

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格(元): 151.43

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本(亿股): 38.82

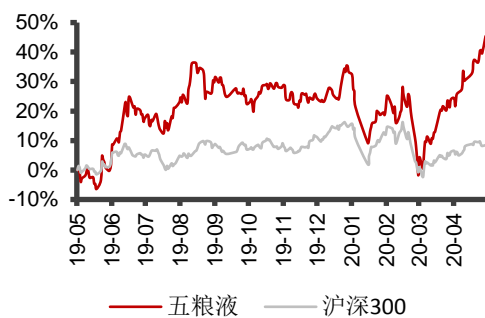
流通股本(亿股): 37.96

流通A股市值(亿元): 5748

每股净资产(元): 21.12

资产负债率(%): 20.19

五粮液与沪深300涨跌幅走势图



相关报告

- 1、五粮液(000858):普五量价齐升,2020年开局顺利 20200429
- 2、对近期茅台一批价格波动的思考 20200325
- 3、疫情短期冲击板块,积极应变趋势不改 20200221
- 4、五粮液(000858):积极应对疫情,全年增长目标不改 20200212

五粮液(000858):改革效果明显,红利继续释放

2020年5月19日

事件: 近期,我们参加了五粮液2019年度暨2020年第一季度业绩说明会,公司介绍了近期业绩、策略及重点工作。**业绩方面,2019年高端销量超预期,2020年目标不变。**2019年五粮液销量约2.5万吨,超额完成目标。系列酒剔除清理产品收入增长55%,未来五年目标销售额翻番至200亿元。2020年,公司基于一季度任务完成良好及对行业无周期性变化的判断,暂对营收保持两位数以上增长的目标不做变动。

营销改革方面,深化数字化、加快新渠道布局。2019年,公司数字化改革顺利推进,终端渠道透明度达到89.6%,2020年将进一步提高营销效率及精准施策水平。新渠道方面,公司完善商超管理制度、建立自营线上官方商城、品牌体验中心等工作有序进行,快速拓展渠道类型促进市场稳定及业绩增长。

品牌策略方面,品牌战略进一步明晰,产品进一步丰富。主品牌按照五粮液品牌“1+3”产品策略,2019年发布501五粮液,2020年将推出3000元以上价位产品。系列酒以“三个聚焦”为原则,聚焦打造尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲四个全国性战略品牌。

投资建议:公司近年加速改革,渠道掌控力增强、品牌战略清晰,业绩端已经有所体现。我们认为公司改革红利将持续,叠加公司在此次消费复苏中销售量及批价增长空间较大,业绩兼具确定性及成长性。维持公司2020-22年EPS预测,分别为5.2、6.0、6.8元,维持“推荐”评级。

风险提示:食品安全问题;国内外疫情超预期变化风险;公司经营业绩低于预期;公司改革效果不及预期;人民币汇率波动风险;国内利率上调风险;国内外宏观经济数据急剧恶化;美联储货币政策变化;国内外资本市场波动风险。

近期，我们参加了五粮液2019年度暨2020年第一季度业绩说明会，公司董事长曾从钦、总经理陈林、副总经理、财务总监罗伟、董事会秘书彭智辅等领导与会，会上介绍了公司近期业绩、策略及重点工作，主要内容如下：

1、业绩：2019年高端销量超预期，2020年目标不变

1.1 五粮液量价齐升，良品率提升

2019年五粮液实现量价齐升，销量约2.5万吨，其中经典五粮液产品占比近七成，同比增长25%，超额完成2.3万吨销售目标，超市场预期，价格方面，我们估计经典五粮液出厂价增长12-13%。目前五粮液的出酒率为15-20%，随着窖池持续老熟、酿酒专用粮基地建设、科技创新及12万吨酿酒建设项目推进，五粮液的占比将逐渐提升，高端产品产出率仍有提升空间。品质方面，此前公司曾将五粮液出厂前贮藏年限减少为一年，2017年开始增加贮藏时间，目前已达两年以上，将逐步达到三年以上，产品品质将进一步提升。

1.2 系列酒主动调整，销售5年翻一番

2019年，公司系列酒持续大刀阔斧清理高仿、低附加值品牌，优化产品体系，短期对销售有所影响——2019年公司销量下降13.67%，为五年首次销量下降，但品牌清理有利于聚焦核心单品，明晰主品牌及系列酒品牌战略，最终形成“双轮驱动”的发展态势。2019年公司实现销售额近100亿元，剔除已清理品牌，其他产品收入同比增长55.15%，聚焦效果显著。2020年公司销售收入目标达到100亿元以上，打造10亿元及以上营销大区2个、5亿元及以上营销大区3个；建设核心终端10万家、形象店1万家。未来5年，公司力争实现销售额达到200亿元以上，目标年复合增长率达18.9%。

1.3 疫情影响

业绩方面，新冠疫情自2020年1月末全面爆发，对公司2020年一季度业绩影响较小，营收、归母净利润分别同比增长15.05%及18.98%，我们认为这主要是由于高端酒节前消费，且国窖控货、茅台酒缺货等原因所致。现金流下降主要由于2020年度春节较早，一季度营收回款大量体现在2019年四季度，一季度按规定解缴相关税费形成现金净流出所致。

2020年，公司基于一季度任务完成度良好及对行业“短期有影响，但无

周期性变化”的判断，暂对营收保持两位数以上增长的目标不做变动。利润方面，公司开展“双增双节”系列活动（增产节约、增收节支），力争实现利润率的稳步提升。

重点工作方面，公司二季度将执行“两控一加快”，即严格控制发货及出货、加快推进公关团购工作落地，并提出了“减负减压、三损三补”的工作要求，即零售损失团购补、线下损失线上补、老品损失新品补，全力抢抓补偿性消费机遇。目前，市场动销已经达到去年同期近七成，批价稳步回升，当前普五批价920-930元/瓶，库存1个月左右，短期批价目标为959元/瓶，任务目标有望达成。

具体来看，团购方面，在2019年1218大会上，公司明确2020年的核心工作之一为企业级团购，疫情后公司提出“零售损失团购补”，五粮液销量的20%要由团购实现。截止目前，团购订单总数已达到3000多笔。围绕接下来的端午、中秋、国庆等重要节庆，公司将聚焦消费意见领袖培育、团购企业节庆接待用酒和团购企业的内购会三个方面展开一系列配套动作，并推出“禧庆时·五粮液”等宴席活动政策，目前市场反响良好，宴席动销增长明显。

线上方面，公司在疫情下快速推动线上系统，五粮液官方商城和五粮液云店系统已经全面上线，通过线上销售服务加线下客情维护的新模式，增强消费者粘性，提升消费者购买体验，实现由“人找服务”到“服务找人”的转变，全方位满足消费者新消费需求。此外，公司在3月份发行了数字酒证项目，5月19号正式启动销售，或进一步增强五粮液的投资收藏属性，增加消费场景。

新品方面，除了加快开发3000元以上价位产品之外，公司还将配套团购工作开发高端封藏定制酒、高端个性化产品等，为企业团购客户提供增值服务，通过推动团购工作开展叠加拓展新品以弥补2、3月份损失。

2、营销改革：深化数字化、加快新渠道布局

2.1 数字化

公司认为，对渠道库存和渠道货流秩序的透明化监控是消费品行业营销的关键能力。2019年，公司通过经典五粮液的迭代更新开始落实数字化改革，通过不断推进与深化层层扫码，终端渠道透明度达到89.6%。公司基于该平台处罚了部分违规商家，改善了渠道秩序，渠道掌控力增强。

2020年的主要工作，一方面通过流程优化提高营销效率，二是通过数据赋能提高精准施策水平，核心内容是推进“两管控、一加快”。

2.2 新型渠道布局加快落地

除加速推动团购工作外，公司在商超、电商、自营等多个新兴渠道加速布局，促进市场稳定及业绩增长。商超卖场方面，公司完善标准管理制度、优化流程建设工作，实现规范化运营。强化营销战区对区域内各卖场体系、门店的协助管理及服务工作。电商渠道方面，目前已建立五粮液自营线上官方商城，即将成立新零售公司，建立线上渠道的精准营销体系及消费者会员中心；同时继续与线上零售平台、新零售连锁、新型电商平台、银行特殊渠道深度合作，建立运营管理标准，把新零售公司建设成五粮液品牌宣传平台、产品销售平台和消费者互动平台。自营渠道方面，今年计划在战略高地城市建设五粮液品牌体验中心，作为五粮液在高地市场的品牌文化展示平台，以及与核心消费意见领袖深层次交流互动的体验场所。

2.3 系列酒渠道整合顺利

公司2020年对系列酒营销渠道进行整合，将原有三家销售公司合为一家，目前机构、管理、人员基本实现融合统一、组织架构基本形成、品牌专属跑道基本划定。系列酒亦启用了数字化平台系统，市场秩序改善。我们认为销售公司的整合标志着系列酒进入合力发展元年，对主品牌及系列酒“双轮驱动”的策略执行力将更强，改革红利有望持续释放。

3、品牌策略：品牌战略进一步明晰，产品进一步丰富

主品牌方面，按照五粮液品牌“1+3”产品策略（“1”指经典五粮液，“3”指39度五粮液、3000元以上价位五粮液、501五粮液），2019年公司已经发布了501五粮液，2020年公司将推出3000元以上价位五粮液产品，从而完善以价格梯度为区隔的纵向“1+3”产品矩阵。同时，在以产品定位为区隔的横向维度，公司将在常规饮用型产品之外，拓展个性化定制酒、纪念酒、文化酒，保证产品线明晰的同时，提升产品的丰富性。

系列酒方面，2019年至今，公司共清理了约100个系列酒品牌，以“三个聚焦”为原则，集中优势力量打造尖庄、五粮醇、五粮春、五粮特曲四个全国性战略品牌。公司进一步梳理四大战略品牌产品体系，重新明确品牌发展定位、划清品牌价格跑道，力争5年左右将尖庄品牌（光瓶酒

主销产品)打造成100亿元级大单品和“民酒类第一品牌”，将五粮醇品牌打造成50亿级大单品和“中价位醇香第一品牌”，将五粮春品牌打造成50亿级大单品，将五粮特曲打造成20亿级大单品和“特曲类第一品牌”。

投资建议：公司近年来加速改革，渠道掌控力增强、品牌战略清晰，品牌价值不断提升，业绩端已经有所体现。我们认为公司改革红利将持续，一是改革仍有深化空间，二是机制改革将带来公司与经销商关系、消费者关系的变革将持续发酵。此外，在疫情逐步明朗下，高端白酒动销恢复良好，五粮液在消费复苏中销售量及批价增长空间较大，业绩兼具确定性及成长性。我们维持公司2020-22年EPS预测，分别为5.2、6.0、6.8元，维持“推荐”评级。

表：重点指标预测

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	50118	57282	66085	74699
增长率	25.20%	14.29%	15.37%	13.03%
归母净利（百万元）	17402	20188	23418	26466
增长率	30.02%	16.01%	16.00%	13.02%
每股收益（元）	4.48	5.20	6.03	6.82

资料来源：携宁、Wind，国开证券研究部

注：收盘价格日期为2020年5月19日，2020-2022年业绩为作者预测值。

风险提示：食品安全问题；国内外疫情超预期变化风险；公司经营业绩低于预期；公司改革效果不及预期；人民币汇率波动风险；国内利率上调风险；国内外宏观经济数据急剧恶化；美联储货币政策变化；国内外资本市场波动风险。

盈利预测:

报表预测				
单位: 百万元				
资产负债表				
	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	63,239	71,921	86,487	101,013
应收票据	14,643	15,694	18,105	20,465
应收账款	134	141	163	184
存货	13,680	15,021	15,990	17,782
其他流动资产	4,931	5,096	5,341	5,582
流动资产合计	96,627	107,873	126,086	145,027
固定资产合计	6,109	7,366	7,566	7,766
在建工程	812	1,112	1,412	1,712
无形资产	410	400	390	380
商誉	2	2	2	2
资产总计	106,397	119,221	137,973	157,454
应付票据	419	376	379	421
应付账款	3,258	3,380	3,577	3,744
应付职工薪酬	3,595	3,838	4,301	4,782
应交税费	7,939	8,879	10,243	11,578
其他流动负债	14,823	15,069	18,825	21,984
流动负债合计	30,035	31,541	37,324	42,509
负债合计	30,301	31,808	37,591	42,776
归属于母公司的所有者权益	74,291	84,678	96,596	109,732
少数股东权益	1,805	2,734	3,787	4,947
股东权益	76,096	87,413	100,383	114,679
负债及股东权益	106,397	119,221	137,973	157,454
现金流量表				
	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	23112	20179	26717	28490
投资活动现金流净额	-1616	-1697	-651	-633
筹资活动现金流净额	-7252	-9800	-11500	-13330
现金净流量	14244	8683	14565	14526

利润表

单位: 百万元

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,118	57,282	66,085	74,699
营业成本	12,802	13,707	15,359	17,080
毛利	37,316	43,575	50,726	57,619
毛利率	74%	76%	77%	77%
税金及附加	6,984	7,733	8,921	10,084
税金及附加/营业收入	13.9%	13.5%	13.5%	13.5%
销售费用	4,986	5,728	6,939	8,217
销售费用率	9.9%	10.0%	10.5%	11.0%
管理费用	2,655	2,864	3,304	3,735
管理费用率	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	126	143	165	187
研发费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
财务费用	-1,431	-507	-594	-703
财务费用率	-2.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
营业利润	24246	27905	32327	36480
增长率	30%	15%	16%	13%
营业外收支	-140	-120	-130	-130
利润总额	24106	27785	32197	36350
增长率	30%	15%	16%	13%
所得税费用	5878	6668	7727	8724
净利润	18228	21117	24470	27626
归母净利润	17402	20188	23418	26466
少数股东损益	826	929	1052	1160

基本指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS (元)	4.48	5.20	6.03	6.82
BVPS (元)	19.14	21.82	24.89	28.27
PE (倍)	29.67	29.11	25.10	22.21
PEG	0.99	1.82	1.57	1.71
PB (倍)	6.95	6.94	6.08	5.36
EV/EBITDA	19.65	18.95	15.91	13.70
ROE	23%	24%	24%	24%

数据来源: 携宁、wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2020年5月19日, 2020-2022年业绩为作者预测值。

分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层