



Research and
Development Center

复盘 2020：深化改革，价值回归

—五 粮 液(000858)公司深度报告

2021 年 03 月 12 日

马铮 食品饮料首席分析师

S1500520110001

mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
五粮液(000858)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	264.45
52周内股价波动区间(元)	344.40-102.11
最近一月涨跌幅(%)	164.45
总股本(亿股)	38.82
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	10,264.91

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

复盘 2020：深化改革，价值回归

2021年03月12日

本期内容提要：

- ◆**投资建议：聚焦团购建设与数字化赋能，五粮液二次改革红利持续释放。**根据公司公告披露，2020年，公司预计实现营业总收入572亿元左右，同比增长14%左右，实现归母净利润199亿元左右，同比增长14%左右，实现年初双位数增长目标，十三五顺利收官。回顾2020年，公司应对疫情提出的“三损三补”工作方针，加快了五粮液在数字化转型上的进度，不论是“五粮云店”的上线，还是“数字酒证”的推出，都具有行业标杆意义，为企业发展提供新的消费增量。企业级团购的打造弥补了传统渠道上的损失，并为公司的控货提价提供有效支撑。我们预计2020-2022年EPS分别为5.13、6.16和7.27元，对应2021年3月12日收盘价(264.45元/股)市盈率52/43/36倍，首次给予“买入”评级。
- ◆**优化调整传统渠道，加快团购渠道建设，团购占比快速提升。**2020年，公司对现有传统商家计划量进行优化调整，减少4000吨传统经销配额，明确调整后传统商家不增量，不再发展传统渠道客户，营销团队深入一线，与经销共同开发团购客户，构筑新型厂商关系。集团董事长率队拜访企业级团购客户，实现总对总的战略合作。团购渠道的建设在完善渠道体系的同时，串联起提升产品力、直达消费终端、培育意见领袖、打造高定市场等重要目标。在厂商上下一心的带动下，仅历时半年，五粮液团的购占比由10%提升至20%，成绩令人振奋。
- ◆**加快渠道创新和数字化赋能，从新零售获取消费增量。**2020年初，公司与京东达成合作协议，启动全方位“白酒供应链数字化”服务合作项目，加快推进五粮液分仓网络体系建设，共同推进五粮液产品全链路供应服务模式升级。针对疫情的来袭，“五粮云店”上线，提供了线上线下一体化的营销互动和无接触式产品配送服务。随后新零售公司成立，标志着五粮液向数字化转型纵深发展的前进，打造了“垂直生态赋能平台”。“数字酒证”项目借助数字化技术赋能，将区块链数字通证与五粮液实物产品相锚定，探索集消费、投资、收藏、存储、赠礼于一体的数字化消费新增长，触达白酒爱好者和老酒收藏客群。借助数字化，公司实现了“M2C”销售模式，在为消费者提供更优质服务的同时，也加强了线上渠道的管理。
- ◆**升级系列酒产品线，打造超高端产品，实现品牌价值回归。**2020年，公司继续实施瘦身战略，在清退12个品牌577款产品的同时，依次对五粮醇、五粮特曲、尖庄三大系列酒品牌进行了产品升级，从品质提升、包装升级、营销改革三方面焕发系列酒产品活力。除此之外，公司推出超高端产品——经典五粮液，与公司高定市场氛围打造、意见领袖培育一脉相承，促进五粮液核心产品体系更趋完善，等级性和辨识度进一步提升，为消费者提供更加丰富、更高品质的选择，彰显品牌价值回归。
- ◆**展望未来，定调稳重求进，抓高质发展机遇，继续打造团购渠道优势。**1218大会上，集团董事长李曙光判断，“机遇大于挑战，‘十四五’将成为五粮液布局新一轮高质量发展的重要窗口期和战略机遇期。”公司将继续从产品品质提升、扩产扩建等方面追求高质量发展，在“稳中求进”的基调上，围绕“创新、转型、跨越”三大关键词，持续释放二次改革的红利。此外，公司团购渠道仍在推进建设中，目标2021年实现30%的份额占比。
- ◆**股价催化剂：**五粮液出厂价提升；通胀预期升温
- ◆**风险因素：**宏观经济不确定风险；行业竞争加剧风险

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	57,219	66,953	77,244
增长率 YoY %	32.6%	25.2%	14.2%	17.0%	15.4%
归母净利润(百万元)	13,384	17,402	19,899	23,897	28,229
增长率 YoY%	38.4%	30.0%	14.3%	20.1%	18.1%
毛利率%	73.8%	74.5%	75.0%	76.2%	77.0%
净资产收益率ROE%	21.1%	23.4%	23.7%	24.9%	25.6%
EPS(元)	3.45	4.48	5.13	6.16	7.27
市盈率 P/E(倍)	14.76	29.67	51.58	42.96	36.36
市净率 P/B(倍)	3.11	6.95	12.21	10.69	9.32

资料来源: 万得, 信达证券研发中心; 股价为 2021 年 03 月 12 日收盘价

目录

投资逻辑:	5
1. 全年股价表现: 上半年调整复苏, 下半年波动走高	6
1.1 2020.1.1-2020.3.19: 两次疫情冲击, 五粮液波动幅度较大	6
1.2 2020.3.20-2020.7.15: 白酒消费场景恢复, 市场整体表现强势	8
1.3 2020.7.16-2020.12.31: 市场波动频繁, 行业整体持续走高	8
2. 回顾 2020: 重团购、谋创新, 量价齐升彰显品牌力	12
2.1 多措施力保全年目标不变, 着力推动高层次发展	12
2.2 优化调整传统渠道, 加快团购渠道建设	13
2.3 疫情催生渠道创新和数字化赋能	14
2.4 升级系列酒产品线, 打造超高端产品	15
2.5 提升储酒能力, 塑造时间价值体系	16
3. 展望 2021: 定调稳增长, 抓高质发展机遇	18
4. 盈利预测和评级	19
4.1 盈利预测及假设	19
4.2 投资评级	19
5. 风险提示	20

表目录

表 1: 公司收入预测	19
表 2: 可比公司盈利及估值对比	19

图目录

图 1: 2020 年五粮液股价增长 121%, 领先于行业整体表现	6
图 2: 2019 年高端白酒股价涨幅大, 估值处于高位	6
图 3: 2020 年 1 月 10 日和 13 日, 五粮液外资比例持续提升	6
图 4: 2 月 4 日-3 月 6 日 A 股三大指数高涨	7
图 5: 外资在国内外疫情冲击下进出五粮液的变化	7
图 6: 7 月市场出现两次暴跌	9
图 7: 8 月中下旬白酒板块新一轮上涨	9
图 8: 2020 年茅台批价不断突破行业天花板	9
图 9: 五粮液一批价与茅台变动趋势基本一致	9
图 10: 五粮液外资兑现部分浮盈	10
图 11: 9 月初, 外围市场波动影响 A 股情绪	10
图 12: 国庆后市场有所改善	10
图 13: 11 月起二线酒企股价涨幅快	10
图 16: 曙光书记率队拜访复星集团	13
图 17: 曙光书记率队拜访四川能投集团	13
图 18: 五粮液云店系统三大特性	14
图 19: 围绕新零售公司打造“垂直生态赋能平台”	14
图 20: 五粮醇换代升级	15
图 21: 尖庄品牌五款核心产品	15
图 22: 五粮液酒瓶形状演变	16
图 22: 十四五开局四大机遇	18

投资逻辑：

2020年，在疫情影响下，五粮液加快了渠道转型速度，从团购和新零售两方面寻找消费增量，弥补传统渠道损失，顺利完成全年双位数增长目标。市场认为，由于茅台出厂价限制，五粮液的挺价工作存在困难，并且五粮液在腰部产品上仍较为薄弱，影响其进一步发展。

我们认为五粮液的二次改革红利仍在释放阶段，公司领导层对行业发展的认识深刻。

团购成为白酒行业竞争加剧下的渠道变革必然选择。传统渠道模式分为大商制和深度分销两类，而在行业的不同发展阶段，两种模式也分别有着各自的优势。随着消费升级与分级趋势进一步推演，团购化将成为白酒行业未来发展的必然选择。一方面，在面对以“消费者为核心”的市场变化时，对消费者终端的把控力决定企业对渠道的把控力，商品最终是要流向消费者的。另一方面，团购价通常高于传统渠道价格，有利于名酒价盘的提升，同时也增厚企业利润和渠道利润，有利于维护厂商的协同合作关系。

数字化是白酒行业发展的重要转型方向。白酒行业市场拓展正在从以“渠道为核心”逐步转向以“消费者为核心”，而随着大众消费接替政商消费成为白酒消费的中坚力量，白酒消费市场发生着深刻的变化。通过数字化，酒企能够掌握消费者的消费习惯，满足消费者的个性化、差异化需求，让消费者享受更好的服务体验，由此提高消费者对产品的认可度，产生一定的消费粘性。通过从内部平台到外部合作平台，企业数据不断得以沉淀，并通过对数据挖掘、管理、归类能够更为清晰地获知产品的销售时间、销售价格等。这些数据对于企业而言，能够促进营销决策更精准，更科学。随着数字化变革不断加速，数字化或将贯穿全产业链，为企业思维转变、组织架构调整以及商业模式变革提供契机。

因此，我们认为，**第一，五粮液在过去一年的团购建设和数字化赋能具有标杆意义，与行业发展的契合度高，体现了领导层对行业发展的准确认识。第二，团购占比的提升有利于五粮液控货稳价，也为未来的挺价工作奠定了基础。第三，五粮液针对腰部薄弱环节新开发了小五粮产品，在次高端价格带保有一定的竞争力。**

1. 全年股价表现：上半年调整复苏，下半年波动走高

随着 2020 年下半年国内疫情稳定，经济复苏向好，沪深 300 全年增长 25.5%，五粮液股价涨幅达 121%，优于市场及行业整体表现，年末收盘价格创下历史新高，距 300 元仅一步之遥，成为深市第一支市值破万亿的个股。由于五粮液处于改革的关键期，上半年疫情影响下股价波动大于行业波动。得益于中秋国庆双节叠加，区域名酒的动销恢复加速，半年报及三季度业绩大幅改善增强市场信心，各酒企正积极迎接春节销售旺季的到来，白酒板块下半年持续走高，全年涨幅达 99.8%。

图 1：2020 年五粮液股价增长 121%，领先于行业整体表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

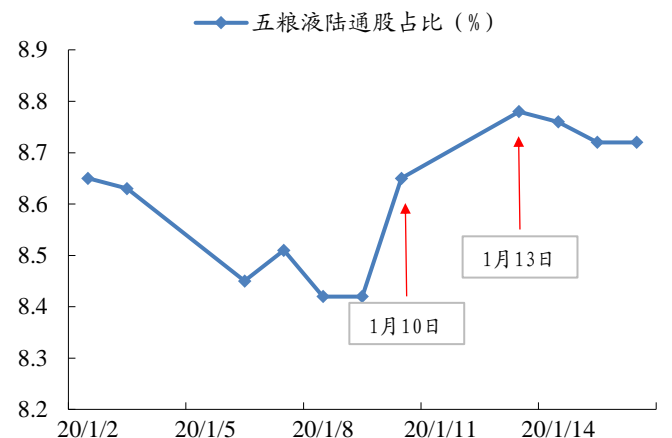
1.1 2020.1.1-2020.3.19：两次疫情冲击，五粮液波动幅度较大

港资涌入，五粮液再受青睐。2019 年，茅五泸股价涨幅较大，年中最高估值均超 30 倍 PE，处于历史高位，增速与估值的不匹配引发市场担忧白酒行业周期或再次到来，四季度股价走弱。在 2019 年的 1218 大会上，李曙光董事长表示五粮液集团销售收入历史性跨越千亿台阶已成定局，其中，股份公司预计全年销售收入将突破 500 亿元，连续三年，每年跨越一个百亿台阶。五粮液在营销改革开局之年（2019）取得了阶段性成效。2020 年 1 月 10 和 13 日，五粮液股票连续两个交易日的港资成交活跃，两日净流入分别为 11.42 亿元和 7.34 亿元。2019 年优异的改革成绩再次收获外资的青睐。

图 2：2019 年高端白酒股价涨幅大，估值处于高位



图 3：2020 年 1 月 10 日和 13 日，五粮液外资比例持续提升



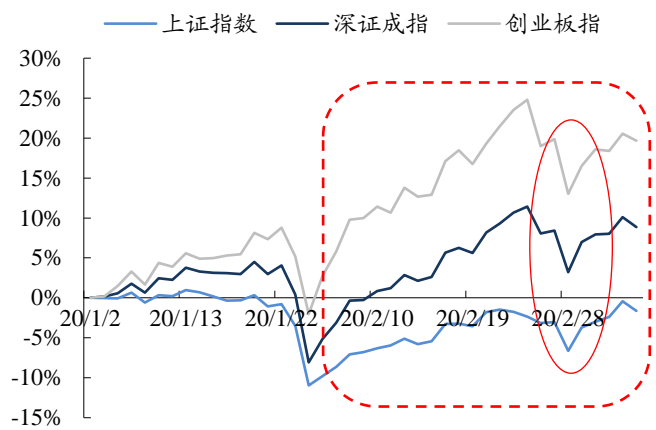
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

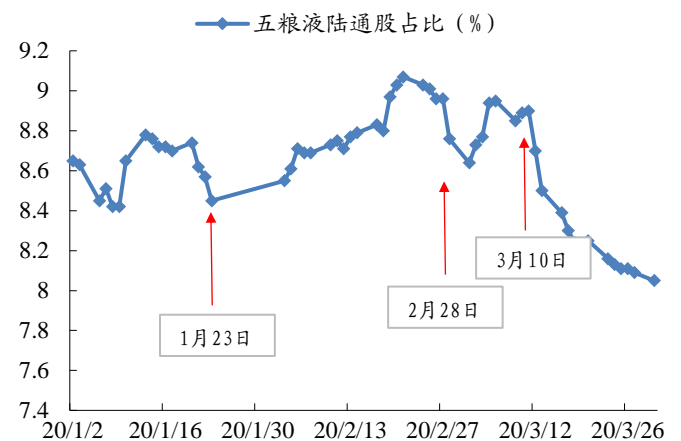
受春节期间国内疫情影响，节后首个交易日市场暴跌，悲观情绪凸显。2020年春节前夕，伴随春运返乡高峰，新冠疫情在湖北省大规模爆发，并迅速扩散至全国，31个省份启动突发公共卫生事件一级响应，春节假期首次延长3天，绝大多数省市复工时间延长一周，全国经济生产活动停滞。受此影响，市场负面情绪加重，春节后首个交易日（2月3日）三大股指暴跌，沪指下跌7.72%，深成指下跌8.45%，创业板下跌6.85%，3212只A股跌停，白酒板块跌幅达7.1%，五粮液全天直线跌停到112.03元/股，创6个月以来新低。

元旦春节销售形势良好，全年双位数增长目标不变。2月2日至5日，董事长李曙光连续主持召开三次专题会议，深入研究疫情防控和企业发展工作。专题会议透露，元旦春节期间，五粮液总体营销形势良好，渠道备货、动销、库存等主要指标实现预期，全面完成旺季销售目标。专题会议特别指出，当前出现的疫情新形势，对酒业行业短期带来较大影响，但不会出现周期性的变化，酒业行业高质量发展的趋势不会改变，集中化发展的趋势不会改变，高端化发展的趋势不会改变。公司紧紧围绕发展目标不动摇，在坚持年初制定的“一管控三强化”工作方针的基础上，结合当前形势，进一步突出加强“三个优化”，加快“三个转型”，推动全年营收保持两位数以上的增长，与1218大会给出的指引保持一致。2月4日，A股三大指数低开高走收涨，市场情绪恢复，五粮液股价低开高走，收涨0.84%，是白酒板块唯二实现股价上涨的企业（茅台当日涨幅达3.4%）。

全国开始分批复工复产，市场情绪恢复乐观。2月中下旬起，除湖北省外，全国各地开始有序推进分批复工复产工作。2月4日-3月6日，沪指涨幅达9%，基本恢复至节前水平；深指和创业板分别增长14.8%、16.5%，均较节前有大幅增长。市场认为，国家及时且坚定的防疫措施增强了全国的抗疫信心，疫情对全国的经济冲击只是一时的，经济恢复向好促进市场乐观情绪。因对国内疫情的不确定性增强，临近春节前，外资流出明显，但随着国内疫情得到有效控制，节后外资重新加码五粮液，五粮液的股价也回升至130元/股。

图 4：2月4日-3月6日 A股三大指数高涨
图 5：外资在国内外疫情冲击下进出五粮液的变化


数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

全球疫情扩散，美股十天内四次触发熔断机制，全球股市暴跌。受国外疫情扩散影响，2月24至27日，道琼斯指数连续四个交易日下跌，共计跌幅约12%。在外围市场的影响下，国内三大股指在2月28日前后呈现“V”字走势。3月伊始，全球疫情开始爆发，美国疫情也愈发严重，自3月9日起，十天内美股指数四次触发熔断机制，全球市场出现大面积恐慌情绪。国内资本市场同样倍受牵连，沪指连跌6天，再次跌破2700点，此次全球疫情对我国资本市场的负面影响超过2月国内疫情的影响。3月10日起，外资开始持续流出五粮液，五粮液股价也随市场整体波动，触碰到100元/股价格，超过国内疫情爆发时跌幅。

1.2 2020.3.20-2020.7.15：白酒消费场景恢复，市场整体表现强势

民航局大幅缩减国际航班，严控境外输入可能，国外疫情影响有限。自国外疫情开始爆发以来，民航局不断缩减国际航班量，3月26日起仅保留一司一国一线，最大限度遏制境外疫情的输入。在尽可能减少境内外人员流入的情况下，国内疫情得到有效控制，经济生产及居民生活逐步恢复正常，白酒消费场景得以释放。市场认为国外疫情对国内经济的影响程度是有限的，不会影响国内经济恢复的大趋势。4-5月，白酒动销逐步恢复，部分酒企业绩逆势转正，给予市场强大的信心，白酒行业率先在整体市场中开启增长态势。

五粮液一季度实现开门红，高涨的预收款彰显渠道信心。4月27日晚间，五粮液发布2019年年报及2020年一季报，公告显示，公司顺利登上500亿收入台阶，且在疫情影响下实现收入增长15%开门红，超过市场预期。五粮液年末预收款125.3亿元创历史新高，同比环比分别增加58.23、66.66亿元，彰显渠道信心。同日盘后，汾酒也发布了2019年及2020年一季度的经营数据，同样给市场带来惊喜。次日，五粮液、老窖、汾酒逆市领涨白酒板块。

叠加中美摩擦，两会前后市场出现波动。5月21日，全国两会召开，会上提出2020年不设经济增长目标，这也是近二十年来的首次不对经济增长率作硬性要求，货币政策和财政政策都大幅度低于预期，市场对牛市到来的预期降低，股市出现下跌。5月22日，北京宣布将推动《国安法》在香港的实施，美国政府对此发出威胁，宣称将会强烈回应，由此带来的港股的波动也同样影响了国内资本市场。5月23日，特朗普一反常态，仅口头表示或将取消香港独立关税地位，并未出台实质性措施，制裁不确定消除，促进国内市场反弹。同一周周末，上交所表示，将开展T+0的研讨工作，由于T+0将大幅提升市场流动性，利好市场走强。6月1日，5月PMI指数公布，较4月提高1.3pct，为2月以来最高，表明企业经营逐步恢复正常，经济景气度有望持续改善。受近日利好因素影响，6月1日市场走高，五粮液股价大涨7.01%，总市值突破6100亿元，与贵州茅台分别占据了深交所和上交所市值头把交椅。

叠加宽松货币政策，年中市场表现强势。疫情发生后，我国货币政策宽松，金融机构间资金价格低廉，M2、社融增速大幅上升，宏观流动性充裕。7月1日，大盘突破3000点，成为新一轮快速增长的标志性时间点，乐观情绪带动大量资金流入市场，凭借这波涨势，五粮液股价在7月中旬突破220元/股，总市值突破8600亿，创历史新高，市场信心充足。

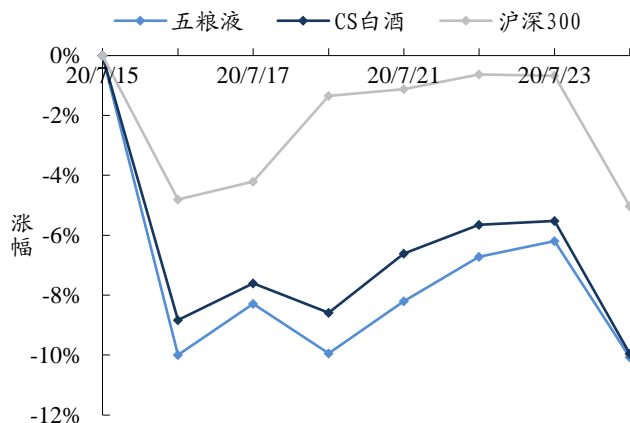
1.3 2020.7.16-2020.12.31：市场波动频繁，行业整体持续走高

上半年需求端恢复不及供给端，单日市场出现暴跌。7月16日，国家统计局发布上半年国民经济成绩单，上半年GDP总体下降1.6%，Q2经济增速由负转正，GDP同比增长3.2%。从供需两端看，国内供给端数据逐步恢复，上半年全国规模以上工业增加值虽同比下降1.3%，但降幅比一季度收窄7.1pct，其中Q2增长4.4%；受需求端影响更为明显的社会消费品零售数据，其改善幅度不及工业增加值数据，上半年社会消费品零售总额同比下降了11.4%，降幅比一季度收窄7.6pct，其中Q2下降3.9%，6月份同比下降1.8%，不及市场预期。当日，A股大幅下跌，沪指收跌4.5%，深成指收跌5.37%，创业板收跌5.93%，五粮液跌停，股价逼近200元/股，白酒板块共计14只股票跌停，消费行业受影响较大。

中美摩擦不断，股市再次震荡回落。7月21日，美方单方面挑起事端，突然要求中方于7月24日下午4时关闭驻休斯敦总领事馆。美国国务卿蓬佩奥7月23日发表对华政策演讲，呼吁世界各国与中国人民“改变中国的行为”，被外界视作是开启新一场冷战的新铁幕演讲。7月24日上午，中方决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可，并对成都总领事

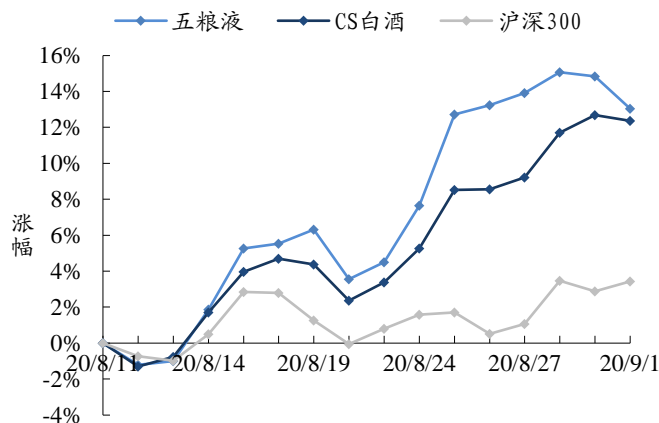
馆停止一切业务和活动提出具体要求，强硬回应美方行为。中美矛盾激化，受此影响，7月24日A股再次下跌，沪指收跌3.86%，五粮液大跌4.13%，股价再次跌落至200元附近。

图 6：7 月市场出现两次暴跌



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：8 月中下旬白酒板块新一轮上涨

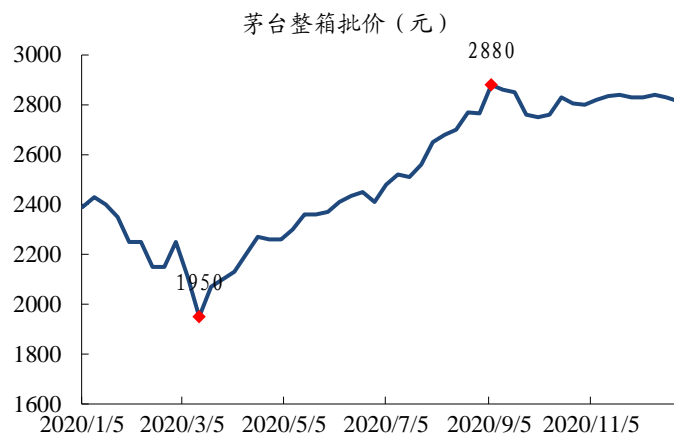


数据来源：Wind，信达证券研发中心

白酒行业半年报超预期，行业发展信心足。8月下旬，上市酒企依次披露半年报，相比第一季度，它们的业绩状况在上半年大多出现了改善。商务宴请、聚餐等消费场景因疫情而缺失，白酒消费受到显著影响，随着国内疫情防控常态化的推进，白酒企业的各项业务和工作开始逐渐恢复。短期看，头部酒企陆续发布的半年报业绩表现好于市场预期，给与了资本市场信心；长期看，马上进入下半年白酒销售旺季，市场对于头部酒企的销售普遍抱有乐观的态度，进一步推动了资本市场的上涨。

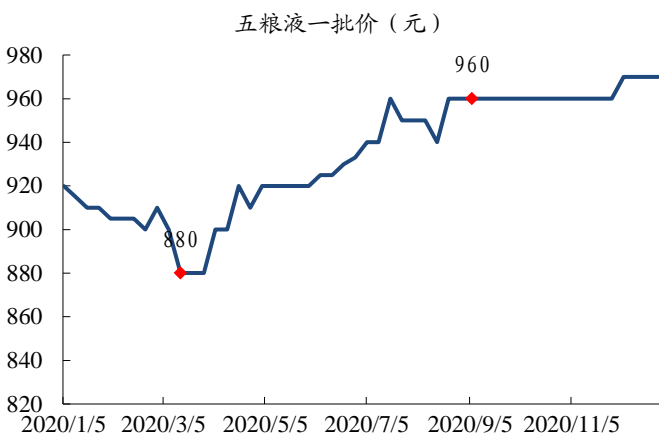
茅台批价不断突破天花板，给予五粮液挺价空间。自2019年下半年普五换代提价以来，第八代普五的一批价在2020年初已顺利稳定在920元左右，较2018同期的820-830元有明显提升。受疫情影响，终端销售几乎停摆、经销商资金周转压力较大，春节后高端酒批价纷纷回落，茅台下探至2000元以下，五粮液也小幅降至880元。随着国内疫情防控常态化，白酒动销持续增强，茅台批价不断突破天花板至2720元左右，也给予五粮液更多的挺价空间。2020年下半年，五粮液加大企业团购工作开展，调减传统经销商配额，并投放至团购及新零售渠道。在渠道管控进一步加强的基础上，五粮液批价顺利挺至960元。8月中下旬，白酒行业迎来新一轮涨幅，五粮液股价突破240元，创历史新高，总市值突破9000亿。

图 8：2020 年茅台批价不断突破行业天花板



数据来源：河南百荣市场，信达证券研发中心

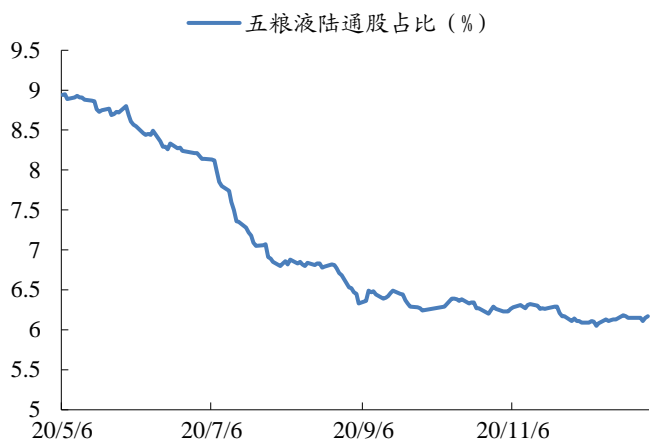
图 9：五粮液一批价与茅台变动趋势基本一致



数据来源：河南百荣市场，信达证券研发中心

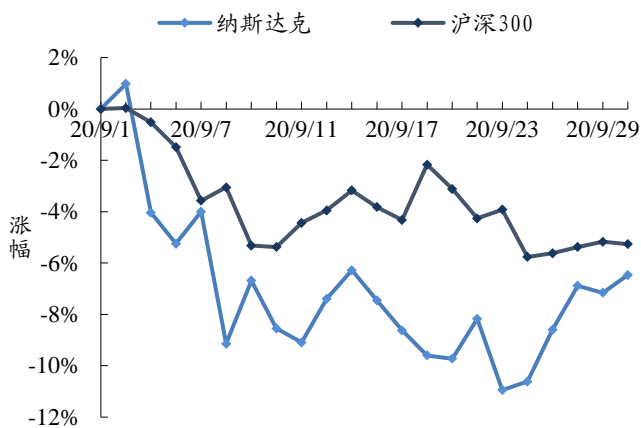
外资兑现部分浮盈，底仓仍然坚定持有。面对盈利能力出色、ROE 高企的优质资产，外资通常会选择在估值较高时兑现部分浮盈。随着疫情后国内经济环境趋于稳定，白酒板块整体涨幅大，五粮液股价较疫情最低点已实现翻番。自 5 月以来，外资不断减少对五粮液的持股比例，5 月-8 月共计减少 2.41pct，兑现部分浮盈。虽然外资减仓明显，但底仓仍然坚定持有，并非大规模抛售，9 月后，五粮液外资持股占比稳定在 6%-6.5%。

图 10: 五粮液外资兑现部分浮盈



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 9 月初, 外围市场波动影响 A 股情绪

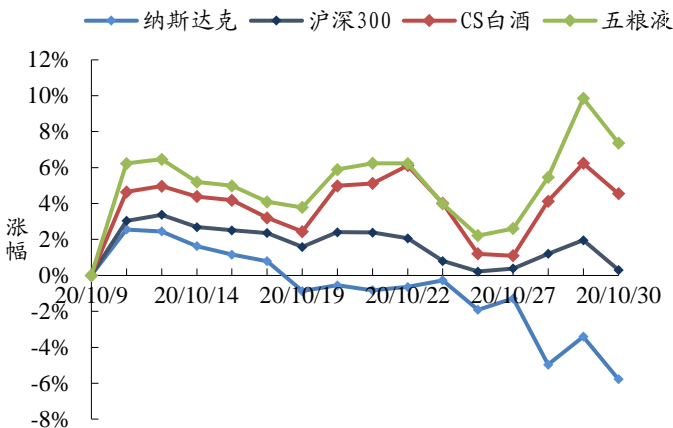


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

股市上行疲软, 9 月初短暂调整。自国内疫情好转以来, 科技、医药, 消费三驾马车领涨 A 股市场, 三大股指处于近两年来高位, 在没有低位板块对应崛起情况下, 有相当部分的机构资金离场观望了, 从成交量上的体现就是, 9 月量能明显下滑, 上万的交易日都很少。与此同时, 从 9 月初开始, 北上资金连续流出了 6 个交易日, 对市场资金的引导有着不可忽视的作用。9 月 3 日, 纳斯达克见顶, 连续三日大幅下跌, 共计跌幅 8.9%。9 月 15 日夜, 美联储主席鲍威尔讲话的加息预期引发市场恐慌, 美股尾盘跳水。接连受外围市场波动, A 股平衡被打破, 市场进入短期震荡调整期。

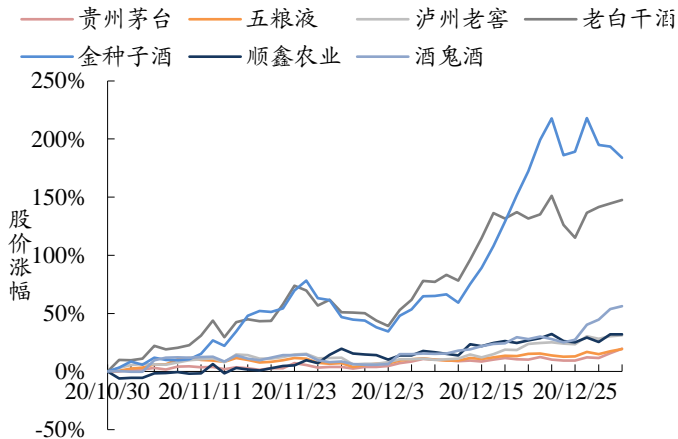
中纪委点名高端白酒涨价不正之风, 高端白酒政治风险提升。由于批价上涨过快, 茅台接连被点名, 7 月 15 日, 人民日报旗下新媒体平台学习小组发表文章《变味的茅台 谁在买单?》, 9 月 22 日, 中央纪委国家监委官网发布《警惕高端白酒涨价引发不正之风回潮》。受此影响, 茅台加大控价稳市工作, 9 月以来批价稳定在 2800 元附近。同样, 五粮液批价也持续稳定在 960-970 元, 未能在 2020 年底实现千元批价。

图 12: 国庆后市场有所改善



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 11 月起二线酒企股价涨幅快



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

国庆后增量资金入场，市场出现改善。10月10日，央行发布公告称，今年以来，人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，弹性增强，市场预期平稳，跨境资本流动有序，外汇市场运行保持稳定，市场供求平衡。为此，决定自2020年10月12日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。10月12日，北向资金净流入135亿元，节后两个交易日净流入247亿元，资金回流速度加快。当日上证涨幅达2.64%，白酒板块领涨，五粮液股价上涨6.23%。10月中下旬，外围市场再次影响A股情绪，但随着三季报的披露，白酒行业的恢复确定性增强，此轮受影响较小。

前三季度二线酒企涨幅较小，估值偏低，资金倾向性增强。除少量境外输入病例外，国内疫情得到有效控制，叠加中秋国庆双节，婚庆、商务宴席等消费场景增加，区域名酒的动销恢复加速，多家酒企三季度报表业绩超预期，白酒行业整体信心增强。由于一线酒企在疫情前期业绩表现突出，边际改善空间小且估值处于高位，市场资金更多流入Q3业绩改善幅度大、边际想象空间高的二线酒企。自11月以来，二线酒企股价涨幅远超一线酒企，带动白酒板块高速增长。

2. 回顾 2020：重团购、谋创新，量价齐升彰显品牌力

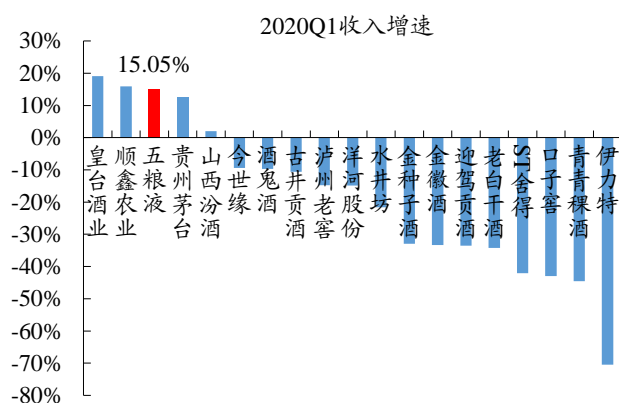
2.1 多措施力保全年目标不变，着力推动高层次发展

积极应对疫情影响，坚守双位数增长目标。由于元旦春节期间，五粮液总体营销形势良好，旺季销售目标完成，在 2 月 2 日至 5 日召开的系列专题会议及 2 月 11 日召开的营销工作网络培训会上，公司指出要坚持 2019 年 1218 大会的总体部署，进一步深化“补短板、拉长板、升级新动能”的长期方针，强化品质、强化管控、强化数字化转型，从而进一步提升品牌力、市场敏感度及渠道终端管理水平，并表态要坚持推动全年营收保持两位数以上的增长目标。2 月 16 日，五粮液品牌事业部对各营销战区下发《关于精准施策、不搞一刀切，切实做好近期市场重点工作的通知》，积极应对疫情带来的困难，加强与经销商终端有温度的沟通，切实解决市场问题。厂商共建、渠道良性是酒企长期稳定发展的保证，体现出五粮液注重改革成果、追求长期稳增长的态度。

加强渠道精细化管理，抢抓补偿性消费机遇。3 月 26 日，四川市场经销商座谈会在成都召开，董事长李曙光透露，前期，五粮液系统性地推出了稳市场、稳增长的政策措施，厂商关系保持了同心同向、同心同行，目前关键要进一步抓好落地的执行力。会上明确指出，五粮液各营销战区的工作重心是“两管控一加快”，即严格管控发货、严格管控出货，加快推进公关团购工作；特别要在巩固前一阶段经销商优化减量基础上，做好经销商减负减压工作，要抢抓补偿性消费机遇，创新营销工作“三损三补”，即“零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补”。这是五粮液面对疫情影响积极部署的改善措施，也为五粮液 2020 年的工作开展奠定了基调。

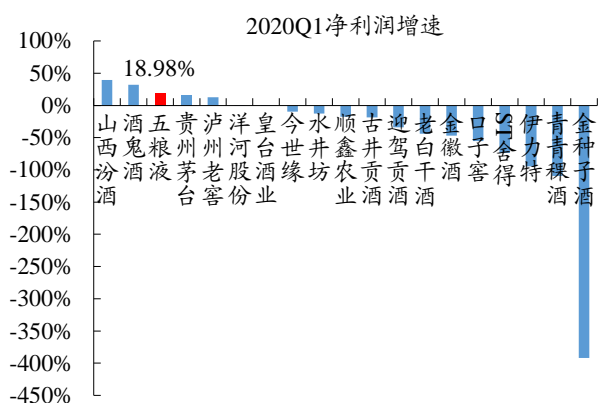
五粮液一季度逆势取得开门红，全年发展信心足。2019 年公司实现营业收入 501.18 亿元，同比增长 25.20%；实现归母净利润 174.02 亿元，同比增长 30.02%。高价位酒（全部高端酒+部分系列酒）实现收入 396.71 亿元，同比增加 31.41%，带动整体收入增长，销量增长 20%左右、平均吨价提升 10%左右，量价齐升，改革成效显著。受疫情影响，一季度全国经济普遍下滑，大部分上市酒企业绩十分惨淡，上市酒企中仅有 5 家实现收入增长，6 家实现净利润增长。得益于普五换代升级的成功，第八代普五零售价格站上千元，渠道利润大幅改观，年末预收款创历史新高，彰显渠道信心。五粮液一季度收入增长 15%、净利润增长 19%，市场对五粮液二次改革的成果充满期待。

图 14：2020Q1 五粮液收入增长 15%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 15：2020Q1 五粮液净利润增速 19%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

建设“四个标杆”，追求更高层次的行业领先。2020 年四川省两会期间，集团党委书记、董事长李曙光表示，五粮液“二次创业”以来，在产品结构、治理体系、品牌价值、科技创新

等方面积聚了动能，完全具备内生增长、加快发展的能力和条件。未来将着力打造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。5月29日，五粮液股份公司召开2019年度股东大会，股份公司董事长曾从钦提出，“要重塑中国酒业大王新形象，努力打造健康、创新、领先的世界一流酒业企业”，再次提出2020年的任务是建设好“四个标杆”，同时将“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。这也意味着五粮液对未来提出了新的发展追求和定位，目的在于确立四个维度的核心竞争力，加强内生动力构建，追求更高层次的行业领先。

2.2 优化调整传统渠道，加快团购渠道建设

从企业级团购寻求新的消费增长点。近年来，渠道体系升级成为头部白酒企业的重要策略，在传统渠道的清理优化问题上，茅台加大了直销供应力度，而五粮液则选择弥补在团购上的弱势。2019年底，公司董事长曾从钦就提出“传统渠道总体不增量，同经销商打造企业级团购等新的消费增长点；继续优化经销商结构，更加科学合理的分配产品资源，重点向能力型、服务型经销商倾斜”等渠道优化工作重心。2020年初疫情的突然爆发让传统流通渠道停止运转，公司趁此机会提出“零售损失团购补”的营销方针，加快团购工作的推进。集团董事长李曙光率队拜访了湖南建工集团、复星集团、新华通讯社、中建一局、中国质量协会、中国轻工业联合会、川投集团、川航集团、四川能投集团等多家大型企业机构，实现总对总的战略合作。据渠道反馈，一方面，大型企业机构自身的工作开展有一定的用酒需求，另一方面，这些企业机构的采购部门可以作为五粮液公司的团购经销商，为下属子公司、内部员工提供销售服务。企业团购不仅弥补了传统渠道的销售损失，更是帮助五粮液抓住商务核心消费人群，抓住意见领袖。

图 16: 曙光书记率队拜访复星集团



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

图 17: 曙光书记率队拜访四川能投集团



数据来源：公司官网，信达证券研发中心

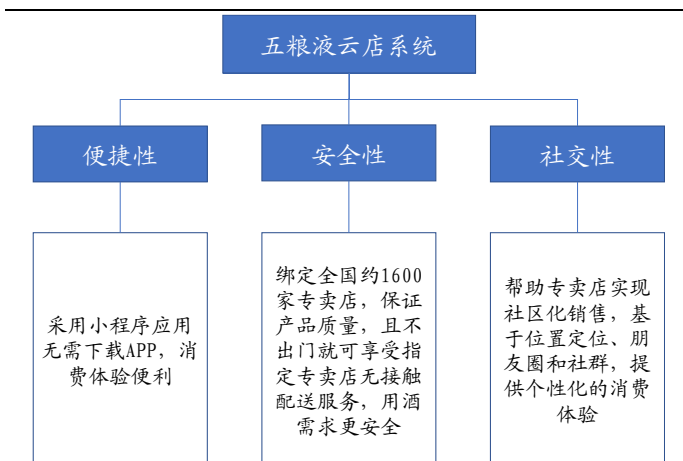
缩减传统渠道配额，与经销商合作开发团购客户。2020年6月五粮液召开品牌营销会议，会上提出，将根据渠道上精准的进销存数据，综合疫情对商家的影响程度，对现有传统商家计划量进行优化调整，减少4000吨传统经销配额；坚持“三不”原则，其中明确调整后传统商家不增量，调整计划量投放新零售和团购渠道，不再发展传统渠道客户。对传统配额的削减使得五粮液厂家在渠道管控上更加主动，一方面减轻经销商的配额压力，防止由于配额过量导致的甩货问题发生；另一方面，厂家给予有能力的经销商更多的选择，实现配额的合理调配。同时，959元的计划外配额价格提高了普五的市场平均批价，帮助厂家完成挺价工作，增厚企业利润。在与经销商合作开发团购客户的方式上，五粮液公司把大经销商转化成

团购运营服务商，有效转化经销商资源；依托战区配合经销商，直接由厂家负责经销商推荐的零散团购客户，既不占用传统渠道配额，还算入经销商团购配额。厂商协同合作，共同完成团购增长目标。五粮液团购工作从5月过会、6月架构，到7、8、9三个月重点投放，仅半年时间，团购占比由10%提升至20%，团购工作执行效果令人振奋。

2.3 疫情催生渠道创新和数字化赋能

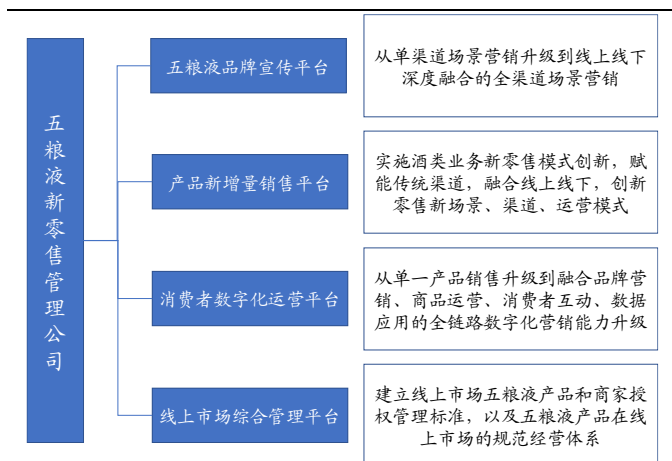
云店系统上线，打通全渠道链条。除了优化常年依赖经销商队伍的传统生态，头部酒企的渠道数字化推进也在逐步加速。2020年2月，公司与京东达成合作协议，启动全方位“白酒供应链数字化”服务合作项目，加快推进五粮液分仓网络体系建设，共同推进五粮液产品全链路供应服务模式升级。该项目旨在结合京东物流在全国的仓储服务，干线、支线配送运输网络、终端网点配送、到家服务的配送能力和全国供应链资源，为五粮液全国11个大仓、1000多家经销商、1600多家专卖店、10万个优质终端网点和消费者提供优质的五粮液产品物流“到店”“到家”服务。正是基于与京东的合作，在传统销售渠道因疫情受阻时，五粮云店平台于3月份正式上线，全国五粮液专卖店开启“云上服务”，提供线上线下一体化的营销互动、提供无接触式产品配送服务。五粮液的云店核心是让终端门店跟消费者建立直接联系，实现业务的在线化、简约化，以及线上和线下一体化。云店除了能够吸引消费者上线，实现消费者互动和产品销售外，还能通过后台数据的积累为今后实现进一步的精准营销打下基础。

图 18：五粮液云店系统三大特性



数据来源：信达证券研发中心

图 19：围绕新零售公司打造“垂直生态赋能平台”



数据来源：信达证券研发中心

成立新零售公司，促进线上线下融合发展。五粮液对新零售渠道的探索并未止于云店系统，在2020年一季度业绩说明会上，公司提及成立新零售管理公司的事项。5月末，五粮液新零售管理公司注册成立，7月正式落户成都，标志着五粮液向数字化转型纵深发展的前进。公司董事长曾从钦表示，五粮液新零售公司将致力于打造酒业第一家集品牌宣传平台、产品销售平台、消费者互动平台和线上市场管理平台为一体的“垂直生态赋能平台”。除了以互联网思维开展消费者运营外，五粮液新零售公司也将承担起五粮液线上供货源头的角色。未来所有五粮液核心单品“普五”的线上货源都将归拢到新零售公司去，五粮液将借此加强对渠道的管控力，降低电商平台对批价的干扰力。

区块链赋能，数字酒证带来数字化资产新体验。自2019年更新换代以来，第八代普五以其优异的酿造技艺和口感赢得消费者的广泛好评，终端价稳定在千元以上，品鉴和收藏价值得到进一步提升。在老酒市场火热的带动下，消费者对白酒的投资收藏需求愈发强烈。五粮液公司借此机遇，与新浪达成协议，启动“五粮液数字酒证”项目，借助数字化技术赋能，将

区块链数字通证与五粮液实物产品相锚定，探索集消费、投资、收藏、存储、赠礼于一体的数字化消费新增长，触达白酒爱好者和老酒收藏客群。在服务理念上，五粮液数字酒证以“减少投资环节成本和最大化增强流动性”为目标，为消费者提供“原厂直供、原厂仓储、原厂直送”服务，既解决了白酒行业传统数据库无法产生信任的难题，又帮助消费者更加享受品质好酒价值和未来增值。

2.4 升级系列酒产品线，打造超高端产品

清退 12 个品牌 577 款产品，进一步聚焦系列酒体系。2019 年，公司围绕“三性一度”（即确保五粮液及系列酒产品的纯正性，保持产品包装的一致性，增强产品的等级性，提高品牌的辨识度）的要求，提出“高仿产品坚决清退，中仿产品坚决整改”，清理了 42 个品牌、129 款高仿产品，构建五粮液“1+3”、系列酒“4+4”的品牌体系。2020 年，公司继续实施瘦身战略，清退 12 个品牌 577 款产品，进一步聚焦以五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄为主的“4+4”产品体系。

系列酒产品更新升级，提升品牌打造能力。2020 年，公司依次对五粮醇、五粮特曲、尖庄三大系列酒品牌进行了产品升级。在五粮醇和五粮特曲的升级换代上，浓香系列酒公司采取了较为一致的改变，一是产品品质升级，口感更为香醇；二是外包装更精致，且增加“一瓶一码”的数字防伪技术，在物流追踪、市场管控、产品溯源、品质保障方面给经销商带来更优质的服务。在营销策略上，浓香系列酒公司给予经销商品牌专属团队建设支持，实行专人专用、专费专用，从集中化到个体化，为经销商提供运营咨询和指导服务，为经销商运营保驾护航，实现厂商共赢。为了突出五粮特曲战略品牌的地位，五粮特曲将长期坚持单一产品线组合，而且不再额外开发支线产品。

图 20：五粮醇换代升级



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 21：尖庄品牌五款核心产品



资料来源：京东商城，信达证券研发中心

完善产品梯队，尖庄品牌焕发新活力。作为五粮液百年老品牌，尖庄于 2019 年换新亮相，在瓶标及瓶形上做了全新升级。2020 年，尖庄品牌全面上市五支核心产品，包括两支光瓶酒（大光、高光）、两支盒装酒（红优、精盒）和一支小酒（棕小庄）。浓香系列酒董事长邹涛表示，“除这五大产品外，尖庄不再开发其他支线产品，也不再开发条码，五粮液公司要用这五支产品构筑百元价格带的塔基。”尖庄产品作为五粮液百元价格带的战术尖刀，历时 6 年实现全国化渠道基本布局，终端网点超过了 24 万个，推行“小区域平台商”运营模式，营销管理向精细化迈进，2020 年实现销售收入增长 50% 的亮眼业绩。

经典五粮液迈入超高端产品序列，彰显品牌价值回归。随着产品线的理清，五粮液品牌的价值回归步入正轨。2019年，公司推出由五粮液501车间明清窖池酿造的超高端产品“五粮液501”，兼具限定车间、限定窖池和限定匠人三大特点，限量发售，通过产品独特性和稀缺性，将窖池龄和浓香型的基酒等级两个指标横向对比，引导消费者重新认知、建立以五粮液为代表的中国浓香型白酒的价值体系。但501产品存量稀缺，不具备消费量产条件，仅作为形象产品拔高五粮液品牌形象。2020年9月，经典五粮液面世，以上世纪60年代的五粮液为设计蓝本，外形沿用了五粮液标志性的“萝卜瓶”，不仅代表古典审美高峰，更像消费者传递着情怀认同感。此前，五粮液的产品体系围绕八代普五、1618、低度这些在千元价格带附近的产品基本成型，唯独缺少超高端量产产品。经典五粮液上市定价2899元/瓶，直接迈入超高端产品行列，卡位2000元以上价格带，直面当时茅台2700元左右的批价价格，有意在与茅台的对标中提升品牌力。经典五粮液的推出与公司高定市场氛围打造、意见领袖培育一脉相承，随着经典五粮液的发布，五粮液核心产品体系更趋完善，等级性和辨识度进一步提升，为消费者提供更加丰富、更高品质的选择。

图 22：五粮液酒瓶形状演变

第一代（1909-1935）
陶瓷瓶



第二代（1934-1958）
玻璃瓶



第三代（1959-1965）
手榴弹瓶



第四-五代（1966-1993）
萝卜瓶



第六代（1995-1998）
晶质圆通瓶



第七-八代（1998-至今）
晶质多棱瓶



**经典五粮液（2020）
萝卜瓶**



资料来源：信达证券研发中心

2.5 提升储酒能力，塑造时间价值体系

扩建 12 万吨产能，未来总体产能将突破 40 万吨。浓香型白酒的酿造工艺实行分段摘酒、按质分级、按级定价，按照国际酿酒大师赖高淮老先生的话讲，“窖池的年龄决定了其优级酒的出酒率。20 年以内的新窖一般产不出优级品好酒，20-50 年的可以产出 5-10% 的优级品好酒，50 年以上的才能产出 20-30% 的优级品好酒，百年以上老窖优级品率更高。”据公司报表披露，目前五粮液的产能在 20 万吨以上，优质酒出酒率为 10-15%。按照五粮液的规划，2017 年扩张的 10 万基酒产能建设于 2020 年完工，未来投产后将达到 30 万吨纯粮固态产能，按照 15% 上下的优质酒率，其中普五产能约有 4.5 万吨。2020 年 7 月，公司发布公告称，拟投资 12.68 亿元启动 12 万吨生态酿酒项目（一期），未来五粮液总体产能将突破 40 万吨，其中高档产品的产能或将突破 6 万吨，充分保障高端酒供应量，提供品质保证。

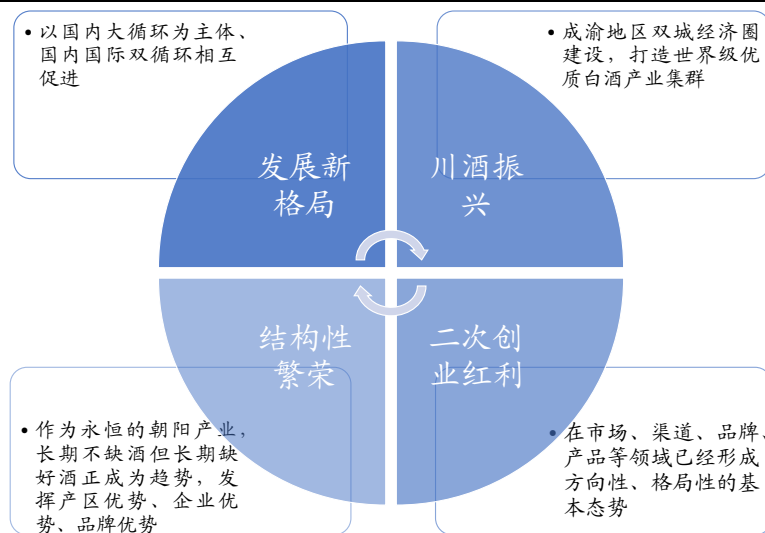
储酒能力不断提升，塑造时间价值体系。2017年起，公司规划将原酒储存三年后再包装投放市场，与茅台五年出酒类似，塑造时间价值体系。公司2017年启动的30万吨陶坛陈酿酒库一期已于2020年一季度完工竣工投产8万吨。2020年9月，公司17.26亿元的勾储酒库技改工程启动，将于2022年底建成酒库14栋，届时五粮液的储酒能力将进一步得到提升。在1218大会上，公司提出，“十四五”前期将确保原酒产能达到25万吨、原酒储存能力突破100万吨。在储酒能力不断提升的基础上，五粮液公司成品酒的产出可以有足够长的周期，也有助于公司产品时间价值的讲述。

3. 展望 2021：定调稳重求进，抓高质发展机遇

回顾 2020 年，五粮液的团购工作、数字化赋能等渠道改善收效明显，为疫情下顺利实现全年双位数增长目标做出重要贡献。通过对产品体系的清理与重塑，普五的价值重新被消费者接受认可，渠道顺价工作的完成也增强了经销商的信心，有助于厂商共建合作，共同推动挺价工作。

把握十四五开局四大机遇，夯实高质发展。2020 年 1218 大会上，集团董事长李曙光判断，“机遇大于挑战，‘十四五’将成为五粮液布局新一轮高质量发展的重要窗口期和战略机遇期。”从宏观政策看，五粮液将把握构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的机遇。从区域振兴看，五粮液将把握打造世界级优质白酒产业集群、川酒振兴的机遇。从行业发展看，五粮液将继续以提供优质好酒为重心把握白酒行业结构性繁荣的机遇。从自身优势看，五粮液将把握蓄势而发的二次创业红利释放的机遇。无论是过往的渠道清理，还是产品升级、品质提升，亦或是扩产扩建项目的实施，无疑都是五粮液追求高质量发展的体现。随着对机遇的把握，公司也将不断提高在高端市场的份额占比。

图 23：十四五开局四大机遇



资料来源：信达证券研发中心

基于稳中求进基调，实现“创新、转型、跨越”。2020 年，五粮液在五个方面实现稳步增长，表现为：产品价格稳步增长、渠道利润稳步增长、经营业绩稳步增长、品牌价值稳步增长、公司市值稳步增长。在高质量发展的目标引领下，五粮液接下来的一切部署和措施都围绕“稳”进行，发展总基调依然是“稳中求进”。在“稳”字基础上，公司提出“创新、转型、跨越”三大关键词，创新即技术创新，要将智能化引入酿造体系；转型即坚定不移的走数字化营销理念，扩大消费新增量；跨越即构建产业生态平台，做一流生产基地。我们认为，五粮液的整体规划体现了公司领导层对行业发展趋势的洞察力及把控力，是清晰且明确的，表明了公司发展的信心。

继续开展团购工作，在控货稳价基础上寻求挺价机会。2021 年公司将进一步健全团购体系，力争将团购占比由 20%进一步提升至 30%以上。据渠道反馈，2020 年受疫情影响，大部分团购客户还未进行拜访，面对 2021 年公司提出的团购占比提升目标，经销商有信心完成。提升团购占比一方面有利于增强公司对渠道的管控力，防止出现渠道混乱影响市场价格，另一方面也促进普五平均批价的上涨，为普五批价挺上千元价格带奠定基础。

4. 盈利预测和评级

4.1 盈利预测及假设

收入预测：我们预计五粮液 2020-2022 年的收入将分别达到 572.19 亿元、663.95 亿元和 772.44 亿元，分别同比增长 14.2%、17.0%和 15.4%。

表 1: 公司收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
酒类收入	收入-百万元	37752	46302	53021	61915	71199
	YOY	34.4%	22.7%	14.5%	16.8%	15.0%
	毛利率	77.6%	79.9%	80.3%	81.7%	82.8%
高价位酒	收入-百万元	30189	39670	44570	51969	60024
	YOY	41.1%	31.4%	12.4%	16.6%	15.5%
	毛利率	84.3%	84.6%	85.5%	87.0%	88.0%
中低价位酒	收入-百万元	7563	6631	8451	9946	11175
	YOY	12.9%	-12.3%	27.4%	17.7%	12.4%
	毛利率	50.8%	52.2%	53.0%	54.0%	55.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率预测：我们预计五粮液 2020-2022 年的毛利率将分别达到 75.0%、76.2%和 77.0%，分别同比上升 0.5pct、1.2pct 和 0.8pct。

费用率预测：我们预计五粮液 2020-2022 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 15.7%、15.4%和 15.2%，基本保持平稳。

净利润预测：我们预计五粮液 2020-2022 年的归母净利润将分别达到 198.99 亿元、238.97 亿元和 282.29 亿元，分别同比增长 14.3%、20.1%和 18.1%。

4.2 投资评级

表 2: 可比公司盈利及估值对比

2021/03/12	总市值 (亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E	19A		20E	21E	
贵州茅台	25,451	32.80	36.59	43.26	14.8%	61.76	55.38	46.84	3.16	28.64	26.18	22.64	
泸州老窖	3,086	3.17	3.98	4.85	23.7%	66.48	52.93	43.43	1.83	19.51	18.56	15.61	
山西汾酒	2,726	2.22	4.44	5.68	59.7%	140.63	70.38	55.11	0.92	22.95	15.83	13.07	
洋河股份	2,495	4.90	5.62	6.48	15.0%	33.80	29.46	25.54	1.70	10.79	10.41	9.22	
今世缘	561	1.16	1.24	1.55	15.5%	38.49	36.18	28.86	1.86	11.52	10.91	8.83	
古井贡酒	967	4.17	4.17	5.32	13.1%	46.10	46.04	36.06	2.76	9.28	8.90	7.42	
酒鬼酒	456	0.92	1.43	2.03	48.6%	152.11	97.91	68.91	1.42	30.13	25.24	17.98	
ST 舍得	224	1.51	1.60	2.00	14.9%	44.03	41.63	33.32	2.23	8.44	8.10	6.75	
平均					25.7%	72.92	53.74	42.26	1.99	17.66	15.52	12.69	
五粮液	10,265	4.48	5.13	6.16	17.2%	58.99	51.59	42.95	2.50	20.48	17.94	15.46	

数据来源: Wind, 信达证券研发中心

我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 5.13、6.16 和 7.27 元，对应 2021 年 3 月 12 日收盘价 (264.45 元/股) 市盈率 52/43/36 倍，首次给予“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济不确定风险

2021年，国外新冠疫情仍在持续，国际经济形势更加复杂，给白酒行业和白酒企业的发展带来了一定的风险。

行业竞争加剧风险

随着白酒行业集中度不断提升，主要名优酒企更加重视营销工作、加大招商力度、加强渠道建设等，白酒行业和白酒企业间竞争将更加激烈。

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	78,110	96,627	95,795	111,954	131,446
货币资金	48,960	63,239	60,381	73,513	90,162
应收票据	16,135	14,643	15,676	17,793	20,105
应收账款	127	134	141	165	169
预付账款	221	232	243	255	267
存货	11,795	13,680	14,492	15,310	15,599
其他	872	4,699	4,861	4,918	5,143
非流动资产	7,984	9,770	10,741	11,031	11,193
长期股权投资	919	1,022	1,772	1,872	1,972
固定资产(合计)	5,262	6,109	6,080	6,064	6,056
无形资产	413	410	420	415	410
其他	1,390	2,230	2,470	2,680	2,755
资产总计	86,094	106,397	106,536	122,985	142,638
流动负债	20,708	30,035	19,466	22,807	27,010
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	414	419	470	481	487
应付账款	3,152	3,258	3,408	3,631	3,900
其他	17,142	26,357	15,588	18,695	22,622
非流动负债	267	266	266	266	266
长期借款	0	0	0	0	0
其他	267	266	266	266	266
负债合计	20,975	30,301	19,732	23,073	27,276
少数股东权益	1,632	1,805	2,743	3,869	5,199
归属母公司股东权益	63,487	74,291	84,061	96,042	110,163
负债和股东权益	86,094	106,397	106,536	122,985	142,638

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	40,030	50,118	57,219	66,953	77,244
同比(%)	32.6%	25.2%	14.2%	17.0%	15.4%
归属母公司净利润	13,384	17,402	19,899	23,897	28,229
同比(%)	38.4%	30.0%	14.3%	20.1%	18.1%
毛利率(%)	73.8%	74.5%	75.0%	76.2%	77.0%
ROE%	21.1%	23.4%	23.7%	24.9%	25.6%
EPS(摊薄)(元)	3.45	4.48	5.13	6.16	7.27
P/E	14.76	29.67	51.58	42.96	36.36
P/B	3.11	6.95	12.21	10.69	9.32
EV/EBITDA	8.25	19.65	36.89	30.19	25.19

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	40,030	50,118	57,219	66,953	77,244
营业成本	10,487	12,802	14,297	15,966	17,793
营业税金及附加	5,908	6,984	7,839	9,173	10,582
销售费用	3,778	4,986	6,122	7,164	8,265
管理费用	2,340	2,655	2,861	3,147	3,476
研发费用	84	126	132	154	178
财务费用	-1,085	-1,431	-1,545	-1,674	-2,046
减值损失合计	11	-3	0	0	0
投资净收益	101	93	29	33	39
其他	90	161	172	201	232
营业利润	18,718	24,246	27,714	33,258	39,266
营业外收支	-112	-140	-115	-115	-115
利润总额	18,607	24,106	27,599	33,1	39,151
所得税	4,568	5,878	6,762	8,120	9,592
净利润	14,039	18,228	20,837	25,023	29,559
少数股东损益	654	826	938	1,126	1,330
归属母公司净利润	13,384	17,402	19,899	23,897	28,229
EBITDA	17,995	23,054	26,188	31,570	37,170
EPS(当年)(元)	3.45	4.48	5.13	6.16	7.27

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	12,317	23,112	8,549	25,639	31,216
净利润	14,039	18,228	20,837	25,023	29,559
折旧摊销	563	490	220	220	220
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-101	-93	-29	-33	-39
营运资金变动	-1,984	4,767	-12,595	315	1,360
其它	-200	-281	115	115	115
投资活动现金流	-332	-1,616	-1,206	-507	-366
资本支出	-376	-1,607	-445	-430	-330
长期投资	8	-10	-750	-100	-100
其他	36	0	-11	23	64
筹资活动现金流	-3,618	-7,252	-10,200	-12,000	-14,200
吸收投资	1,814	0	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或股息	-5,410	-7,252	-10,200	-12,000	-14,200
现金流净增加额	8,368	14,244	-2,858	13,132	16,649

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020年11月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。