



2020年07月03日

产业视角看五粮液——量价为王、营销升级

五粮液(000858)

事件概述

五粮液于5月29日召开股东大会，提出2020年五粮液要完成“两位数”的增长目标，并主要通过“四个标杆”建设和做好“三大工作”来保障目标的实现。

所谓“四个标杆”是指：中国酒行业规模化领先的标杆、数字化转型的标杆、生态化发展的标杆以及文化建设的标杆。

所谓“三大工作”是指：五粮液要全力以赴围绕“品牌提升、渠道创新、数字化技术赋能”三个方面，实现市场高质量销售，开展全渠道数字化运营管理，培育增长新模式。

分析判断：

► 2020年改革效果延续，质化量化同步提升

2019年全年营销改革效果显著，7代五粮液基于控货价格从790元快速提升到890-900元，从而让8代五粮液顺利实现价格接轨；同时过程中五粮液需求实现快速增长，并在春节期间实现需求的集中爆发。

2020年遭遇疫情冲击，需求及价盘双双走低，但是厂家延续强力的量价管理工作，让批价站稳在900元以上，并保持经销商的顺价销售；近期伴随需求的复苏，批价也开始逐渐回归，从910元逐渐向930元迈进。

同时企业积极发育营销体系，继续推动营销能力的发育与下沉。

► 基于量价为王，品牌动力强劲、竞争恢复优势、短板持续补强，看好未来持续量价齐升

从量价平衡能力来看，五粮液一改往年量价意识淡薄的弱点，有效掌控全年量价节奏、并采取了多项强有力措施保障价格的稳定，在疫情冲击严重的背景下销售依然保持顺价。

从渠道竞争能力来看，虽然距离茅台渠道动力差距较大，但相比较下游各竞争品牌，渠道利润稳定以后渠道竞争能力开始反转，五粮液站稳千元第一品牌、享受最大消费升级红利。

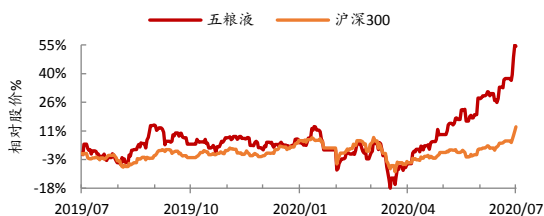
从消费运营能力来看，企业的团购渠道运作，虽然还没有完全进入正轨，但是伴随企业成长我们认为最终会卓有成效。

从量价升级能力来看，五粮液仍有较大的价位突破空间。五粮液在尝试做超高端价位布局，相信未来方向和具体举措会更加清晰、有效。

这四项能力虽然五粮液都没有完全成型，但很明显都在持续提升；基于强大的品牌，未来在消费培育体系、区域进攻体系上逐渐丰满，品牌势能会得到更大、更持续的释放。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	188.72
股票代码：	000858
52周最高价/最低价：	189.49/102.11
总市值(亿)	7,325.37
自由流通市值(亿)	7,163.35
自由流通股数(百万)	3,795.76



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120520040004
 联系电话：15811000965

研究助理：郭辉

邮箱：guohui@hx168.com.cn
 SAC NO:
 联系电话：18156051881

研究助理：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn
 SAC NO:
 联系电话：15321993491

投资建议

五粮液在经历了 2019 年一整年的改革以后没有止步，延续甚至继续提升了企业的量价管理能力、持续夯实渠道竞争力，并继续提升企业整体营销能力。未来还在规划 2000-3000 元更高端价位产品，去打破既有品牌及价位边界，重塑形象认知、对高端消费群体形成持续拉动，我们认为五粮液未来空间仍然极为广阔。

预计公司 2020-2022 年营业收入实现 561.72 亿元/660.29 亿元/764.89 亿元，同增 12.08%/17.55%/15.84%。实现归母净利润 200.04 亿元/239.33 亿元/282.22 亿元，同增 14.95%/19.64%/17.92%；EPS 分别为 5.15 元/6.17 元/7.27 元，对应 PE32.72 倍/27.35 倍/23.19 倍，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

①疫情持续超预期，消费长期难以回归正轨；②经济下行导致需求减弱；③竞争分化继续加剧，需求端逻辑发生彻底改变且无法扭转；④企业后续营销成长步伐较慢、量价管理再次失衡、被竞争对手持续超越；⑤食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40030.19	50118.11	56172.33	66029.38	76489.19
YoY (%)	32.61	25.20	12.08	17.55	15.84
归母净利润(百万元)	13384.25	17402.16	20004.09	23932.70	28222.27
YoY (%)	38.36	30.02	14.95	19.64	17.92
毛利率 (%)	73.80	74.46	75.39	75.73	75.91
每股收益 (元)	3.47	4.48	5.15	6.17	7.27
ROE (%)	21.08	23.42	23.65	24.70	25.31
市盈率	48.53	37.61	32.72	27.35	23.19

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 2020 年改革效果延续，质化量化同步提升	3
2. 基于量价为王，品牌动力强劲、竞争恢复优势、短板持续补强，看好未来持续量价齐升	3
2.1. 平衡供需，价格回归释放品牌动力，推动量价齐升	3
2.2. 不骄不躁，坚定量价为王的五粮液在推力端无所畏惧	4
2.3. 进无止境，营销端提升短板，企业在学习中不断前进	4
2.4. 放眼未来，启动新品重塑价值，颠覆价位格局未可知	5
3. 投资建议	6
4. 风险提示	7

1. 2020 年改革效果延续，质化量化同步提升

2019 年全年营销改革效果显著，7 代五粮液基于控货价格从 790 元快速提升到 890-900 元，从而让 8 代五粮液顺利实现价格接轨；同时过程中五粮液需求实现快速增长，并在春节期间实现需求的集中爆发。

2020 年遭遇疫情冲击，需求及价盘双双走低，但是厂家延续强力的量价管理工作，让批价站稳在 900 元以上，并保持经销商的顺价销售；近期伴随需求的复苏，批价也开始逐渐回归，从 910 元逐渐向 930 元迈进。

同时企业积极发育营销体系，继续推动营销能力的发育与下沉。

2. 基于量价为王，品牌动力强劲、竞争恢复优势、短板持续补强，看好未来持续量价齐升

2.1. 平衡供需，价格回归释放品牌动力，推动量价齐升

在我们看来，中国白酒行业只有两个半品牌拥有通过平衡供需、大幅度实现量价齐升的能力，五粮液是其中之一。

坚定践行量价平衡，是五粮液在 2019 年甚至我们可以说是其历史上最大的营销变革之一。这种变革从短期和长期来看都在持续、深度影响五粮液的发展；量价平衡，甚至可以成为我们对五粮液进行连续观察时的最核心指标。

2.1.1. 回顾过往，量价失衡让五粮液在行业领先的道路上失速

过去的五粮液依靠强大的品牌保持着旺盛的市场需求以及价位的领先性；但另一大巨头茅台一是通过更好的量价平衡能力，二是通过孜孜不倦的意见领袖建设，逐渐实现了价位超车；五粮液在量价关系上觉醒较慢，给了茅台足够的成长空间，最终形成我们今天所看到的局面。

2.1.2. 量价平衡，2019 年五粮液觉醒高端白酒的量价齐升利器

2019 年 3 月下旬，五粮液宣布普五进行产品升级，将从 7 代升级到 8 代，随之 7 代五粮液开始停货，8 代五粮液控量上市。3 月底 7 代五粮液的批价从 790 元一直上涨，至 5 月 21 日 8 代五粮液上市以后，7 代价格继续上升甚至高于 8 代，最高到了约 960 元左右。目前市场上越来越少的 7 代存货依然保持着较高的批价表现。

我们可以看到，五粮液的量价调节，最终实现的是让 7 代五粮液批价提升 100 元以上，这让 8 代与 7 代无缝对接，全程保持高速量价齐升。虽然在 2019 年年底以及到目前为止批价始终处于低位，但这跟旺季放量以及疫情影响有着密切关系，且五粮液依然保持顺价销售，同时终端利润也基本上保持 40-50 元以上，远好于渠道控盘前的 20-30 元；五粮液的批价及终端成交价未来依然会呈现螺旋式上升。

2.1.3. 2020 年批价仍然是重要参考标的，但不必苛求必须站稳 959 元

批价反映着需求的强弱，但批价本身是由“供应和需求”两个因素共同决定的。就 2020 年的状态来看，疫情+经济下行的双重冲击下，可以确定五粮液的需求是减弱的。与此同时，厂家采取了较为严格的控货措施去平衡供需（到目前为止企业完全发货到 5 月份，6 月份控制发货；方式是结合扫码情况对市场的动销及经销商库存进行管理，对库存偏大或者市场扫码率与对应经销商出货数量相差较大的经销商会停止发

货)，但在弱需求面前，强力控货保持价格稳定、经销商保持顺价销售、终端成交价依然在 950 元左右实现 30-50 元的顺价利润，渠道各环节没有发生大面积的甩货砸价行为，已经是极限。

再加上淡季后临近中秋旺季，势必会形成一定的出货高峰，放量阶段几乎没有任何品牌是能够实现批价提升的，而五粮液淡季的强力控货行为，为的就是旺季能够实现放量。所以，端午节批价有所上升但不明显，我们判断到中秋节时候也会如此。

因此综合来看，即便批价短期能够回到 959 元，也很难站稳，更大概率是保持在 920-930 元左右的水平。

2.1.4. 2020 年渠道端预期降低，批价长期低位不改变任何逻辑

虽然 2020 年五粮液批价会受到诸多制约、很难在今年就回归并站稳在 959 元，但这相比较往年没有受到不利因素冲击时，也已经大大改善。950 元甚至春节批价要回到 1000 元的目标听起来很美好，厂家也在不懈努力，但这更像是一个“取其上、得其中”的管理措施。综合来看五粮液过去一年的量价齐升、当前的批价表现以及管理措施所取得的成果，实在不应该对五粮液 2020 年的批价苛求太多。

这不是企业能力问题，这是行业现状问题：行业现在平均恢复程度在 50-60%左右，而五粮液的动销改善基本上恢复到 70-80%以上，已经明显领先于行业平均水平。所以，除了因为疫情冲击市场需求总量短期出现波动以外，五粮液的中长期品牌逻辑没有发生任何改变。

而具体到批价本身，短期的低迷不改变什么，长期向好是确定性比较强的事情。

2.2. 不骄不躁，坚定量价为王的五粮液在推力端无所畏惧

早年受制于渠道利润，五粮液在推力端被竞争对手超车。但是当前五粮液已经品尝到了量价平衡的甜头，而且企业充分掌握了这一技能甚至继续强化量价能的时候，大概率上讲五粮液的批价表现及渠道各环节利润表现，不会再回到 2019 年 3 月以前的那种状态。

厂家结合数字化工具，线上对区域的发货及扫码数量进行统计和比对，来实现发货的控制；线下团队则跟踪经销商的出货量、出货价格以及终端实际成交价格；同时对经销商三令五申反复要求，保持价格坚挺。这三点是五粮液控价的基本方法。

从实际执行上来看，五粮液到目前为止一直坚定控货，这也是在消费端没有完全恢复的情况下，五粮液批价保持稳定、没有继续下探的核心原因：不仅仅控制了货物供需，同时还对经销商信心实现了较大的提升——厂家的坚定，让经销商在困难时期有足够的信心去坚持。

2.3. 进无止境，营销端提升短板，企业在学习中不断前进

从产业发展趋势上来讲，地产酒在品牌上会越来越像名酒，而名酒在营销上也会越来越像地产酒。五粮液现在正在践行这一道路——将自己的营销地产酒化，比如现在在执行的团购渠道运作。以团购的运作为例，客观来讲，五粮液当前的团购渠道运作仍然没有找到最佳路径，并面临着一些课题需要解决，但营销这种能力是可以发育的，五粮液现在补强营销短板的意识，并且开始践行，那成功只是时间问题；况且我们认为当前存在的一些问题在未来五粮液完全可以克服。我们以团购渠道为例说明五粮液的执行现状及潜在的提升方向。

2.3.1. 现状来看，五粮液的团购渠道下沉主要面临三大课题

首先，是关于找准增量的问题。当前五粮液的做法是要求经销商去开发背后的团购单位。但在成熟市场，增量单位是有限的，核心优质增量单位更加难以寻找和突破；如果把控不好，很容易被区域人员和经销商做成左手换右手，从而白白浪费企业资源却没有业绩增量，甚至可能会导致与流通烟酒店的客户冲突，造成负面影响。

其次，是关于团队配置的问题。五粮液的厂家和经销商的一线人员，业务能力更多偏重烟酒店运作甚至是经销商管理，对于团购运作是缺乏经验、甚至还可能是缺乏精力的；如何解决组织支撑问题，是第二个挑战。

第三，是关于费用管理的问题。新单位开发过程中，企业匹配的资源，如果客户选择不当、或者盲目考核单位数量/单位进货，就很容易导致所配置的资源发生变线，进而对价格造成冲击。这个问题实际上考验的是区域操盘手的掌控水平。

2.3.2. 中期来看，客户有难度，但对于五粮液来说都可以解决

从找准增量角度来看，就是核心单位+核心消费者。我们认为企业上来不必过分强调团购单位的数量，而是要抓住单位质量——坚定围绕目标区域内的核心单位，结合经销商本土社会资源，找到并匹配核心意见领袖，以及导入企业的资源投入，坚定打通上游核心意见领袖及核心团购单位。

从团队配置角度来看，五粮液要继续发育组织模块。品牌下沉、渠道下沉、营销下沉，其保障是要有系统的组织团队。当前的组织结构能够解决“销”的问题，但是要解决“营”的问题，组织就需要进一步发育——具体落地的公关推广人员、具体落地的品牌活动执行组织、后台的创意策划团队、甚至包括打通核心意见领袖的通道建设等。所以对于五粮液来说，组织的规模很重要，但组织的结构、职能的发育等问题可能更为重要。

从费用管理角度来看，根本上要基于以上两个问题的解决——首先是否能够解决目标精准的问题，目标精准则费用投入有效，变线价格的风险就会降低很多；其次是有没有专业团队在执行保障执行效率，执行精准到位，变线价格的风险也会低很多。

所以三个问题其实相辅相成。对于五粮液的营销精细化来说，所需要的都是系统提升。好消息是这些问题行业都有广泛的成功案例，甚至有广泛数量的能够专业执行这一工作的营销人员。我们认为中期内五粮液就能够将这些能力发育出来。

2.4. 放眼未来，启动新品重塑价值，颠覆价位格局未可知

2.4.1. 关注变化，消费逻辑的变迁可能会给五粮液带来巨变

从消费逻辑上来看，当前五粮液有一个正在发生的变化，需要引起关注：茅台在政务刚需场景下的消费正在越来越强，与之对应的则是五粮液的占比越来越低。长此以往，随着核心意见领袖的转移，五粮液的品牌引领性会逐渐降低，不但跟茅台距离越来越远，下游品牌也将会与之越来越近，品牌地位、价值认知也就会发生改变。

高端酒所谓的“品牌护城河”，除了品牌的血统以及供需关系的平衡以外，还需要持续有高端意见领袖的消费带动，维持品牌和产品的受追捧度。一旦这三个要素中的任意一个发生变化，护城河也会随之变的越来越浅。

五粮液在品牌血统和供需关系上我们认为已经做的很好，但在“高端追捧”这件事情的持续性上，可能在未来还需要进一步加强。

2.4.2. 启动新品，短期收入可以不计，长期竞争战略上夯实护城河

当前五粮液“1+3”中的“3”，因为价格定位等诸多原因，可能会存在一定的战略性或者进攻性不足。五粮液的新品，最核心要解决的问题是：短中长期实现对高端意见领袖的长期引领，从而夯实护城河。而这样的产品，首先哪怕当前没有量，但一

一定要保证在未来有可能形成足够大的规模，否则就没有战略意义；其次，价位要有进攻性，一定要贴住主要竞品，而不能是跟自己的主导产品价位接近，那没有任何意义；第三，仍然要坚持做好量价平衡，否则价位会不稳，就会被消费者所抛弃。

从具体方式上来看：五粮液计划中的年份酒，很可能会布局在 3000-5000 元，有不有一款产品。甚至我们可以大胆预测，3000 元的这款产品，很可能成交价就会在 2000-2500 元左右，这个价位段在战略上会有非常大的进攻意义——一是弥补超高端五粮液价位需求的缺失，二是基于价格站位实现对于核心消费人群的牵引，三是竞争上可以在价位上咬住飞天茅台不被拉下。

从价格定位上来看：3000 元的产品其实对标的是飞天茅台，某种程度上讲，这款产品是“切入高端主流价位”。目前来看在这一价位段，普五无法与飞天茅台相比较，但如果用“更好的五粮液”，是可以打破价格上限、进而贴住飞天茅台的价格。

从可行逻辑上来看：①首先，竞争上完全可以匹配飞天茅台，普五虽然跟飞天茅台差距很远，但是“更好的五粮液”是可以匹配的——毕竟高端白酒的血统还在，品牌认知和品质认知还在。②其次，我们有理由相信一定有五粮液的“铁粉”，他们是高端人群，他们只喝五粮液、不喝至少是不像热爱五粮液那样热爱茅台；这群人至少在四川、在宜宾一定有，而且规模不小；这群人有可能现在因为在一些场合必须保证最高规格，不得不用茅台、甚至逐渐更加倾向于茅台，但是肯定对五粮液也有着更高端、更优质的追求与需求。五粮液要做的就是，通过一款更优质的产品，把价位选准，把产品送到他们的社交场景中，把他们重新拉回五粮液的阵营。③第三，我相信五粮液肯定还有比普五更加优质的产能，只是需要找到更有战略意义的方式，去呈现出来。

3. 投资建议

五粮液在经历了 2019 年一整年的改革以后没有止步，延续甚至继续提升了企业的量价管理能力、持续夯实渠道竞争力，并继续提升企业整体营销能力。未来还在规划 2000-3000 元更高端价位产品，去打破既有品牌及价位边界，重塑形象认知、对高端消费群体形成持续拉动，我们认为五粮液未来空间仍然极为广阔。

预计公司 2020-2022 年营业收入实现 561.72 亿元/660.29 亿元/764.89 亿元，同增 12.08%/17.55%/15.84%。实现归母净利润 200.04 亿元/239.33 亿元/282.22 亿元，同增 14.95%/19.64%/17.92%；EPS 分别为 5.15 元/6.17 元/7.27 元，对应 PE32.72 倍/27.35 倍/23.19 倍，首次覆盖给予买入评级。

2020 年因为疫情冲击，需求被抑制，所以 2020 年的收入增速会放缓；其中高端酒方面，看好普五继续保持良性的增长势头，厂家也会加大推广低度五粮液的动销。但是 1618、交杯等高端五粮液，厂家会持减量态度以全力保障普五的增长，所以收入会相比较 2019 年会一定的下滑。综合来看，高端酒 2020 年预计收入增长 12.14%。而中低档酒经过 2019 年一整年的调整，2020 年会进入缓慢恢复期，我们判断会有 5% 的量的增长，同时因为费用投入被优化控制均价会有所提升，因此综合来看中低档酒会有 12.35% 的收入增长预期。

2021 年我们判断消费会有较为明显的复苏，高端酒和中低档酒的增长都会明显好于 2020 年，同时因为 2020 年的实际动销是下滑的，因此我们认为 2021 年会有一个较为明显的反弹。

2020 年行业大概率将会完全重回正轨，高端酒的增速会逐渐稳定，同时中低端酒的调整也会相对到位，会呈现加速增长的态势。

表 1 五粮液预测关键假设（百万元）

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
高端酒	销售收入	30189.15	40758.82	45706.51	54261.41	63163.62
	YoY (%)	41.11%	35.01%	12.14%	18.72%	16.41%
	销量 (吨)	2.05	2.63	2.83	3.22	3.59
	YoY (%)	26.04%	27.92%	7.63%	10.00%	10.00%
	毛利率	84.31%	87.50%	88.00%	89.00%	90.00%
中低档酒	销售收入	7562.79	6897.71	7749.58	8788.03	10053.50
	YoY (%)	12.90%	-8.79%	12.35%	13.40%	14.40%
	销量 (吨)	17.16	14.49	15.22	16.44	18.08
	YoY (%)	-3.09%	-15.55%	5.00%	8.00%	10.00%
	毛利率	50.77%	50.00%	52.00%	52.00%	54.00%
其他	销售收入	2278.25	2461.58	2716.24	2979.94	3272.07
	YoY (%)	8.76%	8.00%	10.39%	9.71%	9.80%
	毛利率	10.95%	7.46%	8.91%	9.43%	9.92%
总计		40030.19	50118.11	56172.33	66029.38	76489.19
YOY		32.61%	25.20%	12.08%	17.55%	15.84%
整体毛利率		73.81%	74.51%	75.39%	75.73%	75.91%

资料来源：wind, 华西证券研究所

表 2 可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元)	
			TTM	2020E	2021E	2020E	2021E
002304.SZ	洋河股份	1587.31	21.55	20.56	18.17	5.12	5.80
600809.SH	山西汾酒	1204.28	52.68	49.60	39.80	2.79	3.47
000596.SZ	古井贡酒	574.94	38.69	32.26	26.27	4.65	5.70
603369.SH	今世缘	476.84	34.13	28.74	23.30	1.32	1.63
	中位值		35.13	31.96	26.27	2.79	3.47
	平均值		36.44	32.62	26.80	3.83	4.59
000858.SZ	五粮液	6544.78	35.13	31.96	26.45	5.28	6.37

资料来源：wind, 华西证券研究所（除五粮液均采取万得一致预测，日期截止到 2020.06.28）

4. 风险提示

①疫情持续超预期，消费长期难以回归正轨；②经济下行导致需求减弱；③竞争分化继续加剧，品牌需求端逻辑发生彻底改变；④企业后续营销成长步伐较慢、量价管理再次失衡、竞争对手持续超越；⑤食品安全问题等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	50118.11	56172.33	66029.38	76489.19	净利润	18228.26	21106.64	25269.40	29819.38
YoY (%)	25.20	12.08	17.55	15.84	折旧和摊销	3148.48	544.21	560.18	573.59
营业成本	12802.26	13826.68	16026.49	18425.68	营运资金变动	4767.21	-	-3664.02	-2571.50
营业税金及附加	6984.34	7864.13	9112.05	10287.80	经营活动现金流	25767.42	18284.11	22028.06	27683.97
销售费用	4985.58	5448.72	6338.82	7266.47	资本开支	1606.60	661.46	756.12	886.44
管理费用	2655.35	2920.96	3235.44	3518.50	投资	9.80	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1430.75	-1628.77	-1951.68	-2319.15	投资活动现金流	-	-568.96	-663.62	-793.93
资产减值损失	-3.02	0.00	0.00	0.00	1616.40	股权募资	0.00	0.00	0.00
投资收益	92.50	92.50	92.50	92.50	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	24245.80	27867.54	33372.59	39389.73	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业外收支	-139.79	45.00	45.00	45.00	7251.65	9704.02	11644.82	13585.63	
利润总额	24106.01	27912.54	33417.59	39434.73	16899.37	8011.13	9719.62	13304.40	
所得税	5877.76	6805.90	8148.20	9615.35	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	18228.26	21106.64	25269.40	29819.38	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	17402.16	20004.09	23932.70	28222.27	营业收入增长率	25.20	12.08	17.55	15.84
YoY (%)	30.02	14.95	19.64	17.92	净利润增长率	30.02	14.95	19.64	17.92
每股收益	4.48	5.15	6.17	7.27	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率	74.46	75.39	75.73	75.91
货币资金	63238.83	71249.96	80969.57	94273.98	净利率	34.72	35.61	36.25	36.90
预付款项	231.91	290.36	346.17	401.68	总资产收益率 ROA	18.08	18.01	19.45	17.14
存货	13679.62	14972.33	18416.18	20584.85	净资产收益率 ROE	23.42	23.65	24.70	25.31
其他流动资产	19476.41	19302.88	20470.39	23108.85	偿债能力 (%)				
流动资产合计	96626.76	105815.52	120202.32	138369.36	流动比率	321.72	378.14	414.69	442.40
长期股权投资	1021.78	1021.78	1021.78	1021.78	速动比率	276.17	324.64	351.15	376.58
固定资产	6108.75	5807.58	5612.18	5528.04	现金比率	210.55	254.62	279.34	301.41
无形资产	410.16	393.00	375.57	359.38	资产负债率	28.48	24.41	22.44	21.18
非流动资产合计	9770.21	9932.46	10173.40	10531.24	经营效率 (%)				
资产合计	106396.97	115747.98	130375.72	148900.61	总资产周转率	52.07	50.57	53.66	54.78
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
应付账款及票据	3677.16	4148.00	4647.68	5159.19	每股收益	4.48	5.15	6.17	7.27
其他流动负债	26357.44	23834.99	24338.47	26118.10	每股净资产	19.14	21.79	24.96	28.73
流动负债合计	30034.60	27982.99	28986.15	31277.29	每股经营现金流	6.64	4.71	5.67	7.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	2.20	2.50	3.00	3.50
其他长期负债	266.33	266.33	266.33	266.33	估值分析				
非流动负债合计	266.33	266.33	266.33	266.33	PE	37.61	32.72	27.35	23.19
负债合计	30300.92	28249.32	29252.48	31543.62	PB	8.81	7.74	6.76	5.87
股本	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61					
少数股东权益	1805.35	2907.89	4244.60	5841.70					
股东权益合计	76096.05	87498.67	101123.24	117356.99					
负债和股东权益合计	106396.97	115747.98	130375.72	148900.61					

资料来源: wind, 华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：

华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。