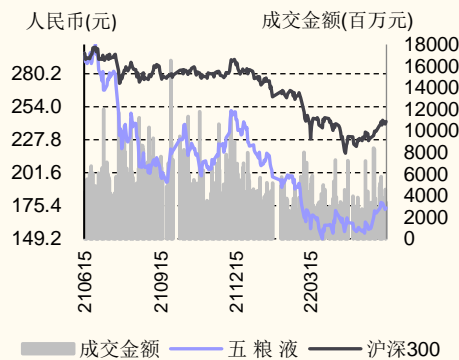


市场价格(人民币): 173.80元

目标价格(人民币): 215.72元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	38.82
已上市流通A股(亿股)	38.81
总市值(亿元)	6,746.23
年内股价最高最低(元)	303.38/149.18
沪深300指数	4222
深证成指	12024



## 相关报告

- 《小步慢跑，顺势而为-五粮液跟踪点评》，2022.5.30
- 《一季度业绩超预期，灵活调节收现政策打基础-五粮液21年报&2...》，2022.4.29
- 《21年圆满收官，估值修复具有空间-业绩预告点评》，2022.3.10
- 《22年定调稳中有进，高质量发展可期-五粮液1218经销商大会...》，2021.12.19
- 《21Q3 夯实渠道基础，重视长期高质量发展-五粮液三季报点评》，2021.10.30

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005  
liuchenqian@gjzq.com.cn

叶韬 联系人  
vetao@qiza.com.cn

## 拨云见日，浓香龙头如何乘风破浪？

## 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	57,321	66,209	75,067	85,690	97,047
营业收入增长率	14.4%	15.5%	13.4%	14.2%	13.3%
归母净利润(百万元)	19,955	23,377	26,938	31,012	35,499
归母净利润增长率	14.7%	17.2%	15.2%	15.1%	14.5%
摊薄每股收益(元)	5.14	6.02	6.94	7.99	9.15
每股经营性现金流净额	3.79	6.90	7.09	7.94	9.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.28%	23.60%	23.95%	24.24%	24.38%
P/E	56.77	36.97	25.04	21.75	19.00
P/B	13.22	8.72	6.00	5.27	4.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 近期，公司核心单品普五批价于千元价位承压引发市场对公司品牌力的担忧，本文从内因、外因两个维度出发，探讨浓香龙头如何乘风破浪。
- **观内因：渠道深化精细化管理，品牌力积淀无需过虑。**1) **渠道端**：公司渠道改革颇费周折，在14年回调期时推行“直分销模式”形成大商制架构。自17年起，公司加码渠道营销实质化改革，目前积极推进团购直销、新零售等渠道建设，渠道转型下精细化、扁平化仍有深耕空间。此外，公司灵活运用票据政策舒缓渠道现金流压力，提高年末经销商奖励覆盖面，积极维持良性的厂商关系。2) **产品端**：公司自01年起逐步清退子品牌，21年主品牌贡献酒类约80%营收。中长期看，渠道与产品优化相辅相成，我们看好公司价值的合理回归。
- **新周期下，消费端品牌、品质意识提升，名优酒企持续挤压式增长。**稀缺性是支撑高端酒品牌溢价的核心。对公司而言，2000年及之前的5次规模化扩建已经奠定了其在产业链中的高端地位，产区、古窖池等不可复制的排他性资源是品牌力的核心护城河。因此，我们认为无需过于悲观地看待公司的品牌力，凭借产业链突出地位公司可以充分享受千元价格带扩容红利。
- **从外因看，批价层面的提升往往是行业整体性行为。**目前白酒消费扰动主要源于消费场景受控及消费情绪疲惫，且终端囤货意愿较低，但高端酒消费中社交及面子消费属性赋予一定韧性，且公司普五流动性大单品地位突出。从近期端午表现来看，放量压力下普五批价仍维持约975元。我们认为阶段性需求扰动不改中长期消费升级下行业扩容的趋势，伴随公司渠道改革推进及激励制度的完善，我们预计中长期公司仍能维持双位数增速稳健增长。

## 投资建议

- 我们认为公司历史沉淀下的品牌优势仍突出，预计公司22-24年归母净利润同增15.2%/15.1%/14.5%，对应归母净利润为269/310/355亿元；EPS为6.94/7.99/9.15元，当前股价对应PE分别为25/22/19X。参考可比公司估值，给予公司23年27倍PE，对应目标价215.72元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 宏观经济下行风险、疫情持续反复风险、超高端单品培育不及预期、政策风险、食品安全风险。

## 内容目录

引言 .....	4
观内因：渠道深化精细化管理，品牌力积淀无需过虑 .....	4
渠道：回顾历史虽颇费周折，但精细化、扁平化导向未动摇 .....	5
产品：核心单品量价平衡，需求环比改善下批价向好无虞 .....	7
品牌：岁月沉淀的产物，破竹之势无需悲观 .....	10
探外因：短期需求阶段性扰动，静候品牌势能释放 .....	12
盈利预测与投资建议 .....	14
盈利预测 .....	14
估值及投资建议 .....	16
风险提示 .....	17

## 图表目录

图表 1：2008 年至今月度普五及国窖 1573 批价走势 .....	4
图表 2：2019 年至今周度普五及国窖 1573 批价走势 .....	4
图表 3：公司核心渠道打法变更历史梳理 .....	5
图表 4：重点白酒企业 2021 年经销商数量及规模 .....	6
图表 5：重点白酒企业 2021 年前 5 大客户销售占比 .....	6
图表 6：部分白酒企业 22Q1 应收款项规模（亿元） .....	6
图表 7：2009 年至今公司应收款项规模（亿元）及同比 .....	6
图表 8：2021 年五粮液主品牌星级经销商考核标准 .....	7
图表 9：2005~2021 年公司销售人员数量 .....	7
图表 10：2005~2021 年公司销售费用（亿元） .....	7
图表 11：五粮液历史核心产品策略 .....	8
图表 12：2014~2021 年公司酒类营收拆分（亿元） .....	8
图表 13：2012~2021 年公司酒类销量（吨） .....	8
图表 14：2019~2021 年公司主品牌量价拆分 .....	9
图表 15：2018 年至今普五价格策略梳理 .....	9
图表 16：2019 年至今飞天茅台批价走势 .....	10
图表 17：2022 年初至今茅台 1935 批价走势 .....	10
图表 18：历届全国评酒会上榜白酒品牌梳理 .....	10
图表 19：1989~2021 年白酒规上产量（万千升）及增速 .....	11
图表 20：2015~2021 年规上白酒行业收入/利润 CR5 .....	11
图表 21：公司建厂后前 5 次大型扩建详情 .....	11
图表 22：2008 年至今，高端白酒批价波动存在一定趋同性 .....	12
图表 23：2019 年至今社零总额（亿元）及同比增速 .....	12
图表 24：2019 年至今社零餐饮收入（亿元）及同比增速 .....	12
图表 25：2017 年至今 PMI（%） .....	13

图表 26: 2017 年至今固定资产投资完成额及增速 .....	13
图表 27: 2017 年至今商品房销售面积及增速 .....	13
图表 28: 2019 年至今 M2 规模 (万亿元) 及增速 .....	13
图表 29: 2014 年至今季度城镇居民可支配收入及增速 .....	14
图表 30: 2017 年至今月度 CPI 同比增速 (%) .....	14
图表 31: 公司分产品收入预测 (亿元) .....	15
图表 32: 2012~2021 年公司销售/管理费用率 .....	15
图表 33: 2012~2021 年公司归母净利及归母净利率 .....	15
图表 34: 2007 年至今公司月度 Forward PE .....	16
图表 35: 公司与贵州茅台、泸州老窖月度 Forward PE 比值 .....	16
图表 36: 可比公司盈利预测及估值 .....	17

## 引言

公司作为浓香白酒龙头，在行业周期里几经周折。自 21 年下半年起，公司核心单品八代普五批价保持在千元左右波动，市场不免担忧公司品牌力及未来的成长性。我们认为可以从内外部双维度视角理性地看待，即供给端的渠道打法、量价策略及外部的需求环境。从长维度看，公司基于产业链优势地位的品牌红利无需悲观，窖池、产区等不可复制的排他性资源是品牌力的核心护城河。鉴往知来，公司目前对于渠道打法更注重精细化、扁平化，产品策略也更慎重与聚焦，秉承良性发展思路下我们看好公司的发展前景。慎始敬终，静待需求环比改善下龙头起舞！

## 观内因：渠道深化精细化管理，品牌力积淀无需过虑

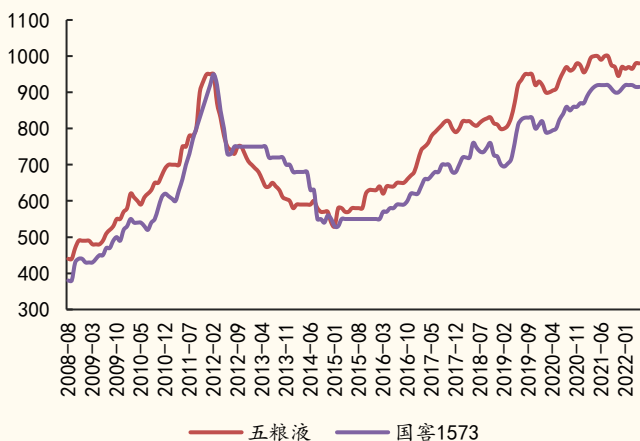
对于白酒特别是高端白酒而言，批价不光是品牌力的表征，其与出厂价差即渠道利润也是未来依托价增实现成长性的来源之一。回溯此轮景气度向上周期以来：

1) **从绝对值角度看**：自七代普五于 19 年下半年换代八代后，批价短期内维持在 950 元左右水平，后震荡回落；20 年中旬起行业景气度向上，在 21 年中旬达到高点，彼时批价短暂突破 1000 元，后持续震荡至今。

2) **从相对值角度看**：作为千元价格带的两大核心单品，普五与国窖价差在 19~20 年间维持约 100 元+，21 年起逐渐收缩至目前 50 元左右，基本上处于自 08 年以来两者价差的中枢。

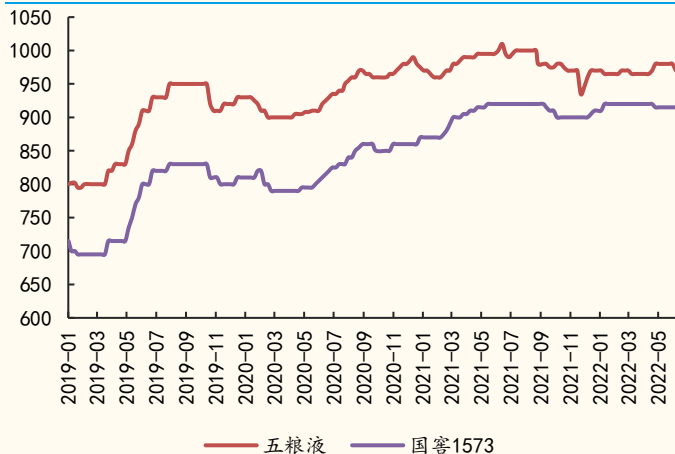
3) **从渠道价差角度看**：自八代普五上市以来，计划内 889 元出厂价虽未有变动，但计划外/团购价先后于 20 年 12 月提至 959 元、于 21 年 3 月提至 999 元。22 年起，团购价进一步提至 1089 元，且占比提升至 40%，折合加权出厂价为 969 元。因此，若不考虑部分核心大商票据贴现利润、年底优秀经销商奖励等，普五渠道价差自 21 年上半年约 100 元收窄至当前微利的情形。

图表 1：2008 年至今月度普五及国窖 1573 批价走势



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 5 月，单位为元/瓶）

图表 2：2019 年至今周度普五及国窖 1573 批价走势



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：数据截至 22 年 6 月 14 日，单位为元/瓶）

对于白酒特别是高端白酒而言，我们认为成长性的核心驱动要素包括渠道、产品、品牌力等。对于目前批价略有承压的现状，一方面我们认为与公司偏大商制下短期经销商与公司诉求有所偏颇有关，另一方面也与公司本身对渠道的量价策略相关。回归成长性，我们认为公司经岁月沉淀下形成的品牌力与产业链地位不容小觑，作为千元价格带翘楚有望享受绝大部分价格带扩容的红利。

**渠道：回顾历史虽颇费周折，但精细化、扁平化导向未动摇**

我们认为渠道打法虽无优劣之分，但需要与产品发展阶段、产品定位相契合。复盘公司的渠道历史：

1) 公司在 90 年代先后独创了“买断经营模式”及“OEM 授权贴牌模式”，主要是为了消化浓香型白酒酿造工艺中伴生的大量头曲、二曲等。短期公司借渠道推力的东风迅速提升规模，但大量价格带区隔并不明显的子品牌弱化了主品牌产品力。01 年消费税确定量价复合征收，同年公司亦开始清理子品牌。

2) 公司对于终端思想萌芽较早，于 95 年便在湖南长沙落地首家品牌专卖店，截至 21 年末专卖店数量已达 1545 家。同时，公司在渠道拓展上也多有涉足，例如在 07 年初涉团购渠道，次年建立“VIP 团购部”。此外，公司在 19 年筹建五商供应链公司，专门对接 KA 渠道。

**图表 3：公司核心渠道打法变更历史梳理**

年份	渠道打法
1994 年	“买断经营模式”，首个品牌“五粮醇”与福建邵武糖酒合作，次年销量 1670 吨。
1995 年	“专卖店模式”，首家专卖店落地湖南长沙，终端思想初现。
1996 年	“OEM 授权贴牌模式”，首个品牌为与新华联集团合作的“金六福”。
1999 年	确立“厂商一家、实现双赢”思路，推行“总经销模式”，由大经销商负责辖区内产品销售。
2005 年	成立 3 大品牌事业部（五粮液品牌事业部、买断品牌事业部、自销品牌事业部）。
2008 年	成立“VIP 团购部”，当年团购销量占比 15%。
2010 年	年末成立“华东营销中心”，后逐步建立其余 6 个营销中心（华北、华南、华中、西南、西北、东北）
2014 年	“直分销模式”，广东选择粤强酒业作为服务运营商，广西选择广西翠屏酒业作为服务运营商。
2015 年	重新设立五粮液品牌事务管理部，下设 5 个工作处和 7 大营销中心。
2017 年	推进“百城千县万店”工程，在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家核心销售终端。
2019 年	“营销战区模式”，主品牌划分 21 个营销战区、60 个营销基地；众筹成立五商供应链公司，对接 KA 渠道。

来源：公司公告，国金证券研究所整理

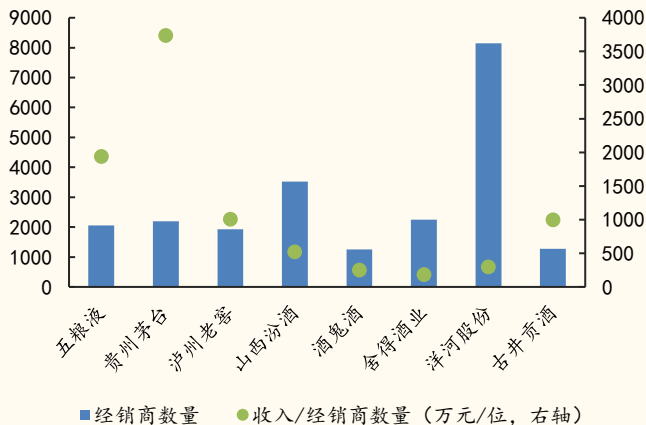
3) 扁平化虽持续推进，但大商制架构仍存。公司在 99 年确立了“厂商一家、实现双赢”思路，推行“总经销模式”。相对而言由经销商主导在以区域划分的销售单元内的销售活动，在千禧年左右相对处于系列酒导入期的公司而言，我们认为较为合时宜的渠道打法。

在 12 年行业回调之前，公司通过建立区域营销中心等方式推动渠道改革，逐步介入渠道精细化管理及扁平化。但面临行业回调时，公司采取了“直分销模式”作为过渡，主观地缩减了公司对于渠道的覆盖面。该模式下，公司在划定区域内指定一家大商作为代理，其余层级经销商不再直接与公司对接，例如彼时公司在广东地区选择粤强酒业作为服务运营商。

自 17 年起，公司加码渠道营销实质化改革，包括推进“百城千县万店”工程，导入“控盘分利”模式，并同步推动渠道数字化。进一步地，19 年公司推

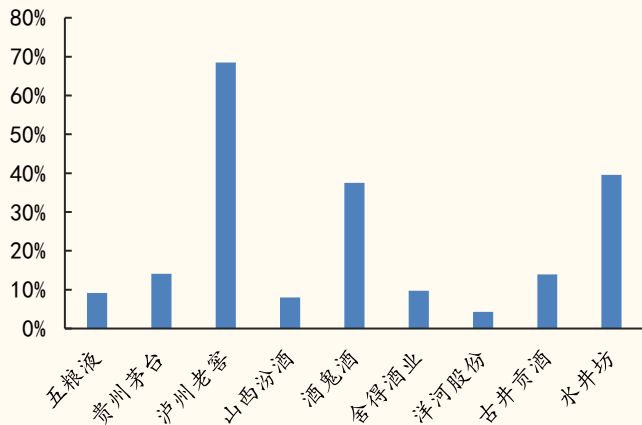
进“营销战区模式”，主品牌由7个营销中心划分为21个营销战区，下设60个营销基地，扁平化更进一步。从表观来看，截至21年末主品牌经销商数量为2054家（同比+93家），假设主品牌直销/经销占比与全口径下一致，单经销商体量接近2000万元，处于行业相对较高水平，因此整体渠道还是偏向大商架构。

图表4：重点白酒企业2021年经销商数量及规模



来源：公司公告，国金证券研究所（注：由于渠道模式差异，表观无法代表酒企所有经销商数量，五粮液收入为主品牌\*直销模式占比，酒鬼酒、古井贡酒为线下渠道，泸州老窖为传统渠道，其余酒企收入口径为批发代理渠道）

图表5：重点白酒企业2021年前5大客户销售占比

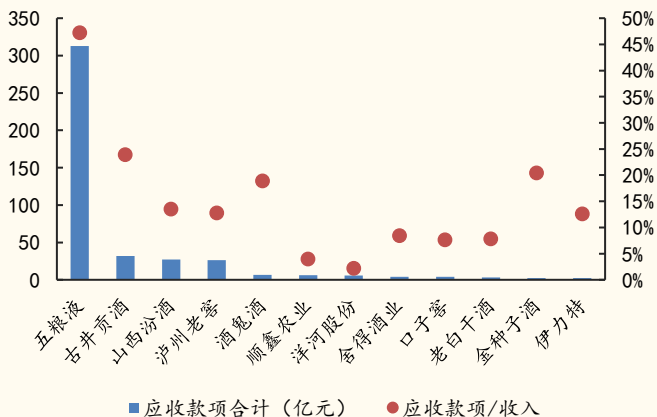


来源：公司公告，国金证券研究所（注：泸州老窖第一大客户销售额占比49.31%）

大商的优势在于对本区域销售通路、高端圈层资源的把握，在前期打开市场格局过程中卓有成效。但相对而言，经销商与公司在短期利益上往往会出现分歧，即经销商会相对更短视。对于以盈利为目标的商业组织，经销白酒的利润来源无非为毛利水平×周转次数。公司核心单品普五作为千元价格带的硬通货，终端价格近两年并未明显提升也具备一定性价比。因此C端更多为自然动销而非依靠渠道推力，占优的流通性部分削减了渠道对于单瓶毛利的刚性诉求。

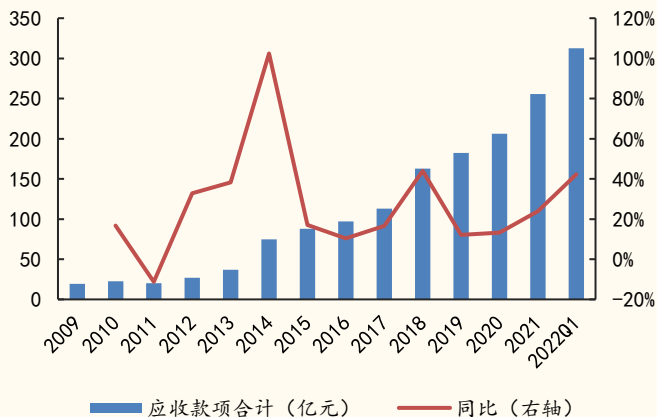
其次，公司对大商在票据打款、年底考核奖励等方面存在额外激励。例如在18年年初，为减轻渠道现金流压力，经销商完成全年40%~60%打款即可采用不同期限的免贴息银行承兑汇票，因此18Q1公司应收款项规模达173.5亿元（环比17年末+53.6%）。相类似地，对于22年合同，大商可选择以票据形式完成全年/半年打款，22Q1末应收款项规模环比21年末提升42.3%。

图表6：部分白酒企业22Q1应收款项规模（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：应收款项合计包括应收票据及账款、应收款项融资；应收款项为22Q1数据，取规模超1亿标的；收入取21全年值）

图表7：2009年至今公司应收款项规模（亿元）及同比



来源：公司公告，国金证券研究所（注：应收款项合计包括应收票据及账款、应收款项融资）

除票据政策外，公司在年度 1218 经销商大会中会根据渠道表现给予额外市场支持费用。例如 21 年经销商大会中市场支持费用总额达 8.2 亿元（同比+36.7%）；获奖经销商 2279 家（同比+38.2%），并在政策导向上强调“坚持新商、老商一视同仁，大商、小商一视同仁”，提高费用覆盖面。

当出于流动性考量时，短期内经销商会进行集中出货，从而导致渠道批价下滑乃至接近出厂价，压缩其他相对成本较高/团购等通路资源较少的经销商的利润空间。对于该类短视性行为，一方面酒厂在费用上更注重对于 C 端的培育投放，减少面对渠道的费用投放；另一方面对渠道加强监管，对扰乱渠道秩序的行为进行惩处。

图表 8：2021 年五粮液主品牌星级经销商考核标准

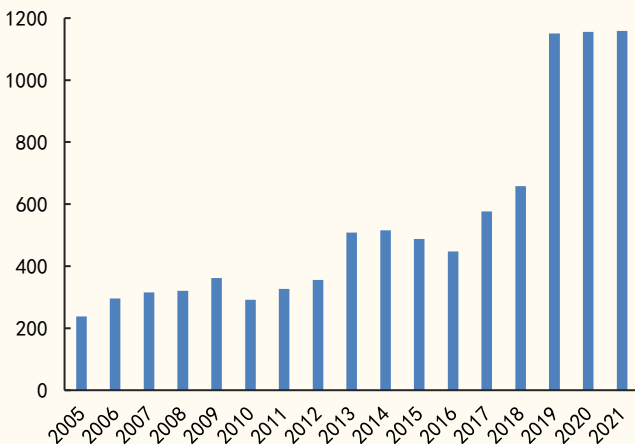
商家类型	考核权重			
	进货总额	增量份额	经典五粮液及高端五粮液产品进货额	营销过程
运营商	40%	30%	20%	10%
专卖店	40%	20%	20%	20%

来源：公司公告，国金证券研究所

此外，公司对渠道模式并未停止探索。对于 21 年入市的超高端单品经典五粮液，公司原采取“1+N+2”的渠道模式，其中公司直接对接平台商、特约经销商及企业直销客户，而 N 个分销商与平台商对接。目前公司对经典五粮液采取“一大一小一阵地”的培育模式，优选 144 家经销商采取配额制投放，集中于 5 个核心城市（北上广深+成都），相对而言扁平化程度明显提升。

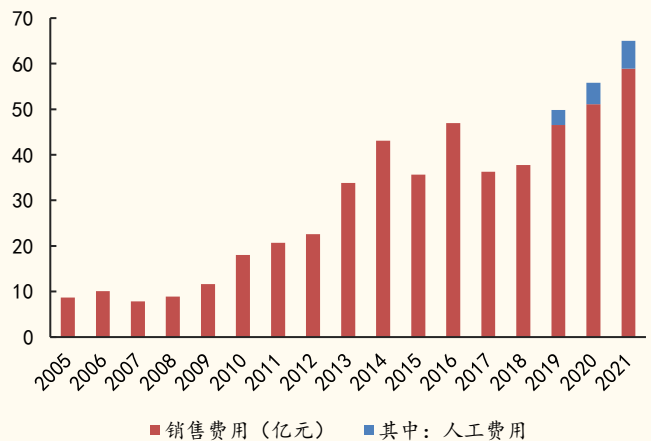
行胜于言，我们认为公司正持续优化渠道扁平化及精细化，中长期渠道改善可期。新任管理层落地后，近期对江苏等多地渠道进行走访，同时对于经销渠道与公司沟通间削弱了原大区、五品部的层级，可以看到公司对于渠道精细化的重视。从表观看，公司销售人员在 19 年大幅提升（同比+74.8%），19~21 年间基本保持平稳，但销售费用中人工费用提升明显（21 年较 19 年提升 84.3%，人均费用较 19 年提升 82.8%），激励提升也有利于渠道政策的落地。

图表 9：2005~2021 年公司销售人员数量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：2005~2021 年公司销售费用（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：销售费用中人工费用细项自 2019 年开始单独披露）

产品：核心单品量价平衡，需求环比改善下批价向好无虞

从产品架构而言，公司自 01 年开始清理冗余纷繁的子品牌，03 年提出“1+9+8”的产品矩阵。多年来公司持续地精简产品架构，目前主品牌形成“1+3”矩阵（即普五+ 501 为代表的窖池系列、经典为代表的年份系列、文创系列），系列酒聚焦 4 个全国性战略品牌（尖庄、五粮春、五粮醇、五粮特曲）。从表观看，21 年主品牌以 16.1% 的销量占比，实现了酒类 80.4% 的营收占比，虽占比同比下滑 1.6pct，但仍是公司业绩的中流砥柱。

在“1+3”矩阵下，虽有 501 五粮液、经典五粮液、五粮液 1618、低度五粮液及若干文创类产品（如生肖等），但放量核心仍为普五，市场也较为关注普五的量价策略。从表观看，抽象化下出厂价×供货量即税前营收，而对应终端消费力即为零售价×动销量，两者价差即为“控盘分利”下的广义渠道利润。

从抽象的消费力模型来看，静态视角下我们认为固定价格带（如普五零售价所处 1100 元左右价格带）消费力相对而言为一个定值。考虑到消费力=零售价×动销量，如果要在短期内提升动销量，零售价格表现往往会倾向于承压。若终端烟酒店为了维持利润率，动销会有所迟滞从而反映为库存提升，因此目前酒企普遍通过加大终端费用支持、消费者培育力度等促动销、补进度。

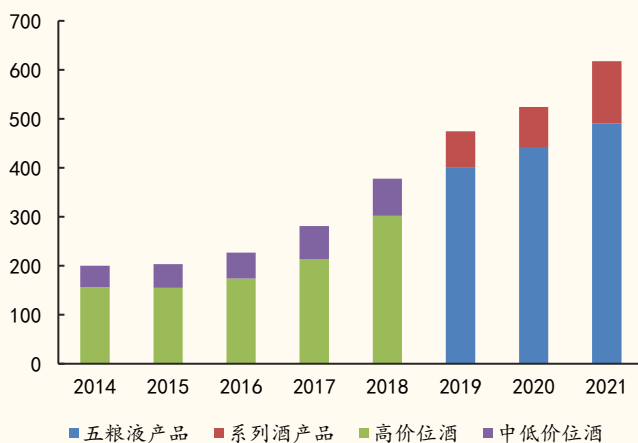
如果从动态的视角来看，我们认为中长期消费升级的趋势未变，普五所处于千元价格带仍会持续扩容，即消费力会呈现向上的走势。在这样的背景下，终端层面看可以加快动销（放量），但价格表现相对会较为平淡；也可以通过控制动销增速（控量），从而提升在价格层面的表现（挺价）。

图表 11：五粮液历史核心产品策略

年份	产品策略
2003 年	“1+9+8”矩阵，即普五+9 个全国性品牌+8 个区域性品牌
2014 年	“1+5+N”矩阵，即普五+5 个全国性品牌+N 个区域性品牌
2016 年	“1+3+5”矩阵，即普五+1618、交杯、低度+五粮春、五粮醇、特头曲、绵柔尖庄、六和液
2017 年	主品牌“1+3”，系列酒“4+4”
2019 年	主品牌“1+3”，系列酒聚焦 4 个全国性战略品牌

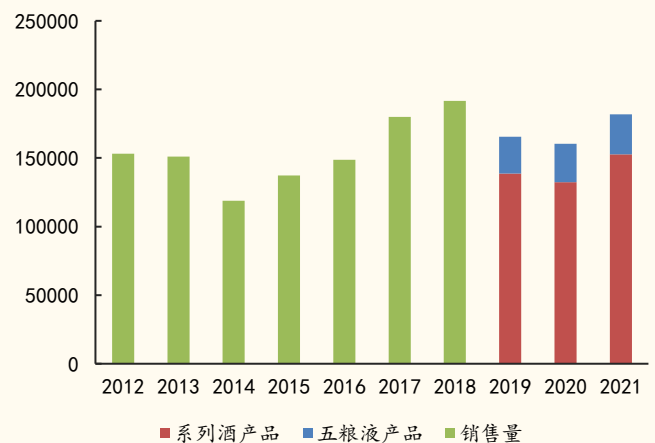
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：2014~2021 年公司酒类营收拆分（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：2019 年起公司开始以系列拆分营收）

图表 13：2012~2021 年公司酒类销量（吨）



来源：公司公告，国金证券研究所（注：2019 年起公司开始以系列拆分销量）

从公司层面看，19年八代普五上市后，20/21年主品牌量增5.3%/3.8%，价增4.3%/7.4%，整体延续了量价齐升的态势。从渠道端看，21年公司投放了约小双位数的20年打款配额，因此渠道端与表观量增有所错位。对于终端而言，经历近两年的疫情扰动及酱酒热降温，本身囤货意愿有所降低以规避经营风险。因此，渠道端投放量增大时，出于回款考量倾货下批价不断下探。

市场对普五批价的担忧，本质上是源于出厂价不断提升的同时批价并未同步上扬，担心渠道利润受挤压下会对渠道信心产生不利影响，同时制约公司通过“慢步小跑”方式提价实现价增的逻辑。我们认为端午前后公司放量下批价仍维持在970~975元的底线，虽较此前淡季980元+有所下滑，但是基本通过了压力测试。往后看今年在普五综合出厂价提至969元（较21年综合成本910~920元提升约5%）的背景下，放量压力相对较小，伴随需求端环比向好我们对后续普五批价走势亦乐观。

图表 14: 2019~2021 年公司主品牌量价拆分

主品牌	2019	2020	2021
收入 (亿元)	401.2	440.6	491.1
YOY		9.8%	11.5%
销量 (吨)	26728	28139	29203
YOY		5.3%	3.8%
吨价 (万元/吨)	150.1	156.6	168.2
YOY		4.3%	7.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 15: 2018 年至今普五价格策略梳理

年份	普五价格策略
2018 年	年初：出厂价提至 789 元 (+50 元)
2019 年	5 月：八代出厂价提至 889 元 (+100 元)
	8 月：八代零售价提至 1399 元 (+200 元)
2020 年	12 月：计划外/团购价提至 959 元
2021 年	3 月：计划外/团购价提至 999 元
2022 年	年初：出厂价提至 969 元（计划内：计划外=6:4，计划外提至 1089 元）
	3 月：零售价提至 1499 元 (+100 元)

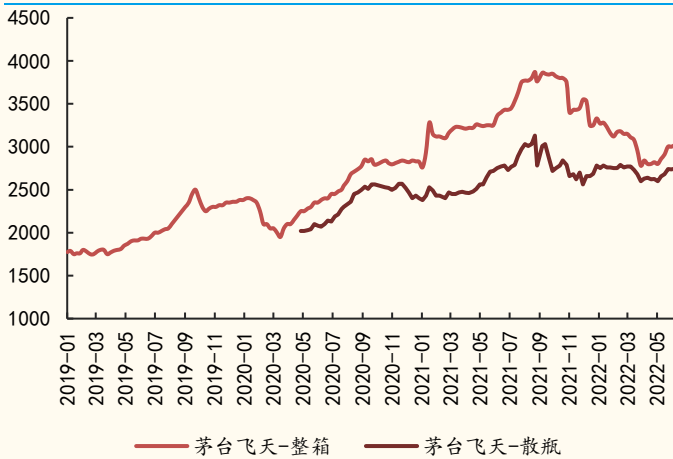
来源：公司公告，国金证券研究所

**积极探索第二增长曲线，超高端价位段培育新机。**我们认为公司目前对经典五粮液的培育，不仅有利于分化核心单品普五的放量压力，也有助于中长期开拓新的蓝海增长曲线，特别是对于规模性行业龙头。对比高端酒的茅台和老窖：茅台通过非标品放量+渠道直销化改革提振中长期增长中枢；老窖则瞄准华北、华东部分地区低度酒偏好对低度国窖进行放量，缓解高度国窖放量下的价格压力。

虽然公司系列酒在战略聚焦后建设如火如荼，与老窖的特曲系列如出一辙，但对于超高端价位（2000元左右）的布局重要性则更凸显。一方面因为在飞天批价提升至2500元+以后，目前1500元以上价位带仍处于蓝海市场，竞争格局相对更优。另一方面，对于高端酒而言品牌力的建设离不开对更高价位带前瞻性的培育，形成消费认知。相对应地，公司于21年上市经典五粮液布局该价位带，原采用“1+N+2”的渠道策略及“4+1+1”的产品策略，全年投放量约2000吨，其中预计实现动销1000多吨。

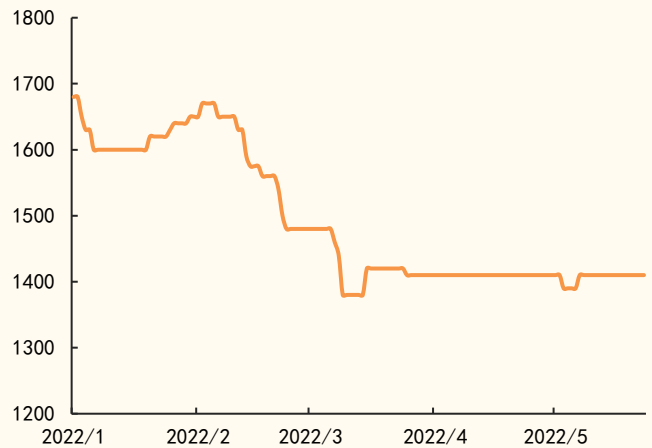
22年初，茅台推出新品茅台1935，零售指导价1188元，目前批价企稳约1400元；而当前经典五粮液批价约1600~1700元，终端成交价在2000元左右。我们认为头部品牌对于价格带培育的意义深远，一定程度上新的价格带形成会更依赖于酒企的主动营销，公司通过经典五粮液卡位战略意义明确。我们看好该价格带中长期培育后经典五粮液放量对于公司第二增长曲线的贡献，当前公司稳抓稳打地进行消费者培育亦走在明确的路线上。

图表 16: 2019 年至今飞天茅台批价走势



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 单位为元/瓶, 数据截至 22 年 6 月 14 日)

图表 17: 2022 年初至今茅台 1935 批价走势



来源: 今日酒价, 国金证券研究所 (注: 单位为元/瓶, 数据截至 22 年 6 月 14 日)

**品牌: 岁月沉淀的产物, 破竹之势无需悲观**

与快消品时常涌现网红单品不同, 白酒赛道对于品牌力的认知存在明显差异, 也就是所谓的高端酒品牌基因。我们认为这与白酒核心消费群体年龄结构相对上移、消费心理中面子消费、社交属性相关。整体而言, 白酒品牌力的形成是需要岁月的沉淀, 认可度的提升无法一蹴而就, 目前看名酒队列集中于上个世纪评酒会上脱颖而出的老四大、老八大等。

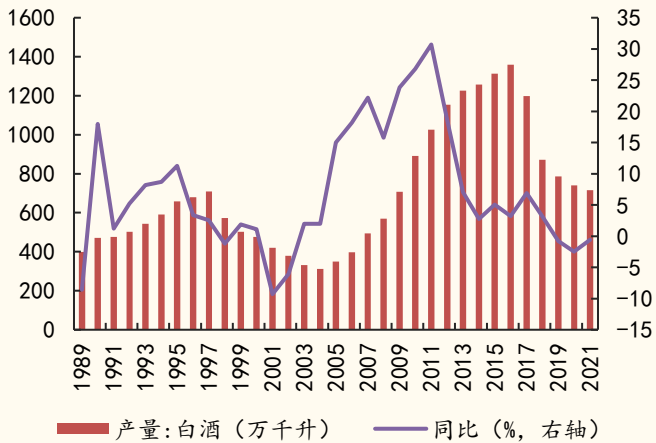
往后看, 在终端消费者品牌意识、品质意识崛起的背景下, 我们认为名优酒的格局基本已经锁定, 新进入者的壁垒较高, 这也和目前行业层面量缩价升、名优酒企挤压式增长的趋势相吻合。

图表 18: 历届全国评酒会上榜白酒品牌梳理

届次	时间	白酒上榜品牌
第一届	1952 年	茅台酒、汾酒、西凤酒、泸州老窖特曲
第二届	1963 年	<b>五粮液</b> 、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
第三届	1979 年	茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、剑南春、古井贡酒、洋河大曲酒、董酒、泸州老窖特曲酒
第四届	1984 年	茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989 年	茅台酒、汾酒、 <b>五粮液</b> 、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

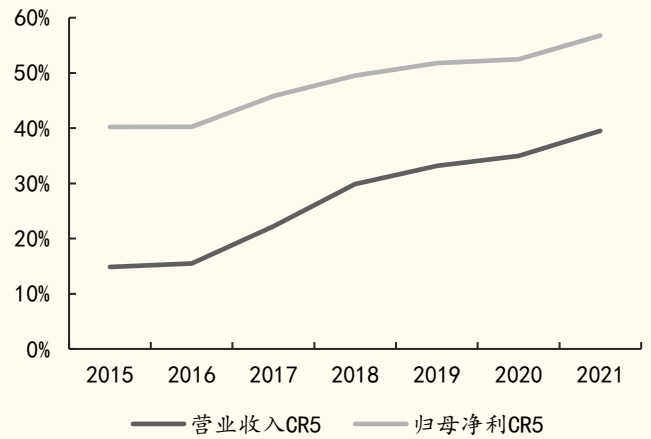
来源: 中国食品工业协会, 国金证券研究所

图表 19: 1989~2021 年白酒规上产量 (万千升) 及增速



来源: 国家统计局, 国金证券研究所 (注: 产量及增速采用实际披露口径)

图表 20: 2015~2021 年规上白酒行业收入/利润 CR5



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 计算方式为上市酒企 Top 5 营收、归母净利润 ÷ 行业规模以上营收、利润)

对于高端白酒而言, 稀缺性是支撑品牌力溢价的核心, 例如茅台的工艺、产区等独一无二的概念深入人心, 从而支撑其产品高溢价。对于公司而言, 我们认为在建厂后的 5 次大型扩建已经奠定了其在产业链中的高端地位。具体而言, 对于浓香型白酒, 优质酒率与窖池的年限呈较高相关性, 且相关性曲线呈指数性而非线性, 因此行业资本无法通过短期投入获取可观的优质酒产能。

目前公司在千禧年及之前扩建形成的窖池年限基本超 20 年, 对应的优质浓香型白酒产能为公司高端酒定位形成支撑。以公司超高端单品 501 五粮液为例, 501 指代公司的 501 车间, 距今窖龄超 600 年, 限定属性驱动其稀缺性。

整体而言, 我们认为无需悲观看待公司未来成长性, 当前公司于产业链中的优势地位被较为低估, 未来公司可以充分享受千元价格带扩容红利, 且尚处培育期的超高端价位带通过提前占位中长期有望贡献增量。

图表 21: 公司建厂后前 5 次大型扩建详情

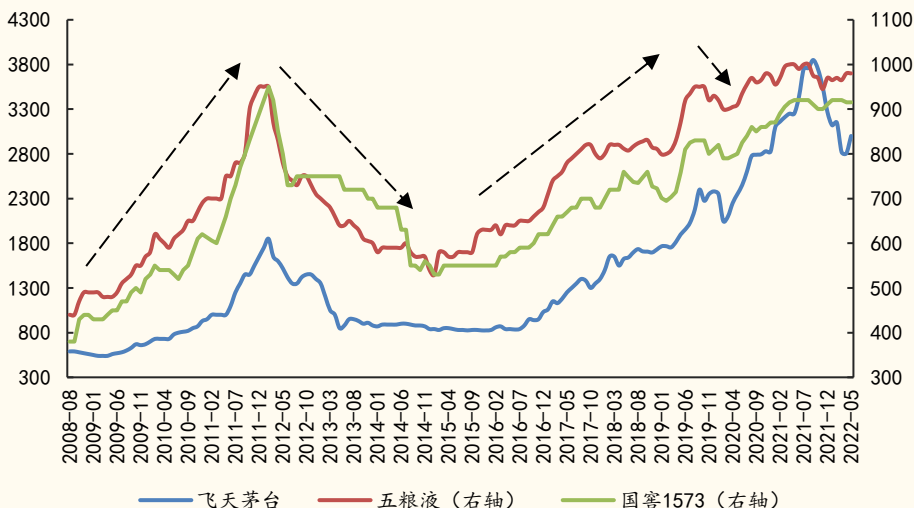
年份	扩产详情
1958 年	建成金沙江南岸的“跃进区”, 使全厂产酒能力达到 1141 吨
1979 年	在岷江北岸修建新的生产区, 占地 9.96 万平方米, 产酒能力达到 4440 吨
1986 年	在江北主厂区新建占地 22.8 万平方米的 3000 吨车间, 全厂总产量达到 1 万吨
1992~1994 年	投资 8 亿元完成 8 项建设, 面积达 20 万平方米。建成了横卧酒圣山下的两幢排列着 6000 口窖池的世界最大酿酒车间, 全厂产酒能力达到 9 万多吨
2000 年	建成了 1 个 4 万吨的酿酒车间

来源: 公司官网, 国金证券研究所

### 探外因：短期需求阶段性扰动，静候品牌势能释放

复盘历史，批价层面的提升往往是行业整体性行为，即与行业景气度存在一定相关性。具体而言，在12年前一轮行业景气度上行时期，飞天/普五/国窖批价自09年初至12年初提升约200%/+90%/+110%+；在12年后行业景气度下行时期，15年初飞天/普五/国窖批价自12年初下滑约50%/+40%/+40%+。相似的情形在15~19H1的上行期，20Q1的下行期，20Q2~21Q3的上行期内亦出现。

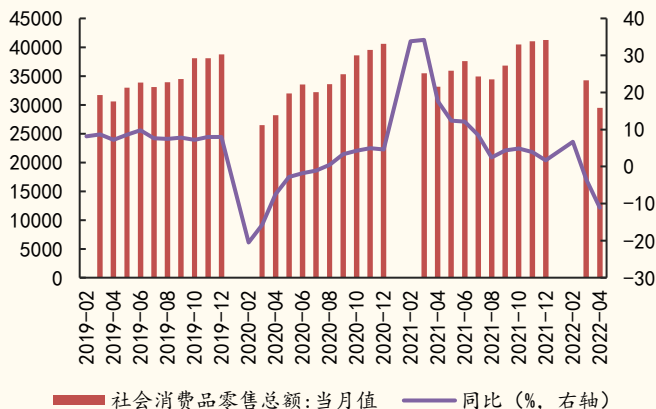
图表 22：2008 年至今，高端白酒批价波动存在一定趋同性



来源：今日酒价，国金证券研究所（注：频率为月度，数据截至22年5月）

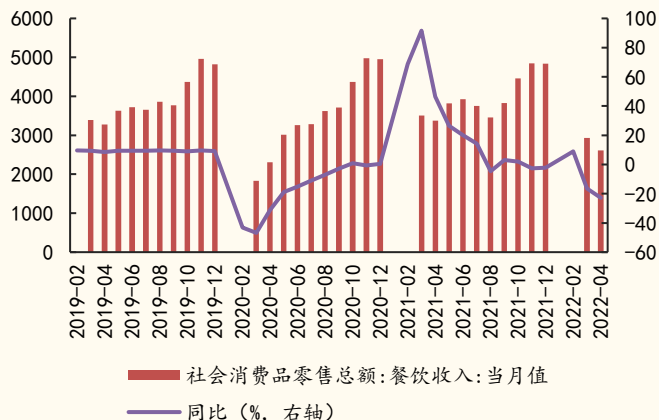
对于公司而言，主品牌产品涵盖次高及以上价位带，消费场景以个人/商务聚饮为主，亦存在部分宴席需求。目前白酒消费相对疲态主要与消费场景及消费情绪相关，其中：1) 消费场景约束偏“刚性”，在后疫情时期堂食场景封控偏点状+阶段性，这对于公司在区域间节奏把控有更高要求。2) 对于消费情绪我们认为偏“感性”，与宏观经济预期、商业活动景气度等息息相关。整体而言，餐饮消费在3~4月阶段性承压，我们预计酒类动销影响在双位数以上。但从端午反馈来看，环比改善趋势明朗，多地酒店宴席预约情况恢复较好。

图表 23：2019 年至今社零总额（亿元）及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至22年4月）

图表 24：2019 年至今社零餐饮收入（亿元）及同比增速

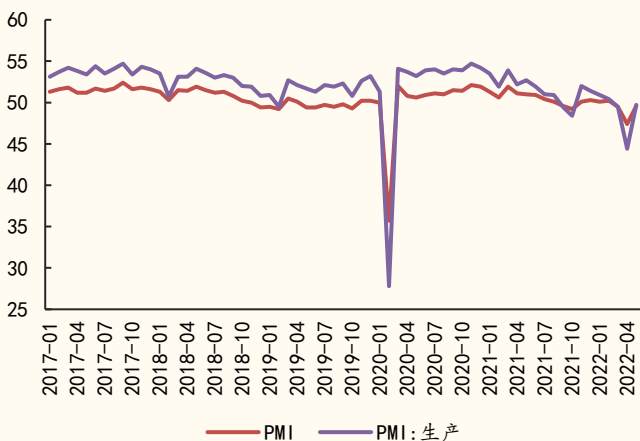


来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至22年4月）

自三公消费受限后，虽白酒消费结构中政务消费由个人消费替代，但相对而言对于普五等千元价格带及以上的高端酒，需求层面上商务宴请的占比会更强，且具备较高的送礼、收藏/投资需求。在 03~12 年的白酒行业景气度向上时期，固定资产投资增速均保持在 20% 以上，增速中枢约 26%，投资带动白酒需求向好。

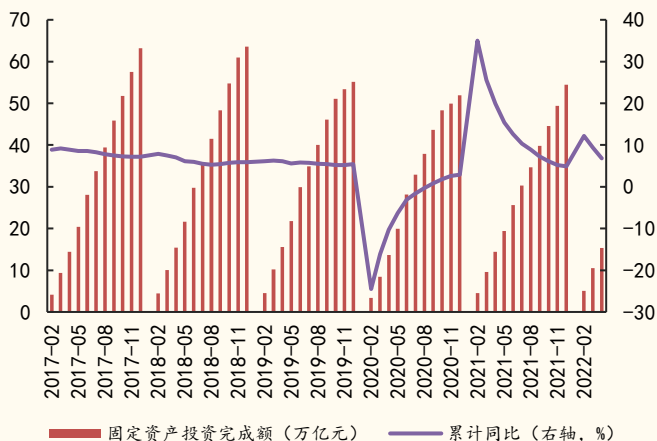
从 21 年下半年起，地产端承压明显。22 年截至 4 月商品房销售面积累计同比 -20.9%，且销售端承压对上下游均会产生扰动。但从货币环境来看，22 年 5 月新增社融 2.79 万亿元，虽结构仍有待改善，但规模超市场预期，且 M2 增速回升 0.6pct 至 11.1%，整体环境较为宽松。

图表 25: 2017 年至今 PMI (%)



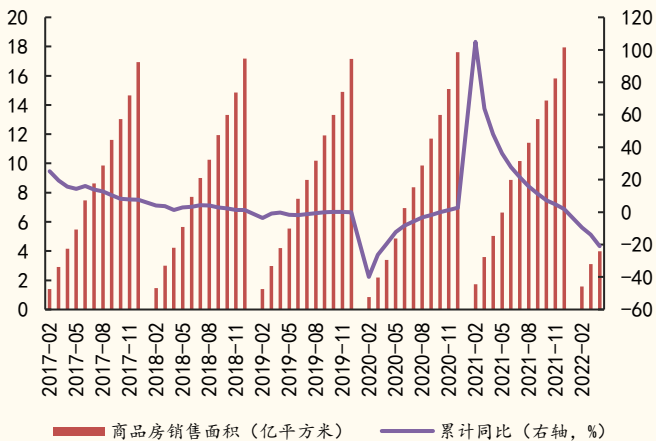
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 5 月)

图表 26: 2017 年至今固定资产投资完成额及增速



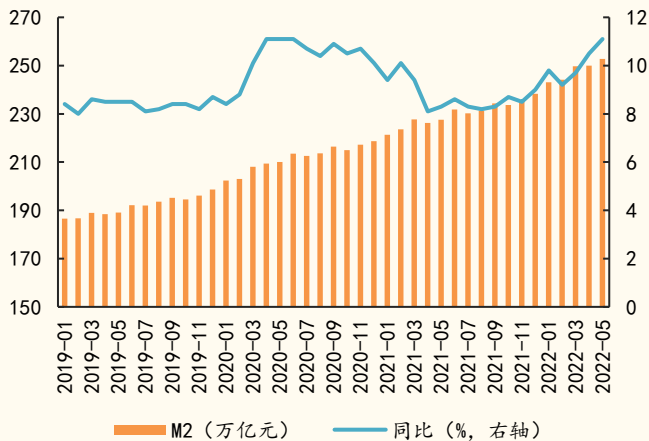
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 4 月)

图表 27: 2017 年至今商品房销售面积及增速



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 4 月)

图表 28: 2019 年至今 M2 规模 (万亿元) 及增速

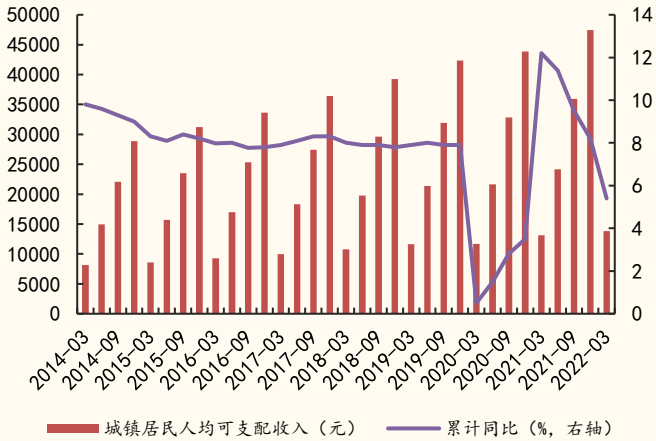


来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 5 月)

宏观经济及商业景气度承压，也会传导至消费者端的消费意愿，但我们认为并不会出现市场所担忧的规模性消费降级，因为本质上白酒消费具备面子消费+社交属性。以公司核心单品普五为例，透明度较高的价格体系常被作为“锚”，在个人/商务宴请中代表了千元左右的招待规格。但白酒消费承压会影响终端烟酒店及团购型客户的囤货意愿，一来对存货向上升值的预期并不高，二来对流动性诉求会更高。

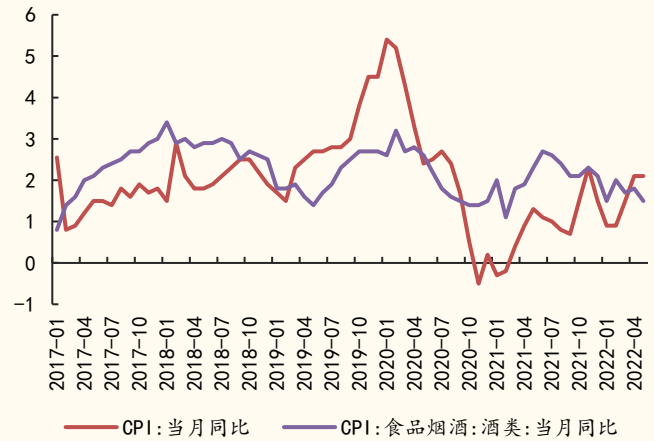
渠道及终端的库存作为酒企的蓄水池，波动常被视为白酒的短周期。12 年行业回调期中，酒企挤压渠道库存带来短周期与长周期共振，加剧了公司在板块回调期的深度及恢复的速度。因此近年来渠道库存水平相对降低，可持续发展理念更深入。伴随中长期居民收入水平持续提升，及高净值人群的持续扩容，我们认为消费升级下行业扩容仍未结束，建议静候需求恢复叠加库存周期共振时品牌势能的加速释放。

图表 29: 2014 年至今季度城镇居民人均可支配收入及增速



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年一季度)

图表 30: 2017 年至今月度 CPI 同比增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 22 年 5 月)

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

#### 收入拆分及预测

对于五粮液主品牌而言，22 年初普五按照计划内 899 元与计划外团购 1089 元 6:4 统一签订合同，加权出厂价为 969 元，较 21 年约 910~920 元的综合成本提升 5%左右；其余产品如经典五粮液在渠道模式变更后出厂价由 1399 元提升至 1599 元 (+14.3%)。整体而言我们预计 22 年五粮液产品价增 5.0%，量增 4.5%；23~24 年考虑结构提升下价增 4.0%，23 年普五/经典五粮液渠道理顺后或有放量，预计量增 7.5%，24 年预计量增回落至 6.0%。价增逻辑下，我们预计 22~24 年毛利率分别为 86.3%/86.5%/86.7%。

对于系列酒产品而言，目前公司聚焦尖庄、五粮春、五粮醇、五粮特曲四大品牌，考虑到公司在量的规划上以“打造产品稀缺感”为指引，控制产品投放量，我们预计 22~24 年量增分别为 12%/10%/10%；价增主要依托结构升级，预计 22~24 年分别为 15%/12%/12%。价增逻辑下，我们预计 22~24 年毛利率分别为 61%/62%/63%。

整体而言，我们认为行业结构性增长的态势仍将延续，中长期看消费力提升推动高端白酒市场扩容，因此公司维持双位数增长具备较高的确定性。我们预计 22~24 年营收分别同增 13.4%/14.2%/13.3%，在价增逻辑下预计毛利率分别为 75.8%/75.9%/76.0%。

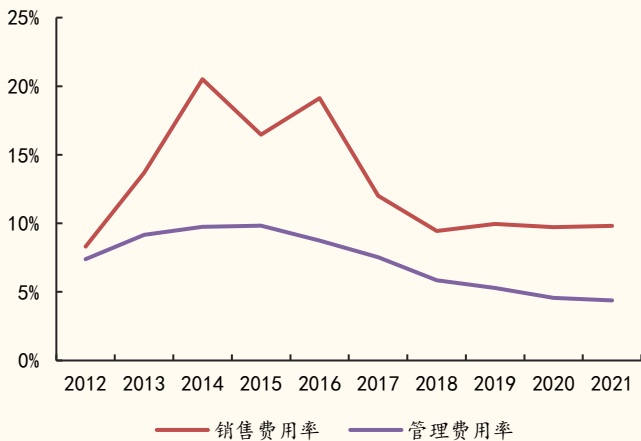
费用层面，18~21 年销售费用率在 9.7%上下波动，构成中主要为形象宣传费及促销费；管理费用率则自 18 年的 5.8%降至 21 年的 4.4%。考虑到新品逐渐动销后培育费用缩减及规模效应，我们预计 22~24 年销售费用率分别为 9.7%/9.6%/9.4%，管理费用率分别为 4.3%/4.2%/4.1%。

图表 31: 公司分产品收入预测 (亿元)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (亿元)	573.2	662.1	750.7	856.9	970.5
yoy	14.4%	15.5%	13.4%	14.2%	13.3%
毛利率	74.2%	75.4%	75.8%	75.9%	76.0%
<b>(1) 五粮液产品</b>					
营业收入 (亿元)	440.6	491.1	538.9	602.5	664.2
yoy	13.9%	11.5%	9.7%	11.8%	10.2%
毛利率	84.9%	85.6%	86.3%	86.5%	86.7%
销量 (万吨)	2.8	2.9	3.1	3.3	3.5
yoy	5%	4%	5%	8%	6%
吨价 (万元/吨)	157	168	177	184	191
yoy	8%	7%	5%	4%	4%
<b>(2) 系列酒产品</b>					
营业收入 (亿元)	83.7	126.2	162.5	200.3	246.7
yoy	9.8%	50.7%	28.8%	23.2%	23.2%
毛利率	55.7%	59.7%	61.0%	62.0%	63.0%
销量 (万吨)	13.2	15.3	17.1	18.8	20.7
yoy	-5%	15%	12%	10%	10%
吨价 (万元/吨)	6	8	10	11	12
yoy	15%	31%	15%	12%	12%
<b>(3) 其他</b>					
营业收入 (亿元)	48.9	44.8	49.2	54.2	59.6
yoy	28.1%	-8.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	8.5%	7.2%	9.5%	10.0%	11.0%

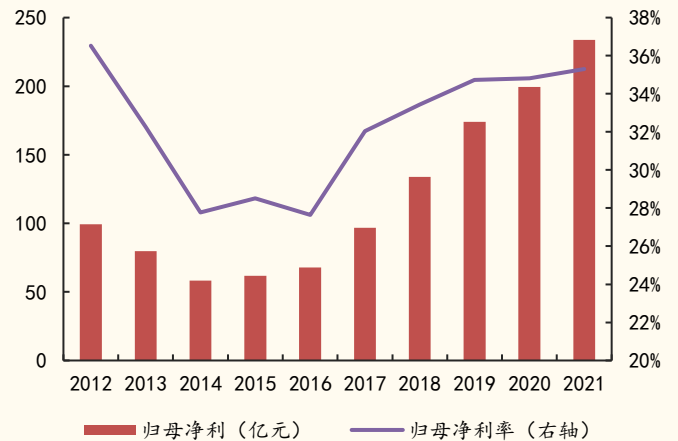
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 32: 2012~2021 年公司销售/管理费用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 2012~2021 年公司归母净利及归母净利率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 估值及投资建议

从时序维度来看，目前公司一致预期下 22 年 PE 为 24.7x，较 20 年末高点 55.5x 回调约 55%。从历史维度看，07~09 年最高回调幅度约 72%，12~13 年最高回调幅度约 73%（13 年末 Forward PE 仅 6x），18 年最高回调幅度约 59%。考虑到公司良性的发展逻辑，且消费需求影响更偏阶段性，我们认为目前回调幅度已经具备一定的安全边际。

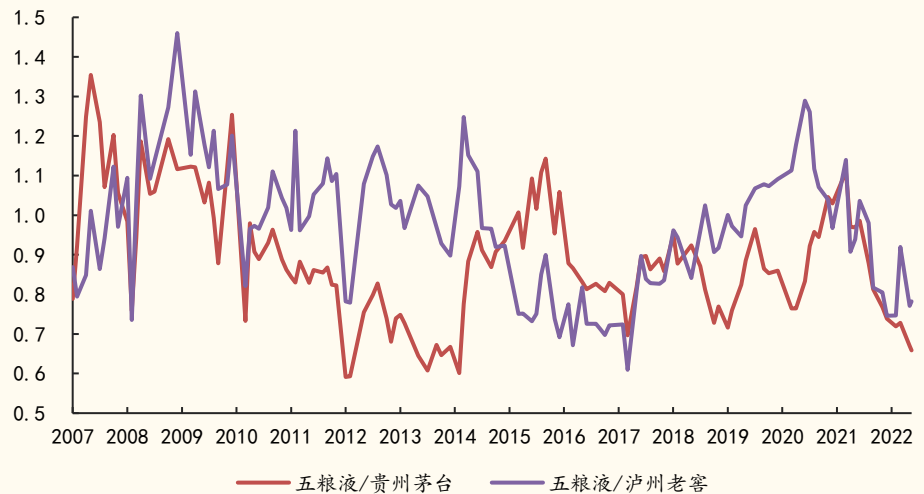
图表 34：2007 年至今公司月度 Forward PE



来源：Wind，国金证券研究所（注：22 年 6 月数据截至 14 日）

横向对比来看，一致预期下目前公司与茅台 22 年 PE 比值为 0.66，接近 07 年至今最低值 0.59，明显低于期间均值 0.89；公司与老窖 22 年 PE 比值为 0.79，接近 07 年至今最低值 0.61，明显低于期间均值 0.97。另一方面，目前公司 22 年 PEG 为 1.48，明显低于茅台的 1.99，略高于老窖的 1.18。整体而言，我们认为市场对公司品牌力略有低估，中长期看向上估值回归空间仍充足。

图表 35：公司与贵州茅台、泸州老窖月度 Forward PE 比值



来源：Wind，国金证券研究所（注：22 年 6 月数据截至 14 日）

普五批价承压下，市场对公司中长期品牌力存在担忧。从渠道看，我们认为公司正在朝扁平化、精细化的目标稳步迈进。另一方面，经典五粮液处于蓝海价位带，在持续的培育下中长期有望成为公司第二增长曲线。目前外部需求阶段性承压，但环比向好趋势明朗，需求恢复叠加渠道库存良性下的小周期共振，我们预计公司基于历史沉淀形成的品牌势能有望加速释放。

我们预计公司 22-24 年营收分别同增 13.4%/14.2%/13.3%，对应营收分别为 751/857/970 亿元；预计归母净利同增 15.2%/15.1%/14.5%，对应归母净利为 269/310/355 亿元；当前股价对应 PE 分别为 25/22/19X。结合可比公司估值，给予公司 23 年 27 倍 PE，对应目标价 215.72 元，维持“买入”评级。

图表 36: 可比公司盈利预测及估值

	归母净利 (亿元)					增速			PE		
	20A	21A	22E	23E	24E	22E	23E	24E	22E	23E	24E
贵州茅台	467.0	524.6	622.1	728.9	849.7	18.6%	17.2%	16.6%	37.8	32.2	27.7
泸州老窖	60.1	79.6	99.7	123.0	149.1	25.3%	23.3%	21.3%	31.5	25.6	21.1
山西汾酒	30.8	53.1	78.5	103.2	132.6	47.7%	31.5%	28.5%	43.6	33.1	25.8
洋河股份	74.8	75.1	97.0	120.1	145.3	29.2%	23.8%	21.0%	25.9	20.9	17.3
古井贡酒	18.5	23.0	30.0	37.1	44.8	30.6%	23.5%	21.0%	39.9	32.3	26.7
均值									35.7	28.8	23.7
五粮液	199.5	233.8	269.4	310.1	355.0	15.2%	15.1%	14.5%	25.0	21.8	19.0

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价截至 22 年 6 月 14 日)

### 风险提示

- **宏观经济下行风险:** 宏观经济发展推动居民收入提升，从而驱动白酒行业持续扩容。若宏观经济下行，终端消费升级进程将迟滞，商业活动景气度也会受扰动，从而影响公司业绩增速。
- **疫情持续反复风险:** 当前点状疫情频发，若疫情持续反复势必影响终端消费场景恢复，特别是在旺季时点影响将会更突出，从而对公司业绩造成阶段性影响。
- **超高端单品培育不及预期:** 超高端经典五粮液等单品作为公司第二增长曲线的支撑点，若消费者培育进度不及预期，将会影响中长期业绩释放节奏。
- **政策风险:** 若政策层面限制白酒消费，亦或消费税改革落地加大公司税负，则可能对公司盈利能力产生负面影响。
- **食品安全风险:** 公司作为餐饮生产企业，若行业或公司发生食品安全事故，将严重损害公司品牌形象。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>主营业务收入</b>	<b>50,118</b>	<b>57,321</b>	<b>66,209</b>	<b>75,067</b>	<b>85,690</b>	<b>97,047</b>	货币资金	63,239	68,210	82,336	94,556	108,312	124,502	
增长率	14.4%	14.4%	15.5%	13.4%	14.2%	13.3%	应收账款	19,476	20,671	25,591	26,971	31,645	36,712	
<b>主营业务成本</b>	<b>-12,802</b>	<b>-14,812</b>	<b>-16,319</b>	<b>-18,179</b>	<b>-20,619</b>	<b>-23,265</b>	存货	13,680	13,228	14,015	14,942	16,834	18,867	
%销售收入	25.5%	25.8%	24.6%	24.2%	24.1%	24.0%	其他流动资产	232	247	196	238	317	419	
<b>毛利</b>	<b>37,316</b>	<b>42,509</b>	<b>49,890</b>	<b>56,888</b>	<b>65,071</b>	<b>73,781</b>	流动资产	96,627	102,356	122,138	136,707	157,108	180,500	
%销售收入	74.5%	74.2%	75.4%	75.8%	75.9%	76.0%	%总资产	90.8%	89.9%	90.1%	90.5%	91.1%	91.6%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-6,984</b>	<b>-8,092</b>	<b>-9,790</b>	<b>-10,847</b>	<b>-12,339</b>	<b>-13,878</b>	长期投资	1,023	1,851	1,912	2,008	2,108	2,214	
%销售收入	13.9%	14.1%	14.8%	14.5%	14.4%	14.3%	固定资产	6,921	7,349	8,256	8,909	9,598	10,317	
<b>销售费用</b>	<b>-4,986</b>	<b>-5,579</b>	<b>-6,504</b>	<b>-7,244</b>	<b>-8,226</b>	<b>-9,122</b>	%总资产	6.5%	6.5%	6.1%	5.9%	5.6%	5.2%	
%销售收入	9.9%	9.7%	9.8%	9.7%	9.6%	9.4%	无形资产	503	558	714	792	867	940	
<b>管理费用</b>	<b>-2,655</b>	<b>-2,610</b>	<b>-2,900</b>	<b>-3,190</b>	<b>-3,599</b>	<b>-3,930</b>	非流动资产	9,770	11,537	13,483	14,432	15,439	16,498	
%销售收入	5.3%	4.6%	4.4%	4.3%	4.2%	4.1%	%总资产	9.2%	10.1%	9.9%	9.5%	8.9%	8.4%	
<b>研发费用</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>	<b>-177</b>	<b>-225</b>	<b>-257</b>	<b>-291</b>	<b>资产总计</b>	<b>106,397</b>	<b>113,893</b>	<b>135,621</b>	<b>151,139</b>	<b>172,547</b>	<b>196,998</b>	
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	0	0	360	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>22,564</b>	<b>26,097</b>	<b>30,520</b>	<b>35,382</b>	<b>40,650</b>	<b>46,560</b>	应付款项	5,970	6,947	9,969	10,009	11,080	12,411	
%销售收入	45.0%	45.5%	46.1%	47.1%	47.4%	48.0%	其他流动负债	24,065	18,932	23,286	24,473	27,969	31,760	
<b>财务费用</b>	<b>1,431</b>	<b>1,486</b>	<b>1,732</b>	<b>1,807</b>	<b>2,079</b>	<b>2,391</b>	流动负债	30,035	25,879	33,616	34,482	39,049	44,172	
%销售收入	-2.9%	-2.6%	-2.6%	-2.4%	-2.4%	-2.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	266	256	613	516	446	394	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	30,301	26,135	34,229	34,998	39,495	44,566	
<b>投资收益</b>	<b>93</b>	<b>94</b>	<b>97</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>123</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>74,291</b>	<b>85,706</b>	<b>99,068</b>	<b>112,483</b>	<b>127,928</b>	<b>145,606</b>	
%税前利润	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	其中：股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	
<b>营业利润</b>	<b>24,246</b>	<b>27,826</b>	<b>32,552</b>	<b>37,516</b>	<b>43,072</b>	<b>49,310</b>	未分配利润	51,634	59,443	68,638	82,053	97,497	115,176	
营业利润率	48.4%	48.5%	49.2%	50.0%	50.3%	50.8%	少数股东权益	1,805	2,052	2,323	3,657	5,124	6,826	
<b>营业外收支</b>	<b>-140</b>	<b>-148</b>	<b>-102</b>	<b>-82</b>	<b>-65</b>	<b>-52</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>106,397</b>	<b>113,893</b>	<b>135,621</b>	<b>151,139</b>	<b>172,547</b>	<b>196,998</b>	
<b>税前利润</b>	<b>24,106</b>	<b>27,678</b>	<b>32,450</b>	<b>37,434</b>	<b>43,006</b>	<b>49,258</b>	<b>比率分析</b>		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	48.1%	48.3%	49.0%	49.9%	50.2%	50.8%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-5,878</b>	<b>-6,765</b>	<b>-7,943</b>	<b>-9,163</b>	<b>-10,527</b>	<b>-12,057</b>	每股收益	4.483	5.141	6.023	6.940	7.990	9.145	
所得税率	24.4%	24.4%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	每股净资产	19.139	22.080	25.523	28.979	32.957	37.512	
<b>净利润</b>	<b>18,228</b>	<b>20,913</b>	<b>24,507</b>	<b>28,272</b>	<b>32,480</b>	<b>37,201</b>	每股经营现金净流	5.954	3.787	6.898	7.093	7.943	9.171	
少数股东损益	826	959	1,130	1,334	1,467	1,702	每股股利	2.200	2.580	3.020	3.484	4.011	4.591	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>17,402</b>	<b>19,955</b>	<b>23,377</b>	<b>26,938</b>	<b>31,012</b>	<b>35,499</b>	<b>回报率</b>							
净利率	34.7%	34.8%	35.3%	35.9%	36.2%	36.6%	净资产收益率	23.42%	23.28%	23.60%	23.95%	24.24%	24.38%	
							总资产收益率	16.36%	17.52%	17.24%	17.82%	17.97%	18.02%	
							投入资本收益率	22.42%	22.47%	22.65%	23.01%	23.07%	23.07%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	25.20%	14.37%	15.51%	13.38%	14.15%	13.25%	
							EBIT增长率	29.44%	15.66%	16.95%	15.93%	14.89%	14.54%	
							净利润增长率	30.02%	14.67%	17.15%	15.23%	15.13%	14.47%	
							总资产增长率	23.58%	7.05%	19.08%	11.44%	14.16%	14.17%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	1.0	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	
							存货周转天数	363.2	331.5	304.7	300.0	298.0	296.0	
							应付账款周转天数	91.4	81.8	98.3	98.0	97.0	96.0	
							固定资产周转天数	44.5	37.4	30.9	29.0	27.1	25.5	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-83.10%	-77.72%	-80.85%	-81.43%	-81.46%	-81.77%	
							EBIT利息保障倍数	-15.8	-17.6	-17.6	-19.6	-19.6	-19.5	
							资产负债率	28.48%	22.95%	25.24%	23.16%	22.89%	22.62%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	27	110	143	282
增持	1	1	6	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.04	1.05	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-30	买入	250.00	N/A
2	2021-04-29	买入	285.60	N/A
3	2021-08-30	买入	205.68	N/A
4	2021-10-30	买入	216.51	N/A
5	2021-12-19	买入	235.16	N/A
6	2022-03-10	买入	162.88	N/A
7	2022-04-29	买入	165.85	N/A
8	2022-05-30	买入	157.95	N/A

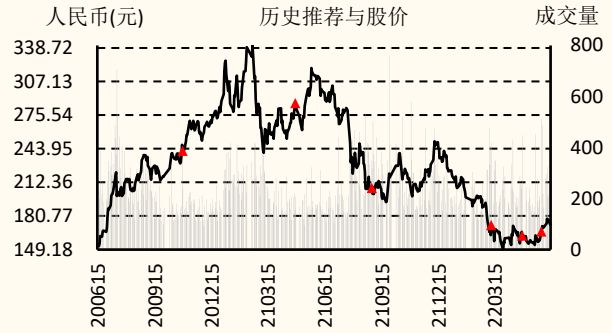
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402