

五粮液 (000858)

报告日期：2021年02月03日

# 春节动销或超预期，改革红利加速释放

## ——五粮液更新报告

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

### 报告导读

春节动销表现或超预期，数字化助力量价齐升超预期，改革红利加速释放，当前基本面或被低估，五粮液为当下高端酒中预期差较大标的。

### 投资要点

我们认为高端酒赛道为白酒中最优赛道，而五粮液为当下高端酒预期差较大标的，我们从行业、春节动销及量价等多维度进行解读：

□ 行业角度来看：以史为鉴，2021春节旺季看似2020、实似2019

#### 争议点1：如何看待接下来的白酒行情？

市场认为：在疫情反复情况下，部分投资者对白酒行业态度较之前悲观，担心一季度动销及业绩等方面不及预期/白酒行业或将结束高速发展阶段。

我们认为：实际上2018Q4-2019Q1白酒板块行情演绎对于当下具备一定的借鉴意义，坚定看好20Q1及之后白酒行业的发展，其中高端酒扩容速度或超预期。

复盘18Q4-19Q1白酒行情：18年10月单月白酒板块涨跌幅为-23.4%，市场对白酒板块悲观情况不断放大，白酒行业开始被显著低估，出现这一现象出现的主要原因为：

1) 业绩层面：酒企三季报不及预期。(实际上18Q3酒企业绩普遍低于预期主因17Q3白酒板块高基数叠加18H1中报业绩加速增长，从而出现业绩正常回落，如果剔除了茅台看整个板块，白酒板块整体业绩增速仍然维持在20%以上)；

2) 消息层面：悲观消息蔓延。在18年10月下半月秋糖会召开期间，有专家判断春节销售存在变数、2019年全年将承受压力、长期看老龄化社会临近将对白酒行业产生影响等观点；

3) 情绪层面：之前市场对宏观经济和消费板块已存在担忧。

2019年2月，市场上仍不时出现节后白酒行情不确定性强的声音，但一季报(春节动销)的超预期打破了市场的悲观预期，2019年2~5月白酒行业涨跌幅超+40%，白酒行业转而进入新一轮上升通道。

我们认为当前白酒行业亦存在被低估可能，我们尝试通过分析当前情况与18Q4-19Q1的异同来展望白酒未来行情：

异：宏观环境、行业基本情况、估值修复空间上均存在差异

1) 宏观环境：2019年在面临经济增长压力的时候迎来流动性宽松；2021年中央经济工作会强调政策不急转向，货币政策保持灵活适度，流动性总体平稳、维持合理充裕，2021Q2起信用收缩压力提升，或促使短端流动性边际改善，预计经济增速前高后低，上半年经济复苏延续；

2) 行业基本面：18Q3基本面迎来低点，19Q1酒企业绩超预期高增；当下酒企业绩大多表现优秀，21Q1酒企在低基数将实现高增已为共识，出现大面积低于预期/高于预期的情况概率较低；

### 评级

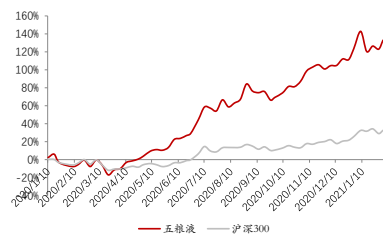
买入

上次评级 买入  
 当前价格 ¥304.12

### 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

《五粮液业绩点评报告：十三五平稳收官，经营进入正循环》(20210108)

《五粮液更新报告：育新机开新局，改革红利加速释放》(20210201)

《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》(20210103)

《五粮液中报业绩点评报告：稳中求进、行稳致远》(20200827)

《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

3) 估值修复空间: 18Q4 酒企估值回落至 16 年水平; 当前虽然估值已出现一定回落, 但估值水平仍处于较高位置, 估值提升空间较 18Q4 弱。

**同: 市场情绪与股价表现、资金面、库存情况均存在一定相似性**

1) 市场情绪和股价方面: 市场均出现悲观声音导致观点出现分歧, 部分投资者对白酒行业抱有较强担忧情绪使得股价近期出现大面积调整, 但当动销证实行业景气度仍在后, 股价均将出现迅速回升;

2) 资金面方面: 19 年 MSCI 宣布将 A 股纳入因子从 5% 提升至 20%, 进一步为 A 股带来增量资金, 外资持续增持白酒龙头, 当前外资对 A 股配置力度仍在不断加大;

3) 库存方面: 19Q1 白酒行业春节动销超预期使得节后出现一轮补货潮, 其中五粮液受益于库存迅速消化, 普五于年中实现顺利换代; 相似的, 2021 年春节后亦或出现补货潮, 主因: 2020Q1 伴随“消费正常囤货和商家终端进货多频次不压货的心态”, 2021 年春节可能会成为“渠道和终端去库存”的一年, 春节旺季后整体库存偏低, 年后酒企或将迎来补货潮, 另外, 考虑到 3 月以后疫情对白酒影响有限, 后续各企业发展将更为健康。

站在当前市场对白酒行业未来发展存在分歧的时点, 考虑到消费升级趋势延续(高端酒需求尤为强劲)、酒企分化趋势明显强者恒强、疫情影响有限保证消费场景的存在、酒企回款顺利且终端动销较优、酒企库存保持低位健康水平, 我们坚定看好 21Q1 及之后五粮液等优质酒企的发展。

#### □ **春节表现来看: 疫情反复对五粮液影响或有限, 看好春节行情**

**争议点 2: 疫情反复对五粮液动销影响程度如何?**

市场认为: 部分投资者认为疫情或对五粮液动销有明显影响。

我们认为: 在《春节专题报告一: 疫情对白酒春节旺季表现影响几何(20210120)》中, 我们曾分析过当下疫情环境与 2020 年初的差异, 认为当前疫情环境与 2020 年有着较大差别, 疫情反复对五粮液影响有限, 考虑到消费升级不断推动价格提升、疫情影响下销量仍受一定影响。

**争议点 3: 五粮液节前批价略降代表价格管控出现问题?**

市场认为: 五粮液节前批价下降显示其价格管控方面仍存在一定问题;

我们认为: 我们认为今年春节为五粮液历年来价格管控最好的一年。

首先我们明确五粮液为什么会**出现批价下降**——1 月厂家集中发货+发货量较去年同期提升近 20% (目前部分地区已收到 3 月配额)。这背后的原因则为: 今年春节为 2.12, 春节前 10 天、春节期间物流均几乎处于停摆状态, 酒企需在 1 月提前发放 2 月货以保证春节期间正常供应, 同时公司补发了 2019、2020 年配额。在发货量增加的同时, 实际上渠道动销较前两年有个位数提升显示需求端强劲, 辅证了我们之前五粮液动销受疫情影响有限的观点。其次, 我们通过**比较五粮液今年与前几年旺季批价表现来判断当前五粮液批价表现处于什么水平**——实际上今年春节为五粮液历年来**价格管控最好的一年**。复盘过去, 我们可以发现往年在旺季放量时, 五粮液批价都面临“一放量批价就掉”的尴尬现象, 回落幅度可达 70-80 元(比如 2019 年中秋国庆期间批价最高层达 980 元, 但在来年春节期间曾回落至 900 元), 但自 2020 年进行量价改革后, 量价关系已逐步走顺——2020 年双节五粮液批价能在放量的同时能坚挺在 960 元以上显示公司量价节奏已走稳; 春节在发货量增长 20% 的情况下仅回落 20 元左右。近两周在公司坚决要求批价挺至 980 元/瓶的背景下, 主要地区五粮液价已高于 980 元/瓶, 批价表现稳健。

#### □ **公司角度来看: 五粮液短、中期销量表现、批价表现均有望超预期**

**争议点 4: 如何对三大高端酒茅五泸未来表现进行预测排序?**

**市场认为：**泸州老窖业绩弹性高，贵州茅台确定性强，所以从推荐排序上来看五粮液在茅泸后。

**我们认为：**五粮液当前性价比，高、短、中期销量表现、批价表现均有望超预期，业绩增速有望在同行中保持领先，基本面被低估，是当下预期差较大的高端酒：

- 1) **量——短中期均将超预期。**① 短期看，在泸州老窖提价速度加快（国窖 1573 批价已至 930 元/瓶）、贵州茅台 100%拆箱政策推升飞天茅台批价攀升至 3200 元/瓶的背景下，五粮液与泸州老窖价差仅为 50 元/瓶（五粮液 1 月在发货量较去年同期高 20%导致批价略有回落，目前批价稳定在 980 元左右），与贵州茅台价差达近 2200 元/瓶，性价比凸显，预计春节销量将实现超预期发展；② 中期看，预计今年公司销量将增 10%左右（超市场预期），其中八代五粮液增速为个位数，而经典五粮液、小五粮、文化 IP 酒、纪念酒、“八方来和”文创礼盒等新品亦将贡献增量，其中经典五粮液预计销量为 1000 吨，小五粮销量预计超 1000 吨（定位次高端酒，酒质优异，有望成为次高端降维打击产品），总代产品收入预计可达 60-70 亿元。
- 2) **价——批价上行速度将超预期。**伴随着五粮液春节期间动销表现或超预期，需求的提升将推动五粮液节后批价稳步提升，预计全年批价可达 1100-1500 元左右，同时考虑到五粮液高价位酒占比不断提升，五粮液全年利润增速表现或超预期。

#### **争议点 5：五粮液改革红利是否进行充分释放？**

**市场认为：**五粮液已进入改革加速期。

**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。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，中长期看，我们认为随着批价的上行，在保证渠道至少有 80-100 元以上渠道利润的基数上，五粮液或将提升出厂价以拔高品牌，在前期诸多改革措施红利释放、根本问题得到解决的背景下，五粮液有望开启经营正循环之路。

#### **□ 盈利预测及估值**

预计 2020~2022 年公司收入增速为 14.2%、17.3%、14.7%；净利润增速为 13.9%、20.8%、17.2%；EPS 分别为 5.1、6.2、7.2 元/股。目前对应 2021 年估值 50 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：**春节高端酒动销或超预期；八代五粮液批价上行速度或超预期；团购渠道表现或超预期。
- **风险提示：**1、海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；2、八代五粮液批价上涨不及预期；3、消费升级不及预期。

#### **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	67.8	59.5	49.3	42.1

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	96627	99236	118995	141915
现金	63239	60045	74875	93348
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	14778	20506	23701	25817
其它应收款	33	41	48	54
预付账款	232	297	315	342
存货	13680	16307	17540	19281
其他	4665	2040	2515	3074
<b>非流动资产</b>	9770	18173	17288	16334
金额资产类	0	1	1	0
长期投资	1022	935	959	972
固定资产	6108	15156	14322	13455
无形资产	410	397	384	369
在建工程	811	649	519	415
其他	1419	1035	1103	1123
<b>资产总计</b>	106397	117408	136282	158249
<b>流动负债</b>	30035	28811	33080	37685
短期借款	0	0	0	0
应付款项	3677	5083	5171	5636
预收账款	12531	10901	13610	16511
其他	13827	12827	14298	15538
<b>非流动负债</b>	266	271	268	269
长期借款	0	0	0	0
其他	266	271	268	269
<b>负债合计</b>	30301	29082	33348	37954
少数股东权益	1805	2746	3883	5214
归属母公司股东权益	74291	85580	99052	115081
<b>负债和股东权益</b>	106397	117408	136282	158249
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	23112	13149	23930	28863
净利润	18235	20769	25089	29394
折旧摊销	490	761	1039	1044
财务费用	(1431)	(1325)	(1462)	(1662)
投资损失	(93)	(95)	(98)	(101)
营运资金变动	7347	(4727)	653	1942
其它	(1437)	(2234)	(1291)	(1754)
<b>投资活动现金流</b>	(1616)	(9128)	(82)	(18)
资本支出	(1307)	(9574)	(2)	(2)
长期投资	(101)	86	(24)	(13)
其他	(208)	359	(57)	(4)
<b>筹资活动现金流</b>	(7252)	(7215)	(9018)	(10371)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(7252)	(7215)	(9018)	(10371)
<b>现金净增加额</b>	14244	(3194)	14830	18474

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	50118	57228	67151	77013
营业成本	12802	14210	15750	17371
营业税金及附加	6984	7975	9358	10732
营业费用	4986	5723	6715	7701
管理费用	2655	3148	3559	3928
研发费用	126	144	169	194
财务费用	(1431)	(1325)	(1462)	(1662)
资产减值损失	(3)	8	8	5
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	93	95	98	101
其他经营收益	162	167	172	178
<b>营业利润</b>	24253	27608	33324	39021
营业外收支	(140)	(144)	(148)	(153)
<b>利润总额</b>	24113	27464	33176	38869
所得税	5878	6695	8087	9475
<b>净利润</b>	18235	20769	25089	29394
少数股东损益	826	941	1137	1332
<b>归属母公司净利润</b>	17409	19829	23952	28063
<b>EBITDA</b>	23654	27300	33202	38651
<b>EPS (最新摊薄)</b>	4.5	5.1	6.2	7.2
<b>主要财务比率</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	25.2%	14.2%	17.3%	14.7%
营业利润增长率	29.6%	13.8%	20.7%	17.1%
归属于母公司净利润	30.1%	13.9%	20.8%	17.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	74.5%	75.2%	76.5%	77.4%
净利率	36.4%	36.3%	37.4%	38.2%
ROE	24.7%	24.1%	25.0%	25.1%
ROIC	23.6%	23.5%	24.6%	24.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.5%	24.8%	24.5%	24.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	3.4	3.6	3.8
速动比率	2.8	2.9	3.1	3.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	382.9	362.7	350.5	358.7
应付账款周转率	4.0	3.7	3.5	3.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	4.5	5.1	6.2	7.2
每股经营现金流(最新摊薄)	6.0	3.4	6.2	7.4
每股净资产(最新摊薄)	19.1	22.0	25.5	29.6
<b>估值比率</b>				
P/E	67.8	59.5	49.3	42.1
P/B	15.9	13.8	11.9	10.3
EV/EBITDA	19.2	41.1	33.4	28.3

资料来源：浙商证券研究所

## 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>