

普五批价提升目标积极，尖庄等系列酒短板将逐步补齐

公司点评

● **事件：**公司召开股东大会和业绩说明会，坚持“聚焦主业、追赶型发展、重回酒业大王”三个思路不变，坚持“时间过半、任务过半”，5月动销已恢复70%+，疫情期间公司多措并举保证全年双位数增长：(1) 高端和大众产品5月份都有明显恢复，动销已恢复70%+，尖庄恢复超越去年同期水平；(2) 团队能力提升，“两管控一加快”、“三损三补”精准施策发力渠道；(3) 渠道价格压力测试保持顺价销售，彰显经销商信心；(4) 系列酒逐步理顺，重点解决“方向感、安全感、自豪感和幸福感(挣钱)”问题；(5) 数字化赋能提升管控能力，强化能力型经销商支持力度；(6) 资源向名优白酒集中，2020Q1超预期增长，预计2020Q2预计也会实现快速增长。

● **品牌与产品战略更清晰、更聚焦，渠道网络深化与发力企业团购，年内批价提升目标积极。**坚持主品牌“1+3”产品战略，即第八代经典五粮液+501五粮液、80版经典五粮液、39度五粮液(2020年发布超高端501，布局3000元价格带产品)；浓香系列酒聚焦打造五粮春、五粮醇、尖庄和五粮特曲四大全国化战略品牌。供需两端齐发力，2020年渠道网络覆盖面更广、更深，供给端，严格控制库存水平及价格刚性，目前渠道库存良性仅9%，普五批价920-930元，呈现稳步提升态势，批价目标959元；需求端，聚焦北上广深意见领袖资源梳理与开发，发力企业团购，全年规划团购渠道占比20%；我们预计全年高端产品收入增速有望实现15-20%，其中量增约5-8%。

● **浓香系列酒补短板，聚焦打造48元尖庄大单品。**2019年公司砍条码瘦身清理129个品牌，近1600款产品，2020年按照“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”的战略规划，从“4+4”产品矩阵调整成四大全国战略品牌，着力培育5亿级、10亿级、20亿级、50亿级大单品，2020年以尖庄为抓手，抢占光瓶酒升级替代市场的同时，重点解决“渠道不畅、末端梗堵问题，平台商能力不够，经销商不愿卖，消费者不知道品质好”的问题，给渠道商方向感、安全感、自豪感、幸福感(经销商赚取规模利润，终端商赚取单瓶利润)。

● **改革持续深化，数字化转型行业领跑，公司机制建设已内化为长期竞争优势，维持“强烈推荐”评级。**2019年公司对营销体系改革，成立21个营销战区、60个营销基地，下沉职能、资源，深耕细分市场；导入数字化赋能精细化管理，控盘分利精准管理渠道资源。2020年公司继续深化数字化“精细化内装修”，深度挖掘渠道问题，强化能力型经销商支持力度，精准资源投放，实现价格盘和物流盘管控。我们认为公司机制改善已内化为其长期竞争优势，预计2020-2022年归母净利润分别为204.51/247.01/285.50亿元，同比增长17.5%/20.8%/15.6%，当前股价对应PE为28/23/20X，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**经济持续下行影响高端白酒需求，疫情时间拉长致商务活动频次降低等风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	57,707	68,365	78,605
增长率(%)	32.6	25.2	15.1	18.5	15.0
净利润(百万元)	13,384	17,402	20,451	24,701	28,550
增长率(%)	38.4	30.0	17.5	20.8	15.6
毛利率(%)	73.8	74.5	74.9	76.6	77.0
净利率(%)	33.4	34.7	35.4	36.1	36.3
ROE(%)	21.6	24.0	24.0	23.7	22.6
EPS(摊薄/元)	3.45	4.48	5.27	6.36	7.36
P/E(倍)	43.0	33.1	28.1	23.3	20.1
P/B(倍)	9.1	7.7	6.7	5.5	4.5

强烈推荐(维持评级)

孙山山(分析师)

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号: S0280520030002

王言海(联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

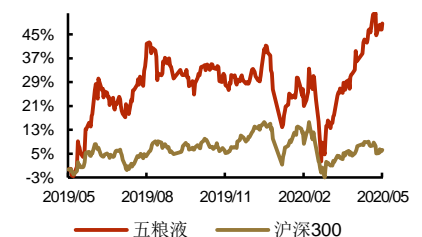
张向伟(联系人)

zhangxiangwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280119090008

市场数据	时间	2020.05.29
收盘价(元):		148.2
一年最低/最高(元):		96.0/153.53
总股本(亿股):		38.82
总市值(亿元):		5,752.54
流通股本(亿股):		37.96
流通市值(亿元):		5,625.31
近3月换手率:		39.47%

股价一年走势



相关报告

《机制改革内化为长期竞争优势，季报业绩略超市场预期》2020-04-28

《单季业绩略超预期，机制建设日臻完善》2019-10-31

《业绩维持高增，看好批价破千后的量价空间》2019-09-01

《改革红利再释放，2019年去库存提价稳增长，新品蓄势待发》2019-03-28

《二次创业，改革红利逐步释放，中报业绩符合预期》2018-08-27

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	78110	96627	110691	133300	156929	营业收入	40030	50118	57707	68365	78605
现金	48960	63239	70283	74333	79263	营业成本	10487	12802	14467	15990	18049
应收票据及应收账款合计	16262	14778	22852	20579	30009	营业税金及附加	5908	6984	8042	9527	10954
其他应收款	872	1249	1193	1700	1626	营业费用	3778	4986	5482	6563	7467
预付账款	221	232	289	328	382	管理费用	2340	2655	2885	3487	4009
存货	11795	13680	12623	22910	17198	研发费用	84	126	145	172	198
其他流动资产	0	3450	3450	13450	28450	财务费用	-1085	-1431	-1499	-1491	-1543
非流动资产	7984	9770	10817	12165	13225	资产减值损失	11	-3	8	8	8
长期投资	919	1022	1189	1374	1561	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	5262	6109	7117	8385	9317	其他收益	106	160	84	105	114
无形资产	413	410	393	378	364	投资净收益	101	93	74	84	88
其他非流动资产	1390	2230	2117	2028	1983	营业利润	18718	24246	28337	34300	39667
资产总计	86094	106397	121508	145464	170153	营业外收入	44	30	59	45	44
流动负债	20708	30035	32319	36360	37690	营业外支出	155	170	93	111	132
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	18607	24106	28304	34233	39579
应付票据及应付账款合计	3566	3677	5357	4133	6851	所得税	4568	5878	6937	8398	9695
其他流动负债	17142	26357	26961	32227	30839	净利润	14039	18228	21366	25835	29885
非流动负债	267	266	266	266	266	少数股东损益	654	826	915	1135	1335
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	13384	17402	20451	24701	28550
其他非流动负债	267	266	266	266	266	EBITDA	17701	22699	26898	32798	38108
负债合计	20975	30301	32585	36626	37957	EPS(元)	3.45	4.48	5.27	6.36	7.36
少数股东权益	1632	1805	2721	3855	5190						
股本	3882	3882	3882	3882	3882						
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683						
留存收益	56923	67726	78423	91385	106466						
归属母公司股东权益	63487	74291	86202	104983	127007						
负债和股东权益	86094	106397	121508	145464	170153						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12317	23112	15652	10474	11714
净利润	14039	18228	21366	25835	29885
折旧摊销	563	490	597	734	833
财务费用	-1085	-1431	-1499	-1491	-1543
投资损失	-101	-93	-74	-84	-88
营运资金变动	-1984	4767	-4736	-14517	-17369
其他经营现金流	885	1150	-3	-3	-3
投资活动现金流	-332	-1616	-1567	-1995	-1802
资本支出	381	1699	879	1164	873
长期投资	8	-10	-168	-183	-187
其他投资现金流	58	72	-856	-1015	-1117
筹资活动现金流	-3618	-7252	-7040	-4429	-4983
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	86	0	0	0	0
资本公积增加	1729	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5433	-7252	-7040	-4429	-4983
现金净增加额	8368	14244	7044	4050	4930

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.6	25.2	15.1	18.5	15.0
营业利润(%)	40.0	29.5	16.9	21.0	15.6
归属于母公司净利润(%)	38.4	30.0	17.5	20.8	15.6
获利能力					
毛利率(%)	73.8	74.5	74.9	76.6	77.0
净利率(%)	33.4	34.7	35.4	36.1	36.3
ROE(%)	21.6	24.0	24.0	23.7	22.6
ROIC(%)	93.5	165.8	133.9	82.4	60.8
偿债能力					
资产负债率(%)	24.4	28.5	26.8	25.2	22.3
净负债比率(%)	-74.8	-82.8	-78.7	-68.1	-59.8
流动比率	3.8	3.2	3.4	3.7	4.2
速动比率	3.2	2.6	2.9	2.7	2.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.9	3.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.9	3.5	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.45	4.48	5.27	6.36	7.36
每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	5.67	4.03	2.70	3.02
每股净资产(最新摊薄)	16.36	19.14	22.21	27.05	32.72
估值比率					
P/E	43.0	33.1	28.1	23.3	20.1
P/B	9.1	7.7	6.7	5.5	4.5
EV/EBITDA	29.8	22.6	18.9	15.4	13.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>