

中國啤酒及白酒行業

價格上漲、行業整合，龍頭獲益；首選茅臺、華潤啤酒

首次覆蓋中國啤酒及白酒行業，給予優於大市評級。高端化及生產效率提升是啤酒行業的主要增長動力。相較於青島啤酒，我們更看好華潤啤酒，我們預期其通過與喜力啤酒合併，調整後每股收益年均增長率比青島啤酒更強。高端白酒行業競爭格局有利。其有限的供給支撐價格上漲。相較於五糧液，我們更加看好茅臺，我們預期其將更早提高出廠價。

■ **高端化及生產效率提升是啤酒行業的主要增長動力。** (1) **高端化**：以銷量計，2018年中國的超高端及高端啤酒市場份額為16.4%，顯著較美國及韓國的42.1%及25%更低。2018至2023年，預計中國的超高端及高端啤酒市場將按年增長8.5%。(2) **生產效率提升**：關閉工廠、優化產能、及增加聽裝酒及瓶裝酒不連瓶銷售比重可提升生產效率。(3) **行業整合**：從美國同業發展歷史看，我們預期行業龍頭將降低銷售和管理費用率。

■ **高端白酒更受青睞**。由於消費者喝少酒喝好酒，中低端白酒供過於求。高端白酒由於極端稀缺（佔總產量不足1%），一直在升值。高端白酒行業競爭格局良好，茅臺是該領域無與倫比的行業龍頭，茅臺及五糧液合共佔據80-85%市場份額。在經濟下行週期中，高端白酒需求較次高端白酒需求更有韌性。我們預期2019至2022年，通過量價齊升，茅臺及五糧液收入均能實現16%的年化增長率。

■ **看好茅臺（600519 CH，買入）勝過五糧液（000858 CH，買入）**。由於經銷商所賺價差遠高於公司毛利，且過去提價紀錄顯示通常發生在五年計劃的第一年及一季，我們預期2021年一季，茅臺會提升出廠價24%至1,199元人民幣。儘管2017年七月中央紀委曾發文警告國家公職人員消費高端白酒，2018年一月茅臺也出現提價，因此我們相信中央紀委於9月22日所著文章不會影響茅臺提價。我們的目標價為2,153.30元人民幣，相當於46.8倍2021年預測市盈率，較其他A股消費龍頭平均倍數40.7倍溢價15%。

■ **看好華潤啤酒（291 HK，買入）勝過青島啤酒（168 HK，買入）**。我們預期2019至2022年，華潤啤酒調整後每股收益年均複合增長率高於青島啤酒（華潤19%，青島14%）。華潤啤酒與喜力啤酒的合作是強強聯合，結合了喜力的國際化產品組合及華潤的全國銷售網路，可加速華潤的高端化升級。即使在疫情期間，20年上半年喜力錄得雙位數增長。我們預測喜力中國的產能利用率在2018年僅約28%。在雙方合作後，強勁的銷售增長將顯著提升毛利率及利潤率。我們給予華潤啤酒目標價61.90港元，相當於46.0倍2021年預測經調整每股收益，估值處於歷史高位。

估值表

公司名稱	股份代碼	評級	市值 (當地貨幣 10億元)	股價 (當地貨幣)	目標價 (當地貨幣)	上行/ 下行 空間 (%)	市盈率(x)		市帳率(x)		股本回報率(%)	
							FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
華潤啤酒	291 HK	買入	158	48.85	61.90	27	48.5	36.3	6.5	14.0		
青島啤酒-H	168 HK	買入	106	62.40	78.10	25	33.7	28.7	3.6	11.1		
青島啤酒-A	600600 CH	持有	93	80.61	78.70	(2)	49.3	42.0	5.3	11.1		
貴州茅臺	600519 CH	買入	2,136	1,700.62	2,153.30	27	46.9	37.4	12.1	31.1		
五糧液	000858 CH	買入	1,006	259.41	307.80	19	49.2	39.9	10.5	25.5		

資料來源：公司及招銀國際證券預測

優於大市（首次覆蓋）

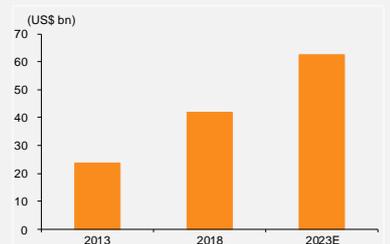
中國啤酒及白酒行業

葉建中, CFA

(852) 3900 0838

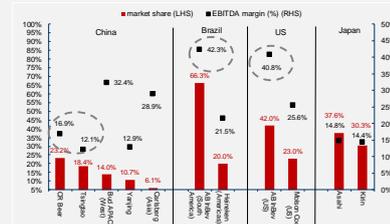
albertyip@cmbi.com.hk

2018至2023年預計中國的超高端及
 高端啤酒市場將按年增長8.5%



資料來源：GlobalData

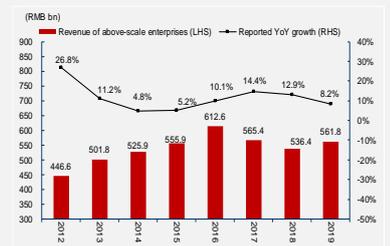
中國領先啤酒企業利潤率有較大提升空間



資料來源：公司、GlobalData,

blog.drinktec.com, Reuters, 招銀國際預測

2016-19年規模以上白酒企業收入年均增長率11%



資料來源：國家統計局

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告

本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告

推薦標的

華潤啤酒 (291 HK, 買入, 目標價: 61.9 港元)

我們預期 2019 至 2022 年，華潤啤酒調整後每股收益年均複合增長率比青島啤酒更強（華潤 19%，青島 14%）。高端化及提升生產效率是公司主要的增長動力。與喜力啤酒的合併是強強聯合，結合了喜力的國際化產品組合及華潤的全國銷售網路。我們預測喜力中國的產能利用率在 2018 年僅約 28%。在雙方合作後，強勁的銷售增長將顯著提升毛利率及利潤率。首次覆蓋華潤啤酒，目標價 61.90 港元，給予買入評級。

- **與喜力啤酒合併加速高端化。**華潤結合喜力的國際化產品組合，可與百威亞太及嘉士伯競爭，而喜力可通過華潤的全國銷售網路擴大品牌覆蓋。根據喜力方面，與華潤的整合較預期快，上半年喜力錄得雙位數增長。在加大市場推廣下，管理層計畫提價以鞏固喜力的高端品牌形象。此舉可提升經銷商利潤並提升喜力產品滲透率。我們預測喜力中國的產能利用率在 2018 年僅約 28%。在雙方合併後，強勁的銷售增長將顯著提升毛利率及利潤率。華潤正在研究喜力的產能擴張。
- **繼續提升生產效率。**雖然是中央企業，但是華潤果斷關閉低效工廠。其啤酒廠數量由 2016 年的 98 個削減至 2020 上半年的 72 個，然其 2019 年產能利用率仍舊低於青島啤酒及百威亞太。未來，我們預期公司將繼續關閉工廠及推行優化產能措施。此外，公司計畫 2020 年底前提升瓶裝啤酒的不連瓶銷售佔比至 50% 以上，以節約成本。
- **在行業整合中具備良好往績。**華潤成立於 1993 年。在其發展過程中，歷經超過 20 次戰略收購，並於 2006 年超越青島啤酒成為中國最大的啤酒生產商。中國的啤酒行業仍有整合空間，鑒於公司具備良好往績且身為央企，我們認為公司具有比較優勢。
- **首次覆蓋，給予買入評級。**得益於高端化及提升生產效率，我們預期 2019 至 2022 年，華潤啤酒收入將按年增長 6%，息稅前利潤率擴張 4.3 個百分點，調整後每股收益年均增長率 19%。我們給予華潤啤酒目標價 61.90 港元，相當於 46.0 倍 2021 年預測經調整每股收益，倍數位於歷史高位。我們認為喜力中國很有增長潛力，品牌知名度高而滲透率低，預期與喜力中國的合併將成為華潤的關鍵增長動力之一。**催化劑：**收入及利潤率好於預期。**風險：**成本壓力，食品安全。

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	31,867	33,190	32,072	36,584	39,158
銷售成本	(20,669)	(20,964)	(19,595)	(21,800)	(22,773)
毛利	11,198	12,226	12,477	14,784	16,384
其他收入	784	741	910	972	1,039
銷售費用	(5,570)	(5,925)	(6,126)	(6,988)	(7,440)
管理費用	(3,140)	(3,168)	(3,279)	(3,525)	(3,701)
息稅前收益	3,272	3,874	3,982	5,244	6,283
淨財務收入	67	39	109	145	191
出售固定資產收益	94	167	100	100	100
減值損失	(1,301)	(1,052)	(700)	(600)	(550)
員工賠償	(483)	(826)	(100)	(75)	(50)
一次性年金撥備	(483)	0	0	0	0
稅前利潤	1,532	2,202	3,391	4,814	5,974
所得稅	(547)	(892)	(949)	(1,226)	(1,498)
非控制股東權益	(8)	2	(3)	(3)	(3)
淨利潤	977	1,312	2,438	3,485	4,373
經調整淨利潤	2,538	2,838	2,888	3,860	4,723

現金流量表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前收益	1,532	2,202	3,391	4,714	5,874
折舊和攤銷	1,654	1,724	1,825	1,818	1,808
淨財務收入	(63)	(44)	(109)	(145)	(191)
運營資金變動	542	75	638	153	441
其它	269	141	(737)	(1,088)	(1,438)
經營活動所得現金流	3,934	4,098	5,008	5,452	6,495
資本開支	(1,641)	(1,490)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收購	0	(2,216)	0	0	0
其它	627	938	304	353	427
投資活動所得現金淨額	(1,014)	(2,768)	(1,696)	(1,647)	(1,573)
淨借貸	(2,862)	(241)	(511)	0	0
股息	(529)	(494)	(561)	(1,612)	(1,660)
其它	(63)	(143)	(103)	(86)	(81)
融資活動所得現金淨額	(3,454)	(878)	(1,175)	(1,698)	(1,741)
現金增加淨額	(534)	452	2,138	2,107	3,180
年初現金及現金等價物	2,361	1,858	2,340	4,478	6,585
匯兌	31	30	0	0	0
年末現金及現金等價物	1,858	2,340	4,478	6,585	9,765

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	30,821	31,816	31,991	32,173	32,365
固定資產	19,632	19,413	19,652	19,898	20,154
商譽及每形資產	8,514	9,749	9,685	9,621	9,557
其它	2,675	2,654	2,654	2,654	2,654
流動資產	8,450	9,775	11,473	14,474	18,129
庫存	5,379	6,018	5,625	6,228	6,506
應收賬	443	329	318	363	388
其它應收賬	463	671	648	740	792
其它	307	417	417	417	417
現金及現金等價物	1,858	2,340	4,465	6,726	10,026
流動負債	18,370	19,856	19,902	21,107	22,150
應付款	2,340	2,713	2,536	2,808	2,933
其它應付款	15,297	16,348	17,087	18,023	18,946
借貸	704	511	0	0	0
其它	29	284	280	275	271
非流動負債	1,991	2,008	1,968	1,933	1,901
借貸	9	0	0	0	0
其它	1,583	1,330	1,290	1,255	1,223
遞延稅負債	399	678	678	678	678
淨資產總額	18,910	19,727	21,595	23,608	26,443
股東權益	18,848	19,670	21,535	23,545	26,378
少數股東權益	62	57	60	63	66

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
盈利能力比率(%)					
毛利率	35.1	36.8	38.9	40.4	41.8
息稅前利潤率	10.3	11.7	12.4	14.3	16.0
淨利潤率	3.1	4.0	7.6	9.5	11.2
調整後淨利潤率	8.0	8.6	9.0	10.6	12.1
派息比率	39.8	40.8	40.0	40.0	40.0
資產負債比率					
流動比率(x)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
速動比率(x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
平均應收賬天數	6	4	4	3	3
平均應付帳天數	35	44	49	45	46
平均庫存天數	99	99	108	99	103
資產周轉率(x)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
淨現金(百萬元人民幣)	1,212	1,897	4,546	6,653	9,833
回報率(%)					
經調整資本回報率	13.6	14.7	14.0	17.2	19.1
經調整資產回報率	6.4	7.0	6.8	8.6	9.8
每股數據					
經調整每股盈利(人民幣)	0.78	0.87	0.89	1.19	1.46
每股股息(人民幣)	0.12	0.17	0.30	0.43	0.54
每股淨資產(人民幣)	5.81	6.06	6.64	7.22	8.06

資料來源：公司、招銀國際證券預測

青島啤酒 (168 HK, 買入, 目標價: 78.1 港元 / 600600 CH, 持有, 目標價: 78.7 元人民幣)

青島啤酒是中國其中一個知名品牌。我們認為，其持續高端化及首次股份激勵機制將為增長注入動力。儘管在同業中按收入排名第三，公司 2019 年息稅及折舊攤銷前利潤率為同業最低。我們認為激勵機制將促進經營效率提升。我們預期 2019 至 2022 年，公司每股收益將按年增長 14%。首次覆蓋，給予買入評級，目標價 78.10 港元。

- **持續高端化。**青島啤酒是中國前十知名商標，並享譽海外。根據世界品牌實驗室，2020 年公司品牌價值在中國啤酒品牌中排名第一。2018 年，公司高端及超高端啤酒市場份額 14.4%，遜於百威亞太但優於華潤啤酒。近年來，公司推出數款特色啤酒產品，高端青島啤酒銷售佔比由 2014 年的 14% 提升至 2019 年的 23%。7 月，公司推出了超高端新產品——百年之旅，創下了國產高端啤酒零售價的新高，並提升了青島啤酒品牌價值。
- **首次股份激勵機制。**2020 年 6 月，公司通過了 A 股股份激勵機制。我們認為，其廣泛的員工覆蓋面（員工總數的 1.6%）及有吸引力的股份獎勵價格（21.18 元人民幣，較當前股價折讓 74%）將有效激勵管理團隊。儘管在同業中按收入排名第三，公司 2019 年息稅及折舊攤銷前利潤率為同業最低。我們認為激勵機制將促進經營效率提升。
- **其他增長策略。**公司將通過諸如建造大產能、智慧化生產基地及生產線的措施提升競爭力。公司將繼續專注體育市場行銷（CBA 及中超）、音樂市場行銷（華晨宇代言及音樂節）、及體驗行銷（青島 1903 連鎖酒吧）。
- **首次覆蓋，給予買入評級。**我們預計 2019 至 2022 年，公司收入將按年增長 5%，息稅前利潤率擴張 3.0 個百分點，經調整每股收益按年增長 14%。目標價 78.10 港元，基於 36.0 倍 2021 年預測經調整每股收益，相當於歷史平均倍數之上一個標準差。**催化劑：**收入及利潤率好於預期；**風險：**成本壓力，食品安全。

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	26,575	27,984	27,670	30,839	32,372
啤酒	26,234	27,618	27,334	30,435	31,945
其他	341	365	336	403	427
銷售成本	(16,556)	(17,080)	(16,456)	(18,224)	(18,867)
毛利	10,019	10,903	11,214	12,615	13,505
其他收入	523	603	572	609	649
銷售費用	(4,869)	(5,104)	(4,981)	(5,613)	(5,989)
管理費用	(1,386)	(1,881)	(1,966)	(2,123)	(2,229)
研發費用	(20)	(21)	(22)	(25)	(26)
稅金及附加	(2,327)	(2,313)	(2,232)	(2,358)	(2,387)
息稅前收益	1,941	2,187	2,586	3,106	3,523
淨財務收入	497	484	477	515	590
其他	(134)	(33)	0	25	25
合資及聯營公司	17	21	18	21	22
稅前利潤	2,320	2,660	3,081	3,667	4,160
所得稅	(819)	(798)	(860)	(1,039)	(1,178)
非控制股東權益	(139)	(77)	(65)	(75)	(79)
淨利潤	1,363	1,785	2,156	2,552	2,904
經調整淨利潤	1,569	1,973	2,219	2,617	2,971

現金流量表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前收益	1,561	1,929	2,284	2,692	3,050
投資收入	(21)	(25)	(21)	(24)	(25)
折舊和攤銷	1,153	1,138	1,124	1,099	1,075
淨財務收入	(513)	(356)	(477)	(515)	(590)
運營資金變動	1,816	1,601	85	(254)	(104)
其它	(5)	(271)	690	(55)	(55)
經營活動所得現金流	3,992	4,017	3,685	2,943	3,350
資本開支	(762)	(1,155)	(731)	(731)	(731)
利息收入	537	515	515	551	627
其它	(592)	293	572	609	649
投資活動所得現金淨額	(817)	(348)	356	430	546
淨借貸	(0)	(33)	0	0	0
股息	(40)	(31)	(38)	(36)	(37)
利息支出	(639)	(711)	(743)	(887)	(1,047)
其它	38	6	(19)	(18)	(17)
融資活動所得現金淨額	(641)	(769)	(800)	(942)	(1,101)
現金增加淨額	2,535	2,900	3,241	2,431	2,795
年初現金及現金等價物	9,102	11,653	14,557	17,799	20,230
匯兌	17	4	0	0	0
年末現金及現金等價物	11,653	14,557	17,799	20,230	23,024

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	16,315	16,311	15,950	15,618	15,310
固定資產	10,735	10,505	10,320	10,152	9,997
商譽及每形資產	3,907	3,866	3,669	3,483	3,305
合資及聯營公司	370	377	395	415	437
其它	1,303	1,564	1,566	1,568	1,570
流動資產	17,760	21,002	23,515	26,411	29,461
庫存	2,651	3,182	3,146	3,506	3,681
應收賬	165	226	224	249	262
其它應收賬	471	203	201	224	235
其它	1,937	2,088	2,145	2,202	2,259
現金及現金等價物	12,536	15,302	17,799	20,230	23,024
流動負債	12,087	13,354	13,981	14,640	15,332
應付款	2,572	2,388	2,507	2,633	2,764
其它應付款	8,527	10,159	10,667	11,201	11,761
借貸	296	271	271	271	271
其它	692	536	536	536	536
非流動負債	3,298	4,045	4,029	4,130	4,177
借貸	1	0	0	0	0
遞延收入	2,344	2,520	2,520	2,520	2,520
其它	749	1,341	1,325	1,426	1,473
遞延稅負債	205	184	184	184	184
淨資產總額	18,690	19,913	21,454	23,259	25,262
股東權益	17,970	19,172	20,647	22,377	24,301
少數股東權益	719	742	807	883	962

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入佔比(%)					
啤酒	98.7	98.7	98.8	98.7	98.7
其他	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
盈利能力比率(%)					
毛利率	37.7	39.0	40.5	40.9	41.7
息稅前利潤率	7.5	8.1	9.6	10.3	11.1
淨利潤率	5.4	6.6	8.0	8.5	9.2
調整後淨利潤率	5.9	7.1	8.0	8.5	9.2
派息比率	45.6	40.1	40.0	40.0	40.0
資產負債比率					
流動比率(X)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
速動比率(X)	1.3	1.3	1.5	1.6	1.7
平均應收賬天數	2	3	3	3	3
平均應付帳天數	55	53	54	51	52
平均庫存天數	56	62	70	67	70
淨現金(百萬元人民幣)	12,239	15,031	17,528	19,959	22,753
回報率(%)					
經調整資本回報率	8.9	10.6	11.1	12.2	12.7
經調整資產回報率	5.3	5.7	5.9	6.6	7.0
每股數據					
經調整每股盈利(人民幣)	1.16	1.46	1.64	1.92	2.18
每股股息(人民幣)	0.48	0.55	0.65	0.77	0.87
每股淨資產(人民幣)	13.30	14.19	15.14	16.40	17.81

資料來源：公司、招銀國際證券預測

貴州茅臺（600519 CH，買入，目標價：2,153.30 元人民幣）

茅臺無論是品牌形象、市場份額、還是零售價格均是白酒行業龍頭。由於產量有限及優質，茅臺酒具備投資屬性。批發價與出廠價之間的高額價差給予公司提升出廠價的空間，將成為股價催化劑。首次覆蓋，給予買入評級，目標價 2,153.30 元人民幣。

- **提價或將於 2021 年一季度發生。**我們預計 2021 年一季度，公司將向經銷商提升出廠價，由 969 元人民幣升至 1,199 元人民幣。目前，批發價與出廠價（約 1,890 元人民幣）之間的價差——即經銷商利潤——遠高於公司利潤（出廠價 969 元人民幣乘以毛利率）。過去提價通常發生在五年計劃的第一年及一季度，我們預期最早 2021 年一季度，公司將提升出廠價，給第 14 個五年計劃實現良好開局。
- **中央紀委發文不會影響提價。**9 月 22 日，中央紀委發表文章，警告近期高端白酒價格上行或將引致腐敗及公款吃喝。2017 年 7 月，儘管中央紀委曾發表類似文章，公司仍舊於 2018 年 1 月提價。
- **公認的中國白酒品牌形象。**茅臺酒被稱為世界三大蒸餾酒之一，並且曾被用於國宴。在國際酒類大賽中，茅臺酒斬獲 20 次桂冠；並在全國評酒會中五次獲得國家級名酒。在各類行銷活動下包括於央視新聞聯播時間報時廣告等，消費者公認茅臺為國酒。
- **多元化管道助推銷售增長。**自 2019 年以來，公司向超市、電商平臺、煙酒連鎖店等零售商擴展管道直銷。出廠價設在 1,299 至 1,399 元人民幣之間，高於給經銷商的出廠價。未來，我們預計銷量增長將來這些管道及 B2C，將可提升單價毛利率。
- **首次覆蓋，給予買入評級。**我們預計 2019 至 2022 年，公司每股收益將按年增長 18%。目標價 2,153.30 元人民幣，相當於 46.8 倍 2021 年預測市盈率，較其他 A 股消費龍頭平均倍數 40.7 倍溢價 15%。**催化劑：**出廠價上調幅度或銷量規劃超預期。

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	73,639	85,430	95,142	116,842	133,183
白酒	73,565	85,345	95,050	116,743	133,076
其他	74	85	92	99	107
銷售成本	(6,523)	(7,430)	(8,147)	(9,093)	(9,907)
毛利	67,116	78,000	86,995	107,749	123,275
其他收入	3,434	3,284	3,513	4,484	5,822
銷售費用	(2,572)	(3,279)	(2,510)	(3,239)	(3,664)
管理費用	(5,326)	(6,168)	(6,815)	(7,839)	(8,682)
研發費用	(22)	(49)	(76)	(93)	(107)
稅金及附加	(11,289)	(12,733)	(15,116)	(18,565)	(21,162)
其他	(1)	(5)	(5)	(5)	(5)
息稅前收益	51,339	59,049	65,986	82,491	95,478
淨財務收入	4	(7)	(7)	(7)	(7)
營業外收益	(515)	(259)	(259)	(259)	(259)
稅前利潤	50,828	58,783	65,720	82,224	95,212
所得稅	(12,998)	(14,813)	(16,561)	(20,721)	(23,993)
非控制股東權益	(2,626)	(2,764)	(3,012)	(3,705)	(4,357)
淨利潤	35,204	41,206	46,146	57,799	66,861

現金流量表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前收益	37,830	43,970	49,158	61,504	71,218
折舊和攤銷	1,175	1,243	1,304	1,373	1,442
淨財務收入	0	0	7	7	7
運營資金變動	2,377	(23)	(1,623)	(2,194)	(2,233)
其它	3	20	0	0	0
經營活動所得現金流	41,385	45,211	48,847	60,690	70,435
資本開支	(1,607)	(3,149)	(5,575)	(4,225)	(1,825)
其它	(22)	(17)	(306)	21	21
投資活動所得現金淨額	(1,629)	(3,166)	(5,881)	(4,204)	(1,804)
利息支出	(0)	(0)	(28)	(28)	(28)
股息	(16,441)	(20,117)	(23,240)	(25,803)	(31,851)
其它	0	833	0	0	0
融資活動所得現金淨額	(16,441)	(19,284)	(23,268)	(25,831)	(31,879)
現金增加淨額	23,315	22,761	19,698	30,654	36,751
年初現金及現金等價物	74,928	98,243	121,004	140,701	171,356
匯兌	0	0	0	0	0
年末現金及現金等價物	98,243	121,004	140,701	171,356	208,107

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	21,985	24,018	28,616	31,468	31,850
固定資產	17,203	17,663	21,854	24,630	24,941
每形資產	3,499	4,728	4,818	4,904	4,986
發放貸款和墊款	36	49	49	49	49
其它	1,247	1,578	1,895	1,884	1,874
流動資產	137,862	159,024	181,602	215,822	256,223
庫存	23,507	25,285	27,813	30,595	33,654
應收賬	564	1,463	1,629	2,001	2,281
其它	1,716	1,647	1,832	2,245	2,556
拆出資金	103,009	117,378	123,247	129,409	135,879
現金及現金等價物	9,066	13,252	27,080	51,572	81,853
流動負債	42,438	41,093	42,350	43,722	45,139
應付款	1,178	1,514	1,660	1,853	2,018
其它應付款	5,439	6,035	6,459	6,916	7,410
合同負債	13,577	13,740	14,427	15,149	15,906
其它	22,244	19,805	19,805	19,805	19,805
非流動負債	0	73	73	73	73
遞延稅負債	0	73	73	73	73
淨資產總額	117,408	141,876	167,794	203,495	242,862
股東權益	112,839	136,010	160,770	194,619	231,482
少數股東權益	4,570	5,866	7,025	8,876	11,380

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入佔比(%)					
白酒	99.9	99.9	99.9	99.9	99.9
其他	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
盈利能力比率(%)					
毛利率	91.1	91.3	91.4	92.2	92.6
息稅前利潤率	69.7	69.1	69.4	70.6	71.7
淨利潤率	47.8	48.2	48.5	49.5	50.2
派息比率	51.9	51.9	51.9	51.9	51.9
資產負債比率					
流動比率(X)	3.2	3.9	4.3	4.9	5.7
速動比率(X)	2.7	3.3	3.6	4.2	4.9
平均應收賬天數	4	4	6	6	6
平均應付帳天數	61	66	71	70	71
平均庫存天數	1,275	1,198	1,189	1,172	1,183
淨現金(百萬元人民幣)	100,602	119,581	139,278	169,933	206,684
回報率(%)					
資本回報率	34.5	33.1	31.1	32.5	31.4
資產回報率	25.7	25.6	25.0	26.9	26.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	28.02	32.80	36.73	46.01	53.23
每股股息(人民幣)	14.54	17.03	19.07	23.88	27.62
每股淨資產(人民幣)	89.83	108.27	127.98	154.93	184.27

資料來源：公司、招銀國際證券預測

五糧液（000858 CH，買入，目標價：307.80 元人民幣）

公司提出改革舉措以再創輝煌。為提升品牌價值，公司將推出超高端 501 五糧液（主打稀缺性及泥窖歷史），並將逐步延長基酒的儲存期限至三年。公司同時提出銷售管道扁平化改革、發展公司團購管道及接入掃碼系統以提升銷量增速。首次覆蓋，給予買入評級，目標價 307.80 元人民幣。

- **前白酒行業領頭羊。**以收入及出廠價計，公司曾是白酒行業龍頭。2012年9月，茅臺出廠價超越五糧液；2013年，茅臺收入超過五糧液。一方面，茅臺的崛起是由於其不斷提升的國酒形象及產能。另一方面，2013及2014年行業下行週期，五糧液出廠價的波動打擊了經銷商信心，而系列酒品牌的不斷擴張稀釋了五糧液的品牌價值。
- **改革以提升品牌價值。**公司董事長於2017年提出“二次創業”，旨在再創輝煌。公司取消許多系列酒品牌，並專注於五糧液“1+3”核心產品及四個系列酒產品，以確保品牌層次清晰。兩個高端產品——501 五糧液及經典五糧液——由明清時期泥窖限量生產，以提升品牌價值。此外，公司將逐步延長原酒的儲存期限至三年，以提升產品品質（茅臺為四年）。
- **銷售管道改革加速收入增長。**2019年，公司品牌業務部改革，向一線員工放權以下沉至低線城市。公司安裝了掃碼系統，以更好地監測管道銷售、存貨情況、及控制批發價格，並為增量提價奠定了堅實基礎。疫情期間，公司通過與經銷商合作，著手開發團購管道。
- **首次覆蓋，給予買入評級。**我們預計，2019至2022年，公司每股收益將按年增長20%。目標價307.80元人民幣，相當於47.3倍2021年預測市盈率，及1.01倍茅臺目標倍數。**催化劑：**出廠價提升或2021年業績超預期。

財務分析

利潤表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	40,030	50,118	57,714	68,755	79,488
白酒	37,752	46,302	52,562	62,316	72,082
其他	2,278	3,816	5,152	6,440	7,406
銷售成本	(10,487)	(12,802)	(14,286)	(16,353)	(17,929)
毛利	29,543	37,316	43,427	52,402	61,559
其他收入	106	160	160	160	160
銷售費用	(3,778)	(4,986)	(6,061)	(6,950)	(7,862)
管理費用	(2,340)	(2,655)	(2,854)	(3,180)	(3,482)
研發費用	(84)	(126)	(46)	(55)	(64)
稅金及附加	(5,908)	(6,984)	(7,907)	(9,282)	(10,651)
其他	(11)	(4)	(5)	(5)	(5)
息稅前收益	17,527	22,720	26,714	33,091	39,655
淨財務收入	1,085	1,431	1,655	1,896	2,200
其他	(106)	(137)	(140)	(140)	(140)
合資及聯營公司	101	93	83	96	105
稅前利潤	18,607	24,106	28,312	34,943	41,820
所得稅	(4,568)	(5,878)	(6,965)	(8,596)	(10,288)
非控制股東權益	(654)	(826)	(909)	(1,090)	(1,254)
淨利潤	13,384	17,402	20,439	25,257	30,278

現金流量表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前收益	14,039	18,228	21,347	26,347	31,532
合資及聯營公司	(101)	(93)	(83)	(96)	(105)
折舊和攤銷	563	490	530	560	598
運營資金變動	(2,176)	4,482	(2,987)	(4,239)	(4,331)
其它	(8)	5	(0)	(0)	1
經營活動所得現金流	12,317	23,112	18,807	22,571	27,695
資本開支	(381)	(1,699)	(1,052)	(1,052)	(1,052)
其它	50	82	160	160	160
投資活動所得現金淨額	(332)	(1,616)	(892)	(892)	(892)
股份集資	1,814	0	0	0	0
股息	(5,410)	(7,252)	(9,192)	(10,688)	(13,054)
其它	(22)	0	0	0	0
融資活動所得現金淨額	(3,618)	(7,252)	(9,192)	(10,688)	(13,054)
現金增加淨額	8,368	14,244	8,722	10,991	13,749
年初現金及現金等價物	40,592	48,960	63,204	71,926	82,917
匯兌	0	0	0	0	0
年末現金及現金等價物	48,960	63,204	71,926	82,917	96,666

資產負債表

截止12月底(百萬元人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	7,984	9,770	10,375	10,963	11,522
固定資產	5,614	6,921	7,463	7,975	8,449
每形資產	414	412	412	412	412
合資及聯營公司	919	1,022	1,105	1,201	1,306
其它	1,036	1,415	1,395	1,375	1,355
流動資產	78,110	96,627	109,704	126,542	146,166
庫存	11,795	13,680	15,048	16,552	18,208
應收賬	13,992	14,778	17,017	20,273	23,437
其它應收賬	3,362	4,931	5,678	6,764	7,820
現金及現金等價物	48,960	63,239	71,961	82,952	96,701
流動負債	20,708	30,035	31,562	33,329	35,034
應付款	3,566	3,677	4,103	4,697	5,150
其它應付款	12,061	18,418	19,519	20,693	21,945
其它	5,080	7,939	7,939	7,939	7,939
非流動負債	267	266	266	266	266
借貸	0	0	0	0	0
遞延收入	267	266	266	266	266
淨資產總額	65,119	76,096	88,251	103,909	122,388
股東權益	63,487	74,291	86,190	101,411	119,288
少數股東權益	1,632	1,805	2,061	2,499	3,100

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入佔比(%)					
白酒	94.3	92.4	91.1	90.6	90.7
其他	5.7	7.6	8.9	9.4	9.3
盈利能力比率(%)					
毛利率	73.8	74.5	75.2	76.2	77.4
息稅前利潤率	43.8	45.3	46.3	48.1	49.9
淨利潤率	33.4	34.7	35.4	36.7	38.1
派息比率	49.3	49.1	49.1	49.1	49.1
資產負債比率					
流動比率(x)	3.8	3.2	3.5	3.8	4.2
速動比率(x)	3.2	2.8	3.0	3.3	3.7
平均應收賬天數	115	105	101	99	100
平均應付帳天數	128	103	99	98	100
平均庫存天數	389	363	367	353	354
淨現金(百萬元人民幣)	48,960	63,239	71,961	82,952	96,701
回報率(%)					
資本回報率	22.9	25.3	25.5	26.9	27.4
資產回報率	17.9	18.9	18.9	20.5	21.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	3.45	4.48	5.27	6.51	7.80
每股股息(人民幣)	1.70	2.20	2.59	3.19	3.83
每股淨資產(人民幣)	16.36	19.14	22.20	26.13	30.73

資料來源：公司、招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局("FINRA")註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。