名酒变民酒”策略，汾酒逐步丧失高端品牌定位后被超越。

五粮液引领期，渠道为王（1994-2008）：白酒定价权放开后，五粮液 1989 年率先提价，并于 1994 年再次提价后超越汾老大，1998 年五粮液售价超过茅台，逐步掌握高端白酒定价权。渠道端来看，五粮液自 1994 年开创性的推出 OEM 模式，并于 1999 年开始推行总经销商模式，凭借品牌代工和大商制模式，五粮液借助强大的经销商资源实现全国化布局，1999-2005 年稳居首位。

茅台引领期，品牌为王（2008 至今）：茅台采用小商制，对渠道以及终端的掌控力较强，2008 年茅台终端价与五粮液价差被拉开到 100 元以上，茅台品牌价值逐步超越五粮液。2017 年以来，在茅台强势复苏的引领下，我国白酒市场上掀起了一轮酱香酒热潮。除茅台一骑绝尘、批价超越历史高点外，2018 年郎酒、习酒、国台等酱香品牌均取得接近翻倍增长，且产业资本纷纷涌入助推酱香市场进一步扩容。

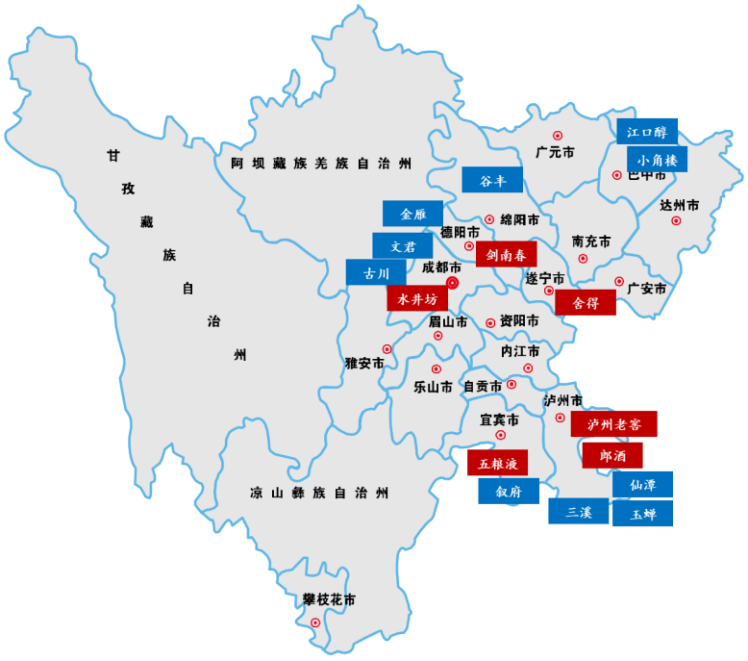
图 1： 川酒为行业领导者



资料来源：微酒，糖酒快讯，川财证券研究所

川酒头部企业五粮液、泸州老窖均为浓香典范，历史上浓香白酒长期占据过半的市场份额，是市场占有率最高、消费人群最多的中国白酒。从销售收入占比来看，浓香型白酒销售额占比接近 50%；酱香型白酒销售额占比约为 20%，清香型白酒销售额占比约为 13%，此外其他香型占比约为 17%。

图 2： 四川主要白酒企业区域分布



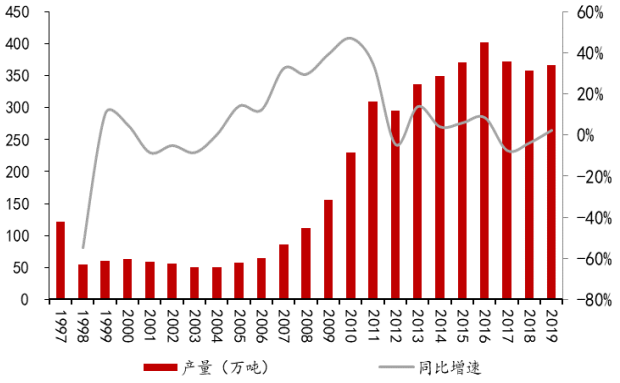
资料来源：Wind，川财证券研究所

四川不仅是白酒生产大省，同时也是全国性的白酒销售大省。川酒产销全国占比近半，其中白酒产量占比 46.7%，收入规模占比高达 47.2%。

从各省市白酒产量对比来看，2019 年中国白酒产量为 786 万吨，其中四川白酒产量位居第一，全年规模以上企业白酒产量高达 366.80 万吨，全国占比高达 46.7%。

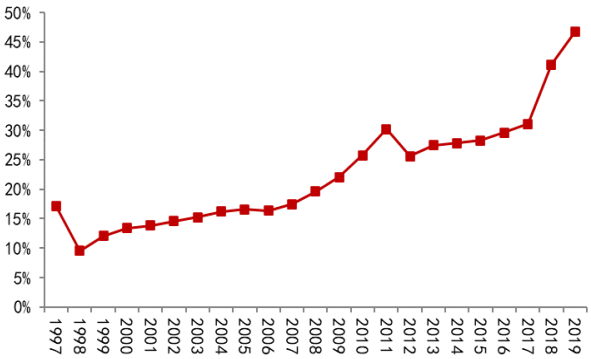
从各省市白酒销售收入对比来看，2019 年四川规模以上酒企实现销售收入 2653.0 亿元，全国占比高达 47.2%；实现利润 448.8 亿元，全国占比 32%。此外，川酒以全国化销售为主，四川白酒消费体量相对较小，我们估算 2019 年四川省白酒整体消费规模约 250 亿。

图 3： 四川白酒产量及增速



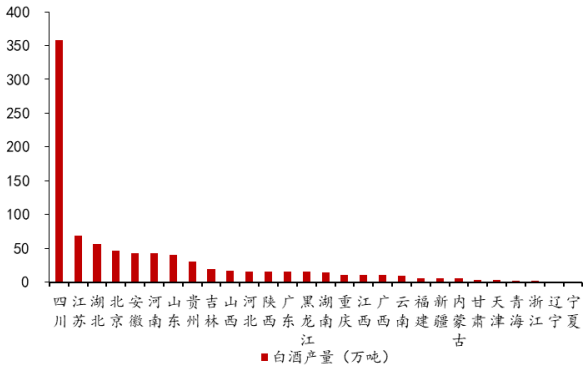
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 四川白酒产量占全国比重



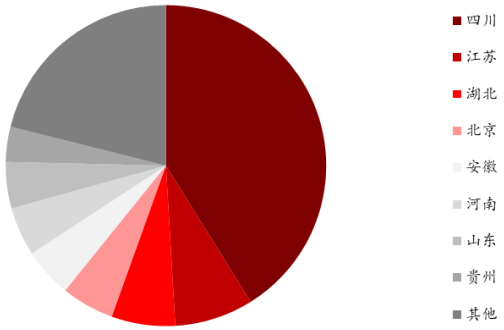
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 中国各区域白酒产量一览



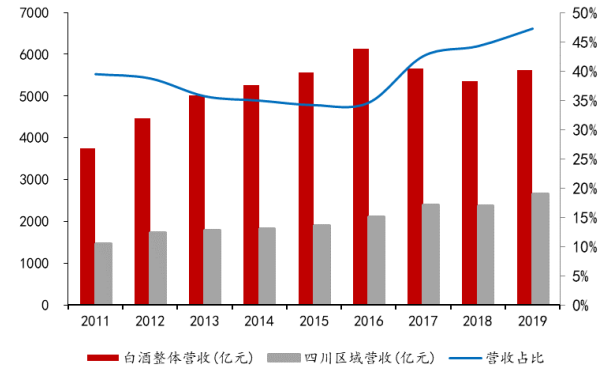
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 中国各区域白酒产量占比一览



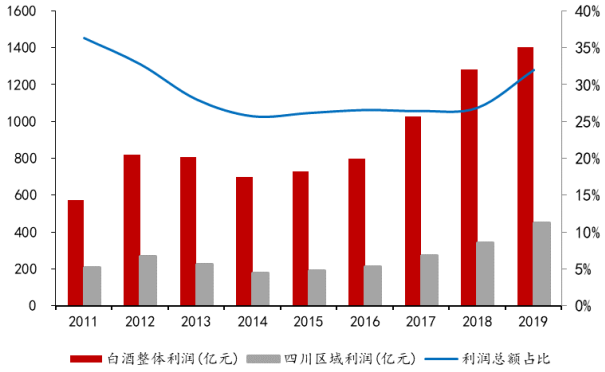
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 白酒行业及四川区域营收及比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 白酒行业及四川区域利润总额及比重



资料来源：Wind，川财证券研究所

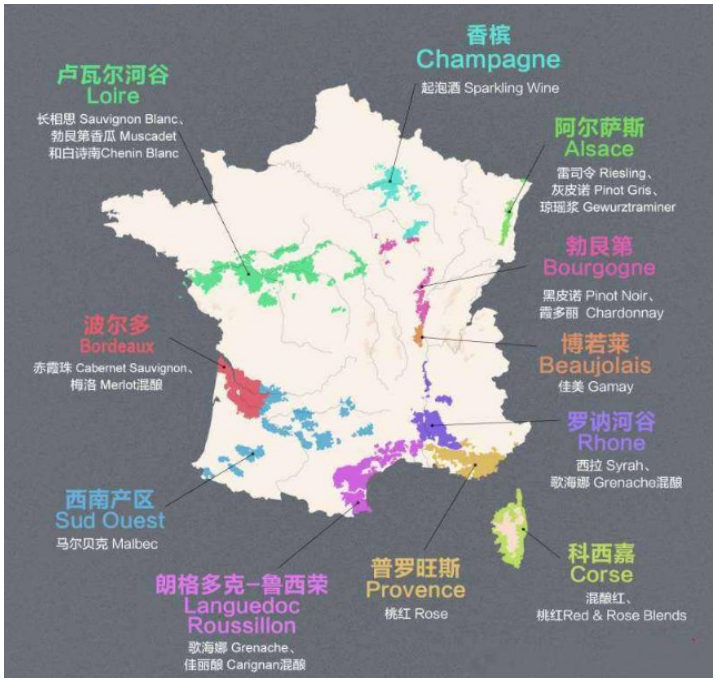
川酒未来可借鉴法国葡萄酒产区分级制度，加快构建川酒原产地标志品牌，进而树立川酒国家品牌形象，打造中国白酒“波尔多”。

自 1936 年国家法定产区管制局（INAO）成立以来，法国优质的葡萄酒就开始接受法定产区（AOC）的规范，该机构于 1949 年也开始负责优良地区餐酒（VDQS）的规范，到 1979 年国家葡萄酒同业公会则肩负起地区餐酒（VDP）和日常餐酒（VDT）的规范责任。随着国家葡萄酒产区分级管理制度的完善，使得法国葡萄园能够提供优良的葡萄酒给消费者，更奠定了法国葡萄酒在世界葡萄酒领先的地位。

从葡萄酒等级划分来看，法国葡萄酒实行原产地控制制度，将葡萄酒由高到低划分为三个等级——法定产区酒（AOP）、地区餐酒（IGP）、非法定产区酒（VDF）。以产区生产的葡萄酒都带有产区认证标志，作为对口味和酒质的背书，严格的产区制度可以对产品形成有效的护城河。其中 AOC/AOP 为法定产区葡萄酒，一方面原产地地区的葡萄品种、种植数量、酿造过程、酒精含量等都要得到专家认证，另一方面只能用原产地种植的葡萄酒酿制，绝对不可和别地葡萄汁勾兑，AOC/AOP 产量大约占法国葡萄酒总产量的 35%；IGP 为地区餐酒，仅限于用标明产区内的葡萄汁勾兑，产量占比约为 17%；VDF 为日常餐酒，可以由不同地区的葡萄汁勾兑而成，产量占比约为 38%。

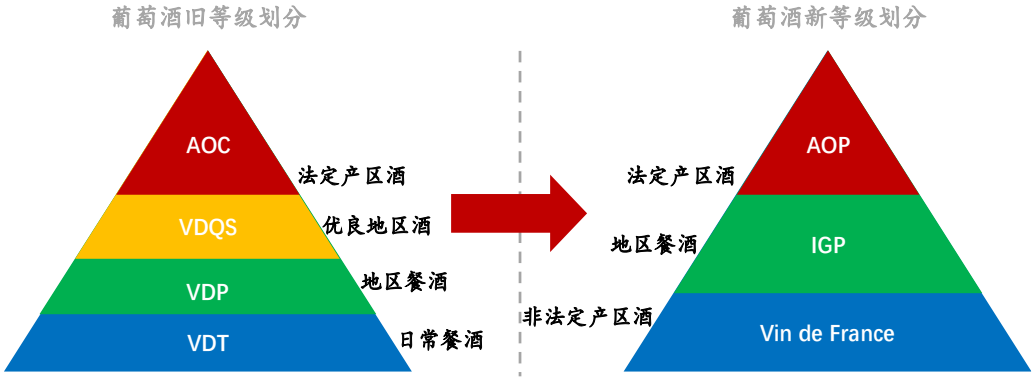
从葡萄酒产区分布来看，法国共有十二大著名的葡萄酒产区，分别是香槟区、阿尔萨斯、卢瓦尔河谷、勃艮第、茹拉-萨瓦、罗纳河谷、波尔多、博若莱、西南产区、朗格多克-露喜龙、普罗旺斯和科西嘉。其中著名的波尔多产区享誉世界，一方面是因为波尔多 AOC 葡萄酒产量占法国 AOC 葡萄酒产量高达 25%，另一方面世界著名的酒庄拉菲、拉图等都产自波尔多。

图 9：法国葡萄酒产区分布



资料来源：红酒世界网，川财证券研究所

图 10：法国葡萄酒等级划分



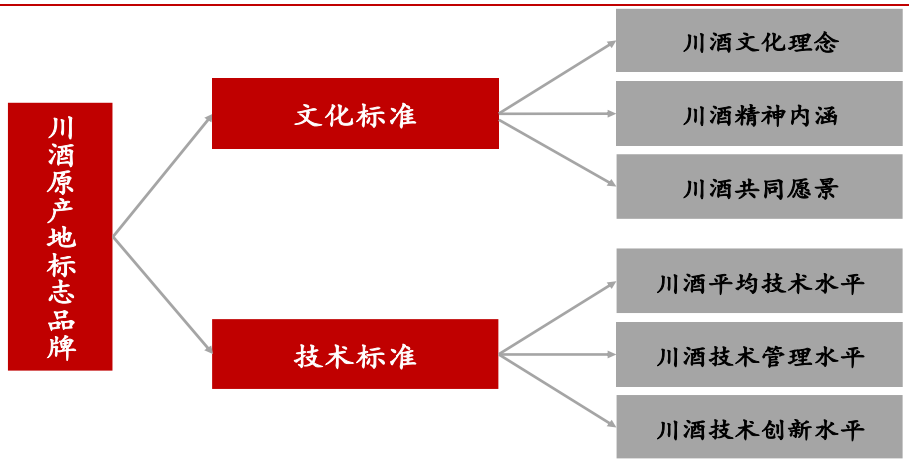
资料来源：红酒世界网，川财证券研究所

四川作为中国最优质白酒的产区之一，酒企质量层次不齐，其中“六朵金花”品质处于行业领先地位，但非品牌酒企整体市场认可度低，未来可借鉴法国葡萄酒产区制度，建立川酒统一的文化和技术标准，将川酒作为一个整体品牌进行推广和宣传，争取树立川酒在酒类中的国家品牌形象，从而提升消费者对川酒原产地标志品牌的认可度，做优做强川酒，打造中国白酒“波尔多”。

在政策层面，四川省政府大力实施川酒振兴“八大计划”，从品质、企业、市

场等多方面进一步巩固川酒优势，“川酒振兴”已被纳入省政府“治蜀兴川”的要务之一。此外，国家发改委正式对外发布《产业政策调整指导目录(2019年本)》，自2020年1月1日期实施，白酒产业不再是“限制类”。我们认为，解除产业发展限制后，白酒产品生产准入标准将得到提高，川酒等重要白酒产区的优势将更为突出，同时产业建立退出机制将及时淘汰落后产能，并有利于吸引优质资源、外部资本进入白酒行业，建立良性的竞争机制。

图 11：构建川酒的原产地标志品牌



资料来源：《川酒原产地地理标志品牌公信力研究——结构、内涵及措施》，川财证券研究所

表格 1. 四川省政府多次出台白酒产业扶持政策

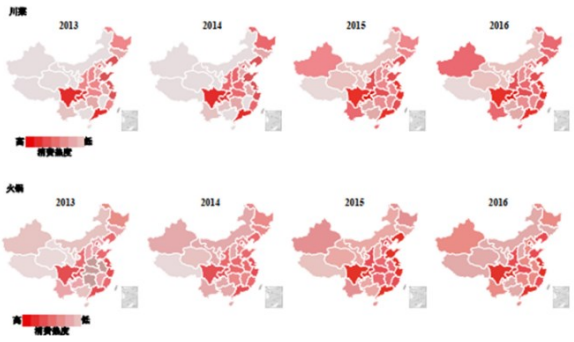
时间	出台文件	具体内容
2015年5月	《关于促进白酒产业转型升级健康发展的指导意见》	1.力争2017年末规模以上白酒企业主营收入实现2500亿元； 2.推动白酒产业向“金三角”核心区集中； 3.鼓励名优白酒企业和原酒企业合作，建立白酒产业联盟； 4.推进国有企业混合所有制改革，鼓励外部资本投资白酒产业，丰富企业股权结构； 5.鼓励名优白酒企业通过兼并重组和建设分装生产线等方式提高省外市场占有率；
2017年9月	《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》	1.到2020年，四川省规模以上白酒产业主营业务收入达到3500亿元，全省白酒产量在全国的比重稳定在30%以上；主营业务收入、利润占全国的比重提高到40%左右。 2.四川将实施"川酒"品牌提升计划，巩固提升全国最大最重要的优质白酒生产基地地位，大力推进"基地品牌化、企业品牌化、产品品牌化"。 3.四川支持白酒"六朵金花""抱团"发展，扩大提升品牌影响力，带动二三线品牌企业整体发力，扩大"川酒"品牌美誉度、知名度。 4.鼓励白酒行业并购重组，支持重点企业采取多种方式兼并、收购四川省内外白酒企业，实现规模扩张。 5.将加大财政资金对白酒企业兼并重组、技术改造和市场开拓等支持力度。统筹用好省级工业发展资金，支持省内白酒生产企业兼并重组，按照企业兼并重组所支付金额的10%、总额不高于1000万元的标准进行奖励。 6.励川酒利用好资本市场和融资工具。鼓励符合条件的企业通过银行间市场债务融资工具、公司债、企业债等融资工具，优化融资结构，降低融资成本。
2018年7月	《四川省推进产业金融体系建设的意见(征求意见)》	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。
2019年1月	《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。

资料来源：四川省政府官网，川财证券研究所

1.2. 川味调味料：持续扩容，头部品牌具备先发优势

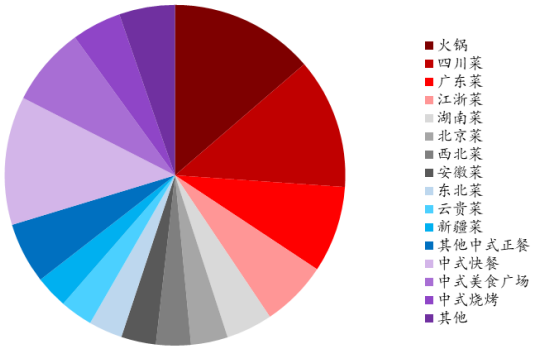
近年来，火锅、川菜在国内消费热度不断提升，当前火锅、川菜已成为中式餐饮最大菜系，同时也带动川味复合调味料的快速发展。调味品按产品成份分类，可被分为基础调味品和复合调味品；按地方风味分类，可被分为川式、广式、西式及其他地方风味等。而川味复合调味料主要分布在川渝地区，主要以颐海、天味、红九九、桥头、周君记、名扬、德庄为代表，带动复合调味料市场规模快速扩容。

图 12：火锅、川菜在国内消费热度不断提高



资料来源：美团点评研究院-餐饮研究中心，川财证券研究所

图 13：火锅、川菜是中式餐饮最大菜系



资料来源：海底捞招股说明书，川财证券研究所

图 14：调味品及其分类情况



资料来源：天味食品招股说明书，川财证券研究所

图 15：主要复合调味料区域分布

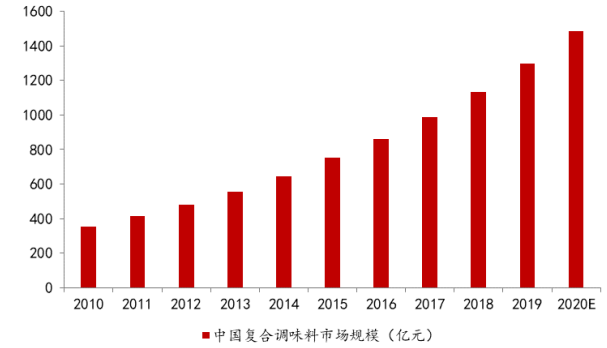


资料来源：天味食品招股说明书，川财证券研究所

根据 Frost&Sullivan 统计数据，2019 年中国复合调味料市场规模约为 1300 亿元，2010-2019 年年均复合增速约为 15.5%。此外，依据 Frost&Sullivan 的预测，复合调味品各细分品类均保持较快增长，其中火锅调味料、中式复合调味料 2015-2020 年年均复合增速分别为 15.0%、16.9%。

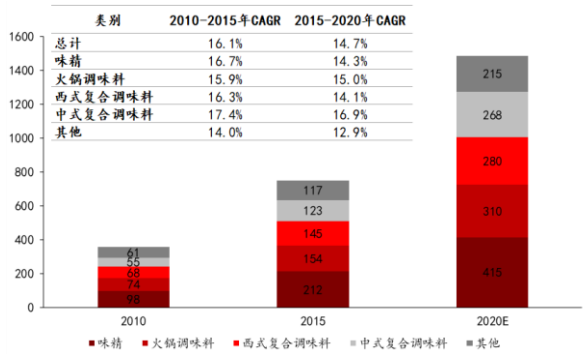
当前国内复合调味料仍处于高速成长期，规模低基数下未来有望实现翻倍增长。据 Frost&Sullivan 统计数据显示，2016 年美国和日本复合调味料在调味品行业中占比分别达 50.8%、50.1%，显著高于中国的 18.7%；此外，美国、日本人均消费额分别达 88.7 美元、85.5 美元，远高于中国的 9.3 美元。对比美日等发达国家，未来国内复合调味品市场成长空间巨大。

图 16：2019 年中国复合调味料规模约 1300 亿元



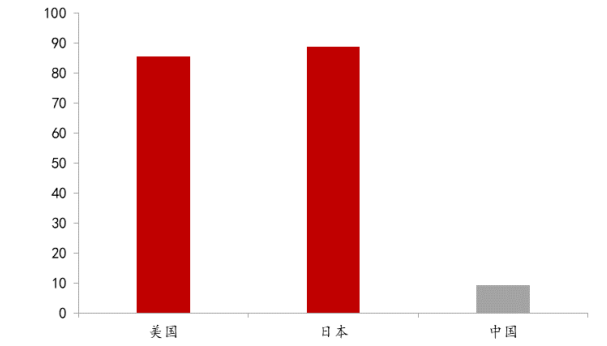
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17：火锅调味料、中式复合调味料快速增长



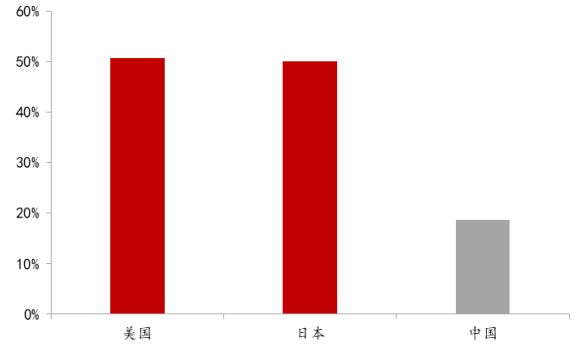
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18：对比美国、日本，中国人均复合调味料消费额仍然偏低（美元）



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 19：对比美国、日本，中国复合调味料渗透比例仍然偏低



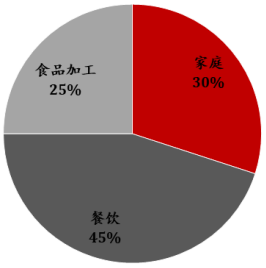
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

对比基础调味品和复合调味品，复合调味品对 C 端渠道的依赖性相对更强，复合调味品属性决定未来 B 端、C 端双轮驱动行业增长。一方面随着 B 端餐饮品牌连锁化发展、中央厨房涌现，另一方面随着 C 端消费者口味需求增长、烹饪便捷性要求提升，复合调味品行业有望持续高增长。

当前颐海渠道更为多元，天味主要以经销商渠道为主。分渠道来看，2019 年颐海经销商、关联方、电商、其他渠道占比分别为 53.8%、38.8%、6.4%、0.9%，天味经销商、定制餐调、电商、商超直营、外贸、其他渠道占比分别为 83.09%、

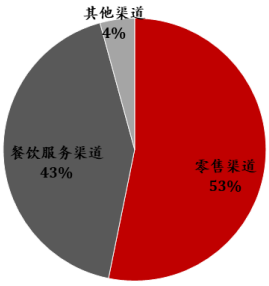
11.14%、4.20%、0.83%、0.60%、0.14%。具体经销商渠道层面，颐海、天味 2019 年经销商数量均大幅增长，其中颐海经销商数量从 2018 年的 1500 家快速增加到 2019 年的 2400 家，同期天味经销商数量从 809 家增加到 1221 家，均呈现快速增加态势；此外，颐海、天味 2019 年单个经销商销售额分别为 96 万元、117 万元，整体相对平稳。

图 20：整体调味品行业的渠道分布



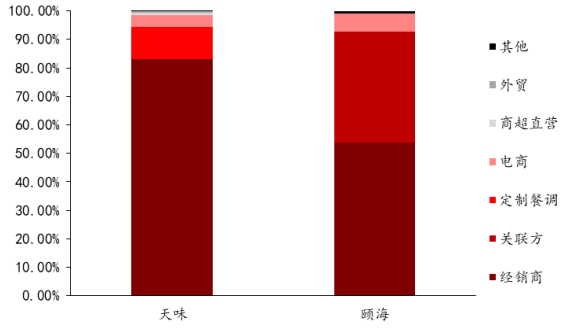
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 21：火锅底料行业的渠道分布



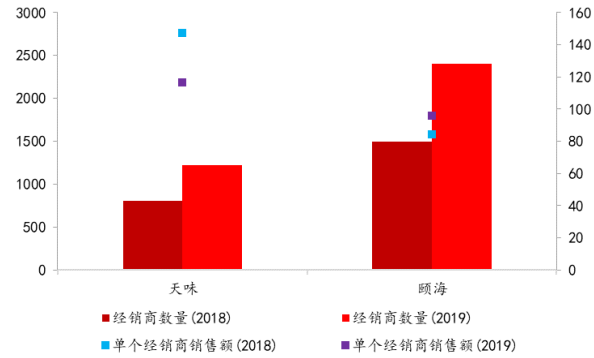
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22：2019 年颐海与天味渠道结构对比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 23：2019 年颐海与天味经销商数量对比

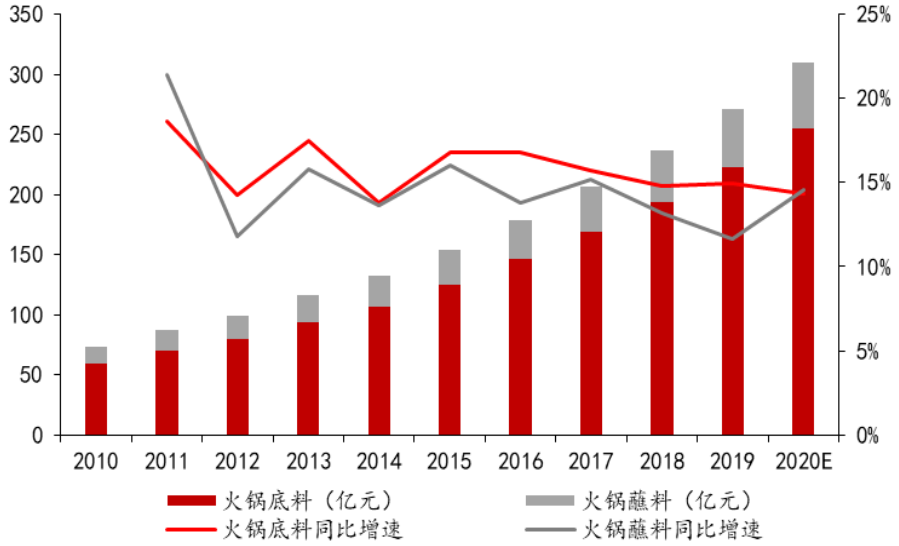


资料来源：公司公告，川财证券研究所

火锅调味料行业仍处于快速增长期，且集中度仍然相对分散，未来头部品牌有望凭借先发优势持续提升市场份额。从行业层面来看，根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年火锅调味整体规模有望突破 300 亿元，10-20 年 CAGR 约为 15.40%。其中火锅底料市场规模将达到 255 亿元，火锅蘸料市场规模约为 55 亿元，均处于快速增长期。从公司层面来看，当前行业集中度仍然相对分散，具备先发优势的头部品牌有望不断提升市占率，未来成长空间仍大。根据 Frost&Sullivan 数据，火锅底料 CR5 为 30.90%，其中红九九、颐海、天味、德庄、红太阳市占率分别为 9.20%、7.90%、7.00%、4.10%、2.70%；中高端火锅底料 CR3 为 51.10%，其中颐海、德庄、小肥羊市占率分别为 34.70%、10.70%、5.70%。

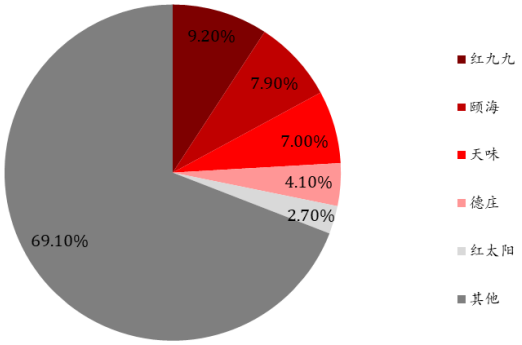
此外，阿里淘数据显示，2019 年 1-5 月 CR5 占比 38.72%，其中海底捞、好人家、名扬、桥头、德庄市占率分别为 15.59%、8.49%、8.31%、4.27%、2.07%。

图 24：中国火锅调味料市场规模及同比增速



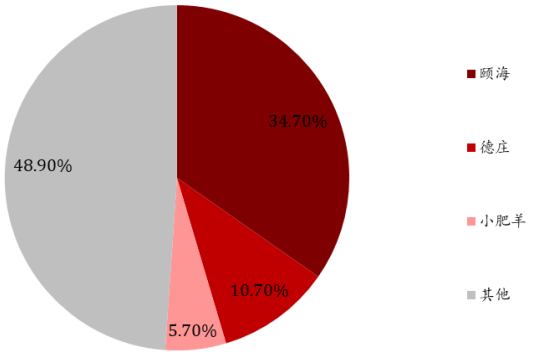
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 25：中国火锅底料生产商市占率



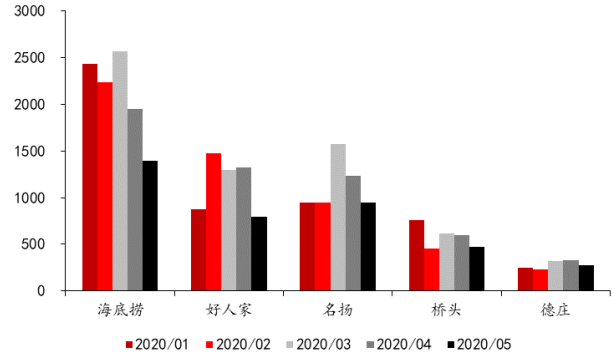
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 26：中国中高端火锅底料生产商市占率



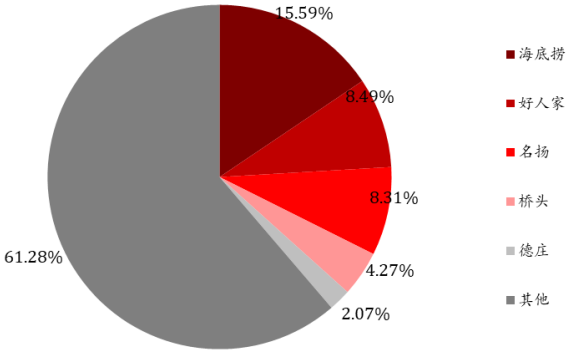
资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 27：2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料 CR5 月度销售额（单位：万元）



资料来源：淘数据，川财证券研究所

图 28：2020 年 1-5 月阿里线上渠道火锅调料销售额 CR5 占比 38.72%



资料来源：淘数据，川财证券研究所

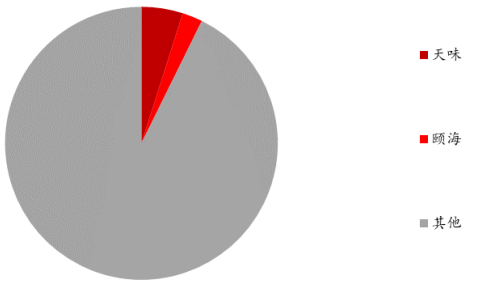
此外，中式复合调味料也处于快速增长期，未来以颐海、天味为代表的头部厂商有望凭借先发优势持续提升市场份额。从行业层面来看，根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年中式复合调味料整体规模有望达到 268 亿元，10-20 年 CAGR 约为 17.16%。从公司层面来看，当前行业集中度仍然相对分散，具备先发优势的头部品牌有望不断提升市占率，未来成长空间仍大。根据 Frost&Sullivan 数据，中式复合调味料 CR2 仅为 7.30%，其中天味、颐海市占率分别为 4.90%、2.40%。

图 29：中式复合调味料市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

图 30：中式复合调味料 CR2 仅为 7.30%



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

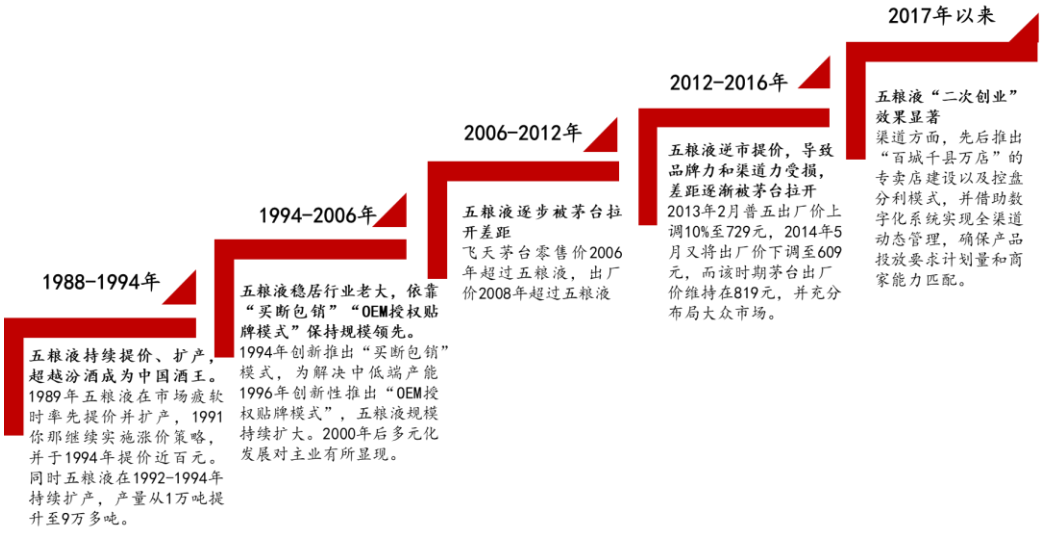
二、四川主要消费行业上市公司基本情况

2.1. 五粮液（000858.SZ）

2.1.1. 公司基本情况

五粮液前身为由 8 家酿酒作坊在 20 世纪 50 年代初联合组建的“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，公司 1959 年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”，白酒行业经历几轮调整，行业集中度持续提升，五粮液持续为行业领导者。1988-1994 年，五粮液持续提价、扩产，超越汾酒成为中国酒王。1994-2006 年，五粮液稳居行业老大，依靠“买断包销”“OEM 授权贴牌模式”保持规模领先。2006-2012 年，五粮液逐步被茅台拉开差距，零售价、出厂价被茅台超越。2017 年以来，五粮液“二次创业”效果显著，量价齐升格局稳固。

图 31：五粮液主要历程

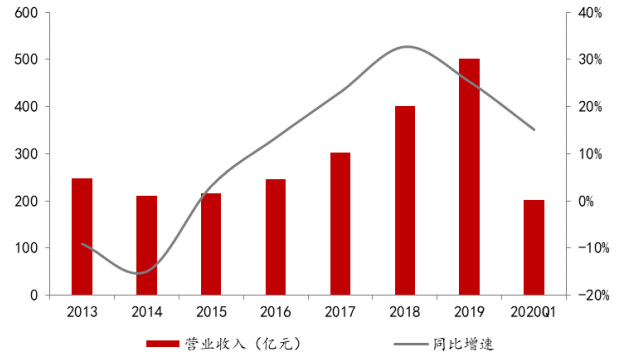


资料来源：公司官网，徽酒，川财证券研究所

2.1.2. 业绩表现与收入构成

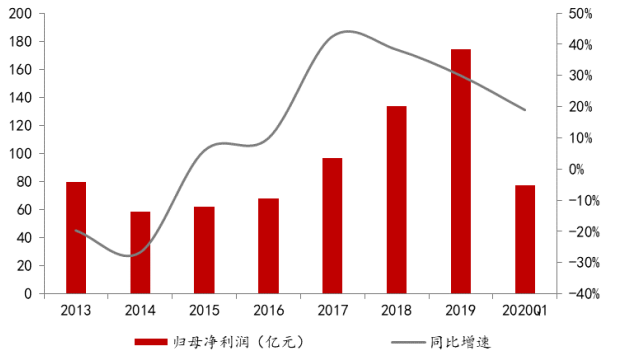
公司 2019 年实现营业收入 501.18 亿元，同比增加 25.20%，2013-2019 年营收复合增速为 12.50%；实现归母净利润 174.02 亿元，同比增长 30.02%，2013-2019 年归母净利润复合增速为 13.89%。公司销售以高端酒为主，2019 年普五、1618 及其他高端酒收入占比接近 80%。

图 32：五粮液 2013-2020Q1 营业收入



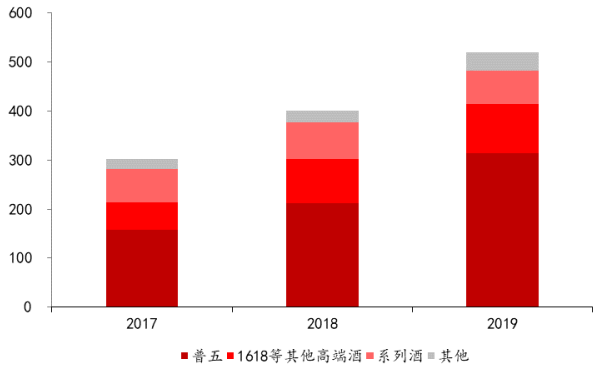
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：五粮液 2013-2020Q1 归母净利润



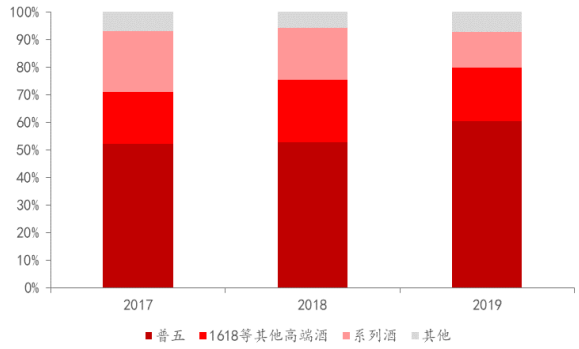
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 34：公司以销售高端白酒为主



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 35：公司以销售高端白酒为主



资料来源：Wind，川财证券研究所

五粮液高端品牌坚定“1+3”战略，主推八代普五核心大单品，交杯、1618、低度系列为高端产品的补充。此外，凭借强大的品牌拉力，五粮液向上布局 501 超高端，向下梳理核心“4+4”系列酒矩阵。

推出新品“501 五粮液”，战略布局超高端领域。当前超高端呈现酱香茅台独大的格局，然而最高品质的浓香白酒除了对窖龄有极高的要求外，还对酿造工艺、酿造设备、储存条件、酒体设计等均有严苛的要求，稀缺性极高。作为浓香型白酒超级品牌，五粮液在超高端领域始终没有核心产品占位，考虑到五粮液独有的从 1368 年开始已连续发酵 651 年的明代古窖，其完全有能力推出超高端白酒产品。2019 年初公司发布“501 五粮液”，来自 501 车间的明清古窖池，由至少拥有 30 年以上酿酒经验的大师酿造，稀缺性极强。从企业自身的角度来看，布局超高端 501 五粮液，承载着五粮液不断拉升品质和品牌的高端战略，旨在塑造五粮液高端产品价值体系。

系列酒按照“向中高价位产品聚焦、向自营品牌聚焦、向核心品牌聚焦”的原则，提出 “4+4”品牌矩阵，一方面继续精简系列酒品牌，另一方面整合系列酒公司，形成浓香系列酒合力。自 2018 年开始，五粮液正式确立系列酒“4+4”产品策略，重点发展五粮春、五粮醇、五粮特头曲、尖庄 4 个全国性大单品，以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆 4 个区域性单品。

图 36：历经七代更迭，第八代普五全新上市



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 37：限定 501 车间——明/清池酿造五粮液



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 38：系列酒聚焦核心“4+4”产品

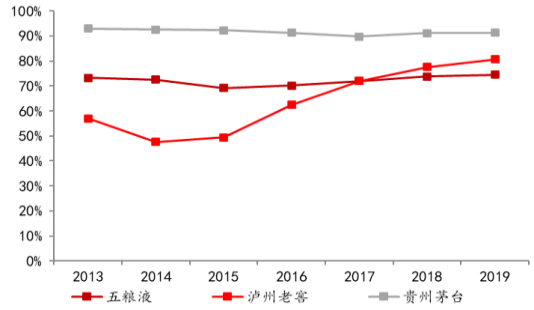
产品定位		品类	规格	价格（元/瓶）	产品展示
系列酒	全国性	五粮春	50度500ml	300	
		五粮特曲	52度500ml	258	
		五粮头曲	52度500ml	159	
		五粮醇	50度500ml	50	
		尖庄	50度500ml	35	
	区域性	五粮人家	52度500ml	179	
		百家宴	52度500ml	168	
		友酒	52度500ml	159	
		火爆	58度100ml	57	

资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

2.1.3. 财务分析

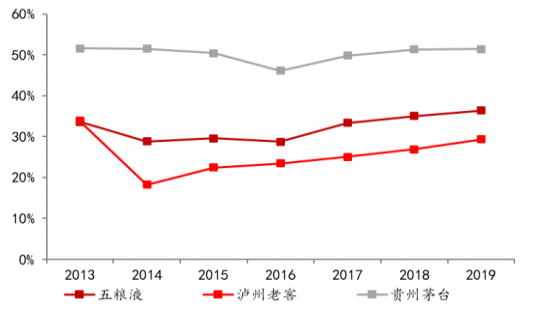
五粮液盈利能力强劲，费用率所有优化。五粮液盈利能力处于第一梯队，毛利率从 13 年的 73.26%小幅提升至 19 年 74.46%，同期净利率从 33.67%提升至 36.37%，13-19 年平均 ROE 为 18.31%。此外，销售费用率从 13 年的 13.68%下降至 19 年的 9.95%，同期管理费用率从 9.16%下降至 5.55%。

图 39：五粮液毛利率水平相对平稳



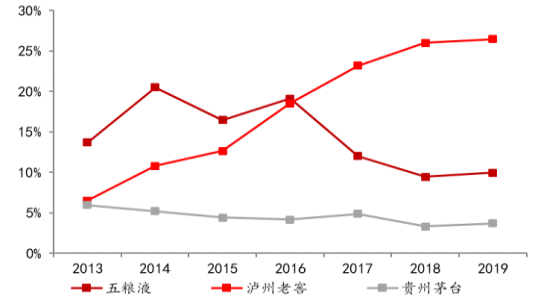
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 40：五粮液净利率水平稳步提升



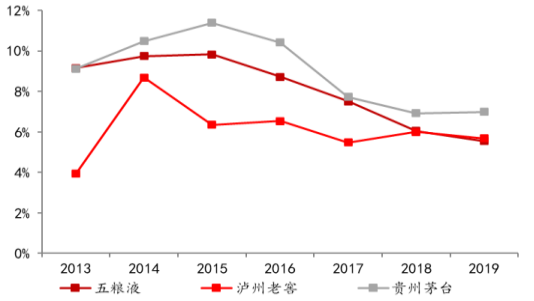
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 41：五粮液销售费用率有所下降



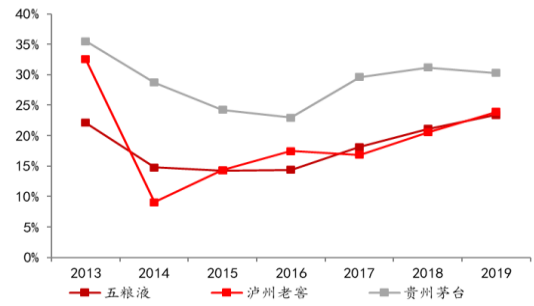
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42：五粮液管理费用率有所下降



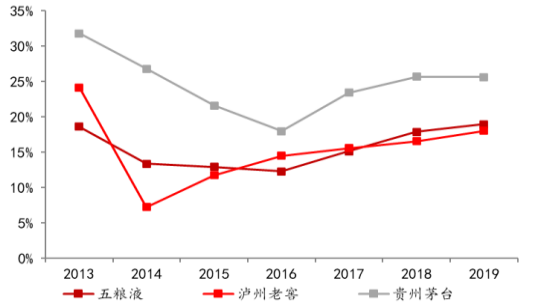
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 43：五粮液 ROE 水平稳步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44：五粮液 ROA 水平稳步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.1.4. 投资逻辑

需求逐步恢复，“两位数”增长实施路径清晰。公司表示 2020 年将通过建设“四个标杆”、做好“三大工作”来保障公司业绩提升，公司有信心完成今年两位数业绩目标：1）市场正逐步恢复。5 月以来市场恢复明显，主品牌 5 月动销达正常水平的 70%以上，其中尖庄等产品动销超越去年同期水平；2）团队能力正逐步提升。无论是“不搞一刀切”“两管控一加快”，还是“减负减压、三损三补”，都是团队在精准施策；3）商家信心正逐步恢复。产品在本轮疫情中始终保持顺价销售，商家信心也较往年强；4）管控能力进一步提升。通过数字化赋能，公司在发货、计划分配等方面管控加强；5）名酒优势进一步凸显。高端酒品牌 5 月以来恢复明显，在商家信心恢复的情况下，诸多商家在争代理权，名酒将会率先走出疫情调整。

数字化转型持续深化，营销改革逐步推进。通过 2019 年的渠道数字化，目前公司数字化架构已搭建完成，今年公司将进一步将框架精细化，在数据积累的基础上，通过数据分析来提升营销能力，另外，公司还将通过大力推进五粮液专卖店数字化新零售体系建设、上线数字酒证项目来赋能渠道、终端，公司渠道力有望得到进一步提升。同时，公司营销改革稳步推进，此前公司曾提出将通过发力团购渠道以弥补部分零售损失的量，年初至 4 月，团购订单总数已达到 3000 多笔，团购渠道开拓顺利。

产品矩阵持续完善，品牌价值不断提升。在批价稳定上升的背景下，公司在推出 501 高端产品外，还将推出价位 3000+产品以完善产品矩阵、提升品牌价值；系列酒方面，公司在精简品牌系列的基础上，将通过树立商家信心、将资源向能力型商家倾斜、打造代理权稀缺性、进一步提升系列酒品质等方式聚焦打造四大战略品牌（五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄）。

批价稳步提升，全年双位数增长目标有望稳步实现。短期来看，公司批价稳定、库存压力较轻、发货节奏调节空间较大、对经销商支持力度较强，整体受疫情影响相对较小。长期看，受益于渠道改革红利逐步释放、品牌价值持续回归、产品矩阵不断完善、渠道利润实现提升，公司将步入高质量增长阶段，在高端酒市场具有良好潜力，未来成长空间较大。

2.1.5. 盈利预测

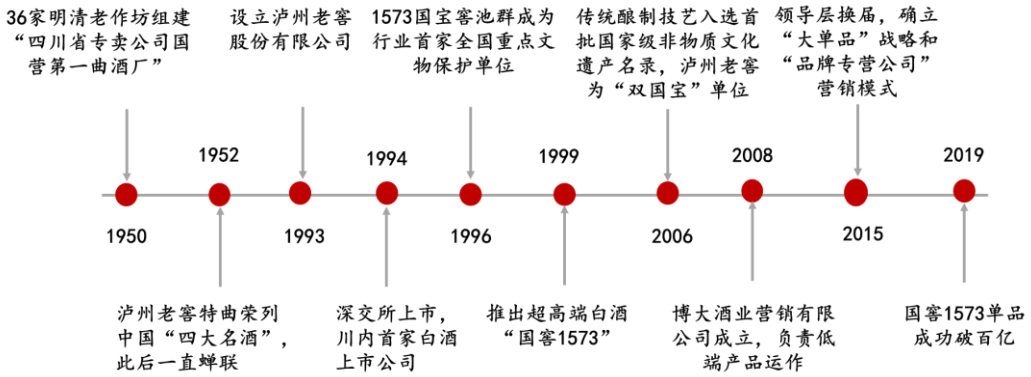
我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 578.8、672.5、783.1 亿元，净利润分别为 207.4、249.6、301.1 亿元，EPS 分别为 5.3、6.3 以及 7.7 元/股，2020 年 7 月 3 日股价为 188.72 元，对应 PE 分别为 35.9、29.8、24.6 倍。

2.2. 泸州老窖（000568.SZ）

2.2.1. 公司基本情况

泸州老窖股份有限公司前身为泸州老窖酒厂，于 1994 年在深交所挂牌上市，是川内首家白酒上市公司。泸州老窖作为中国最古老的四大名酒之一，是中国浓香型白酒的代表，公司拥有 1619 口老窖池，其中四口明代窖池于 1996 年成为行业首家全国重点文物保护单位，传承 23 代的传统酿制技艺于 2006 年入选首批国家级非物质文化遗产名录。2015 年领导层换届，确立“大单品”战略和“品牌专营公司”营销模式。2019 年国窖 1573 单品成功破百亿进入新时期。

图 45：泸州老窖历史沿革

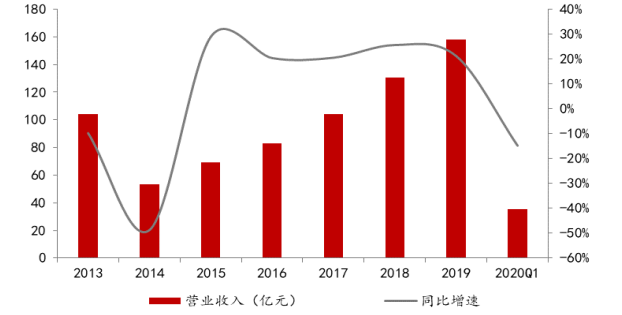


资料来源：公司官网，川财证券研究所

2.2.2. 业绩表现与收入构成

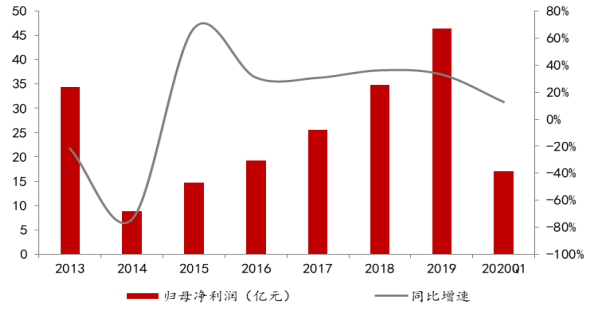
公司 2019 年实现营业收入 158.17 亿元，同比增加 21.15%，2013-2019 年营收复合增速为 7.18%；实现归母净利润 46.42 亿元，同比增长 33.17%，2013-2019 年归母净利润复合增速为 5.13%。

图 46： 泸州老窖 2013-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 47： 泸州老窖 2013-2020Q1 归母净利润



资料来源：wind，川财证券研究所

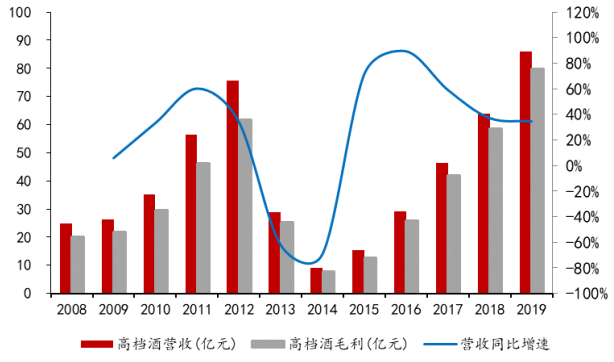
泸州老窖以国窖 1573 和系列酒双品牌打造产品体系，其中国窖 1573 占位“浓香国酒”，当前营销口径重回百亿大单品；系列酒打响“品牌复兴”战役，其中老名酒特曲系列快速增长。国窖 1573 实现百亿目标，全年业绩确定性较强。在高端酒价格周期延续的背景下，国窖积极跟进控货挺价，渠道进货意愿强，2019 年专营公司口径国窖 1573 单品收入规模已突破百亿，2020 年国窖 1573 将冲刺 130 亿目标，同时未来 3-5 年规划将实现 200 亿销售收入。高端国窖 1573 品牌单一运作，品牌辨识度突出，突破百亿成效明显。

图 48：泸州老窖五大产品矩阵



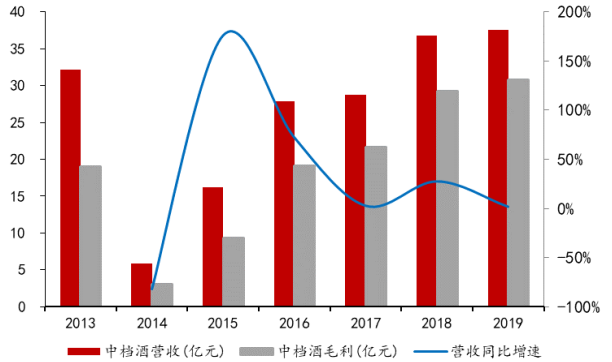
资料来源：泸州老窖官网，川财证券研究所

图 49：国窖 1573 实现快速放量



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 50：特曲系列快速放量，中档酒恢复性增长

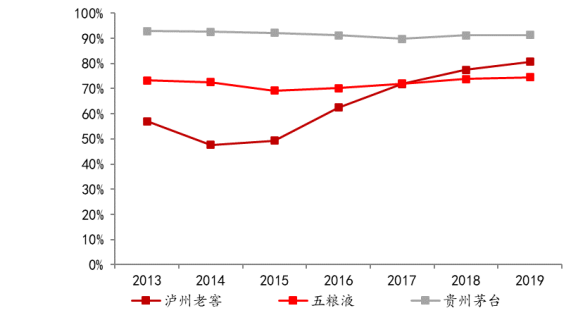


资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2.3. 财务分析

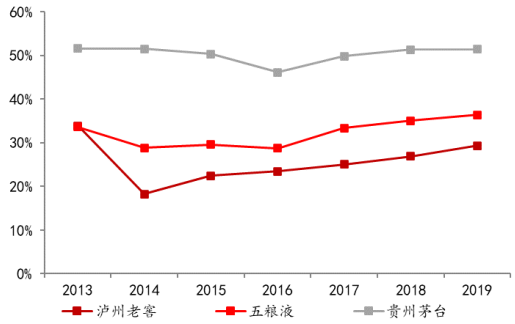
泸州老窖盈利能力持续提升，费用投放有所加大。泸州老窖毛利率从 13 年的 56.98%大幅提升至 19 年的 80.62%，同期净利率从 33.91%小幅下滑至 29.35%，13-19 年平均 ROE 为 19.25%。此外，销售费用率从 13 年的 6.52%大幅提升至 19 年的 26.47%，同期管理费用率从 3.96%提升至 5.69%。

图 51：泸州老窖毛利率水平稳步提升



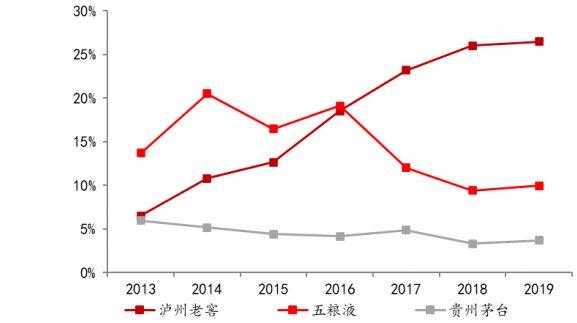
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 52：泸州老窖净利率水平稳步提升



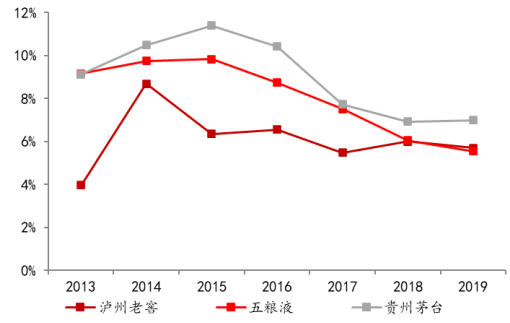
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 53：泸州老窖销售费用率持续抬升



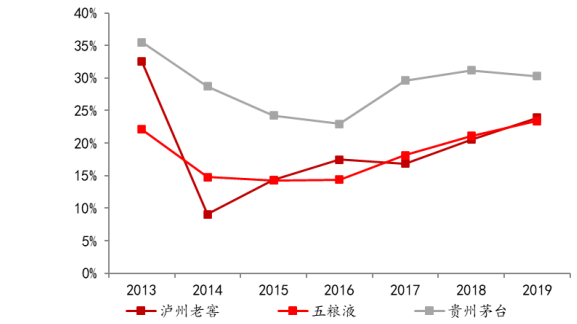
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 54：泸州老窖管理费用率有所下降



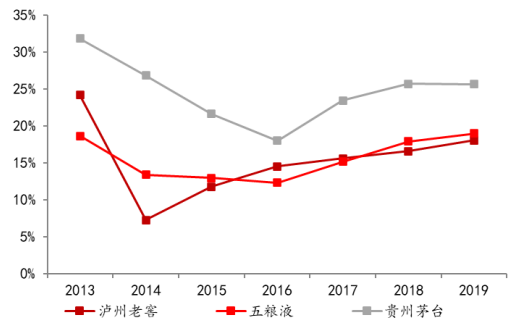
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 55：泸州老窖 ROE 水平稳步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 56：泸州老窖 ROA 水平稳步提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2.4. 投资逻辑

2019 年公司圆满完成任务，国窖保持超 30%的高增速。2019 年是公司发展战略三年冲刺期的收官之年，公司圆满完成年初制定的收入同比增长 15%-25%的业绩目标，2019 年公司白酒业务收入为 156.16 亿元，同比增长 21.43%，销量及均价分别同比增长-2.56%、24.62%。分产品看，高端酒（国窖）、中档酒（特曲+窖龄）、低档酒收入分别为 6.18、6.67、16.89 亿元，分别较上年同期增长 34.78%、2.01%、16.54%，其中国窖保持 30%+增长：量方面，公司较好的完成了年初万吨目标，预计同比超 20%；价：2019 年国窖出厂价提升幅度超 10%。2019 年国窖 1573 坚定实施终端配额制和价格熔断机制，渠道库存持续优化，市场价格更趋良性；特曲升级换装全面实施，下半年因特曲停货，特曲收入增速放缓，窖龄酒持续增量；低档酒逐步恢复。

2020Q1 公司积极应对疫情，通过停货保证渠道及价格体系健康。在疫情爆发后，公司表示将坚决完成 2020 年业绩目标，采取五大措施做好复工复产工作，公司在早前已取消各地经销商 2-3 月国窖 1573 经典装配额（2-3 月取消的配额约占全年 10%），如有国窖 1573 经典装配额需求，由国窖公司各大区组织本区域内库存调剂，这一举措利于保证市场价格体系稳定、减缓经销商压力，考虑到公司表示 5 月前不压货、不促销，预计公司二季度收入端仍有一定压力。区别于 13 年消费场景不可逆的削减，本轮疫情仅是短暂的抑制了消费场景，消费人群基础仍较为稳定，目前国窖 1573 批价稳定在 780-800 元左右，库存已消化至健康水平，4 月公司已陆续执行部分配额，随着消费复苏，发货及终端动销将逐步恢复。

公司向好趋势不变。公司在过去几年内构建了扁平式渠道及销售模式，终端控制力不断增长，大单品矩阵不断完善，实现国窖特曲双轮驱动，同时公司酿酒工程技改项目（一期）将于 2020 年 12 月建成投产，投产后公司将新增 7000 个窖池，新产基酒 3.5 万吨，产能的扩张为公司发展保驾护航，公司有望在挤压式竞争的环境中实现良性、快速的成长。

2.2.5. 盈利预测

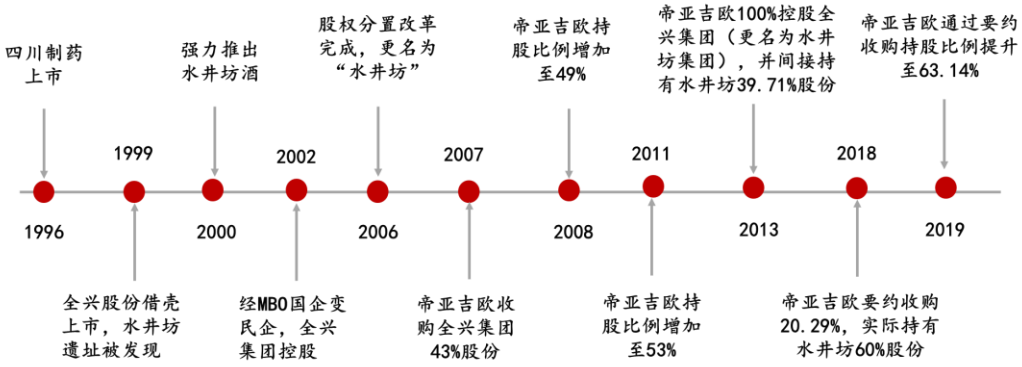
我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 167.08、190.22、215.49 亿元，净利润分别为 49.10、56.28、64.05 亿元，EPS 分别为 3.35、3.84、4.37 元/股，2020 年 7 月 3 日股价为 110.10 元，对应 PE 分别为 32.8、28.7、25.2 倍。

2.3. 水井坊（600779.SH）

2.3.1. 公司基本情况

水井坊前身为老八大名酒之一的“全兴大曲”，与五粮液、泸州老窖、剑南春、郎酒、舍得酒业共同被誉为“川酒六朵金花”。1999 年全兴股份借壳上市，同年水井坊遗址被发现；2000 年推出水井坊酒，产品矩阵“全兴大曲+水井坊”推动公司白酒销量冲进全国前三；2006 年股权分置改革后，全兴股份更名为水井坊；2007-2013 年，国际烈酒巨头帝亚吉欧分四次完全控股全兴集团，并间接持有水井坊 39.71%股份；此后，帝亚吉欧先后两次要约收购水井坊，合计持有水井坊 63.14%股份。当前水井坊开启新一轮增长，2019 年实现营业收入 35.39 亿元，归母净利润 8.26 亿元，2014-2019 年营收复合增速高达 57.51%。

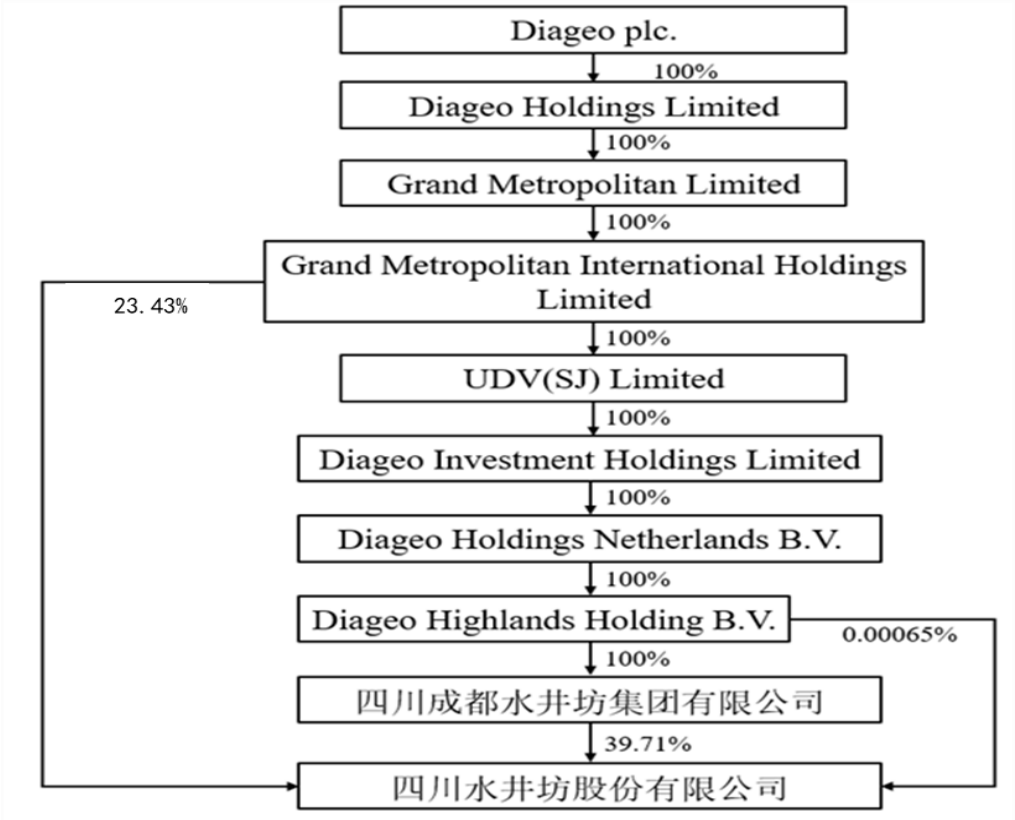
图 57：水井坊历史沿革



资料来源：公司官网，川财证券研究所

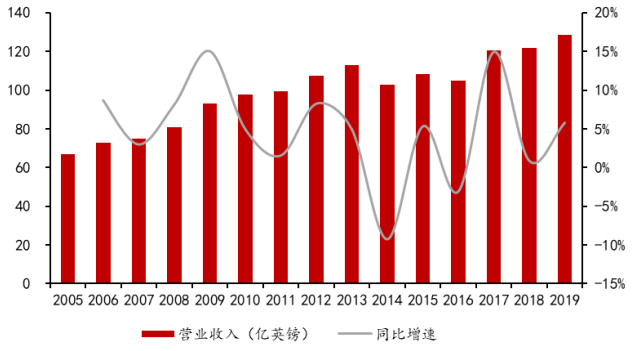
2007-2013 年帝亚吉欧全资子公司 GMIHL 通过多次增持后全资控股水井坊集团，并间接持有水井坊 39.71%的股份，之后分别于 2018 年 7 月、2019 年 2 月两次要约收购水井坊，截至目前，GMIHL 及其关联方合计持有水井坊 63.14%的股份。我们认为，帝亚吉欧持续增持水井坊，有利于促进上市公司稳定发展，也反映了对水井坊品牌的信心和未来在白酒行业发展前景的看好。

图 58：截至 2019 年 10 月底水井坊公司股权结构



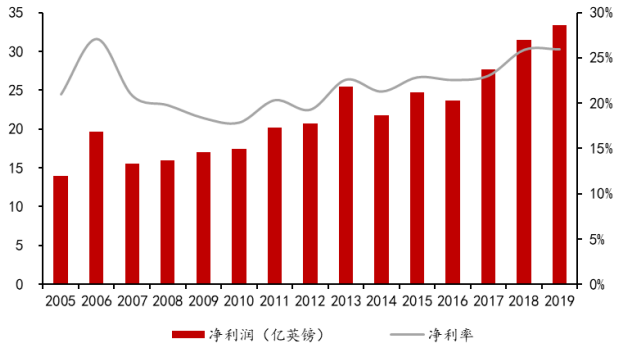
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 59：2005 年至今帝亚吉欧营收基本实现翻倍



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 60：2005 年至今帝亚吉欧净利润增长 1.4 倍

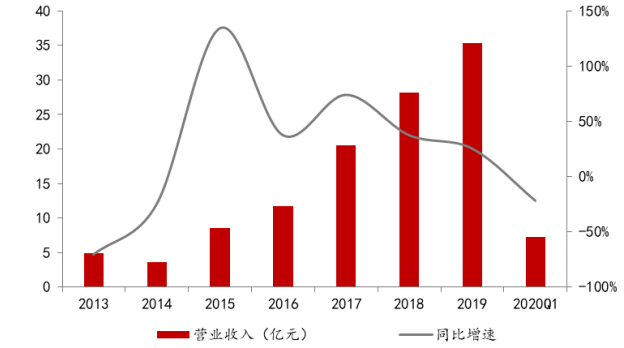


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.3.2. 业绩表现与收入构成

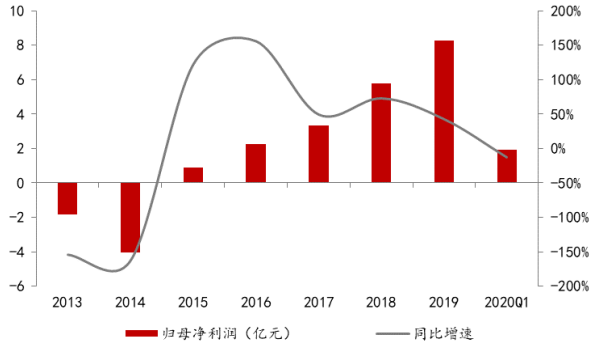
经历 13-14 年的短暂调整后，公司业绩保持相对稳健增长。2019 年公司实现营业收入 35.39 亿元，同比增涨 25.53%，13-19 年营收复合增速高达 39.22%；2019 年实现归母净利润 8.26 亿元，同比增长 42.60%，15-19 年归母净利润复合增速高达 75.03%。

图 61： 水井坊 2013-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 62： 水井坊 2013-2020Q1 归母净利润



资料来源：wind，川财证券研究所

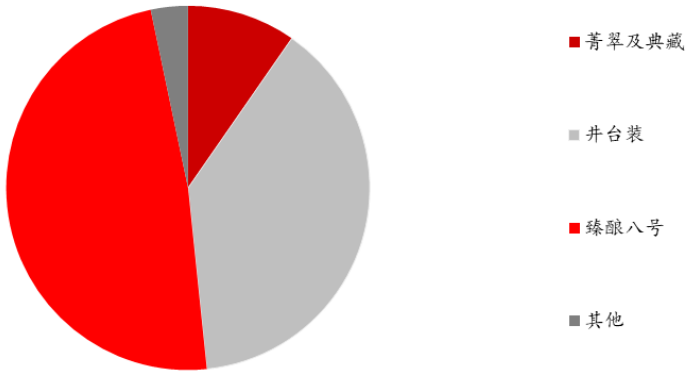
公司全力打造水井坊井台、臻酿八号两款次高端大单品，并构建品牌矩阵，培育高端水井坊菁翠、典藏大师，系列酒小水井、天号陈等。公司产品结构以中高档酒为主，其中高档水井坊品牌系列占比高达 95.89%，中档系列酒占比 2.45%，低档基酒占比 1.66%。分品牌来看，高端菁翠、典藏合计占比接近 10%，次高端井台、臻酿八号合计占比高达 87%。

图 63：公司主力产品定位次高端

系列	产品名称	规格	价格（元/瓶）	产品展示
高端	水井坊菁翠	52°（500ml）	1559	
	水井坊典藏大师	52°（500ml）	799	
次高端	水井坊井台	52°（500ml）	519	
	水井坊臻酿八号	52°（500ml）	359	
	水井坊梅兰竹菊	52°（600ml*4）	1999	
	水井坊鸿运	52°（500ml）	379	
系列酒	小水井	52°（500ml）	199	
	天号陈	52°（500ml）	98	

资料来源：公司官网，京东，川财证券研究所

图 64：井台装及臻酿八号合计占比高达 87%



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

2.3.3. 财务分析

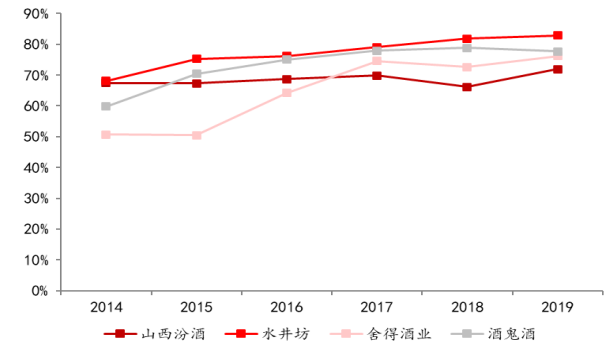
在高毛利叠加快周转的带动下，15 年以来水井坊盈利能力持续提升，ROE 水平从 2015 年的 6.87%快速提升至 2019 年的 39.12%。对比其他次高端上市酒企，水井坊的 ROE 水平快速提升，已处于次高端细分领域领先。从杜邦财务拆分来看，水井坊净利率水平高于其他次高端酒企，而资产周转率和权益乘数均处于高位，高毛利叠加快周转，从而带动公司 ROE 水平快速提升。

表格 1. 2014-2019 年 4 家白酒可比公司杜邦财务分析

公司	杜邦分析	2014	2015	2016	2017	2018	2019
山西汾酒	**ROE**	**9.14%**	**11.77%**	**12.71%**	**18.03%**	**23.60%**	**26.03%**
	净利率	9.14%	13.12%	14.56%	16.63%	16.63%	17.29%
	资产周转率	0.68	0.66	0.62	0.74	0.90	0.85
	权益乘数	1.47	1.49	1.53	1.67	1.83	2.11
水井坊	**ROE**	**-33.75%**	**6.87%**	**15.30%**	**21.23%**	**31.21%**	**39.12%**
	净利率	-110.40%	10.29%	19.11%	16.38%	20.55%	23.35%
	资产周转率	0.20	0.50	0.59	0.82	0.94	0.99
	权益乘数	1.36	1.40	1.50	1.76	1.72	1.87
舍得酒业	**ROE**	**0.60%**	**0.32%**	**3.45%**	**5.78%**	**13.58%**	**16.72%**
	净利率	0.93%	0.62%	5.49%	8.67%	16.86%	20.32%
	资产周转率	0.41	0.31	0.38	0.38	0.46	0.50
	权益乘数	1.64	1.67	1.71	1.77	1.78	1.78
酒鬼酒	**ROE**	**-5.84%**	**5.04%**	**5.82%**	**8.78%**	**10.22%**	**12.32%**
	净利率	-26.68%	12.35%	14.82%	19.83%	18.76%	19.81%
	资产周转率	0.18	0.27	0.28	0.36	0.44	0.50
	权益乘数	1.25	1.30	1.27	1.27	1.32	1.33

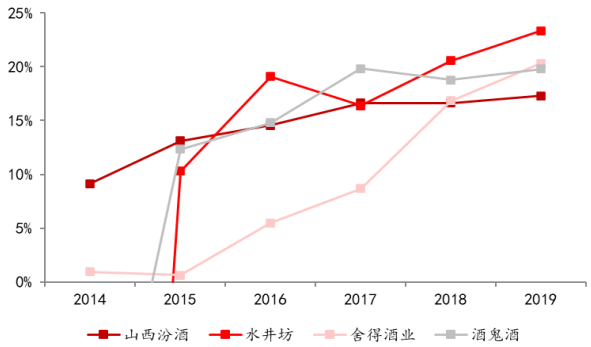
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 65：水井坊毛利率高于其他次高端酒企



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 66：水井坊净利率快速提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.3.4. 投资逻辑

中国白酒第一坊，外资逐步控股，盈利能力强劲。水井坊为中国白酒第一坊，国际烈酒巨头帝亚吉欧合计持有水井坊 63.14%股份。公司全力打造水井坊井台、臻酿八号两款次高端大单品，营收占比高达 87%。在高毛利叠加快周转的带动下，15 年以来水井坊盈利能力持续提升，ROE 水平从 15 年的 6.87%快速提升至 19 年的 39.12%，盈利能力强劲。此外，公司新股权激励计划以营收为指引，考虑到公司当前仍处于扩张期，营收快速增长及进一步抢占市场份额有利于公司长远发展。

外在驱动：次高端扩容，优秀企业挤压式增长。1）白酒行业的增长由上一轮的扩容式增长转变为挤压式增长，酒企业绩开始出现分化，次高端白酒仍为增长最快子板块。价格为当前白酒行业主要驱动力，我们认为主要原因是消费力两极分化严重，高收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速却下降较为明显。2）当前次高端市场规模在 500 亿左右，CR6 市占率 63.4%，我们认为具有全国性品牌基础、产品高性价比、渠道推力更强的次高端酒企有望进一步提升市场份额。

内在驱动：产品高性价比优势凸显，新总代加速全国化布局。1）水井坊源自老八大名酒“全兴大曲”，2019 年品牌价值 173.57 亿元，较去年同期增长 17.98%，品牌价值位列中国白酒行业前列，未来成长潜力巨大；2）水井坊酒传统酿造工艺于 2008 年被列为“国家级非物质文化遗产”，偏低的定价策略叠加团购渠道利润更为丰厚，井台、臻酿八号等核心产品极具性价比优势；3）2015 年以来，公司推行新总代渠道模式，省外营收占比快速提升至 90.67%，其中北区、南区、新渠道增长更为强劲，全国化进程加速推进。

2.3.5. 盈利预测

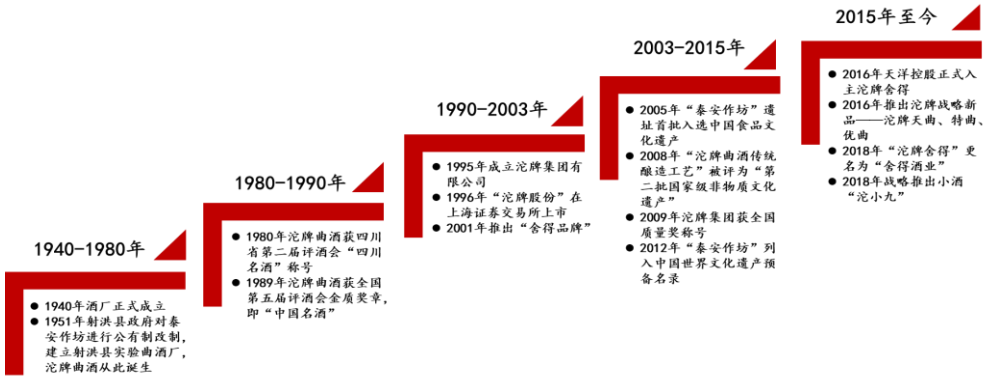
我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 36.43、41.87、48.13 亿元，净利润分别为 8.99、10.42、12.08 亿元，EPS 分别为 1.84、2.13、2.47 元/股，2020 年 7 月 3 日股价为 62.39 元，对应 PE 分别为 33.9、29.2、25.2 倍。

2.4. 舍得酒业（600702.SH）

2.4.1. 公司基本情况

舍得酒业为“中国名酒”企业和川酒“六朵金花”之一。1996 年，公司成为白酒行业第三家上市公司；2009 年，公司成为第三家荣获“全国质量奖”的白酒企业；2016 年天洋控股正式入主，公司发展踏上新征程。公司拥有“沱牌”和“舍得”两个驰名中外的白酒品牌，18 年舍得酒业实现营收 22.12 亿元，归母净利润 3.42 亿元，成为业内领先的次高端白酒企业之一。

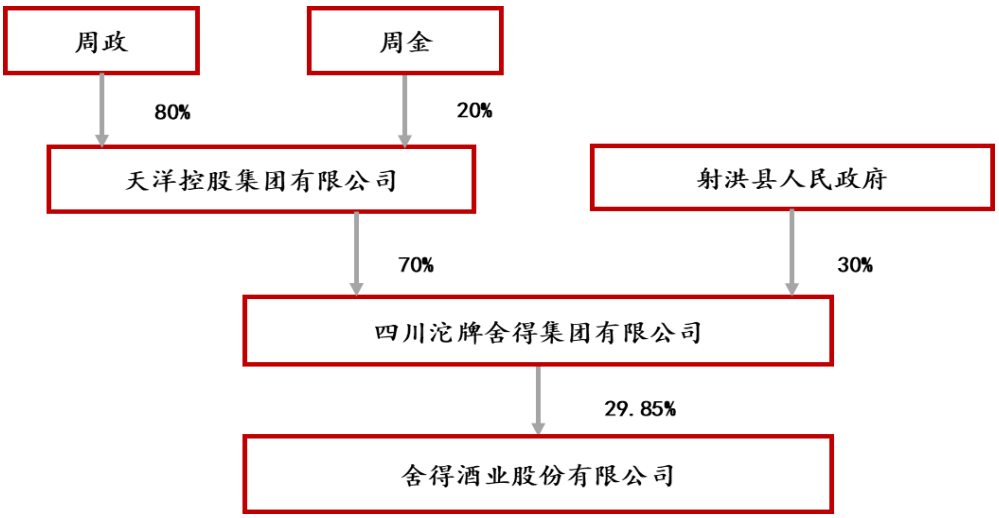
图 67：公司发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

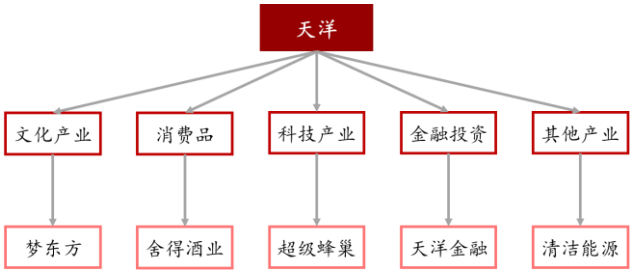
天洋实现战略控股，民营机制注入发展新活力。2015 年 11 月射洪县人民政府与天洋控股集团签署《股权转让及增资扩股协议》，并于 2016 年 7 月正式完成股权交割。战略重组完成后，天洋控股集团持有沱牌舍得集团 70%的股权，并间接持有公司 29.85%股份，本次股权转让及增资扩股完成后，公司的控股股东仍然是沱牌舍得集团，公司的实际控制人将由射洪县人民政府变更为周政先生。天洋入主以来，坚持“优先生产，颠覆营销”的战略，致力于打造一流品牌与团队，实施精细化营销，我们认为天洋入主将打破国企低效局面，为舍得带来新的发展活力。

图 68：民企天洋入主后，公司治理结构极大改善



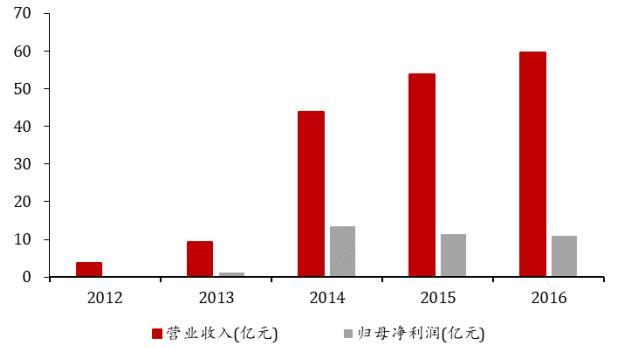
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 69：天洋控股业务分布



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 70：2012-2016 年天洋集团营收及归母净利润



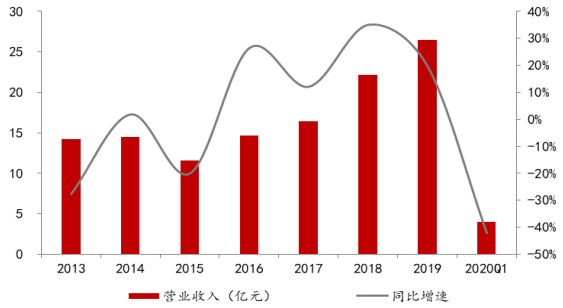
资料来源：Wind，川财证券研究所

2.4.2. 业绩表现与收入构成

公司 2019 年营业收入为 317.78 亿元，同比增长 6.95%，公司 2019 年归母净利润为 12.78 亿元，同比增长 13.19%，2015 年至 2019 年复合增长率为 30.61%。

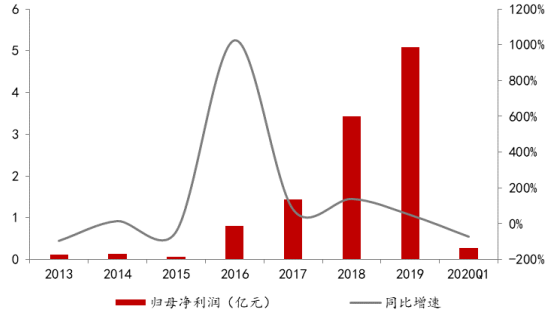
公司聚焦舍得品牌，目标是将“舍得”打造为次高端品牌龙头；此外，将“沱牌”打造为区域大众白酒龙头，并构建品牌矩阵，培育超高端白酒品牌吞之乎、中端白酒品牌陶醉、低端小酒品牌沱小九。具体来看，中高档酒从 15 年的 7.24 亿元快速提升至 19 年的 22.02 亿元，期间 CAGR 高达 32%；同期低档酒从 2.37 亿元下滑至 0.85 亿元。中高档酒的快速提升得益于舍得系列的高速增长，当前舍得系列收入占比高达 78%。

图 71： 舍得酒业 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 72： 舍得酒业 2015-2020Q1 归母净利润



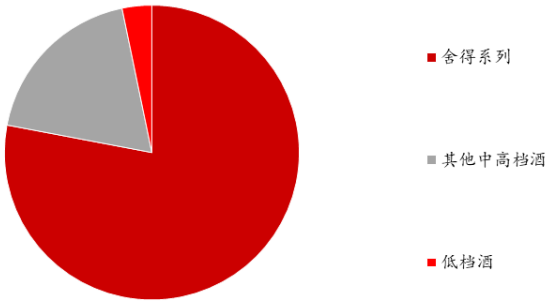
资料来源：wind，川财证券研究所

图 73：公司主力产品定位于次高端

系列	产品名称	规格	价格（元/瓶）	产品展示
高端	吞之乎	53°（500ml）	1980	
次高端	智慧舍得	52°（500ml）	668	
	品味舍得	52°（500ml）	439	
中低端	陶醉906	50°（500ml）	498	
	陶醉606	50°（500ml）	338	
	沱牌天曲	52°（500ml）	268	
	沱牌特曲	52°（500ml）	168	
	沱牌优曲	52°（500ml）	118	
	沱小九	45°（100ml）	25	

资料来源：公司官网，京东，川财证券研究所

图 74：舍得系列占比高达 78%



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

2.4.3. 财务分析

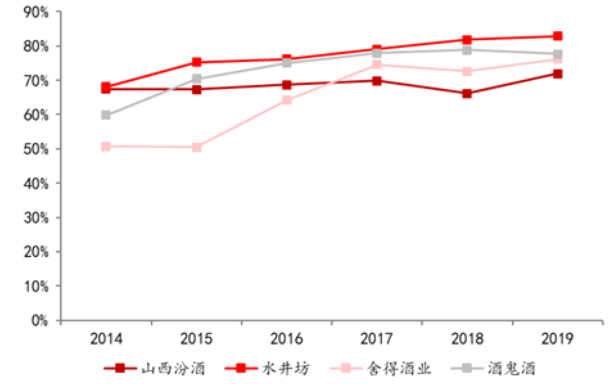
在经历 13-14 年的深度调整后，舍得毛利率从 15 年的 50.44%快速提升至 19 年的 76.20%，同期净利率从 0.62%提升至 20.32%。对比其他次高端上市酒企，舍得 ROE 水平相对较低，从杜邦财务拆分来看，舍得净利率水平低于其他次高端酒企，同时资产周转率偏低，使得舍得整体 ROE 水平偏低。考虑到未来随着舍得产品结构持续优化升级，资产周转率提升的同时净利率水平有望持续改善，从而带动 ROE 水平同步提升。

表格 2. 2014-2019 年 4 家白酒可比公司杜邦财务分析

公司	杜邦分析	2014	2015	2016	2017	2018	2019
山西汾酒	**ROE**	**9.14%**	**11.77%**	**12.71%**	**18.03%**	**23.60%**	**26.03%**
	净利率	9.14%	13.12%	14.56%	16.63%	16.63%	17.29%
	资产周转率	0.68	0.66	0.62	0.74	0.90	0.85
	权益乘数	1.47	1.49	1.53	1.67	1.83	2.11
水井坊	**ROE**	**-33.75%**	**6.87%**	**15.30%**	**21.23%**	**31.21%**	**39.12%**
	净利率	-110.40%	10.29%	19.11%	16.38%	20.55%	23.35%
	资产周转率	0.20	0.50	0.59	0.82	0.94	0.99
	权益乘数	1.36	1.40	1.50	1.76	1.72	1.87
舍得酒业	**ROE**	**0.60%**	**0.32%**	**3.45%**	**5.78%**	**13.58%**	**16.72%**
	净利率	0.93%	0.62%	5.49%	8.67%	16.86%	20.32%
	资产周转率	0.41	0.31	0.38	0.38	0.46	0.50
	权益乘数	1.64	1.67	1.71	1.77	1.78	1.78
酒鬼酒	**ROE**	**-5.84%**	**5.04%**	**5.82%**	**8.78%**	**10.22%**	**12.32%**
	净利率	-26.68%	12.35%	14.82%	19.83%	18.76%	19.81%
	资产周转率	0.18	0.27	0.28	0.36	0.44	0.50
	权益乘数	1.25	1.30	1.27	1.27	1.32	1.33

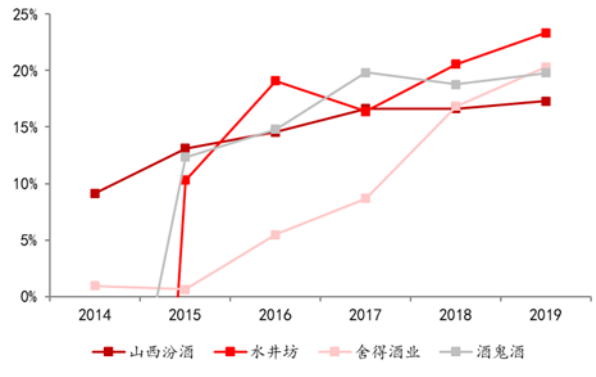
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 75：舍得毛利率水平快速提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 76：舍得净利率水平持续改善



资料来源：Wind，川财证券研究所，注：2014 年水井坊净利率为-110.40%

2.4.4. 投资逻辑

民企天洋入主，盈利能力持续向好。舍得为川酒“六朵金花”之一，16 年民企天洋入主，开始聚焦次高端舍得系列，并构建品牌系列矩阵。随着公司产品结构持续优化，中高档酒收入从 15 年的 7.24 亿元快速增加至 19 年的 22.02 亿元，期间复合增速高达 32%，其中舍得系列收入占比高达 78%。同期舍得毛利率从 15 年的 50.44%快速提升至 19 年的 76.20%，盈利能力持续向好。

外在驱动：次高端扩容，优秀企业挤压式增长。1）白酒行业的增长由上一轮的扩容式增长转变为挤压式增长，酒企业绩开始出现分化，次高端白酒仍为增长最快子板块。价格为当前白酒行业主要驱动力，我们认为主要原因是消费力两极分化严重，高收入群体收入增速最快，而中等收入群体收入增速却下降较为明显。2）当前次高端市场规模在 500 亿左右，CR6 市占率 63.4%，我们认为具有全国性品牌基础、产品高性价比、渠道推力更强的次高端酒企有望进一步提升市场份额。

内在驱动：精准卡位次高端，渠道推力决定未来成长空间。1）公司拥有“沱牌”和“舍得”两大知名品牌，双品牌价值高达 854.53 亿，较去年同比增长 21.69%，品牌总价值仅次于茅台、五粮液；2）公司酿酒生产工艺于 2008 年被评为“国家非物质文化遗产”，并坚持生态酿酒，考虑到舍得系列低定价策略叠加丰厚的渠道利润，产品极具高性价比优势；3）天洋入主以来，一方面通过扁平化招商对经销商进行优化；另一方面构建扁平化渠道管理体系，加强渠道精细化布局，直控终端，未来渠道推力决定成长空间。

2.4.5. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 27.76、32.10、36.63 亿元，净利润分别为 5.59、6.66、7.87 亿元，EPS 分别为 1.66、1.98、2.34 元/股，2020 年 7 月 3 日股价为 36.72 元，对应 PE 分别为 22.1、18.6、15.7 倍。

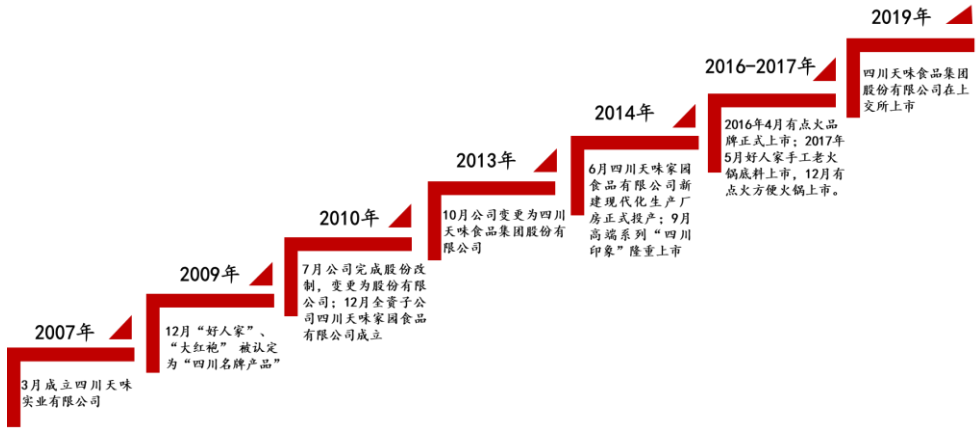
2.5. 天味食品（603317.SH）

2.5.1. 公司简介

天味食品创建于 2007 年，自成立以来一直致力于川味复合调味料的研发、生产和销售；2013 年公司变更为四川天味食品集团股份有限公司，并于 2019 年登陆 A 股。2015 年以来公司业绩呈现加速增长态势，营业收入从 2015 年的 8.69 亿元增加到 2019 年的 17.27 亿元，期间 CAGR 为 18.73%;归母净利润从 2015 年的 1.42 亿元增加到 2019 年的 2.97 亿元,期间 CAGR 为 20.26%。

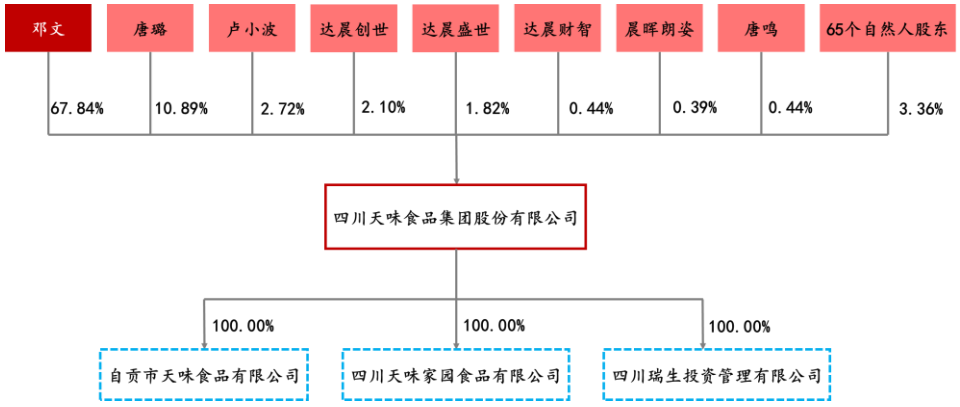
公司创始人为实际控制人，股权结构稳定，核心管理层激励充分。公司实际控制人为邓文、唐璐夫妇，合计持股 78.73%。公司上市前便推出核心管理层持股计划，基本覆盖公司核心岗位，整体激励相对充分。

图 77：天味食品历史沿革



资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

图 78：公司核心管理层为实际控制人

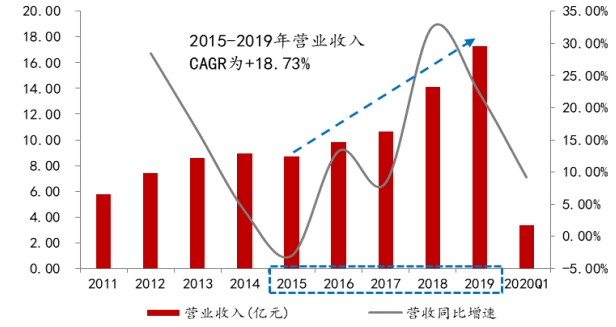


资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.5.2. 业绩表现与收入构成

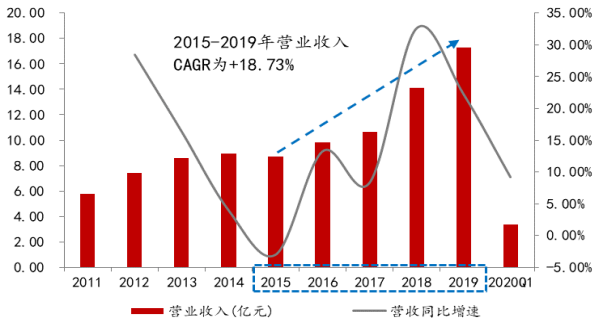
2015 年以来公司业绩呈现加速增长态势，营业收入从 2015 年的 8.69 亿元增加到 2019 年的 17.27 亿元，期间 CAGR 为 18.73%；归母净利润从 2015 年的 1.42 亿元增加到 2019 年的 2.97 亿元，期间 CAGR 为 20.26%。

图 79： 天味食品 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 80： 天味食品 2015-2020Q1 归母净利润



资料来源：wind，川财证券研究所

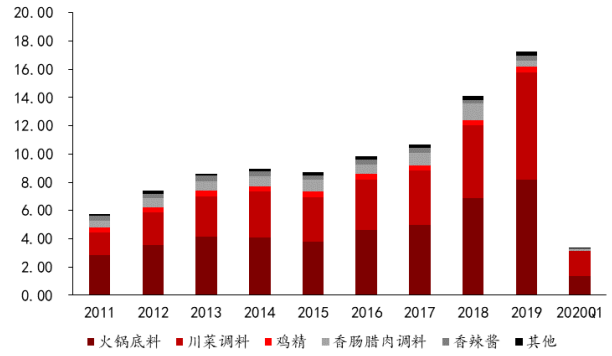
天味主营火锅底料、川菜调料两大业务，立足西南布局全国。从业务分类来看，19 年火锅底料和川菜调料合计收入占比高达 91.48%。其中火锅底料业务一直为公司的第一大业务，且占比相对稳定，19 年火锅底料业务实现收入 8.16 亿元，收入占比 47.28%；川菜调料业务快速增长，从 11 年的 1.62 亿元快速增加至 19 年的 7.63 亿元，同期收入占比从 28.17%提升至 44.21%。

表格 3. 公司核心产品及用途一览

产品分类		产品用途描述	产品图样
核心产品	火锅底料	火锅底料主要用于调制火锅底汤，也可以用于制作炒菜、面食等。	
	川菜调料	川菜调料可用于制作各类川式菜肴，例如水煮鱼、辣子鸡、宫保鸡丁等。	
其他产品	香肠腊肉调料	香肠腊肉调味料可用于家庭、食堂、餐厅制作香肠、腊肉。	
	鸡精	鸡精主要用于家庭烹饪、食品制造领域。	
	香辣酱/甜面酱	香辣酱是烹调各种川菜及各种凉菜、面食的调料。甜面酱可用于烹饪酱爆和酱烧菜，还可蘸食大葱、黄瓜、烤鸭等菜品。	
	方便速食	方便速食主要是指经过预先加工处理，食用时只要冲上开水或汤，或者稍加烹调即可食用的食品，具有快速、便捷的特点。	

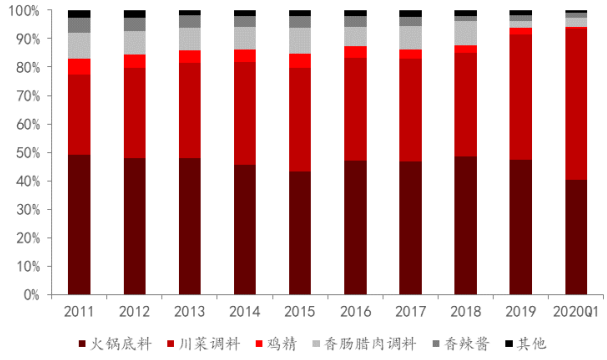
资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

图 81：公司主营火锅底料、川菜调料两大板块



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 82：公司主营火锅底料、川菜调料两大板块



资料来源：Wind，川财证券研究所

2.5.3. 财务分析

天味食品和颐海国际为火锅底料和中式复合调味料头部企业，近三年（2017-2019）天味、颐海平均 ROE 分别为 19.76%、23.56%。从 ROE 具体拆分来看，高 ROE 水平主要来自高盈利能力和高周转。

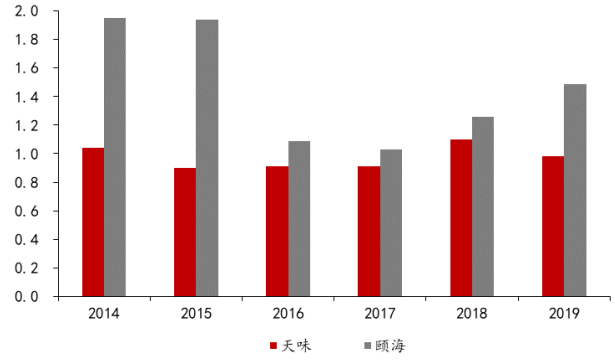
盈利方面，复合调味料行业盈利能力相当可观，近三年（2017-2019）天味、颐海平均净利率分别为 17.77%、18.20%。周转方面，颐海的周转能力优于天味，主要源于天味 2019 年上市后货币资金及交易性金融资产大幅增加拖累周转效率所致。此外，天味存货周转率与颐海相近，但由于天味采用先款后货模式，应收账款周转率显著高于颐海。

表格 4.　天味、颐海 ROE 水平及详细杜邦财务拆分

公司	杜邦财务拆分	2014	2015	2016	2017	2018	2019
天味食品	**ROE**	**22.53%**	**18.43%**	**21.50%**	**19.74%**	**23.42%**	**16.12%**
	净利率	16.54%	16.39%	20.67%	17.25%	18.87%	17.19%
	资产周转率	1.04	0.90	0.91	0.91	1.10	0.98
	权益乘数	1.40	1.31	1.22	1.28	1.22	1.16
颐海国际	**ROE**	**92.94%**	**87.76%**	**14.75%**	**17.36%**	**25.82%**	**27.49%**
	净利率	8.52%	14.69%	17.01%	15.71%	20.39%	18.51%
	资产周转率	1.95	1.94	1.09	1.03	1.26	1.49
	权益乘数	6.12	4.66	1.43	1.17	1.22	1.25

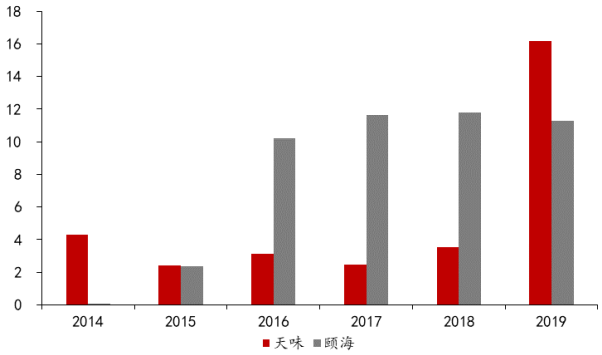
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 83：天味、颐海总资产周转率对比一览



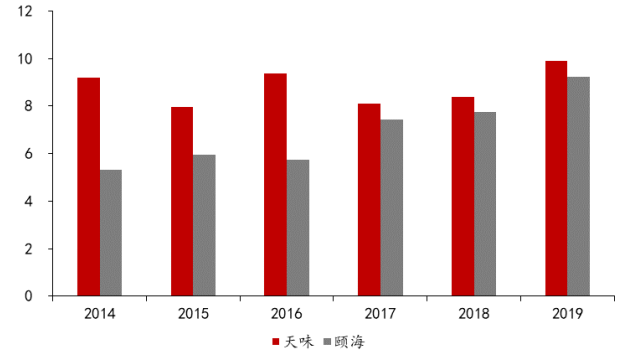
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 84：天味、颐海货币资金及交易性金融资产对比一览（亿元）



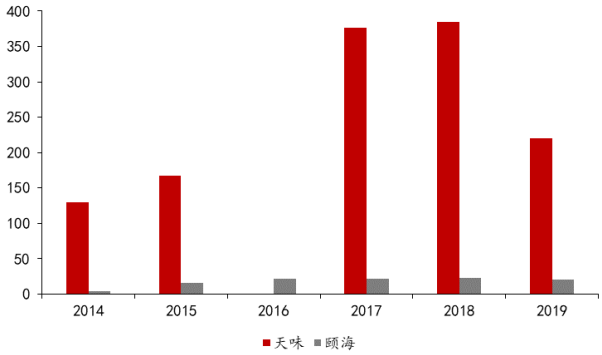
资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 85：天味、颐海存货周转率对比一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 86：天味、颐海应收账款周转率对比一览



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

2.5.4. 投资逻辑

天味主营火锅底料、川菜调料，近年来业绩加速增长。天味创建于 2007 年，致力于川味复合调味料的研发、生产和销售，公司火锅底料和川菜调料合计收入占比超过 90%。近年来公司业绩加速增长，营收从 15 年的 8.69 亿元增加到 19 年的 17.27 亿元，期间 CAGR 为 18.73%;归母净利润从 15 年的 1.42 亿元增加到 19 年的 2.97 亿元，期间 CAGR 为 20.26%。公司实际控制人为邓文、唐璐夫妇，合计持股 78.73%，股权结构稳定。

复合调味料市场快速扩容，头部品牌具备先发优势。近年来火锅、川菜等餐饮业态消费热度提升带动复合调味料持续高速发展,Frost&Sullivan 数据显示，2019 年中国复合调味料规模约 1300 亿元，10-19 年 CAGR 约为 15.5%。但对标

美日成熟市场，考虑到低渗透率叠加低人均消费额，未来成长空间仍大（美国/日本/中国渗透率分别为 50.8%/50.1%/18.7%，人均消费额为 88.7/85.5/9.3 美元）。分子行业来看，火锅调味料、中式复合调味料为最优子赛道，高增长、集中度相对分散，其中 2020 年火锅底料规模将达到 255 亿元，CR5 仅为 30.9%；中式复合调味料规模将达到 268 亿元，CR2 仅为 7.3%。未来以颐海、天味为首的头部品牌有望凭借先发优势持续提升市占率。

产品、渠道齐发力，产能释放助力业务高增长，加速份额扩张可期。1）天味通过多年品牌建设，当前通过“大红袍”、“好人家”双品牌驱动，并稳步推进产品创新从而保持市场领先地位。2）天味以经销渠道为主，同时定制餐饮、电商处于快速增长期，19 年经销商/定制餐调/电商渠道收入占比分别为 83.09%/11.14%/4.20%，15-19 年渠道 CAGR 分别为 23.49%/79.49%/68.56%，未来渠道结构将更为多元化。3）自上市以来天味加快扩产节奏，其中 19 年产能已达到 11 万吨，20-21 年将分别达到 14 万吨、20 万吨，产能释放助力业绩高增长。

2.5.5. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 22.48、29.24、37.13 亿元；净利润分别为 3.47、4.56、5.84 亿元；EPS 分别为 0.58、0.76、0.97 元/股，2020 年 7 月 3 日股价为 60.28 元，对应 PE 分别为 104.1、79.2、61.9 倍。

2.6. 新乳业（002946.SZ）

2.6.1. 公司简介

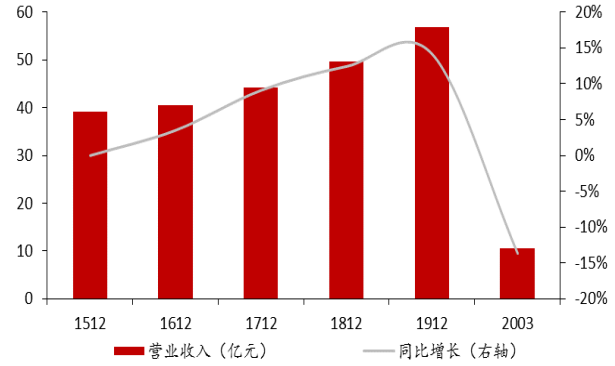
公司是一家专门从事乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售的企业，公司以“鲜战略”为品牌纲领，围绕新鲜、新潮、新科技的“三新”维度，提出“新鲜一代的选择”的品牌战略，着重发展低温乳制品，通过重点布局、辐射周边的发展方式，集中在优势区域布局开拓市场业务，公司在四川、云南、河北、浙江、山东等地拥有较高的市场占有率和较强的竞争优势。

2.6.2. 业绩表现与收入构成

公司业绩自 15 年以来营收保持平稳增长，2019 年实现营业收入 56.75 亿元，同比增长 14.1%；实现归属于母公司净利润 2.44 亿元，同比增长 0.4%。

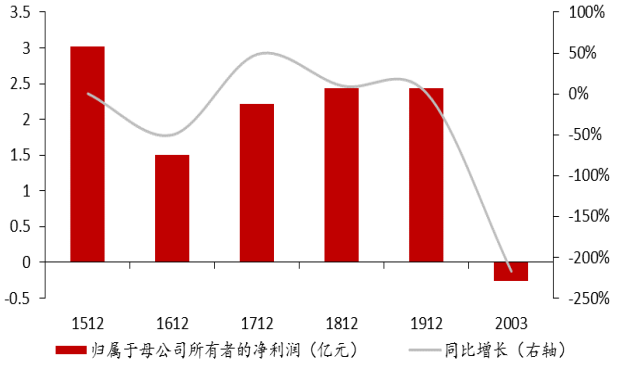
公司业务布局主要在西南地区，2019 年公司西南地区业务占总体营收 56.1%，公司正逐步向外拓展，除西南地区以外的业务占比已经从 2015 年的 37.7%提升至 2019 年的 43.9%。公司业务以液体乳、含乳饮料和奶粉为主，液体乳业务占主营业务 95.3%，其中低温酸奶为主要产品，占液体乳业务的 38.4%。

图 87：公司营收保持平稳增长



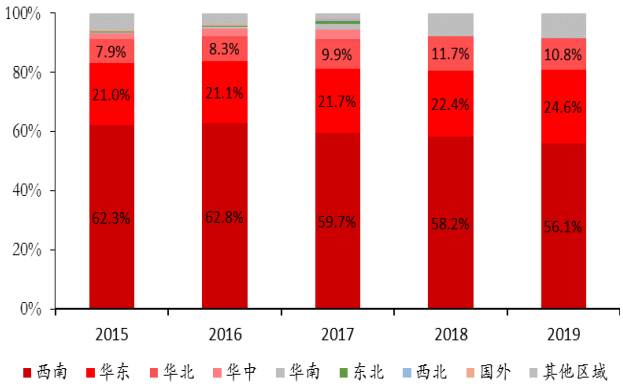
资料来源：wind，川财证券研究所

图 88：公司净利润波动较大



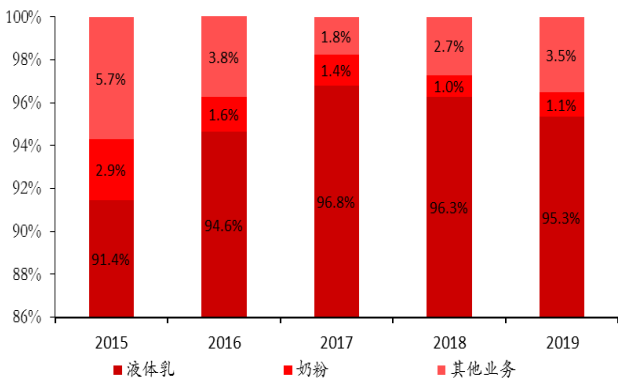
资料来源：wind，川财证券研究所

图 89：公司业务以西南地区为主



资料来源：wind，川财证券研究所

图 90：液体乳为公司主要业务

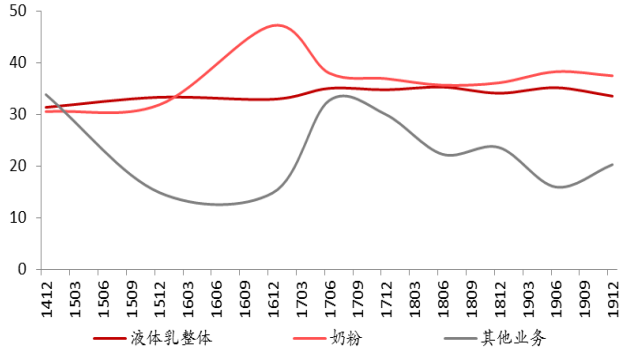


资料来源：wind，川财证券研究所

2.6.3. 财务分析

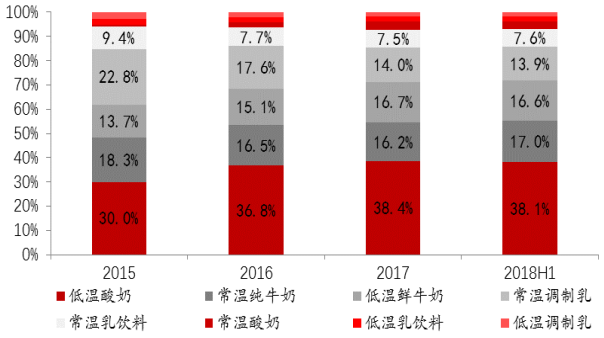
公司主要的液体乳业务整体毛利率稳定，截止 2019 年公司液体乳毛利率为 33.54%，近 5 年毛利率较为稳定。从产品结构来看，公司产品结构逐渐向低温产品聚焦，低温产品比重自 2014 年以来逐年上升，由 42.1%上升至 2019 年 58.4%，根据 2020 年 6 月 1 日公司披露的调研信息显示，公司低温鲜奶增长持续保持高增长，2019 年公司低温鲜奶同比增长为 28%。受商品属性影响，低温产品的毛利率会比常温奶更高，低温产品毛利率普遍高于 35%，而常温产品毛利率普遍低于 30%。

图 91：液体乳毛利率整体较为稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

图 92：聚焦低温产品



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 5. 低温系列毛利率逐渐提升

	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/6/30	2017/12/31	2018/6/30
低温酸奶	35.76	34.80	34.52	39.08	38.32	38.61
常温纯牛奶	21.73	22.58	22.75	23.59	22.81	21.33
低温鲜牛奶	39.99	46.86	45.94	48.74	48.78	51.40
常温调制乳	29.78	32.79	31.17	27.53	27.19	28.82
常温乳饮料	26.79	24.26	21.65	21.94	23.90	26.67
常温酸奶	27.42	30.31	21.37	24.08	24.70	19.42
低温乳饮料	48.08	46.70	48.06	46.75	45.45	48.51
低温调制乳	44.67	45.97	43.72	47.23	46.38	48.17

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

2.6.4. 投资逻辑

顺应消费趋势，低温奶增长空间广阔。营养丰富、新鲜度高的低温奶符合消费升级趋势，同时在消费量及市场集中度方面均有较大提升空间，低温奶空间广阔。据欧睿数据显示，18 年我国低温奶零售额为 47 亿美元，为乳制品细分行业中发展较快的板块；消费量方面，2018 年低温奶消费量为 243.2 万吨，占全国液态奶消费量的 24.9%。据欧睿预测，19-22 年低温奶 CAGR 将达 10.3%。生产、运输、存储等方面较高的专业要求及较高的成本限制了低温奶的销售半径，低温奶乳企大多只能在靠近奶源地地区布局工厂，因此区域性乳企更具优势。目前低温奶竞争格局较为分散，远低于香港（中国）、日本、美国，在扶持政策频出、基础设施优化、消费者健康意识提升、消费升级的背景下，低温奶将持续增长。

产品、渠道、并购有力支撑公司“鲜战略”。公司以“鲜战略”为品牌纲领，着重发展低温乳制品，通过重点布局、辐射周边的发展方式，通过优势区域布局开拓市场业务，作为区域型城市乳企的领导者，公司坚持“聚低温、讲新鲜、向高端”的产品策略，以低温鲜奶、低温酸奶产品为主导，积极培育低温奶市场，不断提升低温奶产品在公司销售产品中的比重，符合乳制品行业未来的发展方向和消费升级趋势秀。公司三大举措有力支撑公司“鲜战略”，1、聚焦高毛利的低温产品；2、多元化的渠道，持续推进渠道下沉；3、“1+N”并购整合，夯实产业链。

2.6.5. 盈利预测

疫情对公司业务短期将产生一定影响，但并不会影响公司优秀的成长性，我们认为公司“鲜战略”执行力强，并购管理能力优秀，未来也有望向其他区域拓展。随着公司产能释放以及并购企业效益改善，公司业绩有望持续增长。

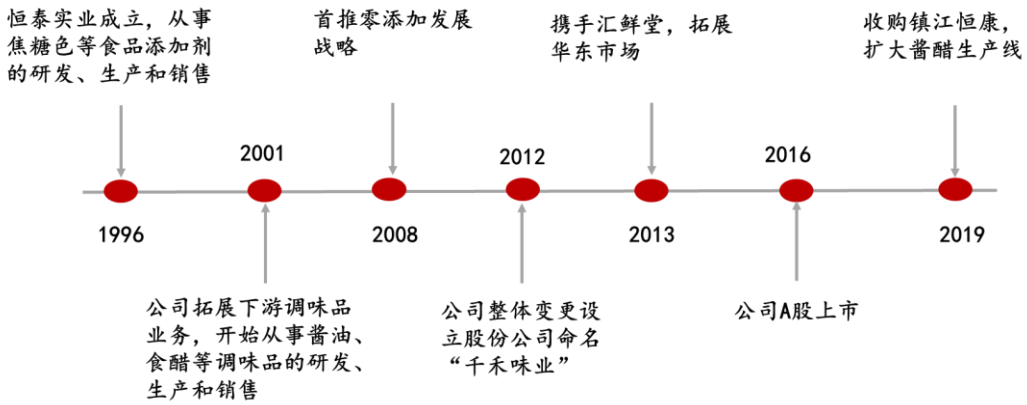
考虑并购情况下，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 65.94、87.05、98.50 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 2.58、3.83、4.55 亿元；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.30、0.45、0.53 元/股，2020 年 7 月 3 日股价为 17.12 元，对应 PE 分别为 57.1、38.0、32.3 倍。

2.7. 千禾味业（603027.SH）

2.7.1. 公司简介

千禾味业成立于 1996 年，前身为恒泰实业，2012 年整体变更为千禾味业。公司成立以来持续从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售，2001 年向下游拓展，开始从事酱油、食醋等调味品的研发、生产和销售。2016 年登陆 A 股，目前千禾形成了以酱油、食醋等为主的调味品产品和以焦糖色为主的食品添加剂产品系列。

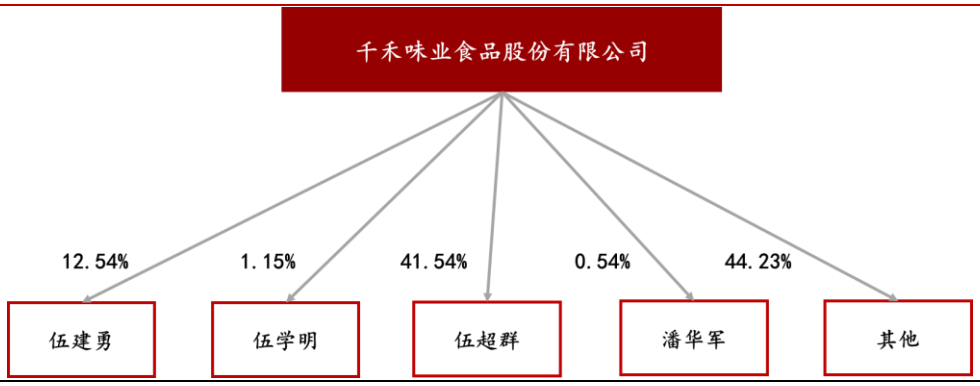
图 93：千禾味业历史沿革



资料来源：公司官网，招股说明书，川财证券研究所

千禾味业为家族控股企业，经营稳定性高。公司创始人伍超群为实际控制人，持股比例在 41.54%，一致行动人伍建勇、武学明、潘华军分别持股 12.54%、1.15%、0.54%，总体来看武氏家族共计持股 55.77%，股权较为集中。

图 94：千禾味业股权结构



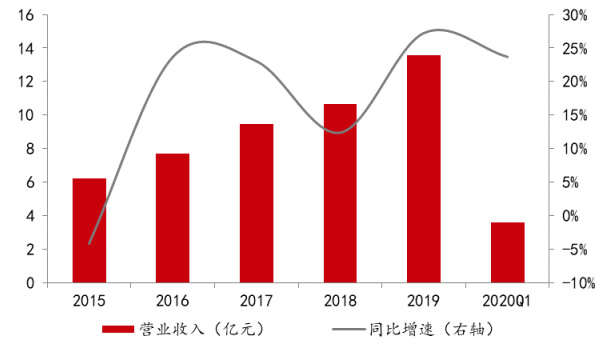
资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.7.2. 业绩表现与收入构成

近年来千禾味业业绩保持稳健增长。2019 年公司实现营业收入 13.55 亿元，同比增长 27.19%，15-19 年营收复合增速高达 21.42%；2019 年实现归母净利润 1.98 亿元，同比减少 14.40%，15-19 年归母净利润复合增速高达 31.39%。

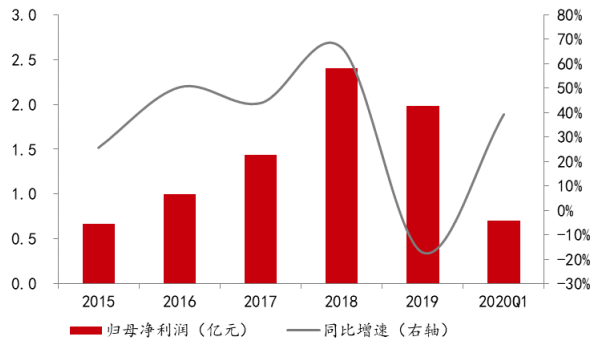
酱油为公司第一大业务，此外食醋业务也保持快速增长。分业务来看，2019 年公司酱油、食醋、焦糖色分别实现营业收入 8.35、2.20、1.67 亿元，占营收比重分别为 61.62%、16.24%、12.32%，酱油业务为公司最大收入来源。具体产品来看，酱油营收从 15 年的 2.58 亿元增加到 19 年的 8.35 亿元，期间 CAGR 高达 34.13%；食醋营收从 15 年的 0.90 亿元增加到 19 年的 2.20 亿元，期间 CAGR 为 25.04%；此外，焦糖色业务营收从 15 年的 2.37 亿元下滑至 19 年的 1.67 亿元。

图 95： 千禾味业 2015-2020Q1 营业收入



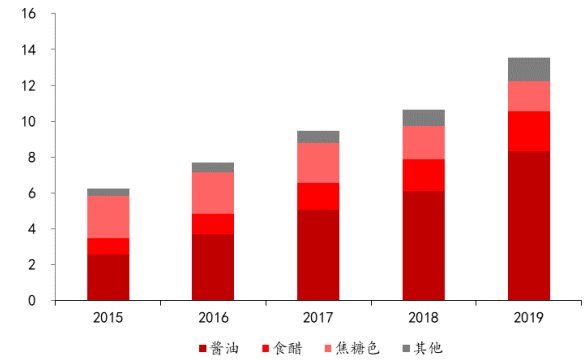
资料来源：wind，川财证券研究所

图 96： 千禾味业 2015-2020Q1 归母净利润



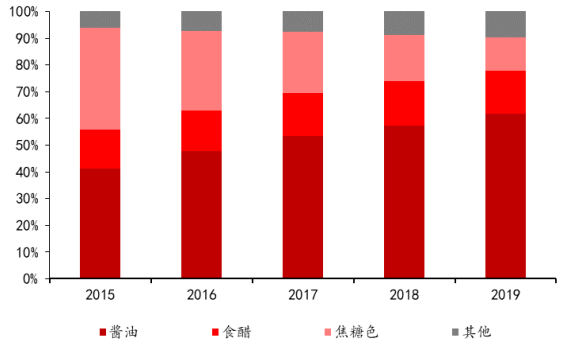
资料来源：wind，川财证券研究所

图 97： 千禾味业主营酱油、食醋等业务



资料来源：wind，川财证券研究所

图 98： 千禾味业主营酱油、食醋等业务

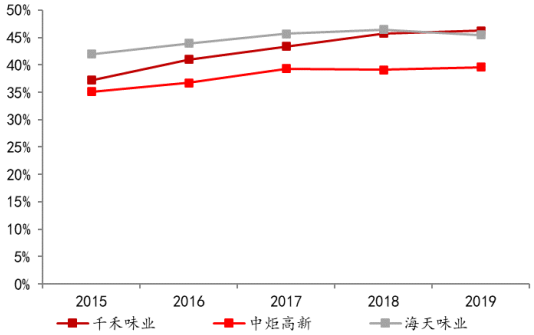


资料来源：wind，川财证券研究所

2.7.3. 财务分析

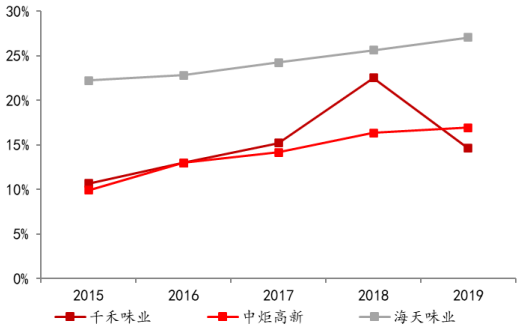
千禾味业盈利能力稳步提升，费用投放有所加大。千禾味业毛利率从 15 年的 37.19%提升至 19 年的 46.21%，同期净利率从 10.67%提升至 14.63%，15-19 年平均 ROE 为 13.97%。此外，销售费用率从 15 年的 16.65%大幅提升至 19 年的 22.78%，同期管理费用率从 6.12%提升至 6.89%。

图 99：千禾味业毛利率水平稳步提升



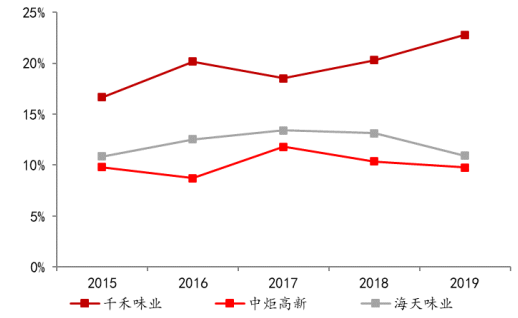
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 100：千禾味业净利率水平相对平稳



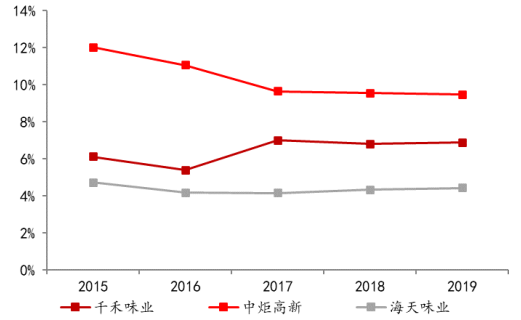
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 101：千禾味业销售费用率有所抬升



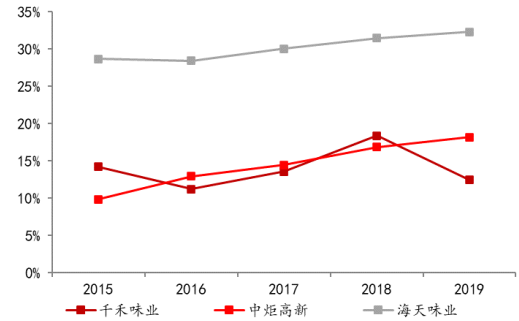
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 102：千禾味业管理费用率相对平稳



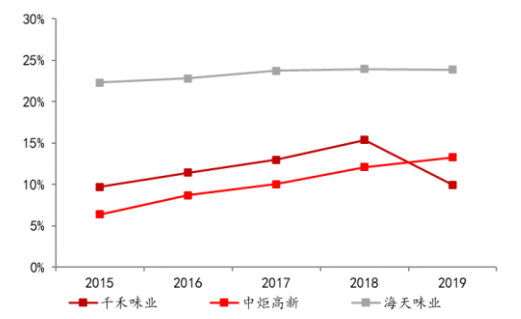
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 103：千禾味业 ROE 水平相对平稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 104：千禾味业 ROA 水平相对平稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

三、四川其他消费行业上市公司基本情况

3.1. 迅游科技（300467.SZ）

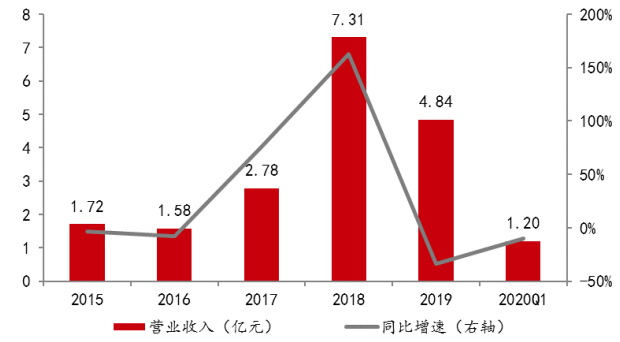
3.1.1. 公司基本情况

公司是一家面向互联网用户，为各种互联网实时交互应用提供云加速服务的企业，主营业务为向网游玩家提供云加速服务，主要产品是“迅游网游加速器”。公司先后被评为 2012 年度成都市高新区优秀高新技术企业、2012 年度成都市高新区软件及服务外包十佳企业等，并荣获“360 开放平台 2012 年度软件应用评选”编辑推荐奖、“新浪游戏 2012 中国游戏英雄榜”年度最佳游戏支持奖等。经过多年发展，公司已经成为我国网游加速服务市场的行业龙头。2017 年通过资产重组，上市公司通过收购狮之吼 100%股权，并通过募集资金投资使得上市公司主营业务延伸至移动客户端软件的研发、发行与运营等领域，上市公司的产品市场以及服务将得到进一步地延伸。

3.1.2. 业绩表现与收入构成

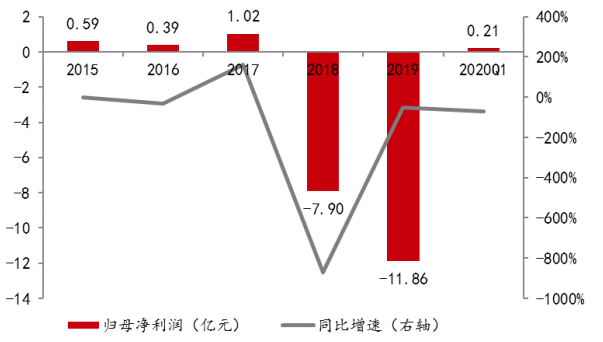
2015-2019 年公司营业收入波动较大，分别实现营业收入 1.72、1.58、2.78、7.31、4.84 亿元，2016-2019 年分别同比增长-8.07%、76.07%、162.76%、-33.83%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 0.59、0.39、1.02、-7.9、-11.86 亿元。

图 105：迅游科技 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

图 106：迅游科技 2015-2020Q1 归母公司净利润

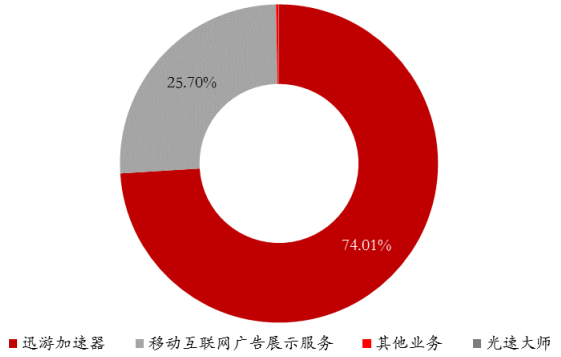


资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

主营产品为迅游加速器以及移动互联网广告，占业务比重为 99.71%。公司未来经营计划主要分四个方面，（1）巩固现有产品矩阵及合作资源，加强与头部游戏及硬件厂商合作，推广各平台尤其是移动端渠道，扩大市场覆盖面与营收能

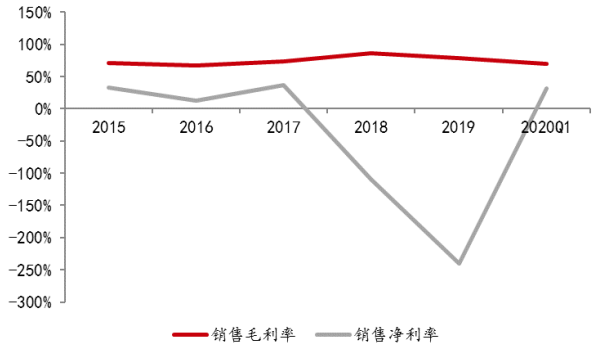
力。(2) 保持创新状态，挖掘国内外用户需求，拓展新产品线，积极尝试和拓展智能网络新应用场景。(3) 开拓新业务线，将原广告业务的工具类产品向内容类产品拓展，产品变现模式由纯广告模式向订阅模式+广告模式相结合的方式拓展，产品运营区域由纯海外向海外+国内拓展。(4) 将狮之吼出海的能力和资源优势赋能整个集团业务，发挥其海外庞大用户流量优势，与现有智能网络优化业务进行充分协同，实现公司智能网络优化的全球化。

图 107：迅游科技业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 108：迅游科技毛利率、净利率情况

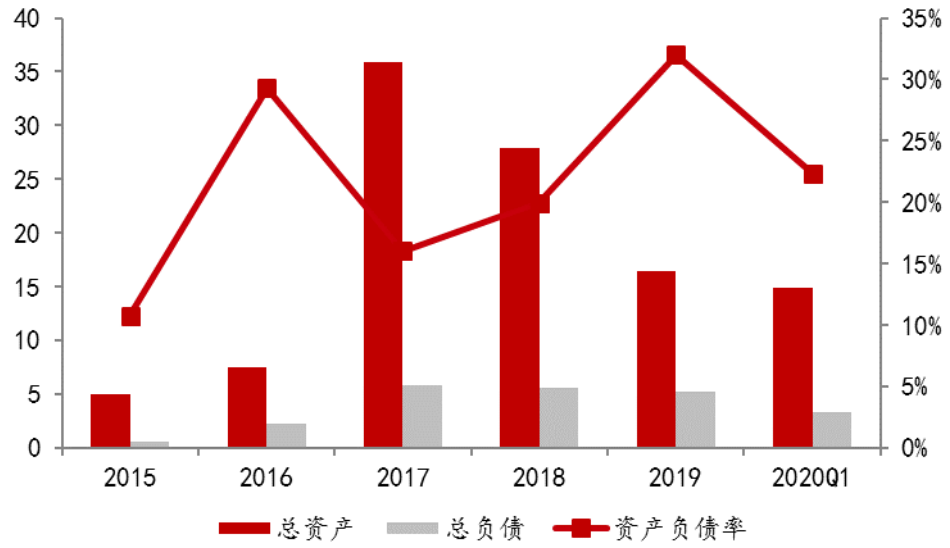


资料来源：wind，川财证券研究所

3.1.3. 财务分析

公司资产负债率整体较为稳定，2020 年一季度公司总资产为 14.93 亿元，总负债为 3.33 亿元，2020 年一季度资产负债率为 22.32%。

图 109：迅游科技资产负债率

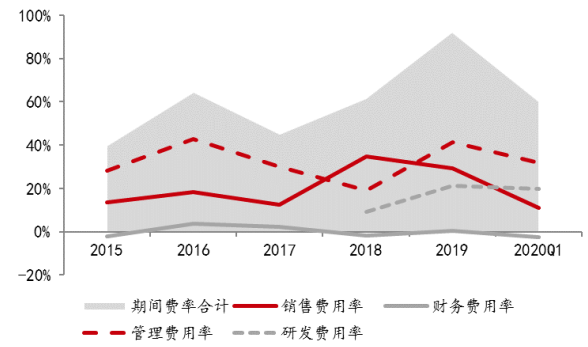


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率较高且波动较大。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 39.72%、64.67%、45.02%、61.56%、92.23%。

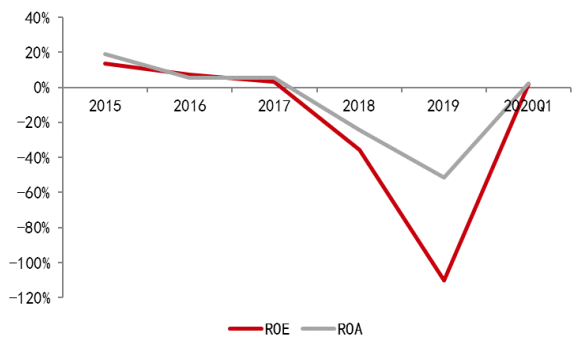
公司盈利能力不稳定。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 13.65%、7.27%、3.39%、-35.71%、-110.25%。

图 110：迅游科技期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 111：迅游科技 ROE 水平



资料来源：wind，川财证券研究所

3.2. 博瑞传播（600880.SH）

3.2.1. 公司基本情况

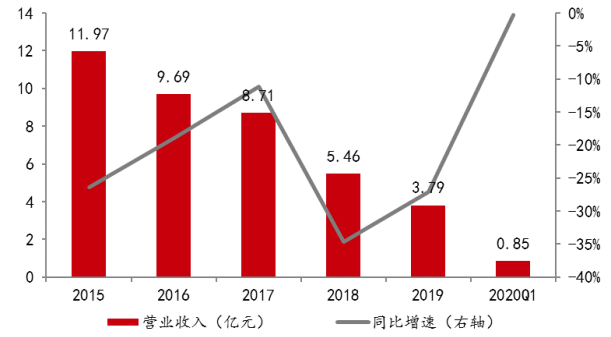
公司是一家大型媒体经营集团。主营业务为教育、游戏、广告。公司主要以 K12 教育为主展开学校及培训机构业务；以自主研发游戏产品，与一流游戏运营平台联合运营游戏项目，自主推进游戏产品的海外发行等方式拓展公司的新媒体游戏业务；以竞拍、自建等方式获取、经营户外广告业务；同时兼营小额贷款、楼宇租赁等业务。

公司第一大股东为成都博瑞投资控股集团有限公司，实际控制人为成都市国资委，截止 2020 第一季度成都博瑞投资控股集团有限公司持股 23.38%。

3.2.2. 业绩表现与收入构成

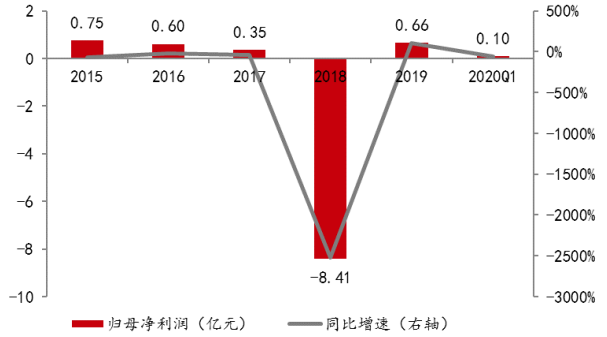
2015-2019 年公司营业收入波动较大，分别实现营业收入 11.97、9.69、8.71、5.46、3.79 亿元，2016-2019 年分别同比增长-18.97%、-11.14%、-34.62%、-27.12%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 0.75、0.6、0.35、-8.41、0.66 亿元。

图 112：博瑞传播 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

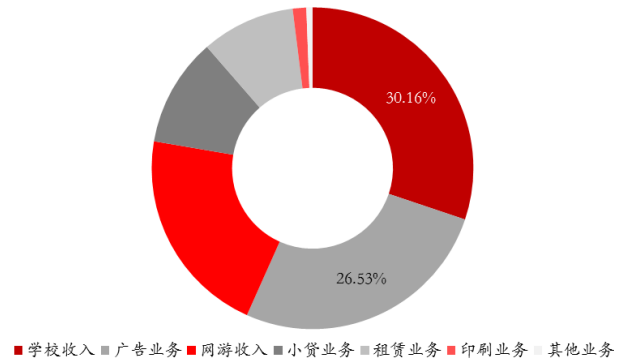
图 113：博瑞传播 2015-2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

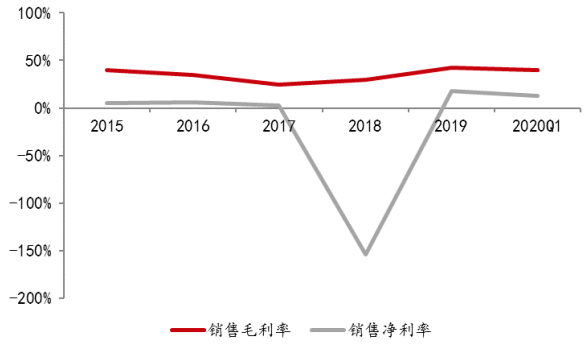
公司主营业务主要为学校收入、广告业务、网游收入以及小贷业务，合计占业务比重为 88.60%。2020 年公司主营业务安排为，（1）主动谋划，扩大办学规模，延展产业链条；（2）开拓创新，以新技术新模式促小贷新发展；（3）明确定位，探索游戏业务发展新路径。

图 114：博瑞传播主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 115：博瑞传播毛利率、净利率情况

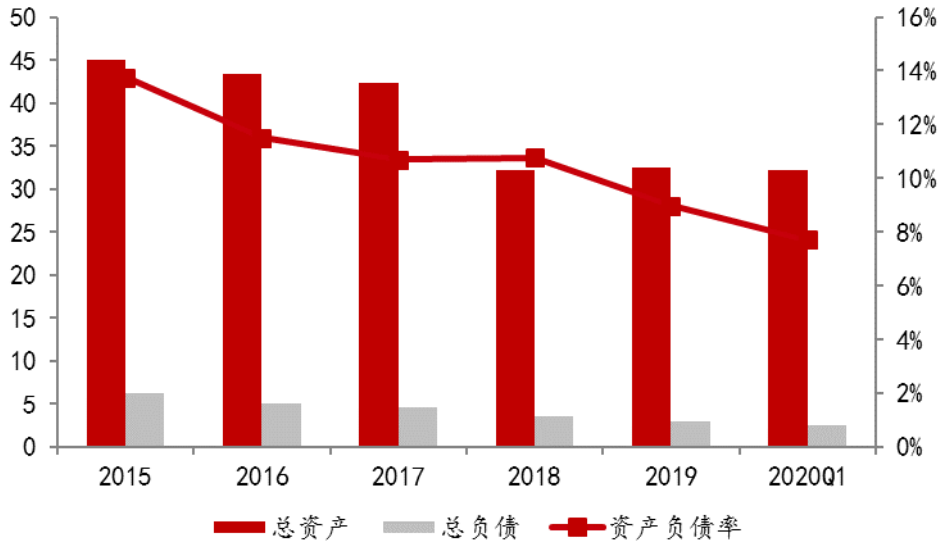


资料来源：wind，川财证券研究所

3.2.3. 财务分析

公司资产负债率较低且持续下降，2020 年一季度公司总资产为 32.12 亿元，总负债为 2.48 亿元，2020 年一季度资产负债率为 7.72%。

图 116：博瑞传播资产负债率

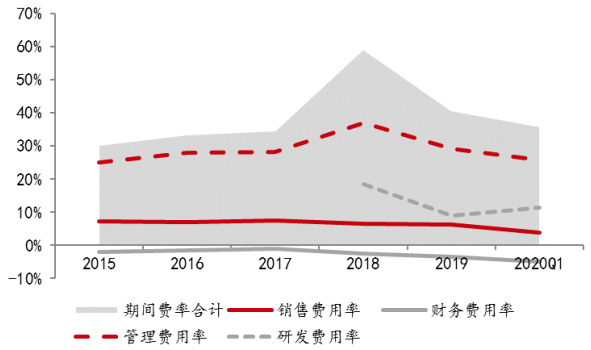


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率整体略有上升。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 30.28%、33.36%、34.69%、59.27%、40.62%。

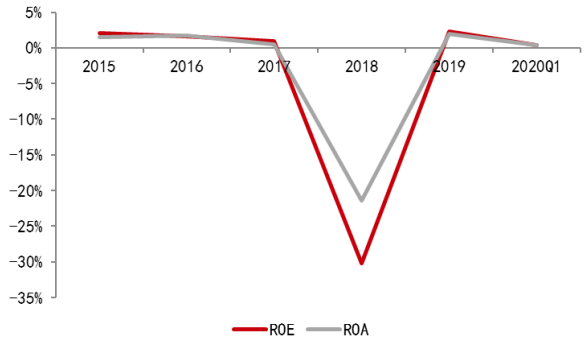
公司盈利能力较低。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 2.08%、1.66%、0.96%、-30.2%、2.31%。

图 117：博瑞传播期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 118：博瑞传播 ROE 水平



资料来源：wind，川财证券研究所

3.3. 浪莎股份（600137.SH）

3.3.1. 公司基本情况

公司是一家主要从事纺织品生产、销售的公司，是中国名牌产品、产品质量国家免检的厂家。公司经营范围有实业投资、投资管理咨询(不含证券、期货等

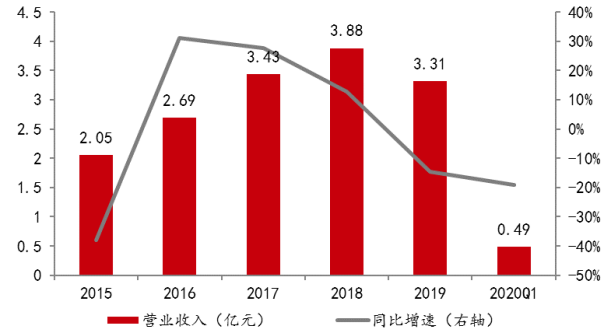
金融业务)；袜子、内衣、纱线的批发、零售和电子元器件的生产、销售。公司在中国强势媒体投放广告费用几千万，覆盖全国各地。配套、健全的营销网络，使公司几大品牌，已经成功进入千家万户，成为家喻户晓的知名品牌。公司凭借先进、科学的管理优势，实现了生产成本的降低，创造了纺织业界效益较为理想的局面，业绩名列前矛。公司将着力整合、优化、提升销售渠道，集中优势资源在产品展示、卖场布局等方面进行更加规范化、制度化管理，同时继续加强品牌建设，做好产品经营。

公司第一大股东为浪莎控股集团有限公司，截止 2020 第一季度浪莎控股集团有限公司持股 42.68%。

3.3.2. 业绩表现与收入构成

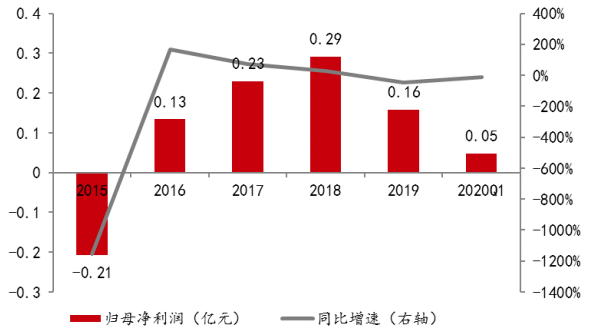
2015-2019 年分别实现营业收入 2.05、2.69、3.43、3.88、3.31 亿元，2016-2019 年分别同比增长 31.14%、27.63%、12.86%、-14.59%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润-0.21、0.13、0.23、0.29、0.16 亿元。

图 119：浪莎股份 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

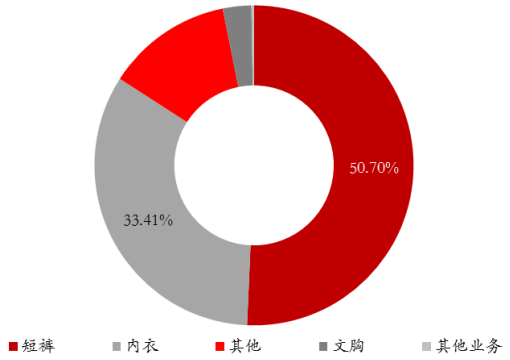
图 120：浪莎股份 2015-2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

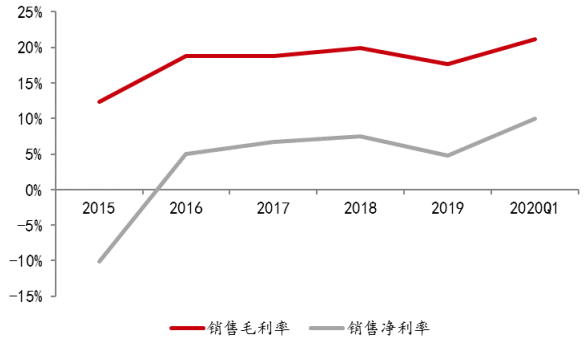
公司主营短裤以及内衣，占主营业务比重为 84.11%。2020 年公司发展战略为聚集产品，以品牌经营为核心，大力发展“浪莎内衣”系列产品，强化“浪莎内衣”品牌建设，从产品、渠道、服务、管理以及终端形象等方面推进浪莎品牌提升，通过品牌形象和影响力的提升推动产品销售，增强企业增收盈利能力，力争形成品牌资产与业绩同步增强的良性发展态势。根据公司 2019 年年度报告显示，2020 年公司营业收入和利润计划在 2019 年基础上有增长，增长计划 10%。强化管理，向管理要效益。加大研发投入和强化营销的同时合理控制全年费用的增长。全年费用增长控制范围：与 2019 年基本持平。

图 121：浪莎股份主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 122：浪莎股份毛利率、净利率情况

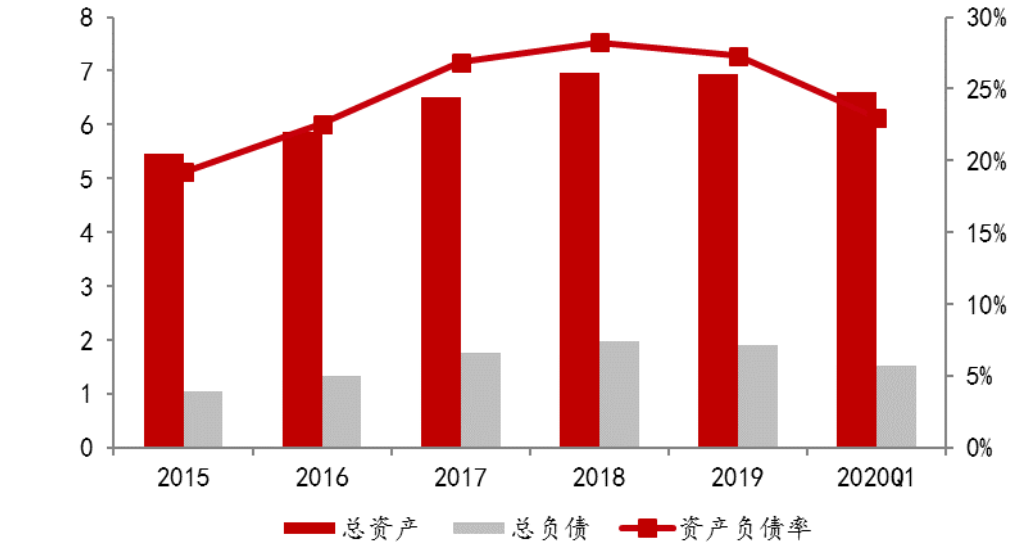


资料来源：wind，川财证券研究所

3.3.3. 财务分析

公司资产负债率较低，2020 年一季度公司总资产为 6.61 亿元，总负债为 1.52 亿元，2020 年一季度资产负债率为 23%。

图 123：浪莎股份资产负债率

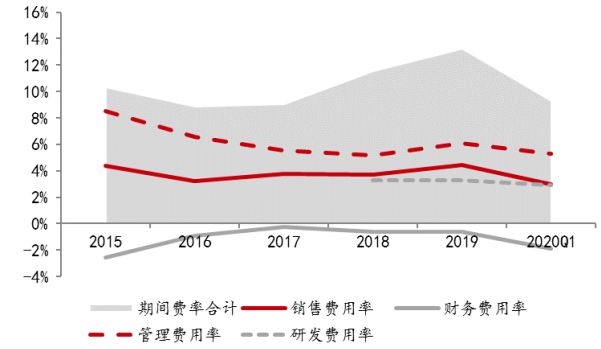


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率持续上升。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 10.34%、8.87%、9.01%、11.51%、13.23%。

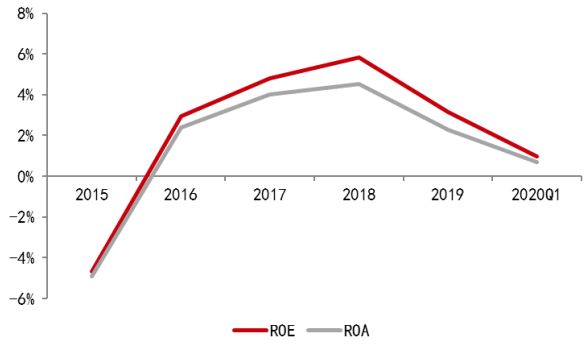
公司盈利能力较差。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为-4.7%、2.97%、4.81%、5.83%、3.14%。

图 124：浪莎股份期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 125：浪莎股份 ROE 水平



资料来源：wind，川财证券研究所

3.4. 振静股份（603477.SH）

3.4.1. 公司基本情况

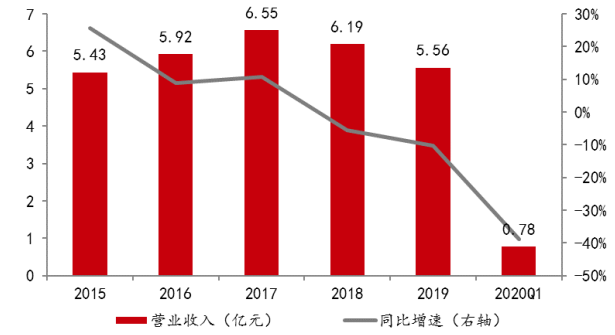
公司系一家在上海证券交易所主板上市的企业。公司主要从事中高档天然皮革的研发、制造与销售，产品广泛运用于制造中高档家私、汽车座椅及内饰和鞋面等，在行业内率先建立了家私革、汽车革、鞋面革等产品线，产品链条完整，能够进行个性化定制、柔性化生产。公司自设立以来，专注品质、精益求精，主营业务未发生变化。产品目前主要应用于中高档家私革制造，与国内、外知名家私品牌制造商，如顾家家居、慕思家居、亚振家居等建立了长期良好合作关系；随着国内乘用车市场蓬勃发展，特别是自主品牌的迅速崛起，公司逐渐加大汽车座椅革的技术研发和工艺设计投入，取得了“汽车内饰件用真皮皮革面料的生产”认证，与广汽集团、比亚迪座椅总成制造商形成稳定合作关系，获得部分车型座椅真皮定点供应商资质，汽车革领域将成为公司未来重要的业务拓展方向与业绩增长点；凭借在家私革、汽车革领域的经验与优势，公司逐步打开鞋面革市场，已得到 New Balance、新百丽等知名鞋履品牌商认可。

公司第一大股东为四川和邦投资集团有限公司，截止 2020 第一季度四川和邦投资集团有限公司持股 43.87%。

3.4.2. 业绩表现与收入构成

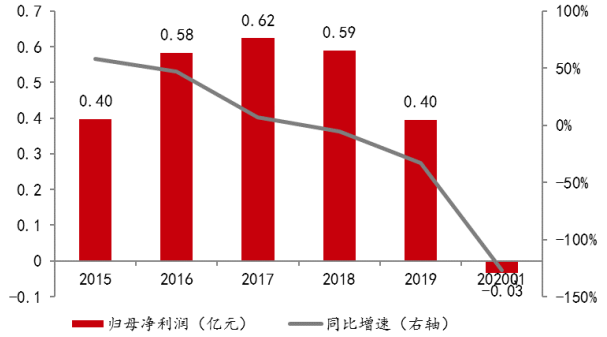
2015-2019 年公司分别实现营业收入 5.43、5.92、6.55、6.19、5.56 亿元，2016-2019 年分别同比增长 8.9%、10.79%、-5.58%、-10.23%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 0.4、0.58、0.62、0.59、0.4 亿元。

图 126：振静股份 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

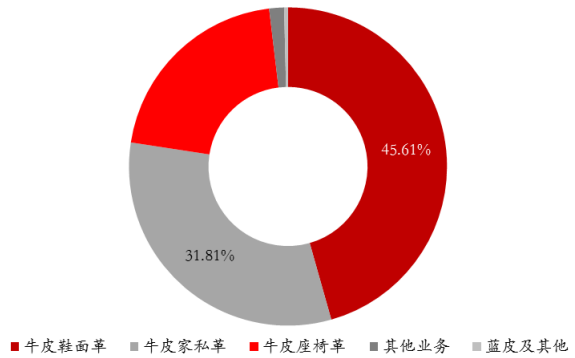
图 127：振静股份 2015-2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

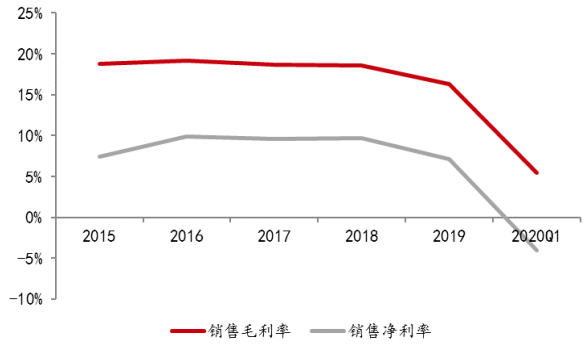
公司主营业务为牛皮鞋面革、牛皮家私革、牛皮座椅革，占整体业务比重98%。公司作为制革行业和区域的龙头企业，紧跟行业发展趋势，以市场为主导，创造性地革新产品模式，率先在业内建立了汽车革、鞋面革、家私革三大产品线，取得了柔性化生产的优势；构建了境外采购、境内加工的生产模式，取得了原皮供应的优势；坚持以人才为支撑、以科技为依托，不断引进高端人才和先进设备，取得了技术研发的优势；遵循可持续发展理念，以环保为重心，以制造绿色生态皮革为己任，取得了生态环保的优势；秉承“制度、标准、程序”的优秀企业文化，实现了数据化管理，取得了精细化管理的优势；弘扬“一丝不苟，注重细节，追求完美”的“工匠精神”，打造了严格的质量管理体系，取得了产品质量的优势。

图 128：振静股份主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 129：振静股份毛利率、净利率情况

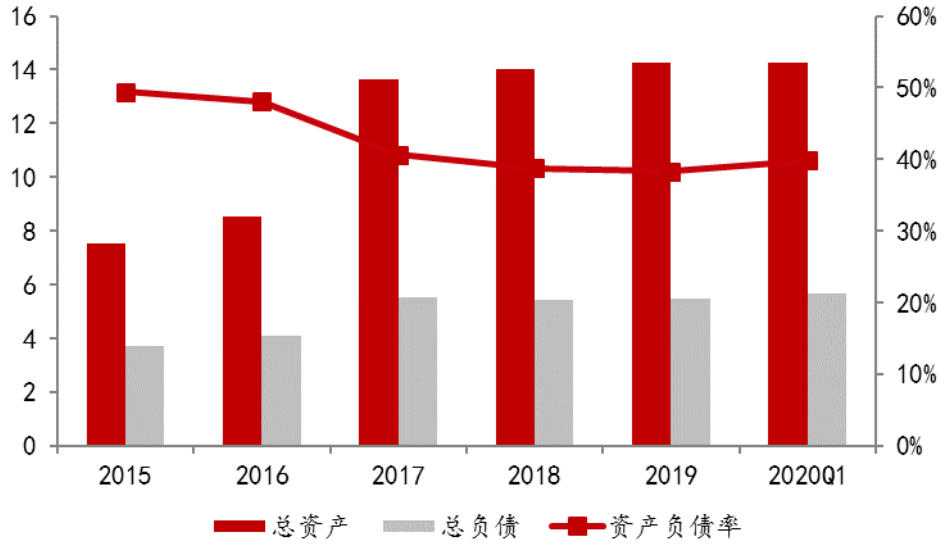


资料来源：wind，川财证券研究所

3.4.3. 财务分析

公司资产负债率整体较为稳定，2020 年一季度公司总资产为 14.24 亿元，总负债为 5.68 亿元，2020 年一季度资产负债率为 39.87%。

图 130：振静股份资产负债率

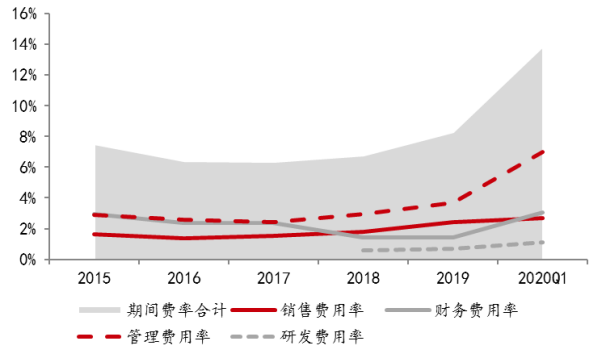


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率整体稳定。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 7.49%、6.36%、6.3%、6.76%、8.24%。

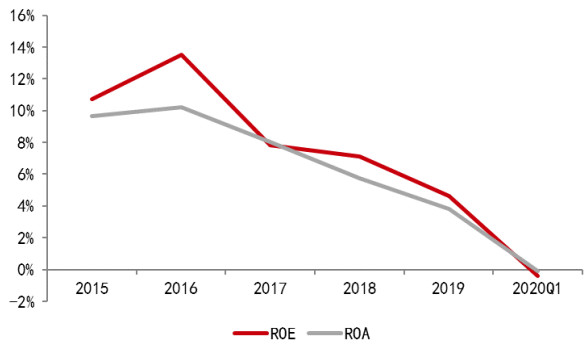
公司盈利能力逐年下降。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 10.73%、13.52%、7.81%、7.09%、4.64%。

图 131：振静股份期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 132：振静股份 ROE 水平



资料来源：wind，川财证券研究所

3.5. 创维数字（000810.SZ）

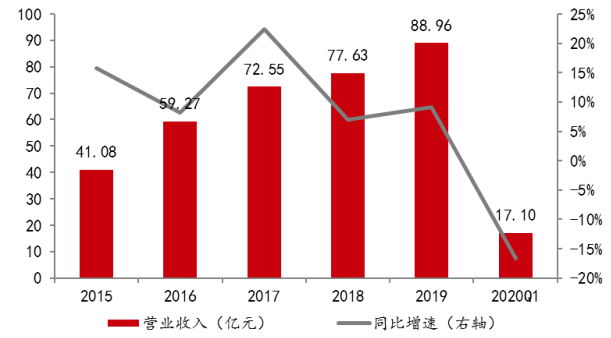
3.5.1. 公司基本情况

公司是专注于为全球用户提供全面系统的家庭娱乐解决方案与服务的国家级高新技术企业，致力于带给每个家庭新的娱乐生活方式。多年来，创维数字基于广电网、电信网、互联网，联合运营商、内容商、应用商、渠道商等战略伙伴，围绕“平台+内容+终端+应用”的生态体系打造智能生态链。公司推出了数字电视、智能网络、IPTV 等全系列智能盒子终端、智能网络接入终端、汽车电子及车联网、物联网等系列产品及运营与服务，全面满足运营商与最终用户的个性化体验及需求。公司先后获得“国家规划布局内重点软件企业”、“国家火炬计划重点高新技术企业”、“国家高新技术企业”、“中国软件业务收入百强”、“广东省战略性新兴产业骨干企业”、“省级科技进步一等奖”、“深圳市科技进步奖”等资质与荣誉。

3.5.2. 业绩表现与收入构成

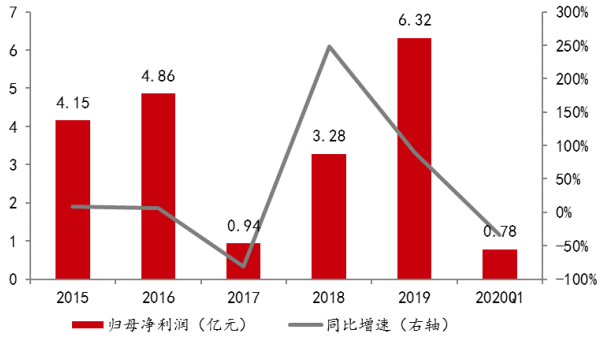
2015-2019 年公司营业收入持续增长，分别实现营业收入 41.08、59.27、72.55、77.63、88.96 亿元，2016-2019 年分别同比增长 8.19%、22.4%、7.02%、9.17%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 4.15、4.86、0.94、3.28、6.32 亿元。

图 133：创维数字 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

图 134：创维数字 2015-2020Q1 归母公司净利润

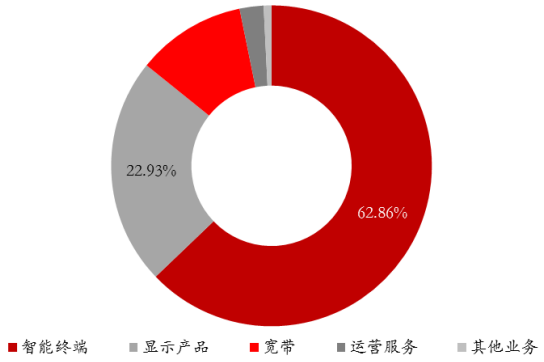


资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

公司主营业务分别为智能终端、显示产品、宽带，占整体业务比重为 96.8%。公司现有主营及重点培育的产业属新一代信息技术、超高清视频产业、汽车智能电子、工业互联网、互联网+运营等战略新兴产业。“新型基础设施建设”、“宽带中国”战略及“新一代人工智能发展规划”的推进，超高清视频产业行

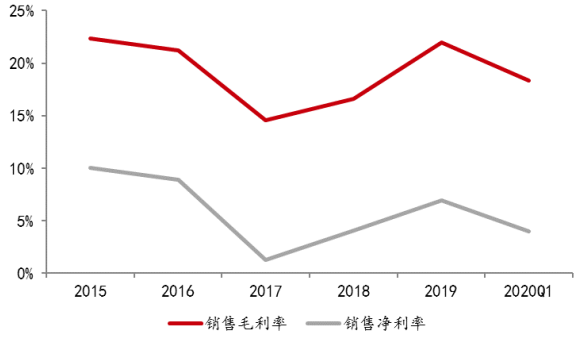
动计划及国家大数据战略的“数字中国”建设，宽带化、网络化；智能化、生态化；超高清及融合与平台化，结合科技创新、信息产业变革、大数据与云计算的发展，公司扎根中国本土，进一步夯实产业基础，并基于全球与国际视角，把握布局产业的新机遇、新应用、新业态、新模式和新服务。公司按照既定的发展规划，基于两个维度实施未来的发展战略，1、内生性增长与深耕服务平台，2、外延式扩张与丰富生态链。

图 135：创维数字主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 136：创维数字毛利率、净利率情况

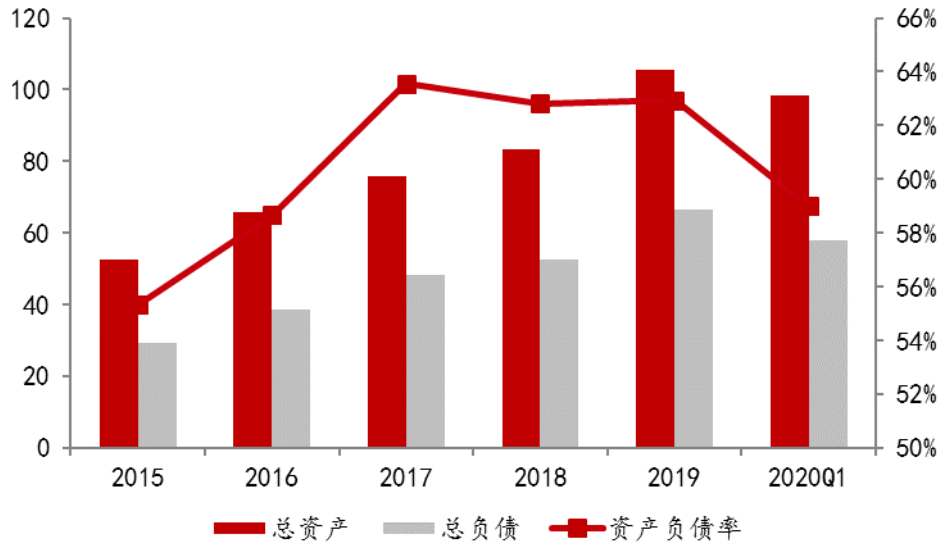


资料来源：wind，川财证券研究所

3.5.3. 财务分析

公司资产负债率整体较高，2020 年一季度公司总资产为 98.28 亿元，总负债为 57.98 亿元，2020 年一季度资产负债率为 59%。

图 137：创维数字资产负债率

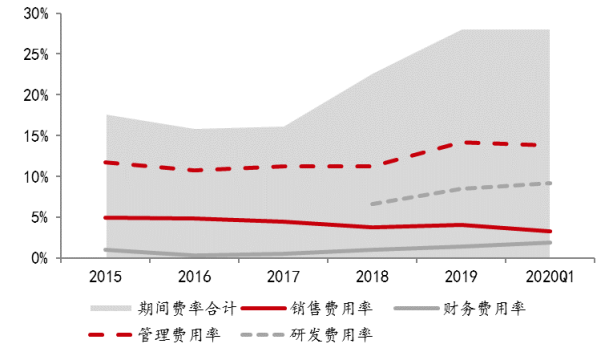


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率略有上升。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 17.65%、15.91%、16.22%、22.69%、28.09%。

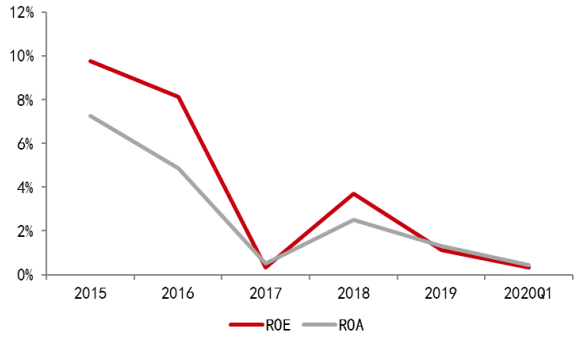
17 年以来公司盈利能力较差。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 9.75%、8.12%、0.31%、3.69%、1.13%。

图 138：创维数字期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 139：创维数字 ROE 水平



资料来源：wind，川财证券研究所

3.6. 四川九洲（000801.SZ）

3.6.1. 公司基本情况

公司是一家以宽带网络设备、数字电视终端设备为主的高科技企业。公司拥有广播电视领域庞大的科研、生产、营销服务优势，是中国有线电视行业技术实力强、市场占有率大的高科技企业。着力为国内广电及电信运营商提供宽带网络解决方案、数字电视音视频系统解决方案、智慧城市及智能家居解决方案、物联网解决方案。公司是四川省首家通过国家科技部和中科院评审认定的国家级高新技术企业；中国电子信息百强企业；四川省最大规模和最佳效益双百强工业企业；中国广播电视设备工业协会副会长暨有线电视分会、卫星电视分会理事长单位；中国数字电视产业联盟和数据联盟成员单位；工信部机卡分离技术标准化成员单位，全国广播电视标准化技术委员会成员单位。

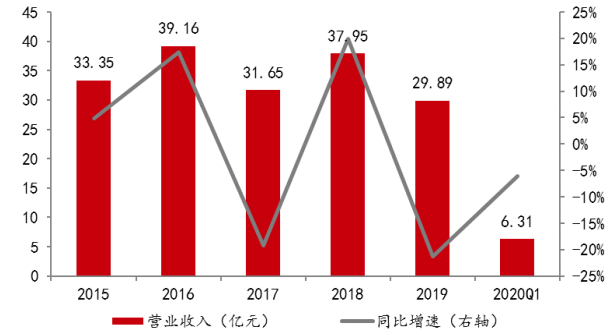
公司第一大股东为四川九洲电器集团有限责任公司，实际控制人为绵阳市国资委，截止 2020 第一季度四川九洲电器集团有限责任公司持股 47.6%。

3.6.2. 业绩表现与收入构成

2015-2019 年公司营业收入波动较大，分别实现营业收入 33.35、39.16、31.65、37.95、29.89 亿元，2016-2019 年分别同比增长 17.41%、-19.17%、19.9%、-21.24%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 2.17、1.91、0.07、0.89、

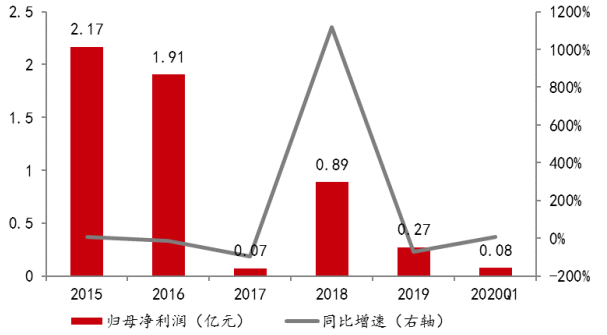
0.27 亿元。

图 140：四川九洲 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所

图 141：四川九洲 2015-2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind，川财证券研究所

公司主营数字家庭多媒体产品、空管产品以及物联网产品，占业务比重超过82.44%。2020 年是公司加速推动产业协同，实现公司发展新突破之年。公司将逐步调整产业结构，聚焦核心产业，构建业务结构韧性及产品竞争力，实现产业新旧动能转换，确保平稳运营和经营业绩的持续增长。

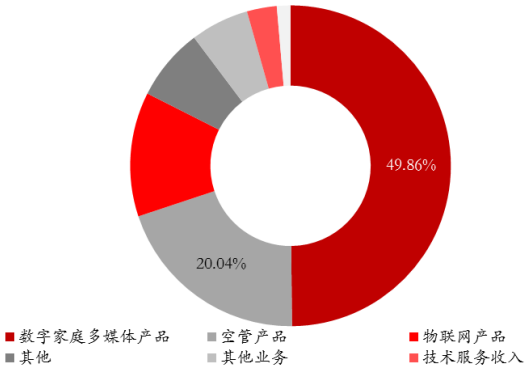
1、智能终端业务

聚焦产业发展主航道，紧密跟踪新技术、新业态发展趋势，稳固广电市场，做强通信市场，实现产业新旧动能转换。聚焦智能媒体终端、宽带接入设备等产品业务，跟进广电超高清业务推进、“全国一网”和网络建设机遇，夯实公司广电领域的行业地位；抓住通信运营商高速网络发展机遇，开展产品和市场攻关，提升公司宽带接入设备业务规模，提升公司通信市场品牌影响力和盈利能力。同时，积极在“智慧+”、5G 等业务领域谋篇布局，通过产业垂直整合、先进技术储备研发等方式提升公司整体综合竞争力。

2、空管业务

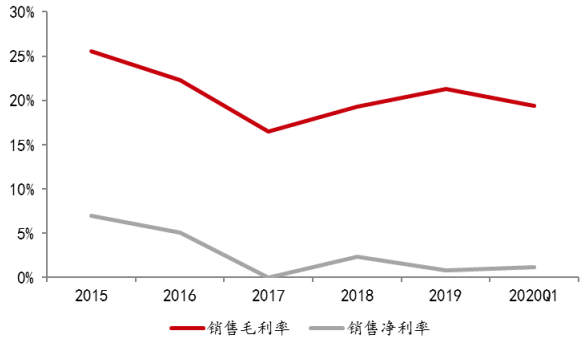
通过“强平台，突创新，拓市场”，深耕细作核心业务，加大上下游产业协同，提升产品核心竞争力，巩固空管军民品市场优势地位，实现空管业务高质量发展。加快国家空管工程中心实验室及创新平台能力提升，构建空管技术创新和系统能力，加强核心技术在各个场景产品应用转化，提高前瞻性预研能力与技术创新研发能力，促进空管技术创新取得新突破；推进公司技术、产品和平台发展规划实施落地，积极挖掘新客户和新需求，进一步提升市场份额。同时拟通过资产收购，围绕空管业务注入业务协同性高及盈利能力较强的产业，通过技术、市场、供应链等资源共享，逐步打造公司空管产业核心竞争力。

图 142： 四川九洲主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 143：四川九洲毛利率、净利率情况

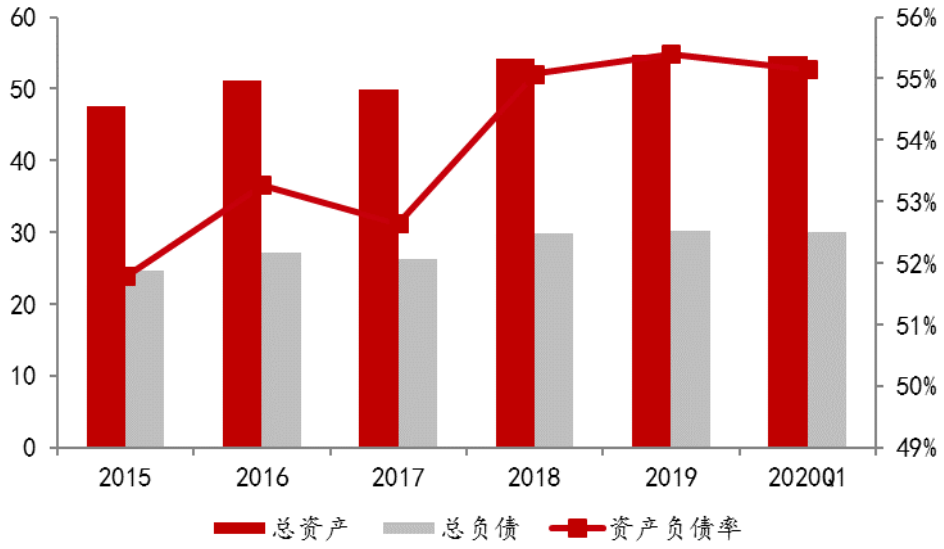


资料来源：wind，川财证券研究所

3.6.3. 财务分析

公司资产负债率整体稳中有升，2020 年一季度公司 54.53 亿元，总负债为 30.08 亿元，2020 年一季度公司资产负债率为 55.15%。

图 144：四川九洲资产负债率

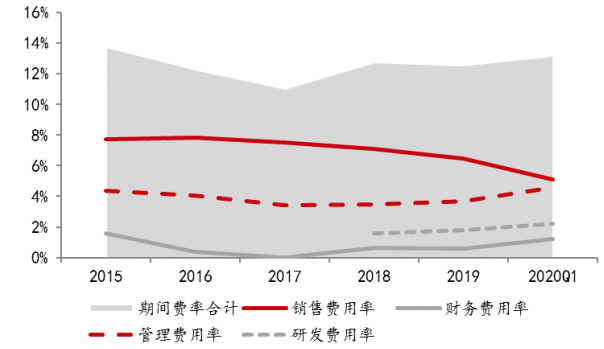


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率整体得到控制。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 13.72%、12.26%、10.98%、12.75%、12.53%。

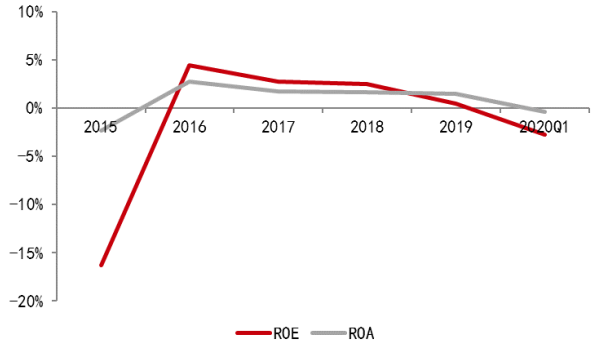
公司盈利能力较低。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为-16.32%、4.4%、2.76%、2.48%、0.47%。

图 145：四川九洲期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 146：四川九洲 ROE 水平



资料来源：wind，川财证券研究所

3.7. 四川长虹（600839.SH）

3.7.1. 公司基本情况

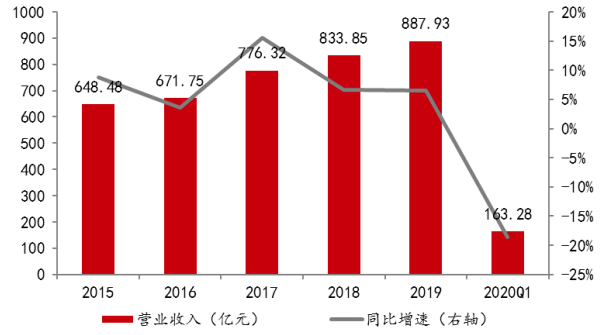
公司是一家具有全球竞争力的消费电子系统供应商和内容服务提供商。公司已经实现了从单纯的家电制造商向标准制定商、内容提供商的转变，形成了集数字电视、空调、冰箱、IT、通讯、数码、网络、电源、商用系统电子、小家电等产业研发、生产、销售为一体的多元化、综合型跨国企业集团。公司建立起了开放式的自主技术创新体系，成功构建起完善的全球消费类电子技术创新平台，使公司由传统的家电企业向 3C 融合的信息家电企业转型，并成功构架跨越广电网、通讯网及互联网的 3C 产业体系。目前，长虹拥有遍及全国的 30000 余个营销网络和 8000 余个服务网点。同时在美洲、澳洲、东南亚、欧洲设立了子公司，经贸往来遍及全球 100 多个国家和地区。

公司第一大股东为四川长虹电子控股集团有限公司，实际控制人为绵阳市国资委，截止 2020 第一季度四川长虹电子控股集团有限公司持股 23.22%。

3.7.2. 业绩表现与收入构成

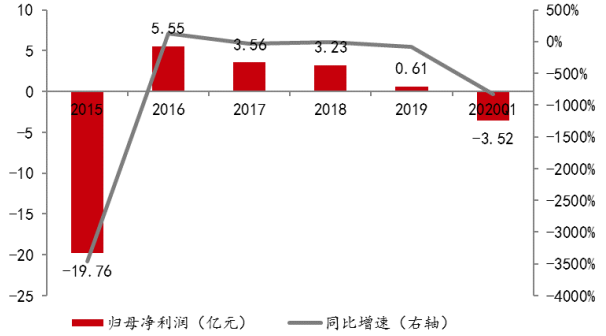
2015-2019 年公司营业收入稳定增长，分别实现营业收入 648.48、671.75、776.32、833.85、887.93 亿元，2016-2019 年分别同比增长 3.59%、15.57%、6.68%、6.49%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润-19.76、5.55、3.56、3.23、0.61 亿元。

图 147：四川长虹 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

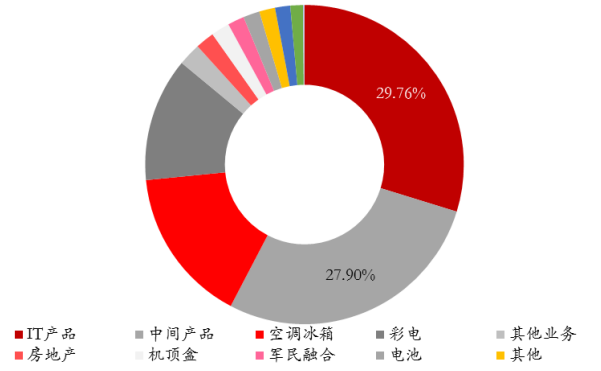
图 148：四川长虹 2015-2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

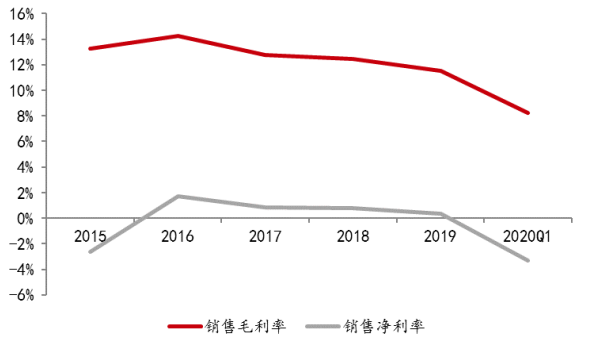
公司主营业务主要为 IT 产品、中间产品、空调冰箱、彩电，占业务比重超过 85.98%。公司将坚持“战略引领，业务清晰，能力聚焦，市场协同”的发展原则，持续贯彻落实“新三坐标”智能战略，面向物联网，以硬件为基础，强化制造能力，围绕智能设备推动硬件复兴；以云计算、大数据及人工智能等先进技术为支撑，以数据为核心，打造端云一体的产品及系统解决方案，为应用者、服务商等用户赋能。公司将重点聚焦物联网垂直应用领域，以场景为核心，以服务定义产品，强化智能制造，做好硬件产品；推进基于数据的转型，围绕“产品+数据+计算”优化资源配置，推动流程优化、工具变革、决策科学，实现提质增效。

图 149： 四川长虹主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图 150：四川长虹毛利率、净利率情况

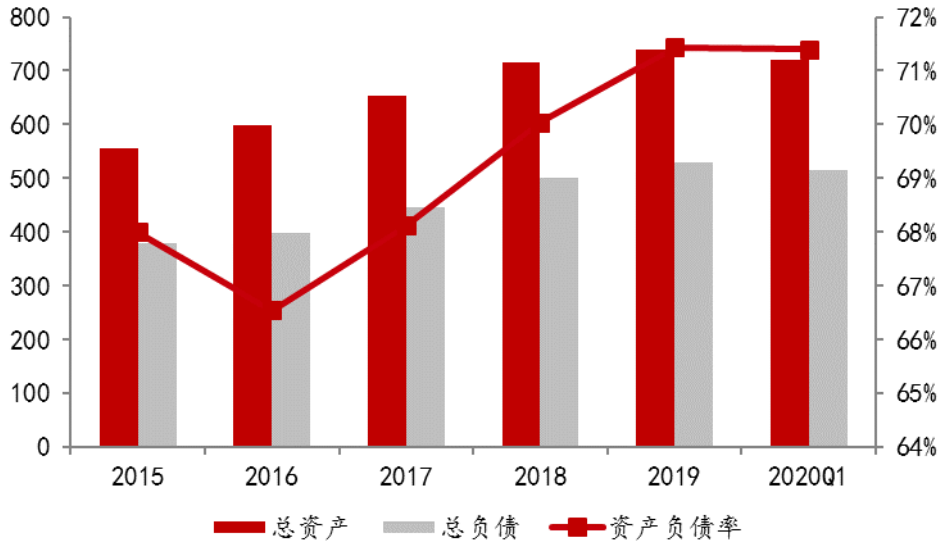


资料来源：wind，川财证券研究所

3.7.3. 财务分析

公司资产负债率较高且持续上升。2020 年一季度公司总资产为 720.92 亿元，总负债为 514.74 亿元，2020 年一季度资产负债率为 71.4%。

图 151：四川长虹资产负债率

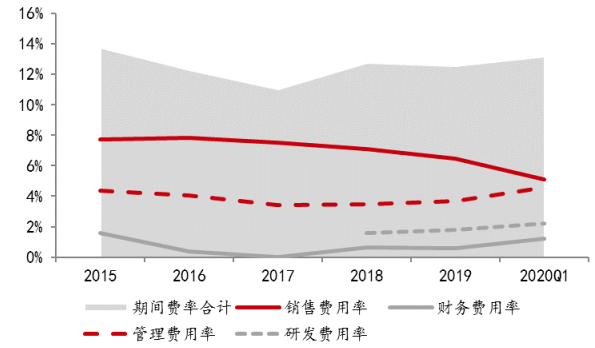


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率整体比较稳定。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 13.72%、12.26%、10.98%、12.75%、12.53%。

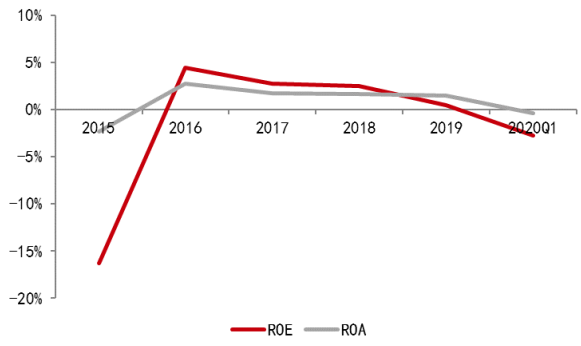
公司盈利能力较差。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为-16.32%、4.4%、2.76%、2.48%、0.47%。

图 152：四川长虹期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 153：四川长虹 ROE 水平



资料来源：wind，川财证券研究所

3.8. 富临运业（002357.SZ）

3.8.1. 公司基本情况

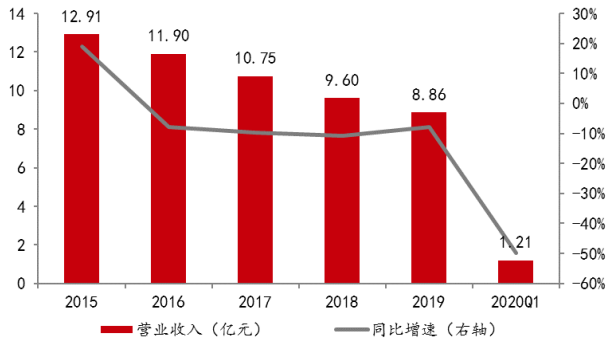
公司是专业从事公路运输的国家道路旅客运输一级企业、中国道路运输百强企业、国家一级道路旅客运质量信誉 AAA 级企业。主营业务以客运服务、站务服

务为主业，以出租车经营、城市公交车经营、汽车维修、驾驶员培训和保险兼业代理等相关附属配套产业为辅，为社会大众提供安全、舒适、方便、快捷的大型、专业化运输服务。公司先后获得“百强诚信客运站”、“道路运输一级企业”、“高速直达班车获省“工人先锋号”、“全国道路百强诚信客运站”等荣誉。

3.8.2. 业绩表现与收入构成

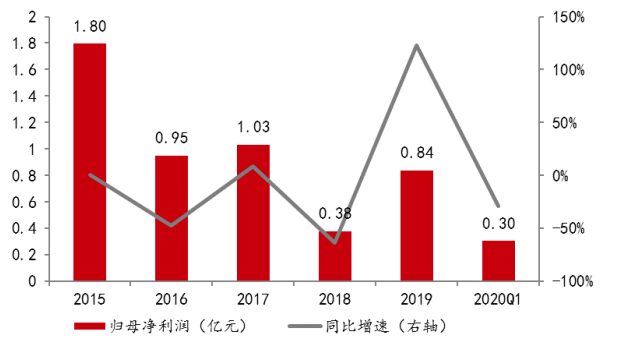
2015-2019 年公司营业收入持续增长，分别实现营业收入 12.91、11.9、10.75、9.6、8.86 亿元，2016-2019 年分别同比增长-7.83%、-9.67%、-10.71%、-7.75%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 1.8、0.95、1.03、0.38、0.84 亿元。

图 154：富临运业 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

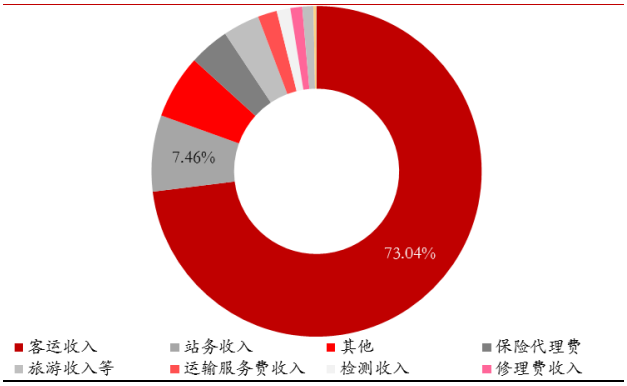
图 155：富临运业 2015-2020Q1 归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

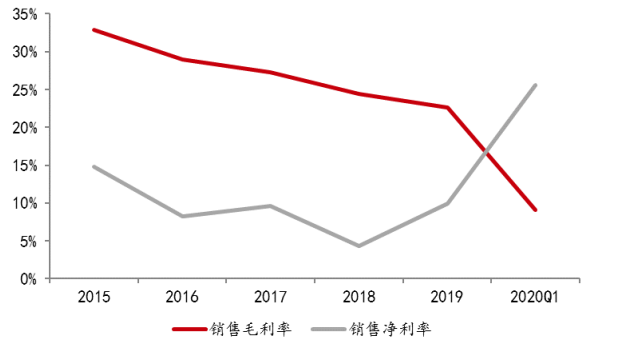
公司主营为客运收入，占主营业务比重为 73.04%。公司始终坚持“立足主业、深耕产业”的产业定位，深入贯彻落实“产业深耕，管理提升”的经营策略，在传统业务模式的基础上，借助公司自主研发的“天府行”平台，大力发展城际出行、旅游、汽车后服等延伸业务，积极谋求道路客运产业转型升级；持续加强内控建设，深入推进精益运营，提升管理质效，稳中求进、稳中提质，努力打造高品质团队，实现高质量发展；关注并适时介入现代物流产业，致力于打造“客运+物流”发展新格局。

图 156：富临运业主营业务构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 157：富临运业分业务毛利率情况

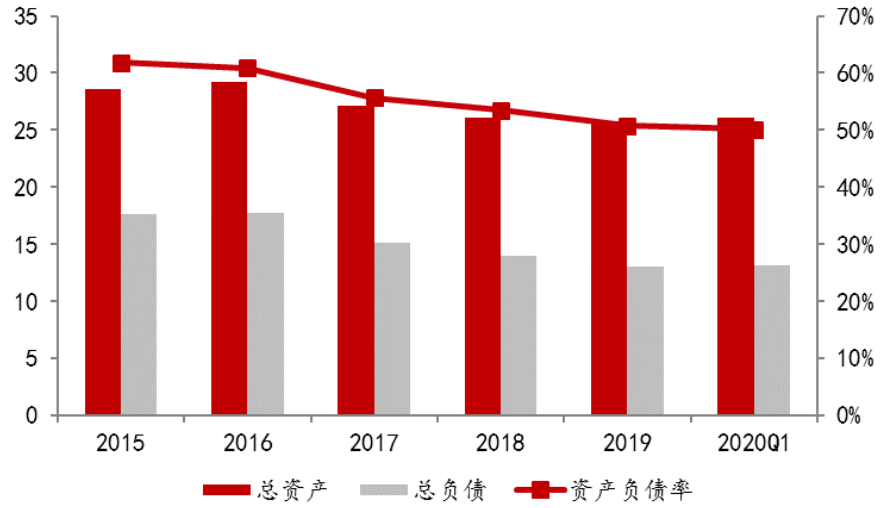


资料来源：Wind，川财证券研究所

3.8.3. 财务分析

公司资产负债率较为稳定。2020 年一季度公司总资产为 26.13 亿元，总负债为 13.1 亿元，2020 年一季度资产负债率为 50.16%。

图 158：富临运业资产负债率

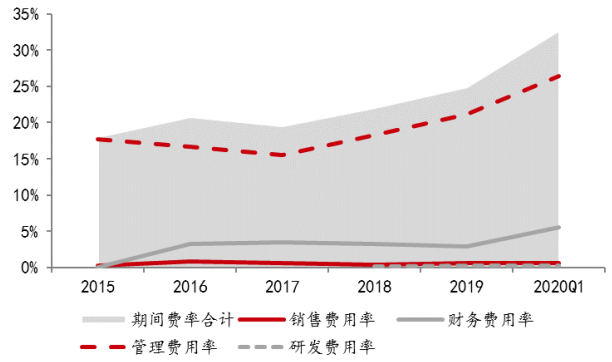


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司期间费率稳定。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 17.93%、20.75%、19.51%、22.02%、24.88%。

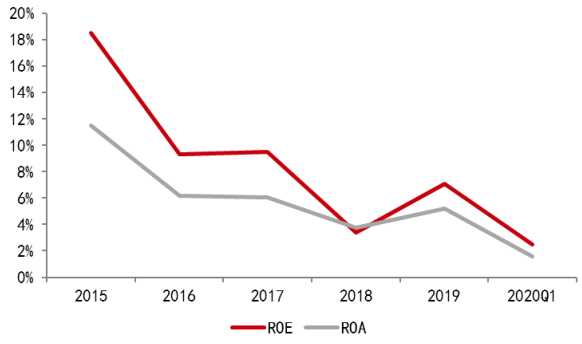
公司盈利能力波动较大。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 18.5%、9.31%、9.47%、3.41%、7.1%。

图 159：富临运业期间费用



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 160：富临运业 ROE 和 ROA



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.9. 四川成渝（601107.SH）

3.9.1. 公司基本情况

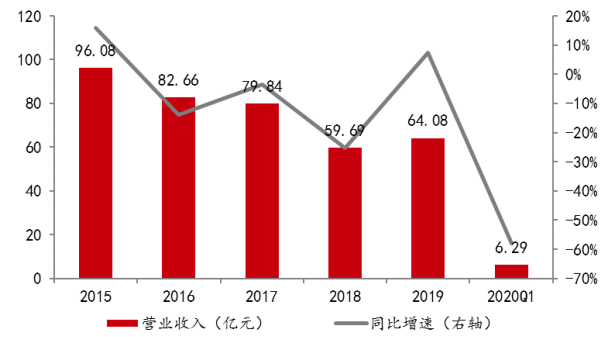
公司是在上海证券交易所与香港联交所挂牌上市的 A+H 大型交通基础建设类企业。公司的主要业务为投资、建设、经营和管理高速公路基建项目，同时亦经营其他与高速公路相关的业务。近年来，公司实施与主业高度相关的多元化转型发展战略，着力打造以收费路桥板块为基础，城市运营、工程建设、金融投资、能源及文化传媒板块为增长点的“五大板块”。通过投资建设和并购发展，拥有成渝、成雅、成乐、成仁、遂广、遂西、城北高速等位于四川省境内收费公路全部或大部分权益。公司拥有高效、专业的资本运营团队，依托境内外融资平台优势，形成较为完整的金融生态圈，业务范围覆盖产业基金、并购基金、融资租赁、信托、银行等细分业态。拥有高素质工程施工团队，具有公路工程总承包一级资质和市政公用工程总承包一级资质。近年来，公司还涉足 BT、PPP 及房地产开发业务。

公司第一大股东为四川省交通投资集团有限责任公司，公司实际控制人为四川省国资委，截至 2020 年第一季度四川省交通投资集团有限责任公司合计持有公司总股本的 35.86%。

3.9.2. 业绩表现与收入构成

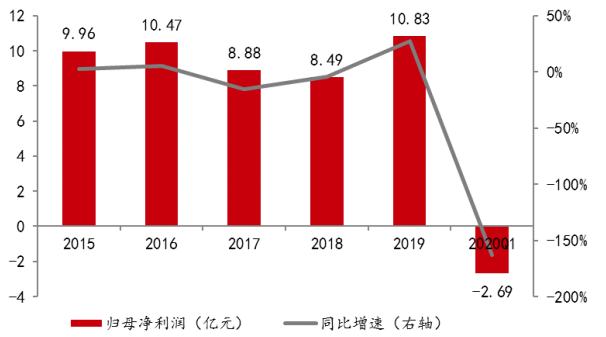
2015-2019 年公司营业收入持续增长，分别实现营业收入 96.08、82.66、79.84、59.69、64.08 亿元，2016-2019 年分别同比增长-13.97%、-3.41%、-25.24%、7.35%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 9.96、10.47、8.88、8.49、10.83 亿元。

图 161：四川成渝 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

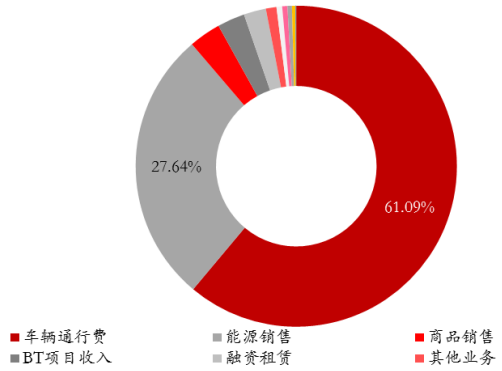
图 162：四川成渝 2015-2020Q1 归母公司净利润



资料来源：wind，川财证券研究所 单位：亿元

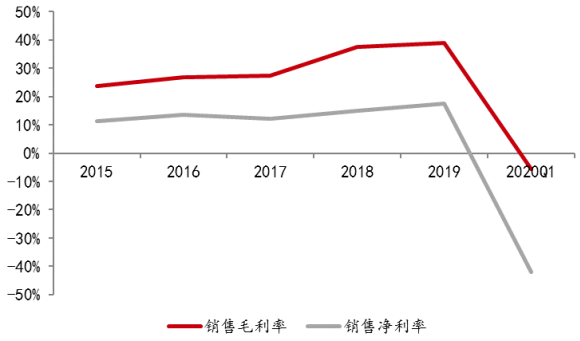
公司主营业务收入主要由车辆通行费以及能源销售构成，占业务比重为88.73%。2019年，集团顺应行业发展趋势，抢抓地区发展机遇，攻坚克难，团结奋进，发挥优势，各项工作取得重大进展，在国内经济下行压力加大的形势下，继续保持了总体平稳、稳中有进的发展态势，核心主业发展取得重大突破，相关多元化板块成效显著。2020年是“十三五”规划的收官之年，结合对2020年经济形势、政策环境、行业及自身发展状况的预测与判断，围绕“十三五”总体发展规划以及2020年的具体经营目标，公司工作计划主要有以下五点，1、牢筑核心根基，夯实高速公路主业的基础性地位；2、依托主业优质路网资源，做实做强相关多元化产业；3、提高资金运行效率，切实推进资本结构不断优化；4、全面加强预算管理和成本管控，大力开展降本增效；5、创新体制机制改革，增强企业活力和竞争力。

图163：四川成渝主营业务构成



资料来源：wind，川财证券研究所

图164：四川成渝分业务毛利率情况

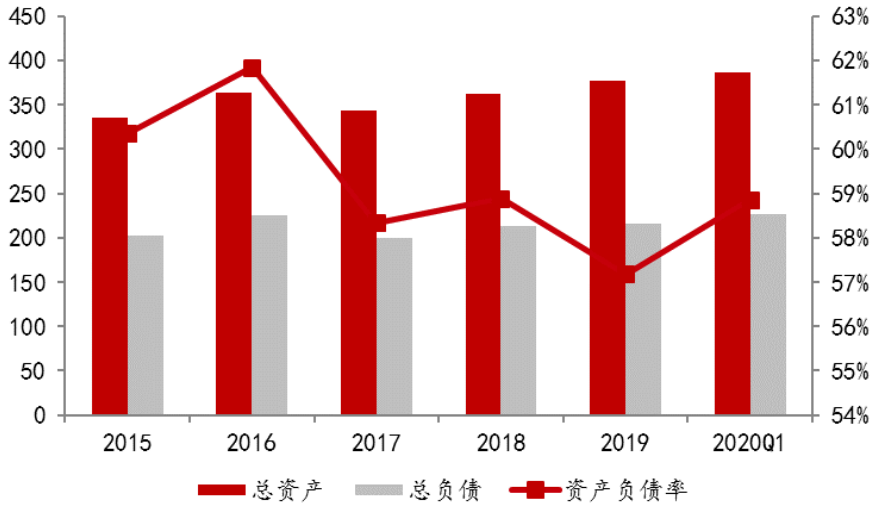


资料来源：wind，川财证券研究所

3.9.3. 财务分析

公司资产负债率整体较高，2020年一季度公司总资产为385.76亿元，总负债为227.03亿元，2020年一季度资产负债率为58.85%。

图 165：四川成渝资产负债率

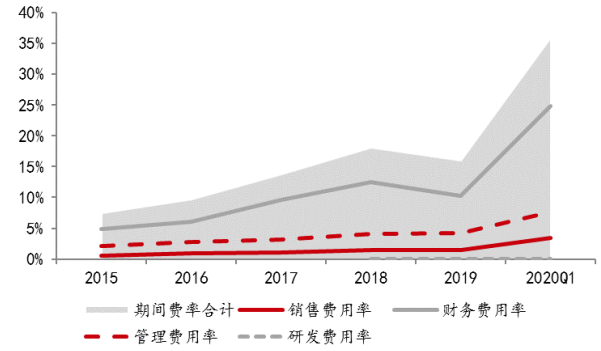


资料来源：wind，川财证券研究所

公司期间费率持续上升。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 7.46%、9.73%、13.73%、18.02%、15.98%。

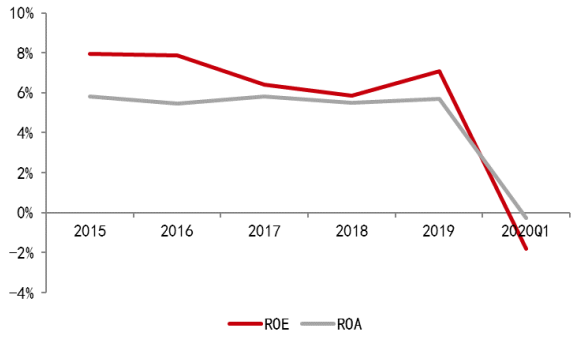
公司盈利能力稳定。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 7.95%、7.86%、6.39%、5.86%、7.09%。

图 166：四川成渝期间费用率



资料来源：wind，川财证券研究所

图 167：四川成渝 ROE 和 ROA



资料来源：wind，川财证券研究所

3.10. 富森美（002818.SZ）

3.10.1. 公司基本情况

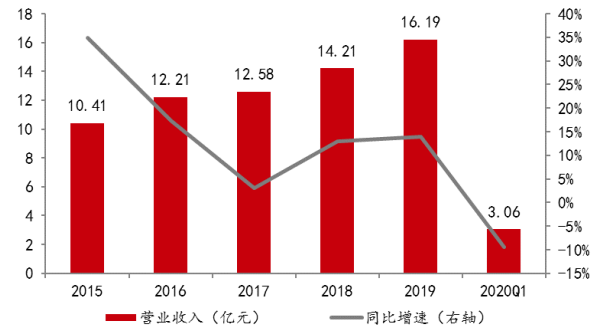
公司系国内专业致力于大型建材家居商业卖场投资开发、运营管理、营销策划的现代商贸服务型企业。公司秉承“创行业一流、做百年老店”的愿景，坚持以创造共赢为目标，以品牌运营为核心，以营销服务为支撑，以价值链管理为

根本，以产业聚合和业态创新为方式。公司相继被中宣部等八部委联合授予“全国百城万店无假货示范市场”；国家工商总局授予“全国诚信示范市场”；国家质检总局授予“全国购物放心市场”；四川省人民政府授予“四川省服务名牌企业”“四川省优秀民营企业”；成都市人民政府授予“突出贡献民营企业”等荣誉称号。

3.10.2. 业绩表现与收入构成

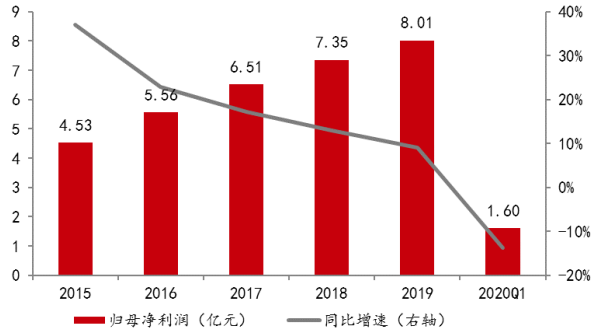
2015-2019 年公司营业收入持续增长，分别实现营业收入 10.41、12.21、12.58、14.21、16.19 亿元，2016-2019 年分别同比增长 17.31%、3.06%、12.97%、13.96%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 4.53、5.56、6.51、7.35、8.01 亿元。

图 168：富森美 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

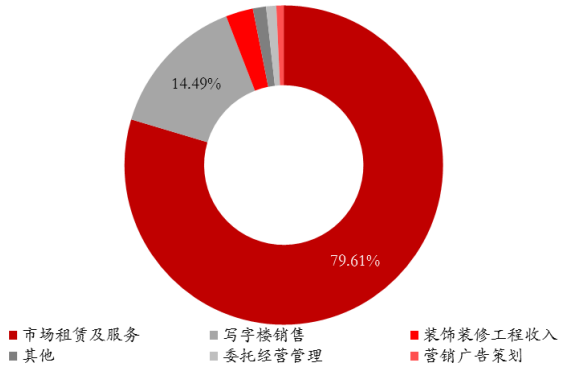
图 169：富森美 2015-2020Q1 归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

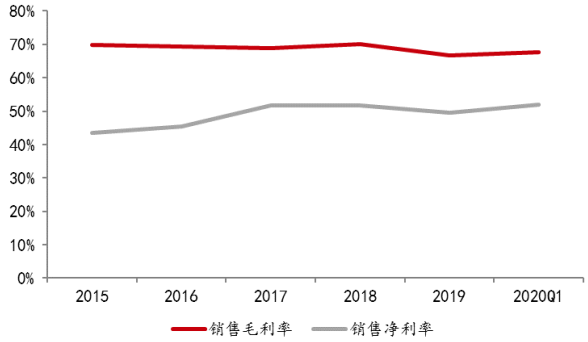
公司主营业务以市场租赁及服务与写字楼销售为主，占整体营收比重为 94.10%。公司作为四川地区规模较大、综合竞争力较强的大型装饰建材家居流通企业，多年深耕拥有 1,600 多万常住人口的中国新一线重点城市成都，积淀深厚、消费者认同度、行业影响力和市场集中度领先区域同行业企业。在包括成都、重庆和四川地市级城市在内的中国西南地区，公司在业态和经营领域创新度高，经营资源丰富，与合作商户共生共赢理念成熟。公司坚持以创新驱动发展，经过多年积累，陆续推出大物流批发、精品家居 Mall、独立大店、电商平台、创意设计与创客中心、拎包入住等家居业态，成功实现基础材料批发、多品类各档次建材家居、软装饰品、整装定制、创意设计等全产业链建材家居产品市场的精准定位，能满足不同消费群体“一站式家装”需求，成为装饰建材家居规范、稳定和繁荣的交易平台。

图 170：富森美主营业务构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 171：富森美分业务毛利率情况

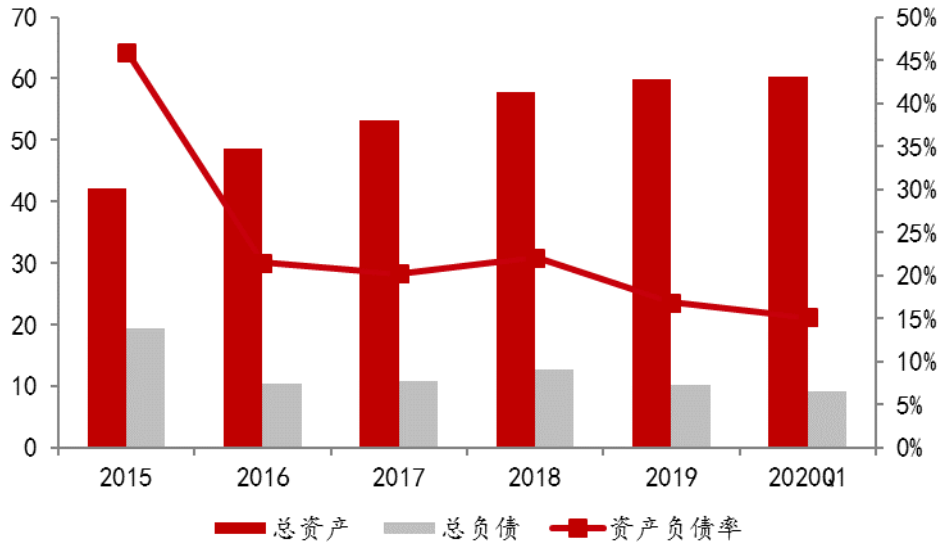


资料来源：Wind，川财证券研究所

3.10.3. 财务分析

公司资产负债率较低，且处于持续下降中。2020 年一季度公司总资产为 60.23 亿元，总负债为 9.12 亿元，2020 年一季度资产负债率为 15.14%。

图 172：富森美资产负债率有下降趋势

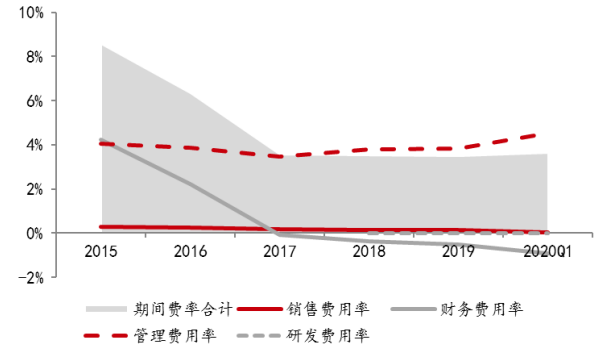


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司期间费率整体较低。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 8.55%、6.35%、3.54%、3.53%、3.47%。

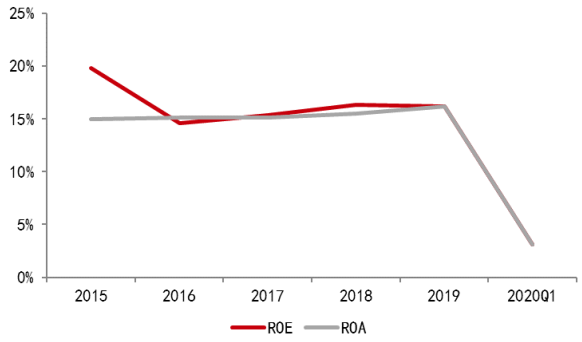
公司盈利能力稳定。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 19.83%、14.59%、15.35%、16.33%、16.15%。

图 173：富森美期间费用率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 174：富森美 ROE 和 ROA



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.11. 茂业商业（600828.SH）

3.11.1. 公司基本情况

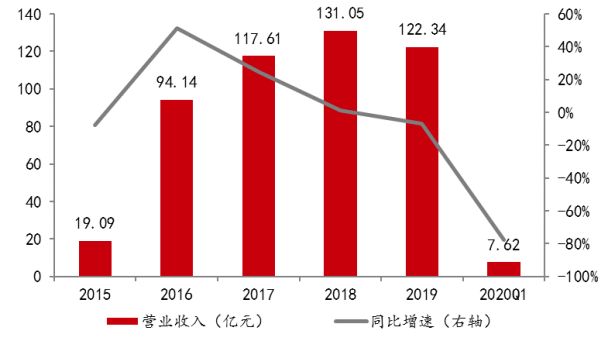
公司是四川省首家公开发行上市的商业股份制公司。目前公司零售板块以“茂业天地”“茂业百货”“仁和春天”“人民商场”多品牌模式运营，立足成都、辐射四川、布局西南、华南、山东、内蒙古等城市核心区域，业务涉及百货零售、商业地产、物业经营、酒店（JW 万豪酒店）等领域。公司旗下“茂业天地”、“茂业百货”、“人民商场”及新收购的“仁和春天”、“维多利”品牌积累了一大批忠实的顾客群体，从而在主营业务区域具有广泛的品牌认知度、美誉度和影响力，品牌优势显著，消费者认可度高。目前公司在呼和浩特零售市场已拥有行业龙头地位，在成都、深圳、包头等核心城市的市场份额也名列前茅，这将为公司在这些区域市场上的后续竞争和发展提供良好的基础。

公司股权较为集中，公司第一大股东是深圳茂业商厦有限公司，截至 2020 一季度深圳茂业商厦有限公司持股比例为 80.9%。

3.11.2. 业绩表现与收入构成

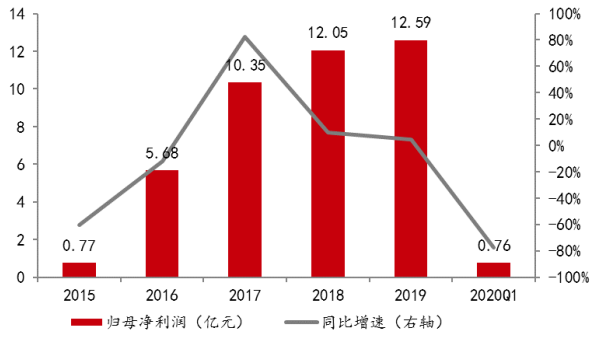
2015-2019 年公司营业收入持续增长，分别实现营业收入 19.09、94.14、117.61、131.05、122.34 亿元，2016-2019 年分别同比增长 51.23%、24.92%、1.28%、-6.65%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 0.77、5.68、10.35、12.05、12.59 亿元。

图 175：茂业商业 2015-2020Q1 营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

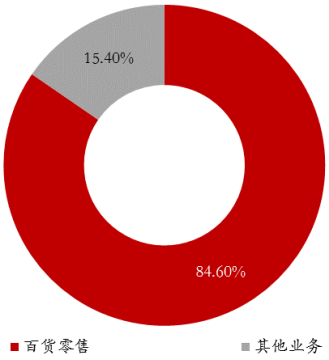
图 176：茂业商业 2015-2020Q1 归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

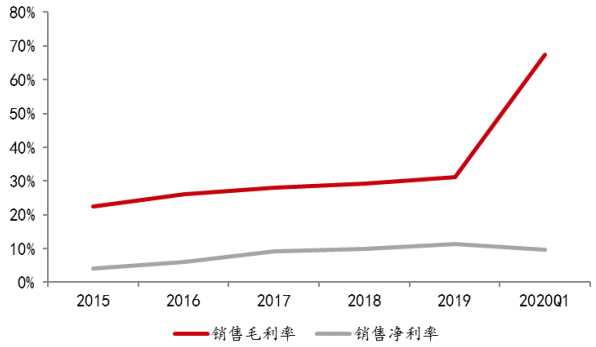
公司百货业务占主营业务 84.6%。2020 年新年伊始，传统的销售旺季未能让公司迎来“开门红”，商业零售行业承受的系统转型的艰难局面仍未有明显改善。公司将从三个方面推进公司发展，1、紧抓机遇，积极调改、练内功。人类的社会属性使得人们天然地需要联结与交流，电商虽然在标准化生活用品的提供上可增加便利，但无法满足人们需要联结和交流的心理需求和其他非标产品的消费需求。由此，我们应抓住机遇，积极调改，抓住公司 80%为联营模式的优势，充分吸纳优质品质卫生餐饮，提高配套服务。其次，树立应对突发事件的演练意识，检测公司对突发事件的应急系统是否畅通，公司的供应链管理能否在面临突发事件时有效运转。对症下药、夯实基础、练好内功，进一步提升公司管理能力。2、做好服务、挖掘存量，瞄准时机、积极收购。做好会员管理，给予会员及时、贴心的服务。通过公众号、微信群、定点投放等措施增加会员粘度，持续深挖存量。坚持“外延式发展和内生式增长”的战略路径。行业集中度的持续提升是必然趋势，未来会有更多无法及时转型亦无核心竞争力的商业零售企业被淘汰，我们应在做好存量，保证资金能够支撑的基础上，瞄准时机，选择适格的标的，积极收购，进一步扩充市场占有率。3、重视科技力量，持续提升科技赋能。自转型伊始，公司高度重视科技力量，同时结合经营情况、量入为出，持续开发、投入使用各项工具。茂业快付、小红茂、茂乐惠、茂悦荟 PLUS、微信公众号、抖音、朋友圈等工具，在节约成本、提升相关各方粘性等方面有着极大的优势。在匹配短期经营目标与长期发展战略的基础上，公司将持续坚持科技赋能。以新的技术、工具承担更多的标准化、事务性工作解放人力；重视私域流量价值，充分激励员工提供个性化贴心服务。

图 177：茂业商业主营业务构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 178：茂业商业分业务毛利率情况

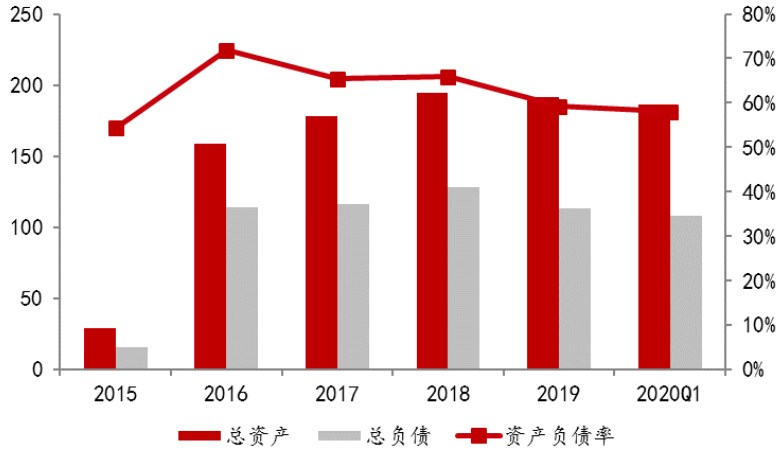


资料来源：Wind，川财证券研究所

3.11.3. 财务分析

公司资产负债率整体较高。2020 年一季度公司总资产为 186.13 亿元，总负债为 107.89 亿元，2020 年一季度资产负债率为 57.96%。

图 179：茂业商业资产负债率有下降趋势

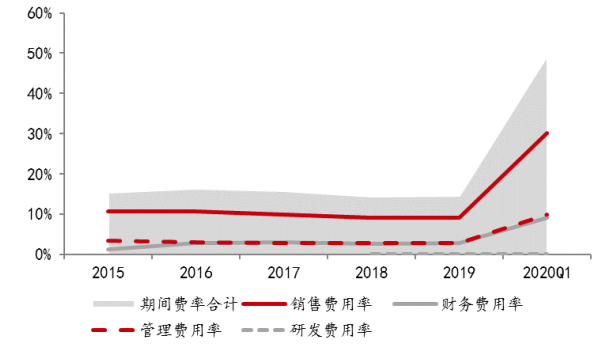


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司期间费率整体得到控制。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 15.29%、16.36%、15.7%、14.36%、14.53%。

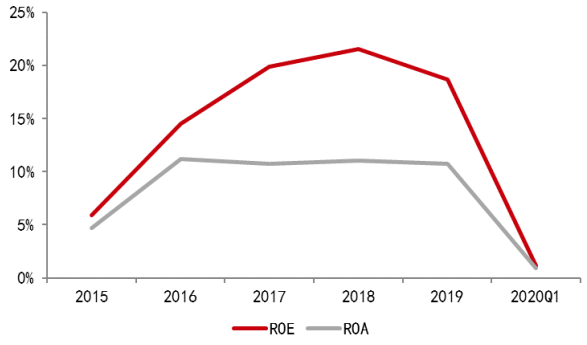
公司盈利能力较好。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 5.92%、14.54%、19.85%、21.49%、18.66%。

图 180：茂业商业期间费用率保持稳定



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 181：茂业商业 ROE 和 ROA



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.12. 峨眉山 A（000888.SZ）

3.12.1. 公司基本情况

公司主要从事峨眉山游山门票服务、上山索道和酒店经营以及相应的旅游商务营业活动。公司依托世界自然与文化双遗产、国家 5A 级旅游景区、全国首批智慧旅游试点景区峨眉山风景名胜区，是四川省唯一一家旅游上市公司，也是四川省龙头旅游企业，在峨眉山风景区的门票经营、索道经营业务的拥有不可复制的优势。公司以构建“智慧峨眉山、幸福风景区”为目标，为适应“旅游大众化、出行散客化、服务个性化和营销网络化”的旅游产业发展趋势，推进网络营销体系和网络服务体系的新突破和新发展，取得了非常良好的品牌和口碑效益。公司将一手抓门票、索道、酒店等传统产业，通过构建网络营销服务体系，打通景区“大小循环”，实现景区游客的持续高速增长；另一手抓新兴产业，在夯实传统产业的基础上，拓展由旅游产业派生出的茶叶、文化演艺、旅游养生、智慧旅游等新兴产业，使传统产业和新兴产业相互促进、相互驱动，推动公司走上发展的快车道。

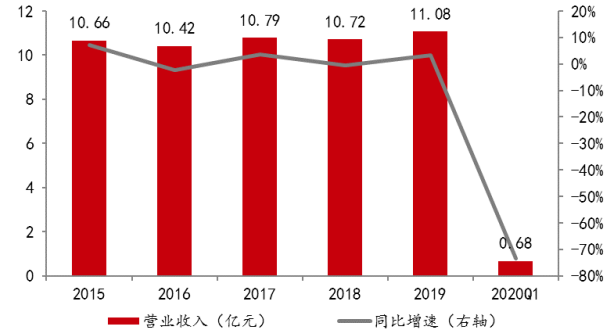
公司第一大股东为四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司，其实际控制人为峨眉山市风景名胜区管理委员会，截至 2020 一季度四川省峨眉山乐山大佛旅游集团总公司持有公司 32.59%的股份。第二大股东为乐山市红珠山宾馆，截至 2020 一季度乐山市红珠山宾馆持有公司 7.01%的股份。两大股东持股比例为 39.60%，公司整体股权结构稳定。

3.12.2. 业绩表现与收入构成

2015-2019 年公司营业收入持续增长，分别实现营业收入 10.66、10.42、10.79、

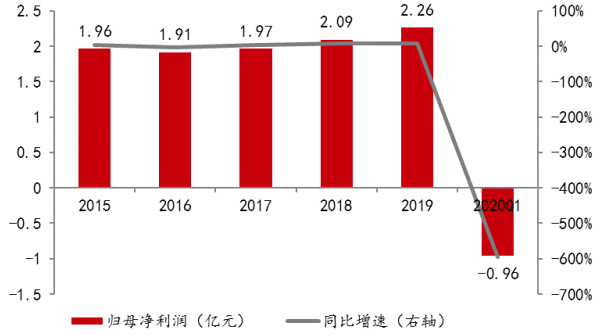
10.72、11.08 亿元，2016-2019 年分别同比增长-2.25%、3.59%、-0.62%、3.3%，2015-2019 年分别归属母公司股东的净利润 1.96、1.91、1.97、2.09、2.26 亿元。

图 182：峨眉山 A2015-2020Q1 营业收入



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

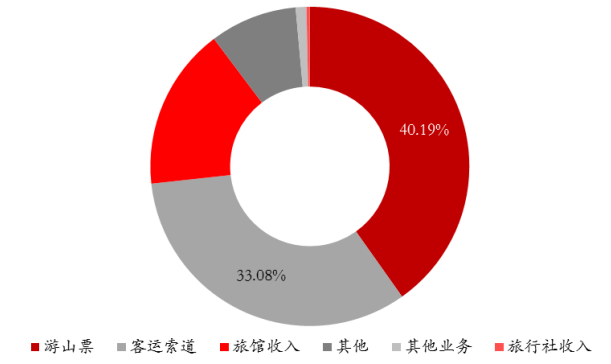
图 183：峨眉山 A2015-2020Q1 归母净利润



资料来源：Wind，川财证券研究所 单位：亿元

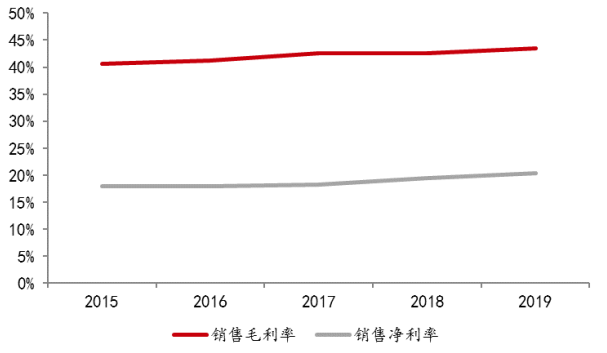
公司主营业务以旅游门票以及客运索道为主。公司紧紧围绕“世界重要旅游目的地”重大部署，扣紧“重上峨眉山、实现新跨域”发展战略，坚持以发展为根本，以效益为中心，坚定不移推进经营管理、转型升级、项目建设、改革发展等各项工作，公司治理机制日益完善，经济效益和综合实力稳步提升。2019 年全年实现进山人数 398 万人次，同比增长 13.3%。2020 年初，受新冠肺炎疫情影响，给全球经济发展带来不确定性。目前，国内疫情已取得阶段性胜利，但形势依然严峻，旅游业仍面临挑战。公司第一季度游山人次受到较大影响。

图 184：峨眉山 A 主营业务构成



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 185：峨眉山 A 分业务毛利率情况

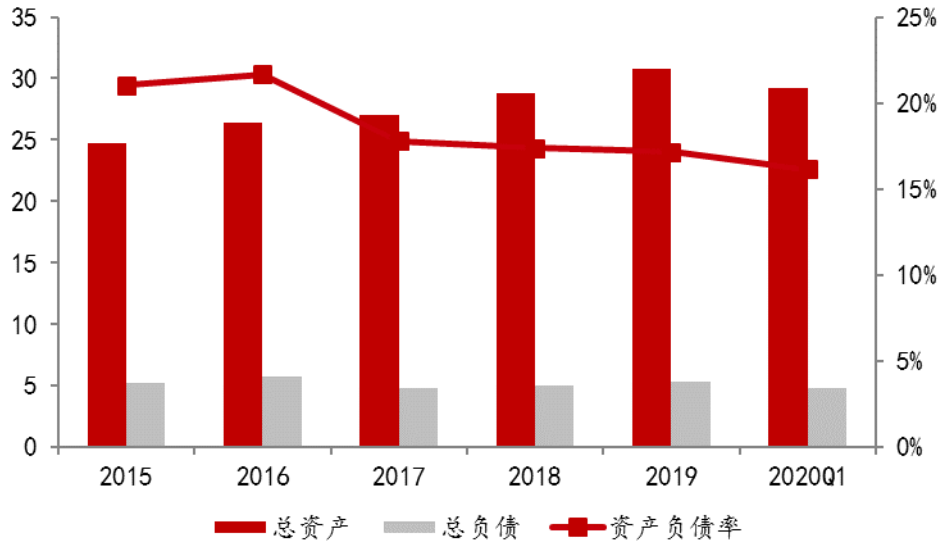


资料来源：Wind，川财证券研究所

3.12.3. 财务分析

公司资产负债率整体不高，2020 年一季度公司总资产为 29.24 亿元，总负债为 4.72 亿元，2020 年一季度资产负债率为 16.15%。

图 186：峨眉山 A 资产负债率有下降趋势

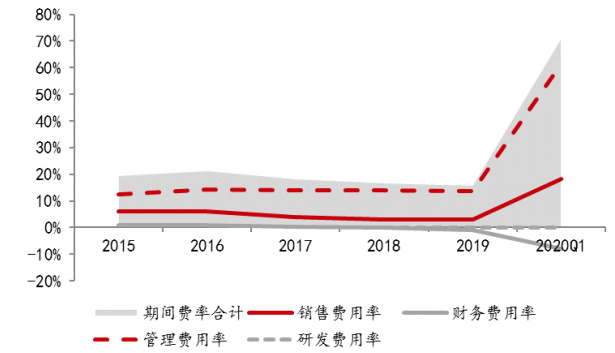


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司期间费率整体得到控制。公司 2015 至 2019 年期间费用率分别为 19.46%、21.38%、18.4%、17.01%、15.91%。

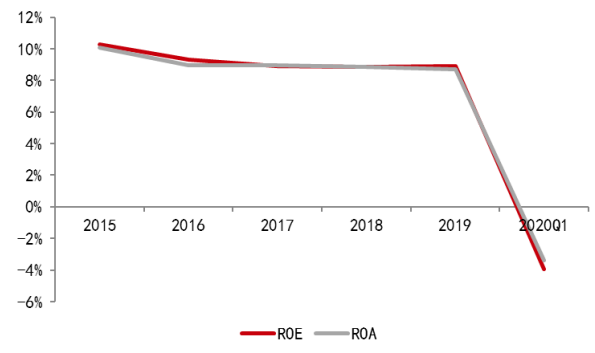
公司盈利能力稳定。公司 2015 至 2019 年 ROE 分别为 10.26%、9.32%、8.91%、8.86%、8.92%。

图 187：峨眉山 A 期间费用率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 188：峨眉山 AROE 和 ROA



资料来源：Wind，川财证券研究所

风险提示

宏观经济增长不及预期

行业竞争加剧

市场监管及政策风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857