

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

五粮液(000858)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

五粮液(000858.SZ): 复盘
2020, 深化改革, 价值回归
2021.3.14

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

秉持理性与自信, 巩固千元价格带

2021年07月26日

投资建议: 五粮液上半年稳扎稳打, 坚持渠道控货挺价, 产品结构有上移趋势, 全年有望释放利润弹性。

- **产品梳理完成, 有望结构提升, 释放利润弹性。** 面对千元价格带竞争, 五粮液保持理性和自信, 不断优化产品结构, 释放利润弹性。经典五粮液自去年9月上市以来, 经过近半年的商业模式探索, 进入全面布局阶段, 计划建立“1+N+2”网络布局, 聚焦高端圈层。2021年经典五粮液计划完成2000吨销售目标, 十四五规划实现万吨销量。五粮春上市25年来首次换代升级, 回归52度浓香经典度数, 实现正向奖励和开瓶反向触发、二次激励, 采用优中选优的招商总体原则, 同时实施市场配额制, 确保经销权稀缺性。2021年公司同步考核回款和动销, 增加吨酒均价作为重要考核指标, 引导营销片区逐步调整品牌和产品向中高价位聚焦, 逐步优化调整浓香系列的收入结构、利润水平, 提高利润率。
- **坚持控货挺价, 高质量实现团购目标。** 上半年, 公司对控货挺价的信心是坚定地, 分批多次发货, 保持渠道库存良性, 鼓励经销商按999元计划外价格打款, 促进团购工作推进。普五批价从年初的960-970元稳步提升至990-1000元, 接近千元价格带。三季度公司继续坚持控货挺价方针, 有望在中秋国庆旺季前保持批价上行趋势。自疫情下提出“零售损失团购补”以来, 公司格外重视团购工作, 2021年总部建立了团购部, 各个战区同时建立团购组织, 目前专门从事团购工作的团队接近300人。曙光书记带队拜访大企业、企业俱乐部, 通过总对总模式, 进行意见领袖培育。厂商共建共享, 合力推进团购圈层营销。2020年公司共建立了约6000家团购单位, 今年复购率达到90%。2021年, 公司目标实现团购销售占比30%, 上半年进度完成过半。
- **内延式提高名酒率, 外延式提高产能, 保障十四五增长需求。** “十四五”期间, 公司目标将3个省级工程中心、酒检中心升级为国家级, 通过工艺和管理的改进以及员工技能的提升在促进名酒率的提升。公司自2017年开始着手产能建设计划, 2020年7月, 12万吨生态酿酒项目(一期)启动, 预计“十四五”期间将新增12万吨原酒产能, 总产能将达到22-25万吨。我们预计至“十四五”末, 公司名酒率将提升至20%左右, 若产能达到22-25万吨, 预计能提供约4.5-5万吨高端白酒, 为公司收入的持续提升提供原酒保障。
- **公司高层换届, 大胆任用实干派与技术人。** 2021年7月21日晚间, 公司发布公告聘任邹涛先生为总经理、刘明先生为总工程师。年仅43岁的邹涛总自2017年“二次改革”以来, 肩负起浓香系列酒改革, 带领系列酒走过最困难的时期。其思路清晰、雷厉风行体现出年轻实干的魄力。拥有35年工龄的刘明从车间一线做起, 历任公司生产部部长、523车间主任, 技术经验丰富。此次五粮液公司的人员变动, 体现出公司对年轻人才及技术人员的大胆任用, 我们也相信公司经营改善能保持

持续性，坚定走好高质量发展路线。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 **2021-2023 年 EPS 分别为 6.27 元、7.51 元、8.85 元，维持对公司的“买入”评级。**
- **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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	50,118	57,321	67,811	78,891	91,123
增长率 YoY %	25.2%	14.4%	18.3%	16.3%	15.5%
归属母公司净利润 (百万元)	17,402	19,955	24,353	29,142	34,360
增长率 YoY%	30.0%	14.7%	22.0%	19.7%	17.9%
毛利率%	74.5%	74.2%	74.8%	75.4%	75.7%
净资产收益率ROE%	23.4%	23.3%	24.8%	25.6%	26.0%
EPS(摊薄)(元)	4.48	5.14	6.27	7.51	8.85
市盈率 P/E(倍)	29.67	56.77	43.23	36.12	30.64
市净率 P/B(倍)	6.95	13.22	10.70	9.26	7.98

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 07 月 23 日收盘价

目录

1. 坚定千元价格带自信，积极布局经典五粮液	4
2. 五粮春焕新上市，浓香坚持优化调整	6
3. 严控发货挺价格，加快团购工作推进	7
3.1 严控渠道库存，鼓励团购销售	7
3.2 继续走进大企业，高质量完成团购目标	7
4. 内外延相结合，提升高端酒产量	8
5. 高层选举换届，看好经营改善持续性	9
6. 盈利预测和评级	10
6.1 盈利预测及假设	10
6.2 投资评级	10
7. 风险提示	11

表目录

表 1: 公司收入预测	10
表 2: 可比公司盈利及估值对比	10

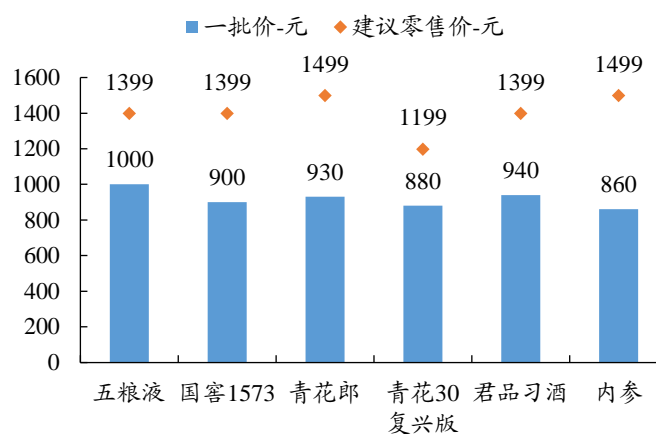
图目录

图 1: 千元价格带主要产品价格情况	4
图 2: 2020 年五粮液在千元价格带占主导地位	4
图 4: 经典五粮液“1+N+2”商业模式	5
图 5: 经典五粮液策略说明会顺利召开	5
图 6: 五粮春二代焕新上市	6
图 7: 2021 年上半年普五批价接近千元	7
图 8: 五粮液与同心俱乐部签约战略合作	7
图 9: 五粮液产能扩建历程	8

1. 坚定千元价格带自信，积极布局经典五粮液

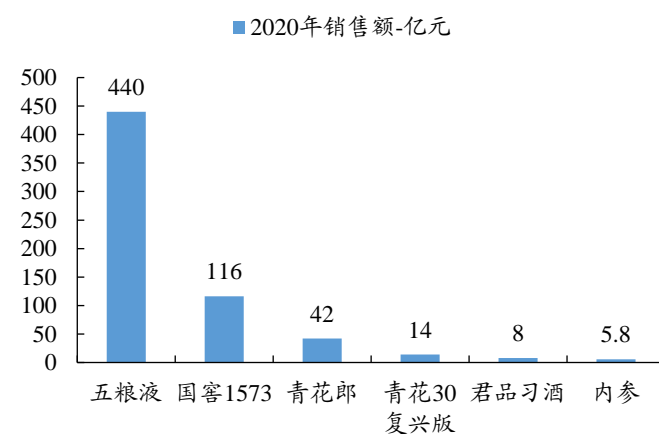
公司理性面对市场千元价格带产品涌现，通过体系建设坚定自信心。目前，市场上建议零售价格为 1399 元的白酒产品近十种，公司在股东大会上表示，千元价格带产品的涌现是一个正常的市场行为，与中产阶层的扩大和疫情后的经济复苏密不可分，市场扩容较快，自然也吸引各酒企加快对千元价格带的布局。当然，面对竞争者在千元价格带的冲击，五粮液对自己的主导地位具有足够的信心，其信心主要来自于以下几方面的体系建设：（1）**原粮体系**，公司战略性布局原粮基地，全国共 200 万亩，并且有数名院士作为顾问提供基数支持。（2）**产品体系**，公司已按照五粮液“1+3”、系列酒“4+4”对产品进行理顺。（3）**价格体系**，八代普五批价在控货挺价策略下稳定上行至千元附近，控盘分离模式下经销商、终端门店利润空间得到明显改善，渠道信心增强。（4）**营销体系**，传统渠道扁平化、厂商共建团购渠道，加快数字化赋能、线上线下融合发展等系列措施帮助企业构建起促进品牌势能释放的营销体系。（5）**激励体系**，经销商有一年一度 1218 大会的奖励机制，企业员工有薪酬改革和股权激励，股东能够拥有良好的回报，全方位激励到位。在良好的体系建设下，公司有信心发挥公司的生态优势、品牌优势、品质优势、文化优势、现金流优势，不断提高千元价格带的占有率。

图 1：千元价格带主要产品价格情况



数据来源：信达证券研发中心 注：2021 年 7 月情况。

图 2：2020 年五粮液在千元价格带占主导地位



数据来源：Wind，信达证券研发中心

注：国窖 1573、青花 30 复兴版、君品习酒为估算数据；五粮液、青花郎、内参为报表披露数据。

图 3：五粮液体系建设坚定信心



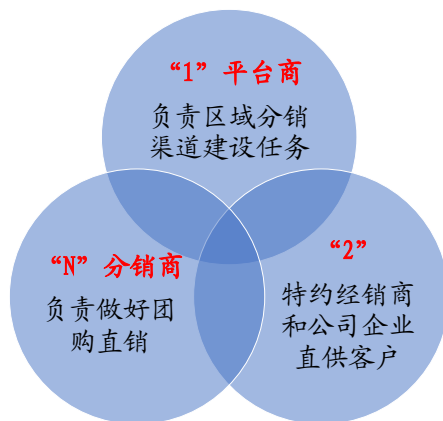
资料来源：信达证券研发中心

经典五粮液进入全面布局阶段，规格持续补充，产品结构升级趋势明显。经典五粮液是公司于2020年9月推出的超高端单品，布局2000元以上价格带。经过半年多的团购试销，市场对经典五粮液的反馈较好，公司已于2021年5月对试销阶段工作进行全面总结，6月在各战区布局进一步工作安排，主要包含三个方面：（1）渠道全面放开，21Q2之前，经典五粮液仅开放省会城市部分经销商，团购试销范围有限，目前已全部开放，正积极布局商家网络、终端及团购体系。（2）品鉴活动持续推进，在前期试销阶段的基础上，公司已建立起品鉴工作的标准，将通过尊享、VIP、日常三大品鉴活动，更加系统性的开展消费者培育工作。

（3）氛围营造系统化，公司围绕高端消费场景，如高档酒楼、宾馆，进行系统的安排和布局，营造良好的市场及终端氛围。经典五粮液总结出的商业模式，突出与消费者的积极互动，更加尊重消费者的价值观，让消费者更多地参与营销价值的创造中来，将为行业提供很好的借鉴。为了与全面工作部署相适应，经典五粮液10年已补充二两、半斤、三斤、五斤等规格，满足不同消费者需要，并且经典五粮液30年、50年的开发已接近完成状态，将进一步完善公司在超高端产品的价格布局及年份属性的表达。2021年公司目标销售经典五粮液2000吨，较2020年翻倍，且十四五规划做到万吨销售规模，进一步实现产品结构的升级。

建立“1+N+2”商业模式，聚焦高端圈层全面展开。2021年7月19日，以“穿越时空的经典”为主题的经典五粮液策略说明会在郑州成功举行。据微酒报道，在本次策略说明会上，公司针对经典五粮液的运营，提出将继续发挥数字化转型的优势，推进“1+N+2”商业模式，建立一体化的网络布局。其中，“1”指平台商，负责区域分销渠道建设任务，担当核心圈层消费培育标杆；“N”指分销商，负责做好团购直销；“2”指特约经销商和公司企业直供客户。接下来公司将依托数字化中台，对经典五粮液“1+N+2”全流程环节进行物流、信息流、品鉴资源、费用管理、团队人员的精细化管理和考核。我们认为，经典五粮液商业模式的铺开，将为即将到来的中秋国庆旺季打下坚实基础，是公司实现经典五粮液规划目标的明确路线。

图 4：经典五粮液“1+N+2”商业模式



资料来源：微酒，信达证券研发中心

图 5：经典五粮液策略说明会顺利召开



资料来源：微酒，信达证券研发中心

2. 五粮春焕新上市，浓香坚持优化调整

五粮春上市 25 年后首次升级，系列酒四大全国单品稳步梳理。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包装换新、品质升级，加入数字扫码系统。而五粮春此前为总经销产品，2020 年在重新梳理过程中基本没有销售。作为五粮液中高档战略单品之首，五粮春于今年 6 月在南京全新亮相，这是自 1996 年上市以来时隔 25 年的第一次换代。第二代五粮春升级了酒体度数，由原来的 50 度升级为 52 度，回归浓香经典度数。同时五粮春的基酒也获得了更长的坛储时间，口感更加细腻、丰满醇厚，产品更具竞争力。在外包装上，第二代五粮春设计元素上融入了“钟灵毓秀、内外兼修”的古典美学元素，焕然一新。同样借助“一瓶一码”，第二代五粮春实现正向奖励和开瓶反向触发、二次激励，精准触达目标群体，并通过多样化的积分兑换方式，赋予渠道及消费者更多权益。第二代五粮春上市后，五粮浓香公司确定了公开透明、平稳过渡、新老结合、优中选优的招商总体原则，同时实施市场配额制，确保经销权稀缺性。据云酒头条报道，五粮春未来 5 年计划不增量，配额基本不变，通过市场竞争让优质的商家增量，让违约销售、动销不畅的商家减量，促使商家更加珍惜配额，更加用心经营。配额计划将打破过去渠道库存“不可控”状态，通过互联网赋能、一物一码等手段了解零售终端进销存，确保价格刚性。

图 6：五粮春二代焕新上市

第一代 50度 建议零售价288元/瓶

第二代 52度 建议零售价358元/瓶



资料来源：京东商城，信达证券研发中心

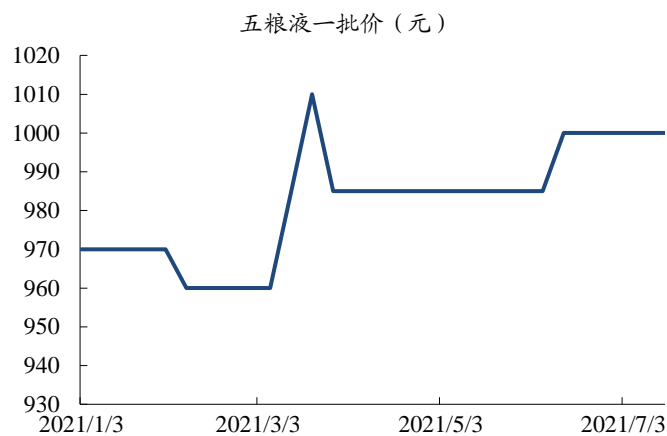
围绕“坚持”、“优化”、“调整”，浓香系列酒努力赢回尊严。自 2017 年曙光书记上任以来，对五粮液和系列酒提出“三性一度”的要求和“三个聚焦”的原则。近两年来，系列酒公司努力向自营品牌聚焦、向优势品牌聚焦、向中高价位产品聚焦，切实做强全国品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌，已经累计清退 189 个品牌，2260 款产品。浓香公司总经理邹涛在股东大会上用三个词概括总结了系列酒工作：**（1）坚持**，坚持战略方向，不能走回头路，也不能穿新鞋走老路。系列酒改革已度过了最困难的 2019 年，下一步要确保其实现高质量发展。**（2）优化**，优化战术动作，尤其是系列酒的价值回归和渠道价值链分配。主品牌是优中选优，系列品牌同样也是稀缺的优质酒，要规划好五粮春、五粮醇、五粮特曲、尖庄的市场投放量，凸显五粮浓香的价值感和稀缺感。在渠道上，通过后台一瓶一码数据，只补贴核心终端，通过费用杠杆撬动，引导商家聚焦打造核心终端，促进厂商协同，促进动销。**（3）调整**，调整内部考核。除了人员任用上坚持用数据说话，2021 年公司同步考核回款和动销，增加吨酒均价作为重要考核指标，引导营销片区逐步调整品牌和产品向中高价位聚焦，逐步优化调整浓香系列的收入结构、利润水平，提高利润率。

3. 严控发货挺价格，加快团购工作推进

3.1 严控渠道库存，鼓励团购销售

分批多次发货，控库存、挺价格。2020年，随着第八代普五上市及新型厂商关系的构建，五粮液成功实现了顺价，但批价迟迟未突破千元。2021年，公司的重要目标之一就是批价过千。自二季度以来，酒水市场进入淡季，五粮液开始实施控货挺价。据渠道反馈，目前五粮液对经销商发货呈现少量多次的状态，渠道库存保持在一个月以内，为挺价建立起良好的基础条件。同时，公司鼓励经销商按999元的计划外价格打款，与团购打款价格一致，促进经销商加快团购工作的开展。上半年，普五批价上涨近40元，主流市场批价接近千元，部分市场超过千元，挺价效果良好。

图 7：2021 年上半年普五批价接近千元



数据来源：信达证券研发中心

图 8：五粮液与同心俱乐部签约战略合作



资料来源：深圳商报，信达证券研发中心

3.2 继续走进大企业，高质量完成团购目标

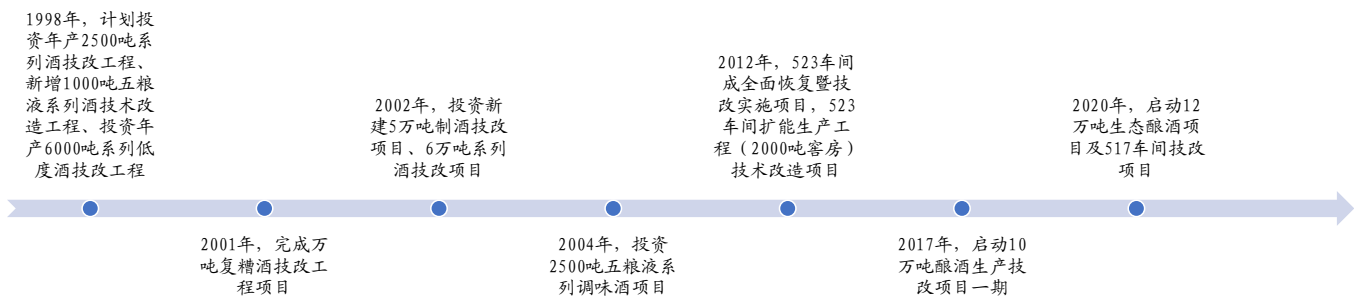
团购营销组织优化，向消费终端转型。受疫情影响，2020年公司提出了“零售损失团购补”的营销方针，正式开始了团购工作部署，仅用半年实现了团购占比20%左右，全年占比约10%。2021年，公司进一步对团购工作进行营销组织优化，总部建立了团购部，各个战区同时建立团购组织。据公司股东大会上介绍，目前五粮液专门从事团购工作的团队接近300人。公司对团购的定位不仅仅是一种销售渠道，而是做大需求的有效途径。过去，在大区制下，五粮液更多的是依靠大商资源，自身业务团队与消费者、终端距离很远，不利于与消费者的沟通交流。随着近年来“百城千家万店”工作的推进，五粮液完成了向终端的转型，团购工作也促进着五粮液向消费者传递公司的优势、品牌、文化，增强消费者的体验感。

企业团购复购率明显提升，继续开展走进大企业工作。2020年，曙光书记带队拜访了多家大型企业，建立起总对总的战略合作，抓住商务核心消费人群，抓住意见领袖。在厂商配合下，公司共建立了约6000家团购单位，2021年复购率达到90%。今年上半年，公司继续开展走进大企业工作，曙光书记先后与中企会企业家俱乐部主席马蔚华、深圳同心俱乐部主席陈红天等人进行会谈交流，有望借助各个企业家俱乐部平台，加强与成员企业交流互动、协同合作。2021年，公司目标实现团购销售占比30%，上半年进度完成过半。

4. 内外延相结合，提升高端酒产量

外延式产能提升，计划再造一个五粮液。据年报披露，截至2020年底，公司原酒产能约10万吨，成品酒产量约16万吨，其中五粮液产量约2.6万吨，浓香系列酒产量约13.3万吨。由于五粮液的产酒工艺为存放三年后勾兑包装再投向市场，产能提升及陶坛酒库的建设十分重要。公司自2017年开始着手产能建设计划，2020年7月，12万吨生态酿酒项目（一期）启动，预计“十四五”期间将新增12万吨原酒产能，总产能将达到22-25万吨。目前五粮液重大项目建设进展顺利，30万吨陶坛陈酿酒库一期竣工投产，新增8万吨原酒存储能力，有助于储酒年限的提升。在建的成品酒包装及智能仓储配送一体化项目主体建筑施工已完成，有利于销售的仓储物流和渠道管理。勾储酒库技改项目、酿酒专用粮工艺仓及磨粉自动化改造项目也在顺利进行中；酒体设计中心、企业技术中心以及厂前区规划改造工程全面启动。

图 9：五粮液产能扩建历程



资料来源：Wind，信达证券研发中心

内延式优酒率提升，加强工艺创新。浓香型白酒的酿造工艺实行分段摘酒、按质分级、按级定价，按酿酒大师赖高淮先生所说，“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。”除了扩产扩建提高产能，公司工艺和管理的改进以及员工技能的提升在促进名酒率的提升。“十四五”期间，公司目标将3个省级工程中心、酒检中心升级为国家级别。523车间投产时间不超过20年，但名酒率已经超过10%；501车间为明清窖池，虽然产量少，但名酒率从50%-60%提升到70%-80%左右，对公司未来的新增窖池老熟起到推动作用。我们预计至“十四五”末，公司名酒率将提升至20%左右，若产能达到22-25万吨，预计能提供约4.5-5万吨高端白酒，为公司收入的持续提升提供原酒保障。

5. 高层选举换届，看好经营改善持续性

邹涛带领浓香系列酒走过最困难时期，上任股份公司总经理。自 2017 年五粮液进入“二次改革”以来，邹涛总从政府体系调任至五粮液，作为股份公司常务副总经理，2019 年 7 月起兼任浓香系列酒公司董事长，大刀阔斧对系列酒进行改革，并大幅缩减开发产品条码。两年以来，浓香系列酒改革成效明显，四大全国性品牌全部焕新上市，并加入数字化扫码系统，经销队伍重新梳理改善，系列酒最困难的时期已经过去。在今年 6 月的股东大会上，年仅 43 岁的邹涛总思路清晰、雷厉风行。我们认为，邹涛总上任总经理职位后，有能力继续带领五粮液走上持续性改善、高质量发展道路。

35 年工龄的老技师刘明成为总工，坚定酿酒环节改革。2017 年曙光书记上任后，多次下车间调研，与奋斗在酿酒生产一线的酿酒老技师座谈，了解生产情况，听取建议，并谋划优化生产领导班子，随后调整 7 大生产车间主任职务，紧抓酿酒环节改革。1986 年就进入五粮液车间工作的刘明担任起生产部部长职务，并兼任全国酒厂最大的酿酒车间之一的 523 车间主任。此次人员调整，刘明上任五粮液总工，彰显公司对技术人员的大胆重用。我们认为，35 年的工作经验是刘明的优势，在经典五粮液产品序列补充之际，将更好的促进五粮液产品的品质提升。

6. 盈利预测和评级

6.1 盈利预测及假设

收入预测: 我们预计五粮液 2021-2023 年的收入将分别达到 678.1 亿元、788.9 亿元和 911.2 亿元, 分别同比增长 18.3%、16.3%和 15.5%。

表 1: 公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酒类收入	收入-百万元	46302	52424	62191	72428	83690
	YOY	22.7%	13.2%	18.6%	16.4%	15.6%
	毛利率	79.9%	80.3%	80.9%	81.4%	81.7%
五粮液产品	收入-百万元	38676	44061	52344	61054	70554
	YOY	/	13.9%	18.8%	16.6%	15.6%
	毛利率	84.7%	84.9%	85.5%	86.0%	86.2%
系列酒产品	收入-百万元	7626	8373	9847	11373	13136
	YOY	/	9.8%	17.6%	15.5%	15.5%
	毛利率	55.7%	55.7%	56.3%	56.8%	57.2%

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 2021-2023 年的毛利率将分别达到 74.8%、75.4%和 75.7%, 分别同比上升 0.6pct、0.6pct 和 0.3pct。

费用率预测: 我们预计五粮液 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 13.8%、13.1%和 12.5%。

净利润预测: 我们预计五粮液 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 243.5 亿元、291.4 亿元和 343.6 亿元, 分别同比增长 22.0%、19.7%和 17.9%。

6.2 投资评级

表 2: 可比公司盈利及估值对比

2021/07/23	总市值 (亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
		20A	21E	22E	2020-22	20A	21E	22E	20A		21E	22E	
贵州茅台	23,868	37.17	43.08	50.06	16.0%	51.11	44.11	37.95	2.36	24.36	21.49	18.71	
泸州老窖	3,171	4.10	5.16	6.42	25.1%	52.80	41.96	33.74	1.34	19.04	15.20	12.57	
山西汾酒	4,329	2.52	4.11	5.58	48.7%	140.57	86.23	63.57	1.31	30.94	21.95	17.06	
洋河股份	2,964	4.97	5.49	6.57	15.0%	39.61	35.80	29.94	1.99	14.05	12.18	10.59	
今世缘	661	1.25	1.55	1.91	23.6%	42.21	34.00	27.65	1.17	12.91	10.44	8.61	
古井贡酒	1,168	3.51	4.45	5.44	24.5%	62.99	49.69	40.63	1.66	11.35	9.39	8.06	
酒鬼酒	778	1.51	2.61	3.73	57.1%	158.30	91.92	64.16	1.12	42.61	26.29	19.38	
舍得酒业	779	1.73	3.90	5.49	78.1%	134.07	59.43	42.25	0.54	28.82	17.26	12.71	
平均					36.0%	85.21	55.39	42.49	1.44	23.01	16.78	13.46	
五粮液	10,527	5.14	6.27	7.51	20.8%	52.76	43.23	36.13	1.73	18.37	15.52	13.34	

数据来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 贵州茅台、洋河股份、今世缘、舍得酒业采用信达证券预测, 其他可比公司采用 Wind 一致预期。

我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 6.27 元、7.51 元、8.85 元, 对应 2021 年 7 月 23 日收盘价 (271.21 元/股) 市盈率 43/36/31 倍, 维持“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济不确定风险

2021年，新冠疫情仍在反复出现，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

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	96,627	102,356	119,290	139,439	163,151	
货币资金	63,239	68,210	84,205	102,020	122,946	
应收票据	14,643	18,568	18,578	20,533	22,469	
应收账款	134	41	93	108	125	
预付账款	232	247	290	311	332	
存货	13,680	13,228	14,025	14,356	15,155	
其他	4,699	2,061	2,099	2,111	2,124	
非流动资产	9,770	11,537	11,645	11,712	11,656	
长期股权投资	1,022	1,850	1,950	2,050	2,150	
固定资产	6,109	5,867	5,645	5,426	5,205	
无形资产	410	434	434	419	404	
其他	2,230	3,387	3,617	3,817	3,897	
资产总计	106,397	113,893	130,935	151,151	174,807	
流动负债	30,035	25,879	29,103	32,672	36,410	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	419	764	701	744	788	
应付账款	3,258	3,383	3,506	3,616	3,758	
其他	26,357	21,732	24,896	28,312	31,864	
非流动负债	266	256	256	256	256	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	266	256	256	256	256	
负债合计	30,301	26,135	29,359	32,928	36,666	
少数股东权益	1,805	2,052	3,200	4,573	6,192	
归属母公司	74,291	85,706	98,376	113,650	131,949	
负债和股东权益	106,397	113,893	130,935	151,151	174,807	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	50,118	57,321	67,811	78,891	91,123
同比	25.2%	14.4%	18.3%	16.3%	15.5%
归属母公司净利润	17,402	19,955	24,353	29,142	34,360
同比	30.0%	14.7%	22.0%	19.7%	17.9%
毛利率(%)	74.5%	74.2%	74.8%	75.4%	75.7%
ROE%	23.4%	23.3%	24.8%	25.6%	26.0%
EPS(摊薄)(元)	4.48	5.14	6.27	7.51	8.85
P/E	29.67	56.77	43.23	36.12	30.64
P/B	6.95	13.22	10.70	9.26	7.98
EV/EBITDA	19.65	40.01	30.02	24.72	20.58

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	50,118	57,321	67,811	78,891	91,123	
营业成本	12,80	14,812	17,064	19,407	22,126	
营业税金及附加	6,984	8,092	9,494	11,045	12,757	
销售费用	4,986	5,579	6,442	7,100	7,745	
管理费用	2,655	2,610	2,916	3,235	3,645	
研发费用	126	131	156	181	210	
财务费用	-1,431	-1,486	-1,905	-2,328	-2,812	
减值损失合	-3	-14	0	0	0	
投资净收益	93	94	102	118	137	
其他	161	165	183	213	246	
营业利润	24,24	27,826	33,930	40,582	47,834	
营业外收支	-140	-148	-155	-165	-180	
利润总额	24,10	27,678	33,775	40,417	47,654	
所得税	5,878	6,765	8,275	9,902	11,675	
净利润	18,22	20,913	25,500	30,515	35,979	
少数股东损	826	959	1,148	1,373	1,619	
归属母公司	17,40	19,955	24,353	29,142	34,360	
EBITDA	23,05	26,608	32,260	38,453	45,180	
EPS(当	4.48	5.14	6.27	7.51	8.85	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	23,112	14,698	28,359	32,327	37,515
净利润	18,22	20,913	25,500	30,515	35,979
折旧摊销	490	511	520	530	540
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-93	-94	-102	-118	-137
营运资金变	4,767	-6,315	2,285	1,235	952
其它	-281	-318	155	165	180
投资活动现金流	-1,616	-1,722	-563	-512	-388
资本支出	-1,607	-987	-485	-480	-395
长期投资	-10	-735	-100	-100	-100
其他	0	0	22	68	107
筹资活动现金流	-7,252	-9,213	-11,800	-14,000	-16,200
吸收投资	0	15	0	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或	-7,252	-9,228	-11,800	-14,000	-16,200
现金流净增加额	14,244	3,763	15,996	17,815	20,926

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副 总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副 总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总 监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@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。

评级说明

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。	

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。