

持续深化改革，“两位数”增长实施路径清晰



——五粮液（000858）动态跟踪（20200601）

❖ **事件：**近期公司召开股东大会，五粮液集团公司总经理、股份公司董事长曾从钦，股份公司总经理、总工程师陈林，股份公司常务副总经理邹涛，公司各董事、监事、高层管理人员出席会议。

点评：

❖ **需求逐步恢复，“两位数”增长实施路径清晰。**近期五粮液顺利召开股东大会，会议上公司表示将通过建设“四个标杆”、做好“三大工作”来保障公司业绩提升，公司有信心完成今年两位数业绩目标：1) 市场正逐步恢复。5月以来市场恢复明显，主品牌5月动销达正常水平的70%以上，其中尖庄等产品动销超越去年同期水平；2) 团队能力正逐步提升。无论是“不搞一刀切”“两管控一加快”，还是“减负减压、三损三补”，都是团队在精准施策；3) 商家信心正逐步恢复。产品在本轮疫情中始终保持顺价销售，商家信心也较往年强；4) 管控能力进一步提升。通过数字化赋能，公司在发货、计划分配等方面管控加强；5) 名酒优势进一步凸显。高端酒品牌5月以来恢复明显，在商家信心恢复的情况下，诸多商家在争代理权，名酒将会率先走出疫情调整。

❖ **数字化转型持续深化，营销改革逐步推进。**通过2019年的渠道数字化，目前公司数字化架构已搭建完成，今年公司将进一步将框架精细化，在数据积累的基础上，通过数据分析来提升营销能力，另外，公司还将通过大力推进五粮液专卖店数字化新零售体系建设、上线数字酒证项目来赋能渠道、终端，公司渠道力有望得到进一步提升。同时，公司营销改革稳步推进，此前公司曾提出将通过发力团购渠道以弥补部分零售损失的量，年初至4月，团购订单总数已达到3000多笔，团购渠道开拓顺利。

❖ **产品矩阵持续完善，品牌价值不断提升。**在批价稳定上升的背景下，公司在推出501高端产品外，还将推出价位3000+产品以完善产品矩阵、提升品牌价值；系列酒方面，公司在精简品牌系列的基础上，将通过树立商家信心、将资源向能力型商家倾斜、打造代理权稀缺性、进一步提升系列酒品质等方式聚焦打造四大战略品牌（五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄）。

❖ **批价稳步提升，全年双位数增长目标有望稳步实现。**为保证量价平衡，前期五粮液对于计划、配额、发运管理均提出相应举措，目前公司产品批价较前期实现小幅提升，稳定在910-920元左右，近期公司目标为实现流通价格959元，未来始终保持五粮液市场价格的稳定和上升态势。从四月份动销情况来看，终端动销已恢复至正常水平的7成，预计终端动销将实现逐月提升，据经销商反馈目前渠道库存普遍1-2个月，处于健康水平。考虑到目前公司批价稳定、库存压力较轻、发货节奏调节空间较大、对经销商支持力度较强，预计五粮液受疫情整体影响较小。长期看，受益于渠道改革红利逐步释放、品牌价值持续回归、产品矩阵不断完善、渠道利润实现提升，公司将步入高质量增长阶段，在高端酒市场具有良好潜力，未来成长空间较大。

📄 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	食品饮料
报告时间	2020/06/01
前收盘价	158.59
公司评级	增持评级

👤 分析师

欧阳宇剑
证书编号：S1100517020002
021-68595127
ouyangyujian@cczq.com

👤 联系人

张潇倩
证书编号：S1100118060009
021-68595150
zhangxiaoqian@cczq.com

📍 川财研究所

北京	西城区平安里西大街28号 中海国际中心15楼， 100034
上海	陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120
深圳	福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

❖ 维持公司“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年年营业收入分别为 578.8、672.5 以及 783.1 亿元，净利润分别为 207.4、249.6 以及 301.1 亿元，EPS 分别为 5.3、6.3 以及 7.7 元/股，对应 PE 分别为 30.2、25.0、20.7 倍。

❖ 风险提示：白酒行业景气度下降；食品安全风险；公司渠道拓展风险。

盈利预测与估值

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	50118.11	57884.35	67252.78	78306.79
+/-%	25.20%	15.50%	16.18%	16.44%
归属母公司股东				
净利润(百万)	17402.16	20742.22	24962.65	30114.07
+/-%	30.02%	19.19%	20.35%	20.64%
EPS(元)	4.48	5.26	6.34	7.67
PE	35.37	30.17	25.01	20.68

资料来源：公司 2019 年报&2020 年一季报，预测截止日期 2020 年 06 月 01 日，川财证券研究所

报表预测						现金流量表 (人民币, 百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
利润表 (人民币, 百万)						经营性现金净流量	12308.0	21681.3	4231.6	35792.1	12291.4
营业收入	40030.2	50118.1	57884.4	67252.8	78306.8	投资性现金净流量	-331.6	-1616.4	-18.9	-18.9	-18.9
减: 营业成本	10486.8	12802.3	13754.1	14923.5	16147.5	筹资性现金净流量	-3617.9	-7251.6	1272.5	1756.4	2343.0
营业税金及附加	5908.5	6984.3	8066.6	9372.2	10912.7	现金流量净额	8358.8	12813.3	5485.1	37529.5	14615.5
营业费用	3778.4	4985.6	5672.7	6658.0	7752.4						
管理费用	2340.5	2655.3	3066.8	3563.2	4148.8						
财务费用	-1085.0	-1430.7	-1753.6	-2237.5	-2824.1						
资产减值损失	10.9	-3.0	4.5	4.5	4.5	财务分析和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
加: 投资收益	100.9	92.5	0.0	0.0	0.0	盈利能力					
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	73.8%	74.5%	76.2%	77.8%	79.4%
其他经营损益	-84.1	-133.5	-72.5	-72.5	-72.5	销售净利率	34.9%	36.2%	37.5%	38.9%	40.3%
营业利润	18606.9	24083.3	29000.7	34896.4	42092.5	ROE	21.1%	23.4%	21.8%	20.8%	20.1%
加: 其他非经营损益	-111.6	-139.8	-78.1	-78.1	-78.1	ROA	22.3%	28.4%	27.4%	24.3%	24.3%
利润总额	18495.3	23943.5	28922.6	34818.3	42014.5	ROIC	71.4%	79.6%	91.4%	63.7%	107.3%
减: 所得税	4513.4	5798.5	7191.0	8665.0	10464.0	成长能力					
净利润	13981.9	18145.0	21731.6	26153.3	31550.5	销售收入增长率	32.6%	25.2%	15.5%	16.2%	16.4%
减: 少数股东损益	654.4	826.1	989.4	1190.7	1436.4	净利润增长率	39.1%	29.8%	19.8%	20.3%	20.6%
归属母公司股东净利润	13384.2	17402.2	20742.2	24962.7	30114.1						
资产负债表 (人民币, 百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资本结构					
货币资金	42556.4	53811.1	59296.2	96825.8	111441.3	资产负债率	16.5%	19.3%	11.0%	14.7%	9.5%
应收和预付款项	16513.8	15009.5	24053.7	21294.4	31463.9	流动比率	5.5	5.1	8.9	6.7	10.4
存货	11795.5	13679.6	15832.9	16188.9	18459.3	速动比率	4.6	4.2	7.5	5.9	9.2
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	经营效率					
长期股权投资	919.5	1021.8	1021.8	1021.8	1021.8	总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产和在建工程	5614.2	0.0	-4.5	-9.0	-13.5	业绩和估值					
无形资产和开发支出	414.3	411.8	411.8	411.8	411.8	EPS	3.4	4.5	5.3	6.3	7.7
其他非流动资产	164.3	256.9	211.1	165.3	165.3	BPS	16.4	19.1	24.4	30.7	38.4
资产总计	77977.8	84190.7	100823.0	135898.9	162949.8	PE	46.0	35.4	30.2	25.0	20.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB	9.7	8.3	6.5	5.2	4.1
应付和预收款项	12858.4	16207.9	11108.6	20031.1	15531.6						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
负债合计	12858.4	16207.9	11108.6	20031.1	15531.6						
股本	3881.6	3881.6	3881.6	3881.6	3881.6						
资本公积	2682.6	2682.6	2682.6	2682.6	2682.6						
留存收益	56923.0	67726.4	88468.7	113431.3	143545.4						
归属母公司股东权益	63487.3	74290.7	95032.9	119995.6	150109.6						
少数股东权益	1632.2	1805.3	2794.7	3985.4	5421.8						
股东权益合计	65119.4	76096.0	97827.6	123981.0	155531.5						
负债和股东权益合计	77977.8	92303.9	108936.3	144012.1	171063.1						

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857