

五粮液 (000858)

点评报告

行业公司研究——食品饮料行业

证券研究报告

十三五平稳收官，经营进入正循环

——五粮液业绩点评报告

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 联系人：杨骥、张潇倩
qiuguanhua@stocke.com.cn

事件

公司公布2020年业绩预告：2020年公司实现收入约572亿元(+14%)；净利润约199亿元(+14%)；2020Q4公司实现营业收入约147亿元(+13%)；净利润约54亿元(+10%)。

点评

□ 五粮液平稳收官十三五，圆满完成年度任务

在疫情影响下，五粮液2020年圆满完成业绩目标，公司经营业绩、产品价格、产品结构、渠道利润及品牌价值均实现稳步增长：

1) 经营业绩方面：公司圆满完成年初制定的双位数增长目标，据业绩预告显示，2020年公司实现收入约572亿元(+14%)；净利润约199亿元(+14%)；

2) 产品价格方面：在疫情爆发之初，消费场景消失使得公司批价下降至900元以下，五粮液通过精准施策（提出加强市场调研与分析、加强计划配额优化、加快市场费用核报、及时兑现终端积分奖励和切实加强客户服务共5项措施），营销战区进一步加强市场精细化管理，批价逐步回暖；二季度公司坚持“两管控一加快”，并推出调整配额、加大团购占比等举措，在数字化系统加持下，公司批价已回升至980元左右，团购价超千元；

3) 产品结构方面：① 第八代五粮液：批价持续提升的同时实现放量；② 39度五粮液及1618：除第八代五粮液外，39度五粮液及1618也为今年的重点产品，收入方面：前三季度2.1万吨销量中1618、39度五粮液约占25%，整体表现优秀；另外，据渠道调研显示，39度五粮液出厂价从619元至约659元，提价贡献了部分利润；③ 普五以上高端酒：“经典五粮液”将是五粮液“1+3”产品战略的重要抓手，未来超高端五粮液将通过团购渠道进行发展，在有效贡献业绩增量的同时也将进一步拔高品牌高度、升级产品结构；④ 系列酒：尖庄高档光瓶酒今年预计销售口径有30亿，弥补了今年砍掉大量条码的不足，系列酒聚焦大单品战略成果显现。

4) 渠道利润方面：2020年批价已稳定在980元以上，不断提升的批价及渠道利润赋予经销商越来越强的信心，更多经销商愿意加大进货力度。

2020Q4利润表现略低于预期，或因费用投入加大。2020Q4公司实现营业收入约147亿元(+13%)；净利润约54亿元(+10%)，利润增速略低于预期，我们认为主因四季度公司加大营销等费用投入所致。

□ 创新、转型、跨越三大关键词奠定十四五基调

此前公司曾在经销商大会上表示，创新、转型、跨越三大关键词为十四五期间主基调，2021年营销目标及方针为：继续坚持稳中求进的工作总基调，保持战略定力，以满足消费升级的需求目标，以供应的优先改革为引领，全年继续保持行业平均相近水平的发展速度，保持传统渠道投放总体不增量，保持五粮液价格持续稳定提升的趋势不减缓。我们认为公司在十四五期间将延续行稳致远风格，实现业绩的稳健发展。

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥317.00

单季度业绩

元/股

4Q/2019

1.25

1Q/2020

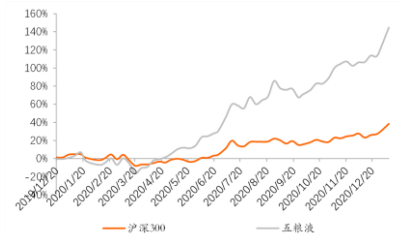
1.98

2Q/2020

0.81

3Q/2020

0.95



公司简介

五粮液是高端白酒龙头企业之一，五粮液板块营收占比约80%，核心产品是经典五粮液。

相关报告

《五粮液更新报告：育新机开新局，改革红利加速释放》(20201201)

《五粮液三季报业绩点评报告：业绩连续双位数增长，改革推动高质量发展》(20201030)

《五粮液：计划调整政策出台，量价有望持续上行》(20200630)

《五粮液：“二次创业”结硕果，纵深改革上层楼》(20200512)

分析师：马莉

联系人：杨骥、张潇倩

□ **经营将进入正循环发展通道，业绩兼备确定性及高成长性**

我们认为 2017-2020 年为改革基础期，接下去两年才是措施真正产生协同效用、红利迅速释放时期。短期来看，我们认为高端化速度、批价提升速度或超预期：1) 公司产品梯队清晰，高端酒（八代五粮液、经典五粮液等）将通过团购渠道运作叠加团购占比提升将继续带动公司产品结构，五粮液高端化速度或超预期；2) 在消费品牌意识不断增强、五粮液内部改革稳步推进的背景下，我们认为品牌力较强的五粮液批价表现亦或超预期。中长期看，千元价位带的持续扩容保证了量价提升空间，批价提升幅度及产品高端化速度均或超市场预期，同时多措并举支持下渠道利润的增厚为经营实现正循环奠定基础。我们认为未来五粮液业绩兼备高确定性&成长性及改革标杆地位将推动估值中枢进一步上移。

盈利预测及估值

预计 2020~2022 年公司 EPS 分别为 5.1、6.2、7.2 元/股，同比分别增长 14%、17%、15%。目前对应 2021 年估值 54 倍。考虑到公司全年有望量价齐升，当前估值具有性价比，给予买入评级。

□ **催化剂：**白酒需求恢复超预期，批价持续上行。

□ **风险提示：**1、疫情反复影响白酒动销；2、经典五粮液批价上涨不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	50118.1	57228.3	67150.7	77012.6
(+/-)	25.2%	14.2%	17.3%	14.7%
净利润	17409.3	19828.5	23952.3	28062.6
(+/-)	30.1%	13.9%	20.8%	17.2%
每股收益(元)	4.5	5.1	6.2	7.2
P/E	73.6	64.6	53.5	45.6

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>