

中国啤酒及白酒行业

价格上涨、行业整合，龙头获益；首选茅台、华润啤酒

首次覆盖中国啤酒及白酒行业，给予优于大市评级。高端化及生产效率提升是啤酒行业的主要增长动力。相较于青岛啤酒，我们更看好华润啤酒，我们预期其通过与喜力啤酒合并，调整后每股收益年均增长率比青岛啤酒更强。高端白酒行业竞争格局有利。其有限的供给支撑价格上涨。相较于五粮液，我们更加看好茅台，我们预期其将更早提高出厂价。

■ **高端化及生产效率提升是啤酒行业的主要增长动力。** (1) **高端化**：以销量计，2018年中国的超高端及高端啤酒市场份额为16.4%，显著较美国及韩国的42.1%及25%更低。2018至2023年，预计中国的超高端及高端啤酒市场将按年增长8.5%。(2) **生产效率提升**：关闭工厂、优化产能、及增加听装酒及瓶装酒不连瓶销售比重可提升生产效率。(3) **行业整合**：从美国同业发展历史看，我们预期行业龙头将降低销售和管理费用率。

■ **高端白酒更受青睐。**由于消费者喝少酒喝好酒，中低端白酒供过于求。高端白酒由于极端稀缺（占总产量不足1%），一直在升值。高端白酒行业竞争格局良好，茅台是该领域无与伦比的行业龙头，茅台及五粮液合共占据80-85%市场份额。在经济下行周期中，高端白酒需求较次高端白酒需求更有韧性。我们预期2019至2022年，通过量价齐升，茅台及五粮液收入均能实现16%的年化增长率。

■ **看好茅台（600519 CH，买入）胜过五粮液（000858 CH，买入）。**由于经销商所赚价差远高于公司毛利，且过去提价纪录显示通常发生在五年计划的第一年及一季，我们预期2021年一季度，茅台会提升出厂价24%至1,199元人民币。尽管2017年七月中央纪委曾发文警告国家公职人员消费高端白酒，2018年一月茅台也出现提价，因此我们相信中央纪委于9月22日所著文章不会影响茅台提价。我们的目标价为2,153.30元人民币，相当于46.8倍2021年预测市盈率，较其他A股消费龙头平均倍数40.7倍溢价15%。

■ **看好华润啤酒（291 HK，买入）胜过青岛啤酒（168 HK，买入）。**我们预期2019至2022年，华润啤酒调整后每股收益年均复合增长率高于青岛啤酒（华润19%，青岛14%）。华润啤酒与喜力啤酒的合作是强强联合，结合了喜力的国际化产品组合及华润的全国销售网络，可加速华润的高端化升级。即使在疫情期间，20年上半年喜力录得双位数增长。我们预测喜力中国的产能利用率在2018年仅约28%。在双方合作后，强劲的销售增长将显著提升毛利率及利润率。我们给予华润啤酒目标价61.90港元，相当于46.0倍2021年预测经调整每股收益，估值处于历史高位。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 (当地货币 10亿元)	股价 (当地货币)	目标价 (当地货币)	上行/ 下行 空间 (%)	市盈率(x)		市帐率(x)		股本回报率(%)	
							FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E
华润啤酒	291 HK	买入	158	48.85	61.90	27	48.5	36.3	6.5	14.0		
青岛啤酒-H	168 HK	买入	106	62.40	78.10	25	33.7	28.7	3.6	11.1		
青岛啤酒-A	600600 CH	持有	93	80.61	78.70	(2)	49.3	42.0	5.3	11.1		
贵州茅台	600519 CH	买入	2,136	1,700.62	2,153.30	27	46.9	37.4	12.1	31.1		
五粮液	000858 CH	买入	1,006	259.41	307.80	19	49.2	39.9	10.5	25.5		

资料来源：公司及招银国际证券预测

优于大市（首次覆盖）

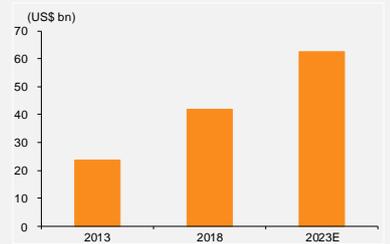
中国啤酒及白酒行业

叶建中, CFA

(852) 3900 0838

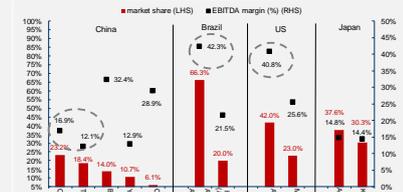
albertyip@cmbi.com.hk

2018至2023年预计中国的超高端及
高端啤酒市场将按年增长8.5%



资料来源：GlobalData

中国领先啤酒企业利润率有较大提升空间



资料来源：公司、GlobalData,

blog.drinktec.com, Reuters, 招银国际预测

2016-19年规模以上白酒企业收入年均增长率11%



资料来源：国家统计局

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告

推荐标的

华润啤酒（291 HK，买入，目标价：61.9 港元）

我们预期 2019 至 2022 年，华润啤酒调整后每股收益年均复合增长率比青岛啤酒更强（华润 19%，青岛 14%）。高端化及提升生产效率是公司主要的增长动力。与喜力啤酒的合并是强强联合，结合了喜力的国际化产品组合及华润的全国销售网络。我们预测喜力中国的产能利用率在 2018 年仅约 28%。在双方合作后，强劲的销售增长将显著提升毛利率及利润率。首次覆盖华润啤酒，目标价 61.90 港元，给予买入评级。

- **与喜力啤酒合并加速高端化。** 华润结合喜力的国际化产品组合，可与百威亚太及嘉士伯竞争，而喜力可通过华润的全国销售网络扩大品牌覆盖。根据喜力方面，与华润的整合较预期快，上半年喜力录得双位数增长。在加大市场推广下，管理层计划提价以巩固喜力的高端品牌形象。此举可提升经销商利润并提升喜力产品渗透率。我们预测喜力中国的产能利用率在 2018 年仅约 28%。在双方合并后，强劲的销售增长将显著提升毛利率及利润率。华润正在研究喜力的产能扩张。
- **持续提升生产效率。** 虽然是中央企业，但是华润果断关闭低效工厂。其啤酒厂数量由 2016 年的 98 个削减至 2020 上半年的 72 个，然其 2019 年产能利用率仍旧低于青岛啤酒及百威亚太。未来，我们预期公司将继续关闭工厂及推行优化产能措施。此外，公司计划 2020 年底前提升瓶装啤酒的不连瓶销售占比至 50% 以上，以节约成本。
- **在行业整合中具备良好往绩。** 华润成立于 1993 年。在其发展过程中，历经超过 20 次战略收购，并于 2006 年超越青岛啤酒成为中国最大的啤酒生产商。中国的啤酒行业仍有整合空间，鉴于公司**具备良好往绩**且身为央企，我们认为公司具有比较优势。
- **首次覆盖，给予买入评级。** 得益于高端化及提升生产效率，我们预期 2019 至 2022 年，华润啤酒收入将按年增长 6%，息税前利润率扩张 4.3 个百分点，调整后每股收益年均增长率 19%。我们给予华润啤酒目标价 61.90 港元，相当于 46.0 倍 2021 年预测经调整每股收益，倍数位于历史高位。我们认为喜力中国很有增长潜力，品牌知名度高而渗透率低，预期与喜力中国的合并将成为华润的关键增长动力之一。**催化剂：**收入及利润率好于预期。**风险：**成本压力，食品安全。

财务分析

利润表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	31,867	33,190	32,072	36,584	39,158
销售成本	(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
销售费用	(5,570)	(5,925)	(6,126)	(6,988)	(7,440)
管理费用	(3,140)	(3,168)	(3,279)	(3,525)	(3,701)
息税前收益	3,272	3,874	3,982	5,244	6,283
净财务收入	67	39	109	145	191
出售固定资产收益	94	167	100	100	100
减值损失	(1,301)	(1,052)	(700)	(600)	(550)
员工赔偿	(483)	(826)	(100)	(75)	(50)
一次性年金拨备	(483)	0	0	0	0
税前利润	1,532	2,202	3,391	4,814	5,974
所得税	(547)	(892)	(949)	(1,226)	(1,498)
非控制股东权益	(8)	2	(3)	(3)	(3)
净利润	977	1,312	2,438	3,485	4,373
经调整净利润	2,538	2,838	2,888	3,860	4,723

现金流量表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前收益	1,532	2,202	3,391	4,714	5,874
折旧和摊销	1,654	1,724	1,825	1,818	1,808
净财务收入	(63)	(44)	(109)	(145)	(191)
运营资金变动	542	75	638	153	441
其它	269	141	(737)	(1,088)	(1,438)
经营活动所得现金流	3,934	4,098	5,008	5,452	6,495
资本开支	(1,641)	(1,490)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
收购	0	(2,216)	0	0	0
其它	627	938	304	353	427
投资活动所得现金净额	(1,014)	(2,768)	(1,696)	(1,647)	(1,573)
净借贷	(2,862)	(241)	(511)	0	0
股息	(529)	(494)	(561)	(1,612)	(1,660)
其它	(63)	(143)	(103)	(86)	(81)
融资活动所得现金净额	(3,454)	(878)	(1,175)	(1,698)	(1,741)
现金增加净额	(534)	452	2,138	2,107	3,180
年初现金及现金等价物	2,361	1,858	2,340	4,478	6,585
汇兑	31	30	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,858	2,340	4,478	6,585	9,765

资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	30,821	31,816	31,991	32,173	32,365
固定资产	19,632	19,413	19,652	19,898	20,154
商誉及每形资产	8,514	9,749	9,685	9,621	9,557
其它	2,675	2,654	2,654	2,654	2,654
流动资产	8,450	9,775	11,473	14,474	18,129
库存	5,379	6,018	5,625	6,228	6,506
应收账款	443	329	318	363	388
其它应收账款	463	671	648	740	792
其它	307	417	417	417	417
现金及现金等价物	1,858	2,340	4,465	6,726	10,026
流动负债	18,370	19,856	19,902	21,107	22,150
应付款	2,340	2,713	2,536	2,808	2,933
其它应付款	15,297	16,348	17,087	18,023	18,946
借贷	704	511	0	0	0
其它	29	284	280	275	271
非流动负债	1,991	2,008	1,968	1,933	1,901
借贷	9	0	0	0	0
其它	1,583	1,330	1,290	1,255	1,223
递延税负债	399	678	678	678	678
净资产总额	18,910	19,727	21,595	23,608	26,443
股东权益	18,848	19,670	21,535	23,545	26,378
少数股东权益	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
息税前利润率	10.3	11.7	12.4	14.3	16.0
净利润率	3.1	4.0	7.6	9.5	11.2
调整后净利润率	8.0	8.6	9.0	10.6	12.1
派息比率	39.8	40.8	40.0	40.0	40.0
资产负债比率					
流动比率(x)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
速动比率(x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
平均应收账款天数	6	4	4	3	3
平均应付账款天数	35	44	49	45	46
平均库存天数	99	99	108	99	103
资产周转率(x)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
净现金(百万元人民币)	1,212	1,897	4,546	6,653	9,833
回报率(%)					
经调整资本回报率	13.6	14.7	14.0	17.2	19.1
经调整资产回报率	6.4	7.0	6.8	8.6	9.8
每股数据					
经调整每股盈利(人民币)	0.78	0.87	0.89	1.19	1.46
每股股息(人民币)	0.12	0.17	0.30	0.43	0.54
每股净资产(人民币)	5.81	6.06	6.64	7.22	8.06

资料来源：公司、招银国际证券预测

青岛啤酒 (168 HK, 买入, 目标价: 78.1 港元 / 600600 CH, 持有, 目标价: 78.7 元人民币)

青岛啤酒是中国其中一个知名品牌。我们认为，其持续高端化及首次股份激励机制将为增长注入动力。尽管在同业中按收入排名第三，公司 2019 年息税及折旧摊销前利润率为同业最低。我们认为激励机制将促进经营效率提升。我们预期 2019 至 2022 年，公司每股收益将按年增长 14%。首次覆盖，给予买入评级，目标价 78.10 港元。

- **持续高端化。**青岛啤酒是中国前十知名商标，并享誉海外。根据世界品牌实验室，2020 年公司品牌价值在中国啤酒品牌中排名第一。2018 年，公司高端及超高端啤酒市场份额 14.4%，逊于百威亚太但优于华润啤酒。近年来，公司推出数款特色啤酒产品，高端青岛啤酒销售占比由 2014 年的 14% 提升至 2019 年的 23%。7 月，公司推出了超高端新产品——百年之旅，创下了国产高端啤酒零售价的新高，并提升了青岛啤酒品牌价值。
- **首次股份激励机制。**2020 年 6 月，公司通过了 A 股股份激励机制。我们认为，其广泛的员工覆盖面（员工总数的 1.6%）及有吸引力的股份奖励价格（21.18 元人民币，较当前股价折让 74%）将有效激励管理团队。尽管在同业中按收入排名第三，公司 2019 年息税及折旧摊销前利润率为同业最低。我们认为激励机制将促进经营效率提升。
- **其他增长策略。**公司将通过诸如建造大产能、智能化生产基地及生产线的措施提升竞争力。公司将继续专注体育市场营销（CBA 及中超）、音乐市场营销（华晨宇代言及音乐节）、及体验营销（青岛 1903 连锁酒吧）。
- **首次覆盖，给予买入评级。**我们预计 2019 至 2022 年，公司收入将按年增长 5%，息税前利润率扩张 3.0 个百分点，经调整每股收益按年增长 14%。目标价 78.10 港元，基于 36.0 倍 2021 年预测经调整每股收益，相当于历史平均倍数之上一个标准差。**催化剂：**收入及利润率好于预期；**风险：**成本压力，食品安全。

财务分析

利润表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	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
销售成本	(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
销售费用	(4,869)	(5,104)	(4,981)	(5,613)	(5,989)
管理费用	(1,386)	(1,881)	(1,966)	(2,123)	(2,229)
研发费用	(20)	(21)	(22)	(25)	(26)
税金及附加	(2,327)	(2,313)	(2,232)	(2,358)	(2,387)
息税前收益	1,941	2,187	2,586	3,106	3,523
净财务收入	497	484	477	515	590
其他	(134)	(33)	0	25	25
合资及联营公司	17	21	18	21	22
税前利润	2,320	2,660	3,081	3,667	4,160
所得税	(819)	(798)	(860)	(1,039)	(1,178)
非控制股东权益	(139)	(77)	(65)	(75)	(79)
净利润	1,363	1,785	2,156	2,552	2,904
经调整净利润	1,569	1,973	2,219	2,617	2,971

现金流量表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前收益	1,561	1,929	2,284	2,692	3,050
投资收入	(21)	(25)	(21)	(24)	(25)
折旧和摊销	1,153	1,138	1,124	1,099	1,075
净财务收入	(513)	(356)	(477)	(515)	(590)
运营资金变动	1,816	1,601	85	(254)	(104)
其它	(5)	(271)	690	(55)	(55)
经营活动所得现金流	3,992	4,017	3,685	2,943	3,350
资本开支	(762)	(1,155)	(731)	(731)	(731)
利息收入	537	515	515	551	627
其它	(592)	293	572	609	649
投资活动所得现金净额	(817)	(348)	356	430	546
净借贷	(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)
融资活动所得现金净额	(641)	(769)	(800)	(942)	(1,101)
现金增加净额	2,535	2,900	3,241	2,431	2,795
年初现金及现金等价物	9,102	11,653	14,557	17,799	20,230
汇兑	17	4	0	0	0
年末现金及现金等价物	11,653	14,557	17,799	20,230	23,024

资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	16,315	16,311	15,950	15,618	15,310
固定资产	10,735	10,505	10,320	10,152	9,997
商誉及每形资产	3,907	3,866	3,669	3,483	3,305
合资及联营公司	370	377	395	415	437
其它	1,303	1,564	1,566	1,568	1,570
流动资产	17,760	21,002	23,515	26,411	29,461
库存	2,651	3,182	3,146	3,506	3,681
应收账款	165	226	224	249	262
其它应收账款	471	203	201	224	235
其它	1,937	2,088	2,145	2,202	2,259
现金及现金等价物	12,536	15,302	17,799	20,230	23,024
流动负债	12,087	13,354	13,981	14,640	15,332
应付款	2,572	2,388	2,507	2,633	2,764
其它应付款	8,527	10,159	10,667	11,201	11,761
借贷	296	271	271	271	271
其它	692	536	536	536	536
非流动负债	3,298	4,045	4,029	4,130	4,177
借贷	1	0	0	0	0
递延收入	2,344	2,520	2,520	2,520	2,520
其它	749	1,341	1,325	1,426	1,473
递延税负债	205	184	184	184	184
净资产总额	18,690	19,913	21,454	23,259	25,262
股东权益	17,970	19,172	20,647	22,377	24,301
少数股东权益	719	742	807	883	962

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入占比(%)					
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
息税前利润率	7.5	8.1	9.6	10.3	11.1
净利润率	5.4	6.6	8.0	8.5	9.2
调整后净利润率	5.9	7.1	8.0	8.5	9.2
派息比率	45.6	40.1	40.0	40.0	40.0
资产负债比率					
流动比率(X)	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率(X)	1.3	1.3	1.5	1.6	1.7
平均应收账款天数	2	3	3	3	3
平均应付账款天数	55	53	54	51	52
平均库存天数	56	62	70	67	70
净现金(百万元人民币)	12,239	15,031	17,528	19,959	22,753
回报率(%)					
经调整资本回报率	8.9	10.6	11.1	12.2	12.7
经调整资产回报率	5.3	5.7	5.9	6.6	7.0
每股数据					
经调整每股盈利(人民币)	1.16	1.46	1.64	1.92	2.18
每股股息(人民币)	0.48	0.55	0.65	0.77	0.87
每股净资产(人民币)	13.30	14.19	15.14	16.40	17.81

资料来源:公司、招银国际证券预测

贵州茅台（600519 CH，买入，目标价：2,153.30 元人民币）

茅台无论是品牌形象、市场份额、还是零售价格均是白酒行业龙头。由于产量有限及优质，茅台酒具备投资属性。批发价与出厂价之间的高额价差给予公司提升出厂价的空间，将成为股价催化剂。首次覆盖，给予买入评级，目标价 2,153.30 元人民币。

- **提价或将于 2021 年一季度发生。**我们预计 2021 年一季度，公司将向经销商提升出厂价，由 969 元人民币升至 1,199 元人民币。目前，批发价与出厂价（约 1,890 元人民币）之间的价差——即经销商利润——远高于公司利润（出厂价 969 元人民币乘以毛利率）。过去提价通常发生在五年计划的第一年及一季度，我们预期最早 2021 年一季度，公司将提升出厂价，给第 14 个五年计划实现良好开局。
- **中央纪委发文不会影响提价。**9月22日，中央纪委发表文章，警告近期高端白酒价格上行或将引致腐败及公款吃喝。2017年7月，尽管中央纪委曾发表类似文章，公司仍旧于2018年1月提价。
- **公认的中国白酒品牌形象。**茅台酒被称为世界三大蒸馏酒之一，并且曾被用于国宴。在国际酒类大赛中，茅台酒斩获 20 次桂冠；并在全国评酒会中五次获得国家级名酒。在各类营销活动下包括于央视新闻联播时间报时广告等，消费者公认茅台为国酒。
- **多元化渠道助推销售增长。**自 2019 年以来，公司向超市、电商平台、烟酒连锁店等零售商扩展渠道直销。出厂价设在 1,299 至 1,399 元人民币之间，高于给经销商的出厂价。未来，我们预计销量增长将来这些渠道及 B2C，将可提升单价毛利率。
- **首次覆盖，给予买入评级。**我们预计 2019 至 2022 年，公司每股收益将按年增长 18%。目标价 2,153.30 元人民币，相当于 46.8 倍 2021 年预测市盈率，较其他 A 股消费龙头平均倍数 40.7 倍溢价 15%。**催化剂：**出厂价上调幅度或销量规划超预期。

财务分析

利润表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	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
销售成本	(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
销售费用	(2,572)	(3,279)	(2,510)	(3,239)	(3,664)
管理费用	(5,326)	(6,168)	(6,815)	(7,839)	(8,682)
研发费用	(22)	(49)	(76)	(93)	(107)
税金及附加	(11,289)	(12,733)	(15,116)	(18,565)	(21,162)
其他	(1)	(5)	(5)	(5)	(5)
息税前收益	51,339	59,049	65,986	82,491	95,478
净财务收入	4	(7)	(7)	(7)	(7)
营业外收益	(515)	(259)	(259)	(259)	(259)
税前利润	50,828	58,783	65,720	82,224	95,212
所得税	(12,998)	(14,813)	(16,561)	(20,721)	(23,993)
非控制股东权益	(2,626)	(2,764)	(3,012)	(3,705)	(4,357)
净利润	35,204	41,206	46,146	57,799	66,861

现金流量表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前收益	37,830	43,970	49,158	61,504	71,218
折旧和摊销	1,175	1,243	1,304	1,373	1,442
净财务收入	0	0	7	7	7
运营资金变动	2,377	(23)	(1,623)	(2,194)	(2,233)
其它	3	20	0	0	0
经营活动所得现金流	41,385	45,211	48,847	60,690	70,435
资本开支	(1,607)	(3,149)	(5,575)	(4,225)	(1,825)
其它	(22)	(17)	(306)	21	21
投资活动所得现金净额	(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
融资活动所得现金净额	(16,441)	(19,284)	(23,268)	(25,831)	(31,879)
现金增加净额	23,315	22,761	19,698	30,654	36,751
年初现金及现金等价物	74,928	98,243	121,004	140,701	171,356
汇兑	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	98,243	121,004	140,701	171,356	208,107

资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	21,985	24,018	28,616	31,468	31,850
固定资产	17,203	17,663	21,854	24,630	24,941
每形资产	3,499	4,728	4,818	4,904	4,986
发放贷款和垫款	36	49	49	49	49
其它	1,247	1,578	1,895	1,884	1,874
流动资产	137,862	159,024	181,602	215,822	256,223
库存	23,507	25,285	27,813	30,595	33,654
应收账款	564	1,463	1,629	2,001	2,281
其它	1,716	1,647	1,832	2,245	2,556
拆出资金	103,009	117,378	123,247	129,409	135,879
现金及现金等价物	9,066	13,252	27,080	51,572	81,853
流动负债	42,438	41,093	42,350	43,722	45,139
应付款	1,178	1,514	1,660	1,853	2,018
其它应付款	5,439	6,035	6,459	6,916	7,410
合同负债	13,577	13,740	14,427	15,149	15,906
其它	22,244	19,805	19,805	19,805	19,805
非流动负债	0	73	73	73	73
递延税负债	0	73	73	73	73
净资产总额	117,408	141,876	167,794	203,495	242,862
股东权益	112,839	136,010	160,770	194,619	231,482
少数股东权益	4,570	5,866	7,025	8,876	11,380

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入占比(%)					
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
息税前利润率	69.7	69.1	69.4	70.6	71.7
净利润率	47.8	48.2	48.5	49.5	50.2
派息比率	51.9	51.9	51.9	51.9	51.9
资产负债比率					
流动比率(X)	3.2	3.9	4.3	4.9	5.7
速动比率(X)	2.7	3.3	3.6	4.2	4.9
平均应收账款天数	4	4	6	6	6
平均应付账款天数	61	66	71	70	71
平均库存天数	1,275	1,198	1,189	1,172	1,183
净现金(百万元人民币)	100,602	119,581	139,278	169,933	206,684
回报率(%)					
资本回报率	34.5	33.1	31.1	32.5	31.4
资产回报率	25.7	25.6	25.0	26.9	26.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	28.02	32.80	36.73	46.01	53.23
每股股息(人民币)	14.54	17.03	19.07	23.88	27.62
每股净资产(人民币)	89.83	108.27	127.98	154.93	184.27

资料来源: 公司、招银国际证券预测

五粮液（000858 CH，买入，目标价：307.80 元人民币）

公司提出改革举措以再创辉煌。为提升品牌价值，公司将推出超高端 501 五粮液（主打稀缺性及泥窖历史），并将逐步延长基酒的储存期限至三年。公司同时提出销售渠道扁平化改革、发展公司团购渠道及接入扫码系统以提升销量增速。首次覆盖，给予买入评级，目标价 307.80 元人民币。

- **前白酒行业领头羊。**以收入及出厂价计，公司曾是白酒行业龙头。2012年9月，茅台出厂价超越五粮液；2013年，茅台收入超过五粮液。一方面，茅台的崛起是由于其不断提升的国酒形象及产能。另一方面，2013及2014年行业下行周期，五粮液出厂价的波动打击了经销商信心，而系列酒品牌的不断扩张稀释了五粮液的品牌价值。
- **改革以提升品牌价值。**公司董事长于2017年提出“二次创业”，旨在再创辉煌。公司取消了许多系列酒品牌，并专注于五粮液“1+3”核心产品及四个系列酒产品，以确保品牌层次清晰。两个高端产品——501 五粮液及经典五粮液——由明清时期泥窖限量生产，以提升品牌价值。此外，公司将逐步延长原酒的储存期限至三年，以提升产品质量（茅台为四年）。
- **销售渠道改革加速收入增长。**2019年，公司品牌业务部改革，向一线员工放权以下沉至低线城市。公司安装了扫码系统，以更好地监测渠道销售、存货情况、及控制批发价格，并为增量提价奠定了坚实基础。疫情期间，公司通过与经销商合作，着手开发团购渠道。
- **首次覆盖，给予买入评级。**我们预计，2019至2022年，公司每股收益将按年增长20%。目标价 307.80 元人民币，相当于 47.3 被 2021 年预测市盈率，及 1.01 倍茅台目标倍数。**催化剂：**出厂价提升或 2021 年业绩超预期。

财务分析

利润表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	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
销售成本	(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
销售费用	(3,778)	(4,986)	(6,061)	(6,950)	(7,862)
管理费用	(2,340)	(2,655)	(2,854)	(3,180)	(3,482)
研发费用	(84)	(126)	(46)	(55)	(64)
税金及附加	(5,908)	(6,984)	(7,907)	(9,282)	(10,651)
其他	(11)	(4)	(5)	(5)	(5)
息税前收益	17,527	22,720	26,714	33,091	39,655
净财务收入	1,085	1,431	1,655	1,896	2,200
其他	(106)	(137)	(140)	(140)	(140)
合资及联营公司	101	93	83	96	105
税前利润	18,607	24,106	28,312	34,943	41,820
所得税	(4,568)	(5,878)	(6,965)	(8,596)	(10,288)
非控制股东权益	(654)	(826)	(909)	(1,090)	(1,254)
净利润	13,384	17,402	20,439	25,257	30,278

现金流量表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前收益	14,039	18,228	21,347	26,347	31,532
合资及联营公司	(101)	(93)	(83)	(96)	(105)
折旧和摊销	563	490	530	560	598
运营资金变动	(2,176)	4,482	(2,987)	(4,239)	(4,331)
其它	(8)	5	(0)	(0)	1
经营活动所得现金流	12,317	23,112	18,807	22,571	27,695
资本开支	(381)	(1,699)	(1,052)	(1,052)	(1,052)
其它	50	82	160	160	160
投资活动所得现金净额	(332)	(1,616)	(892)	(892)	(892)
股份集资	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
融资活动所得现金净额	(3,618)	(7,252)	(9,192)	(10,688)	(13,054)
现金增加净额	8,368	14,244	8,722	10,991	13,749
年初现金及现金等价物	40,592	48,960	63,204	71,926	82,917
汇兑	0	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	48,960	63,204	71,926	82,917	96,666

资产负债表

截止12月底(百万元人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	7,984	9,770	10,375	10,963	11,522
固定资产	5,614	6,921	7,463	7,975	8,449
每形资产	414	412	412	412	412
合资及联营公司	919	1,022	1,105	1,201	1,306
其它	1,036	1,415	1,395	1,375	1,355
流动资产	78,110	96,627	109,704	126,542	146,166
库存	11,795	13,680	15,048	16,552	18,208
应收账款	13,992	14,778	17,017	20,273	23,437
其它应收账款	3,362	4,931	5,678	6,764	7,820
现金及现金等价物	48,960	63,239	71,961	82,952	96,701
流动负债	20,708	30,035	31,562	33,329	35,034
应付款	3,566	3,677	4,103	4,697	5,150
其它应付款	12,061	18,418	19,519	20,693	21,945
其它	5,080	7,939	7,939	7,939	7,939
非流动负债	267	266	266	266	266
借贷	0	0	0	0	0
递延收入	267	266	266	266	266
净资产总额	65,119	76,096	88,251	103,909	122,388
股东权益	63,487	74,291	86,190	101,411	119,288
少数股东权益	1,632	1,805	2,061	2,499	3,100

主要比率

截止12月底	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入占比(%)					
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
息税前利润率	43.8	45.3	46.3	48.1	49.9
净利润率	33.4	34.7	35.4	36.7	38.1
派息比率	49.3	49.1	49.1	49.1	49.1
资产负债比率					
流动比率(X)	3.8	3.2	3.5	3.8	4.2
速动比率(X)	3.2	2.8	3.0	3.3	3.7
平均应收账款天数	115	105	101	99	100
平均应付账款天数	128	103	99	98	100
平均库存天数	389	363	367	353	354
净现金(百万元人民币)	48,960	63,239	71,961	82,952	96,701
回报率(%)					
资本回报率	22.9	25.3	25.5	26.9	27.4
资产回报率	17.9	18.9	18.9	20.5	21.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	3.45	4.48	5.27	6.51	7.80
每股股息(人民币)	1.70	2.20	2.59	3.19	3.83
每股净资产(人民币)	16.36	19.14	22.20	26.13	30.73

资料来源:公司、招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。