

优于大市（维持）

中国白酒行业

渠道和产品组合优化及价格上涨推动平均售价增长

鉴于高端白酒行业的增长可见度高（稀缺性+有利的竞争格局+刚性需求），我们继续看好高端白酒行业。渠道和产品组合优化及价格上涨将推动平均售价增长。我们将茅台和五粮液的目标价分别上调至 2,153.3 元和 347.5 元，分别对应 21 财年 3.1 倍和 2.7 倍 PEG，低于白酒和国际同业的 3.5 倍和 3.4 倍。维持买入评级。

- **茅台系列酒价格提高 10-40%**。消息称，贵州茅台还将王子酒和迎宾酒产量降低 75-80%，并终止某些产品和终端营销费用。我们认为减产主要针对低价低利润率的迎宾酒，并预计 21 财年系列酒总销量将增长 2% 至 30,000 吨。系列酒业务可以通过优化产品组合和减少促销费用来实现收入和净利润增长。我们认为这是一个利好消息，但考虑到系列酒业务占 20 财年收入的 10%，这些措施将不会给公司的利润带来重大提升。
- **茅台有较大提价空间，但时间可能是 21 年 3 季度**。根据我们的渠道调查，茅台经销商将在本周预付 2021 年 2 月和 3 月的配额。如果公司本周不提高茅台出厂价（人民币 969 元），我们认为提价可能会推迟到 21 年 3 季度。话虽如此，鉴于市场批发价目前约为人民币 2,900 元，公司仍有很大的提价空间。
- **五粮液 20 财年业绩基本符合预期**。收入上升 14% 至 572 亿元人民币。纯利亦增加 14% 至 199 亿元人民币。收入比我们预测低 1%，符合市场一致预期。净利润比我们预测和市场一致预期低 3%。
- **渠道和产品优化将在 21 财年继续进行**。（1）**茅台**：公司将通过增加直销、电商和超市渠道销量优化渠道组合，并优化高价茅台产品销售如生肖酒、精品茅台等。（2）**五粮液**：公司目标是长期达致经销商/企业团购与电商之间 60%/40% 的渠道销售组合。由于售价较高，企业团购与电商销售组合的增加将促进收入和毛利率增长。
- **维持跑赢大市评级并上调目标价**。（1）**茅台**：我们将 20/21/22 财年净利润预测分别下调 1%/6%/1%，并预计 19-22 财年每股盈利复合增长率为 17%（此前为 18%）。鉴于较高的行业估值基准，基于 53.7 倍 21 年预测市盈率，我们的目标价由人民币 2,153.3 元上调至人民币 2,313.0 元，仍较其他必需消费板块龙头溢价 15%。（2）**五粮液**：我们将 20/21/22 财年净利润下调 1-2%，并预计 19-22 财年每股盈利复合增长率为 20%。我们将目标价由 307.8 元人民币上调至 347.5 元人民币，相当于 54.2 倍 21 年预测市盈率，仍相当于茅台目标市盈率（53.7 倍）的 1.01 倍。

财务资料

股份名称	代码	评级	市值 (十亿元人民币)	股价 (人民币)	TP (人民币)	潜在升幅 (%)	市盈率 (x) FY20E FY21E	市净率 (x) FY20E FY21E	ROE (%) FY20E FY21E
贵州茅台	600519 CH	买入	2,625	2,090.0	2,313.0	11	57.7 48.5	14.7	30.8
五粮液	000858 CH	买入	1,230	317.0	347.50	10	61.7 49.4	12.9	24.9

资料来源：公司、招银国际证券预测

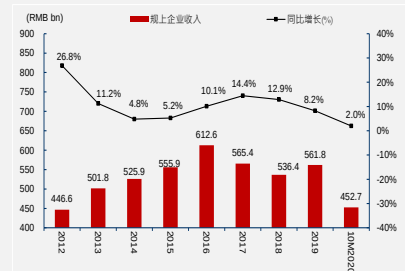
中国白酒行业

叶建中，CFA

(852) 3900 0838

albertyip@cmbi.com.hk

中国规模以上白酒企业 2016-19 年收入年均增长率 11%



资料来源：国家统计局、酒业协会

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作守则的相关定义）（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。

招銀國際证券投资评级

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个月的潜在涨幅在-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	：招銀國際证券并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

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

招銀國際证券有限公司

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

招銀國際证券有限公司(“招銀國際证券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

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。招銀國際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。招銀國際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銀國際证券编写，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責任。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。招銀國際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投资银行相关业务联系。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責任。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，未经招銀國際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

招銀國際证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際证券不受美国就有关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编制的报告。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責任。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。