



2020-08-31

公司点评报告

买入/维持

五粮液(000858)

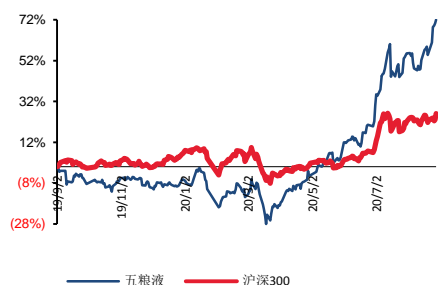
目标价: 275.00

昨收盘: 240.50

日常消费 食品、饮料与烟草

## 五粮液：Q2 收入利润双位数增长，量价确定性进一步提升

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,882/3,796
总市值/流通(百万元)	933,527/912,893
12 个月最高/最低(元)	240.50/102.11

#### 相关研究报告：

五粮液(000858)《五粮液：收入利润均超预期，龙头确定性凸显》  
--2020/04/28

五粮液(000858)《五粮液：精准施策，出台实操性强的应对细则》  
--2020/02/17

五粮液(000858)《五粮液：综合措施应对疫情，全年增长目标不变》  
--2020/02/06

#### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

#### 证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

**点评事件：**公司披露 2020 年中报，2020 上半年实现营业收入 307.68 亿元，增长 13.32%；归母净利润 108.55 亿元，增长 16.28%；扣非后净利 108.63 亿元，增长 15.63%。上半年税金及附加比例 13.51%，同比下降 0.54pct；销售毛利率 74.54%，提升 0.73pct；销售费用率 10.35%，提升 0.59pct；销售净利率 36.96%，提升 0.84pct。其中，单二季度营收 105.29 亿元，增长 10.13%；归母净利润 31.51 亿元，增长 10.16%；扣非后 31.35 亿元，增长 9.83%。业绩符合此前预期。

### 一、控货背景下单二季度稳健增长，消费税率回归正常

Q2 收入增长 10.13%，归母净利润增长 10.16%，表现稳健，收入较 Q1 增速有所放缓在预期之内，二季度传统渠道控货挺价的背景下，收入利润均达成双位数增长实属不易。结合其他白酒品牌的增长情况，以及当前普五的一批价和渠道较低的库存水平来看，公司主动控货挺价的效果比较显著。

单二季度税金及附加比例 13.86%，同比下降 0.39pct，下降幅度放缓。消费税层面，上半年 33.48 亿元，同比增长 10.9%，上半年酒类收入 281.67 亿元，同比增长 10.81%，据此测上半年消费税率 11.87% 同比基本持平，可以看到随着疫情影响逐渐消除、相应生产节奏恢复正常后，消费税率向正常水平回归。

### 二、吨价和结构提升带动毛利率提升，净利率小幅改善

单二季度销售毛利率 70.71%，同比提升 0.52pct，判断主要得益于同口径下普五的吨酒价格高于去年同期，以及高端酒的表现好于系列酒整体，带来结构提升。

单二季度销售费用率 13.82%，下滑 0.57pct；而上半年整体广宣、市场开发等费用增长 16.5%，超过酒类收入增速，主要是疫情下稳增长以及布局疫情后恢复性消费、加强品牌宣传和氛围营造等终端市场投入所致，因此单二季度销售费用率下降或源于费用在季度间的确认节奏不同所致。同时，管理费用的确认也有此类现象。单二季度所得税

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

率和少数股东损益占比均有所提高，综合下来 Q2 销售净利率 31.44%，提升 0.11pct，小幅改善。

### 三、预收款和应收环比一季度末下降，收现表现亮眼

报告期末预收款+合同负债共 36.19 亿元，同比减少 7.35 亿元，环比一季度末减少 11.5 亿元。预收款减少主要和疫情背景下动态调配传统渠道任务量、放缓回款节奏有关；应收账款+应收票据 123.55 亿元，环比减少 24.49 亿元，带动 Q2 收现大幅增长 55%。

单二季度经营性现金流净额 23.70 亿元，同比大幅增加 19.31 亿元。上半年整体来看，经营性现金流净额 11.68 亿元，同比下降 86.04%，主要原因是：1) 本年春节较早，大量回款更多体现在上年四季度；2) 本报告期上交递延税金，形成现金净流出。

### 盈利预测和推荐：

整体看公司中报反应客观、质量扎实，消费税率及销售费用也较其他公司更快恢复到正常经营水平。疫情影响下五粮液持续稳健增长，体现出强大的抗风险能力。疫情恢复阶段，从各地反馈的需求恢复进度情况来看，五粮液也走在全国其他品牌前列，体现了公司强大的品牌力和渠道掌控力。

公司在疫情后反应迅速、灵活动态调整经销商配额来应对市场变化。Q2 主动控货挺价，重点做渠道调整，缩减传统经销商配额转向团购渠道，团购渠道稳步多层次的开展。普五批价逐步提升至 970 元，下半年传统渠道任务量整体有所减少、需求进一步恢复的背景下，我们看好中秋放量后批价的坚挺。

公司今年能看到在强化品牌建设、高端产品矩阵的布局上加快落地，4 月份超高端明代窖池 501 五粮液限量发售，品牌价值回归的具象化落地、预计超高端 501 五粮液以及定位较普五更高的经典版五粮液将在年内正式上市。此外今年公司也借用数字酒证去探索开发普五的金融属性。系列酒方面完成了尖庄、五粮醇、五粮特曲等三个全国性战略品牌新品升级，新品上市工作全面展开，尤其尖庄，上半年预计实现了快速增长。

我们判断公司能够完成双位数增长目标，维持今明两年的增速判断，测算 2020-2021 年的 EPS 分别为 5.47、6.84 元/股。公司今年逐步探索走出以往的量价两难境地、确定性提升，接下来仍有诸多动作值得

期待，结合考虑当前整体流动性宽松的背景，给予公司明年 40 倍 PE，提高目标价至 275.00 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情对白酒销售需求影响较大，宏观经济波动增加等。

■ 主要财务指标				
	2018	2019	2020E	2021E
营业收入(亿元)	400.3	501.18	591.39	709.67
YOY	32.61%	25.20%	18.00%	20.00%
归母净利润(亿元)	133.84	174.02	212.30	265.38
YOY	38.36%	30.02%	22.00%	25.00%
摊薄每股收益(元)	3.45	4.48	5.47	6.84
PE	38	30	24	19

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。