

品牌绽放，稳步前行
买入（维持）

2020年04月27日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	50,118	57,936	67,282	78,017
同比（%）	25.2%	15.6%	16.1%	16.0%
归母净利润（百万元）	17,402	20,943	25,508	30,737
同比（%）	30.0%	20.3%	21.8%	20.5%
每股收益（元/股）	4.48	5.40	6.57	7.92
P/E（倍）	29.60	24.60	20.19	16.76

事件

■ 公司发布 2019 年年报及 2020 年一季报，19 年实现营收 501.18 亿元（+25.2%），归母净利 174.02 亿元（+30.02%），扣非净利 174.06 亿元（+29.91%）。19Q4 实现营收 130.16 亿元（+20.75%），归母净利 48.59 亿元（+24.91%），扣非净利 48 亿元（+21.38%）。20Q1 实现营收 202.38 亿元（+15.05%），归母净利 77.04 亿元（+18.98%），扣非净利 77.28 亿元（+18.17%）。

投资要点

■ **品牌力绽放，吨价提升提振盈利能力。**公司圆满完成 19 年年初计划，展现高业绩稳定性。**1) 收入端：**公司全年实现营收 501.18 亿元（+25.2%），归母净利 174.02 亿元（+30.02%），19Q4 实现营收 130.16 亿元（+20.75%），归母净利 48.59 亿元（+24.91%）。**分产品来看，**公司全年实现酒类业务收入 463.02 亿（同比+22.65%），其中以五粮液为代表的高端酒延续年初至今的高增趋势，实现营收 396.71 亿（同比+31.4%），其他系列酒实现营收 66.31 亿。主产品八代普五放量及旺季批价保持稳定，公司加强渠道管控话语权不断提升，渠道利润有所保证，渠道步入正循环。**拆分量价看，**公司主要依靠吨价提升带动业绩增长，其中 19 年酒类业务销量 16.5 万吨（同比-13.67%），吨价 2799.20 元（同比+42.06%），吨价提升系产品结构优化所致，高端酒五粮液产品营收占比提升至约 79%（同比+4pct）。公司 2019 年初计划投放普五 2.3 万吨，预计全年投放 2.35 万吨左右，顺利完成量价齐升年。**2) 利润端：**公司受高端酒营收占比提升抬升吨价的影响抬高毛利率，19 年毛利率 74.46%（+0.65pct），19Q4 毛利率 76.3%（+1.59pct）；公司 19 年销售费用率 9.95%（+0.51pct），主要系 19 年营销体系转型+升级，八代普五市场推广等原因导致投入增加，而管理费用率（含研发费用）为 5.55%（-0.51pct），规模效应下费率有所下行。产品结构优化下 19 年公司盈利能力进一步提振，净利率为 36.37%（+1.3pct）。**现金流方面**公司销售态势良好，现金流高质且良性，19 年经营性净现金流 231.12 亿同比+87.64%，预收款 125.31 亿（同比+86.84%，环比+113.66%），主因 2020 年春节提前经销商提前备货，公司 19 年期末应收票据+应收账款约 147.7 亿，19Q4 单季度增加约 22.6 亿。

■ **20Q1 抗疫前行，全年目标完成确定性高。**公司面对一季度新冠疫情展现出强大的抗风险能力，批价保持稳定，凸显品牌力的有力提升，20Q1 实现营收 202.38 亿元（+15.05%），归母净利 77.04 亿元（+18.98%），在针对性对部分渠道调减任务情况下通过团购等新渠道发力，彰显余力。据渠道反馈公司当前打款及发货节奏正常，公司采取多项措施加强渠道管理，疫情压力测试下八代普五价盘稳固，批价进一步回升至 910 元。利润端公司净利率 39.83%（+1.1pct），主因毛利率提升及管理费用下行导致，毛利率 76.53%（+0.75pct），管理费用率（含研发费用）3.61%（-0.93pct），

股价走势



市场数据

收盘价(元)	132.70
一年最低/最高价	88.47/143.10
市净率(倍)	6.28
流通 A 股市值(百万元)	503697.35

基础数据

每股净资产(元)	21.12
资产负债率(%)	20.19
总股本(百万股)	3881.61
流通 A 股(百万股)	3795.76

相关研究

- 1、《五粮液 (000858)：改革释能，行稳致远》2020-02-07
- 2、《五粮液 (000858)：旺季量价验证需求，改革红利持续释放》2019-10-31
- 3、《五粮液 (000858)：产品渠道变革时，步入千元新时代》2019-09-01

而春节旺季销售费用投入增加，使得销售费用率为 8.54%(+1.3pct)。公司公告 20 年收入目标增速为实现营收双位数增长，参考疫情影响程度最大的一季度表现及厂商议价权链条这几年的转变，预计公司全年增长目标完成确定性高。

- **“二次创业”高质成长可期，改革红利释放助力行稳致远。**自 17 年李曙光总提出“二次创业”以来，公司持续深化内部改革，20 年公司预计将继续深化改革，1) 管理层面大力推进机构变革及薪酬制度改革，当前公司管理层趋于年轻化，管理队伍团结高效，执行力进一步提升；2) 品牌层面将以价格提升为核心，推出 501 等超高端产品加码品牌建设，3) 强化营销体系建设落地，完成机制、团队和数字化转型。20 年改革红利有望持续释放激发公司活力，中长期看公司在行业中壁垒深厚，有望持续攫取份额。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年公司收入达 579.4/672.8/780.2 亿，同比增长 15.6%/16.1%/16.0%；归母净利润达 209.4/255.1/307.4 亿，同比增长 20.3%/21.8%/20.5%；对应 EPS 分别为 5.40/6.57/7.92，对应 PE 分别为 25/20/17X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高端酒需求回落风险，疫情加剧风险，食品安全风险，系列酒增长不达预期。

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	96,627	105,826	131,994	154,329	营业收入	50,118	57,936	67,282	78,017
现金	63,239	61,090	88,784	97,926	减:营业成本	12,802	14,181	15,833	17,924
应收账款	14,778	25,207	21,228	32,615	营业税金及附加	6,984	7,558	8,383	9,777
存货	13,680	14,539	16,967	18,700	营业费用	4,986	5,492	6,086	6,253
其他流动资产	4,931	4,990	5,015	5,087	管理费用	2,655	2,983	3,224	3,492
非流动资产	9,770	10,885	12,017	13,178	财务费用	-1,431	-1,292	-1,603	-2,052
长期股权投资	1,022	1,215	1,411	1,606	资产减值损失	-3	0	0	0
固定资产	6,109	7,157	8,210	9,228	加:投资净收益	93	91	93	92
在建工程	812	740	682	650	其他收益	0	0	0	0
无形资产	410	393	378	364	营业利润	24,246	29,104	35,452	42,715
其他非流动资产	1,417	1,380	1,335	1,330	加:营业外净收支	-140	-34	-67	-88
资产总计	106,397	116,712	144,011	167,506	利润总额	24,106	29,070	35,385	42,627
流动负债	30,035	26,952	33,452	31,277	减:所得税费用	5,878	7,134	8,666	10,431
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	826	994	1,211	1,459
应付账款	3,258	3,843	4,085	4,890	归属母公司净利润	17,402	20,943	25,508	30,737
其他流动负债	26,777	23,109	29,367	26,387	EBIT	22,209	27,206	33,137	39,827
非流动负债	266	266	266	266	EBITDA	22,699	27,804	33,866	40,648
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	266	266	266	266	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	30,301	27,218	33,718	31,543	每股收益(元)	4.48	5.40	6.57	7.92
少数股东权益	1,805	2,800	4,010	5,469	每股净资产(元)	19.14	22.33	27.38	33.62
					发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
归属母公司股东权益	74,291	86,694	106,283	130,494	ROIC(%)	22.5%	23.6%	23.5%	23.0%
负债和股东权益	106,397	116,712	144,011	167,506	ROE(%)	24.0%	24.5%	24.2%	23.7%
					毛利率(%)	74.5%	75.5%	76.5%	77.0%
					销售净利率(%)	34.7%	36.1%	37.9%	39.4%
					资产负债率(%)	28.5%	23.3%	23.4%	18.8%
					收入增长率(%)	25.2%	15.6%	16.1%	16.0%
					净利润增长率(%)	30.0%	20.3%	21.8%	20.5%
					P/E	29.60	24.60	20.19	16.76
					P/B	6.93	5.94	4.85	3.95
					EV/EBITDA	20.00	16.44	12.71	10.40

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>