

## 控量挺价稳健增长，改革催化势能形成



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月28日)	240.5元
目标价格	268.26元
52周最高价/最低价	240.5/102.11元
总股本/流通A股(万股)	388,161/379,581
A股市值(百万元)	933,527
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年08月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	10.12	12.38	64.55	79.58
相对表现	7.46	6.34	38.94	52.19
沪深300	2.66	6.04	25.61	27.39



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 叶书怀  
021-63325888\*3203  
yeshuhuai@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860517090002

**证券分析师** 蔡琪  
021-63325888\*6079  
caiqi@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860519080001

**相关报告**

改革助力完美收官，开局靓丽目标积极: 2020-04-28  
需求弱复苏，期待消费回补: 2020-04-15  
营收再上新台阶，控盘分利挺价为先: 2019-12-18

● **二季度营收利润增长稳健，业绩基本符合预期。**公司发布中报，20H1 实现总营收 307.68 亿元，同比增长 13.32%，归母净利润 108.55 亿元，同比增长 16.28%，对于基本 EPS 为 2.80 元/股。其中，20Q2 实现总营收 105.29 亿元，同比提升 10.13%，归母净利润 31.51 亿元，同比提升 10.16%。

### 核心观点

- **控量挺价渠道变革，强化管理加码团购，核心产品价格有望继续提升。**上半年公司白酒收入 281.67 亿元，同比增长 10.81%。时间过半任务过半，整体进度符合预期。**分量价看**，考虑到二季度公司挺价为先严控发货、优化渠道额度、调整经销商库存，预计五粮液产品量增有限，收入增长主要由价格提升驱动，系列酒中尖庄、五粮醇、特曲等保持了较快增长。在消费端持续恢复的同时，公司加速布局团购及新零售渠道，渠道掌控力增强的时候有助于进一步提高产品价格。**从预收款看**，受渠道额度调整及公司主动控制发货节奏影响，上半年末合同负债为 36.19 亿元，环比 Q1 下降 11.50 亿元。
- **结构升级毛利率提升，盈利能力稳步上行。**上半年公司毛利率同比提升 0.72pct 至 74.54%，其中 Q2 毛利率提升 0.52pct 至 70.71%，主要系普五出厂价提升以及渠道变革下产品结构升级所致。20H1 销售费用率同比提升 0.59pct 至 10.35%，公司在疫情下为保持稳增长及布局疫情后恢复性消费，加强了品牌宣传和氛围营造等终端投入；管理费用率（含研发费用）同比下降 0.39pct 至 4.41%，税金及附加占营收比重下降 0.54pct。20H1 销售净利率同比提升 0.84pct 至 36.96%，盈利能力稳中有升。
- **批价走高边际向好，期待双节旺季表现。**随着茅台批价持续提升，普五未来价格空间将进一步打开，价盘有望拉升至千元。公司不断采取渠道变革、加强库存管理、提升团购比重等举措，确保量价齐升、营收盈利稳健增长。展望下半年，中秋国庆双节旺季降至，渠道端积极备货，期待旺需求+低库存催化下公司三季度进一步提速。消费升级及高端酒扩容趋势下，公司品牌势能形成、改革红利释放、渠道掌控增强，看好后市发展空间。

**财务预测与投资建议：**我们维持前次盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 5.26、6.35、7.41 元。结合可比公司估值，给予公司 20 年 51 倍 PE，对应目标价 268.26 元，维持买入评级。

**风险提示：**渠道利润弱化风险、价格不及预期风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	57,160	66,764	75,715
同比增长(%)	32.6%	25.2%	14.1%	16.8%	13.4%
营业利润(百万元)	18,718	24,246	28,451	34,330	40,061
同比增长(%)	40.0%	29.5%	17.3%	20.7%	16.7%
归属母公司净利润(百万元)	13,384	17,402	20,430	24,660	28,776
同比增长(%)	38.4%	30.0%	17.4%	20.7%	16.7%
每股收益(元)	3.45	4.48	5.26	6.35	7.41
毛利率(%)	73.8%	74.5%	75.4%	76.5%	77.6%
净利率(%)	33.4%	34.7%	35.7%	36.9%	38.0%
净资产收益率(%)	22.9%	25.3%	25.5%	26.4%	26.4%
市盈率	69.7	53.6	45.7	37.9	32.4
市净率	14.7	12.6	10.8	9.3	7.9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 投资建议

我们维持前次盈利预测，预计公司 20-22 年 EPS 分别为 5.26、6.35、7.41 元。结合可比公司估值，给予公司 20 年 51 倍 PE，对应目标价 268.26 元，维持买入评级。

图表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益(元)			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵州茅台	600519	1757.00	37.31	44.86	52.09	47.09	39.17	33.73
泸州老窖	000568	151.49	3.69	4.53	5.40	41.02	33.41	28.04
山西汾酒	600809	193.38	2.83	3.55	4.32	68.39	54.47	44.78
古井贡酒	000596	270.11	4.66	5.78	6.88	57.93	46.74	39.26
顺鑫农业	000860	75.39	1.26	1.67	2.11	59.71	45.10	35.68
水井坊	600779	73.52	1.47	1.97	2.29	50.11	37.24	32.10
今世缘	603369	53.73	1.30	1.60	1.97	41.29	33.68	27.34
调整后平均						51	40	34

数据来源：wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2020 年 8 月 28 日收盘价）

## 风险提示

- **渠道利润弱化风险。**五粮液对标茅台同为一线名酒，但在出厂价持续上行而终端价不温不火的情况下，经销商盈利情况显著低于竞品。如果渠道利润弱化，可能对渠道推力和一批商、终端商销售意愿产生负面影响。
- **价格不及预期风险。**公司采取控量挺价政策减少供应量调整市场供求关系，从而实现价格的稳定上扬。如果公司在控量保价方面不及预期，可能会对公司品牌力及当期收入利润造成负面影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	48,960	63,239	79,415	93,657	110,386	营业收入	40,030	50,118	57,160	66,764	75,715
应收票据、账款及款项融资	16,262	18,228	16,854	19,686	22,325	营业成本	10,487	12,802	14,088	15,669	16,943
预付账款	221	232	264	309	350	营业税金及附加	5,908	6,984	7,966	9,304	10,551
存货	11,795	13,680	15,054	16,743	18,104	营业费用	3,778	4,986	5,413	6,189	6,867
其他	872	1,249	1,253	1,260	1,266	管理费用及研发费用	2,425	2,782	2,908	3,263	3,625
<b>流动资产合计</b>	<b>78,110</b>	<b>96,627</b>	<b>112,840</b>	<b>131,654</b>	<b>152,430</b>	财务费用	(1,085)	(1,431)	(1,569)	(1,904)	(2,244)
长期股权投资	919	1,022	1,022	1,022	1,022	资产、信用减值损失	11	4	(4)	6	5
固定资产	5,261	6,108	6,310	6,345	6,296	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	350	811	511	376	309	投资净收益	101	93	93	93	93
无形资产	413	410	395	380	365	其他	112	162	0	0	0
其他	1,040	1,419	43	4	4	<b>营业利润</b>	<b>18,718</b>	<b>24,246</b>	<b>28,451</b>	<b>34,330</b>	<b>40,061</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,984</b>	<b>9,770</b>	<b>8,281</b>	<b>8,127</b>	<b>7,995</b>	营业外收入	44	30	30	30	30
<b>资产总计</b>	<b>86,094</b>	<b>106,397</b>	<b>121,122</b>	<b>139,781</b>	<b>160,425</b>	营业外支出	155	170	170	160	160
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>18,607</b>	<b>24,106</b>	<b>28,311</b>	<b>34,200</b>	<b>39,931</b>
应付票据及应付账款	3,566	3,677	4,047	4,501	4,866	所得税	4,568	5,878	6,901	8,329	9,719
其他	17,142	26,357	28,118	30,519	32,757	<b>净利润</b>	<b>14,039</b>	<b>18,228</b>	<b>21,410</b>	<b>25,870</b>	<b>30,212</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>20,708</b>	<b>30,035</b>	<b>32,165</b>	<b>35,020</b>	<b>37,624</b>	少数股东损益	654	826	970	1,171	1,366
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13,384</b>	<b>17,402</b>	<b>20,440</b>	<b>24,700</b>	<b>28,846</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.45	4.48	5.26	6.35	7.41
其他	267	266	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>267</b>	<b>266</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>20,975</b>	<b>30,301</b>	<b>32,165</b>	<b>35,020</b>	<b>37,624</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	1,632	1,805	2,775	3,946	5,312	成长能力					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	32.6%	25.2%	14.1%	16.8%	13.4%
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683	2,683	营业利润	40.0%	29.5%	17.3%	20.7%	16.7%
留存收益	56,923	67,726	79,617	94,251	110,925	归属于母公司净利润	38.4%	30.0%	17.4%	20.7%	16.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>65,119</b>	<b>76,096</b>	<b>88,957</b>	<b>104,761</b>	<b>122,801</b>	毛利率	73.8%	74.5%	75.4%	76.5%	77.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>86,094</b>	<b>106,397</b>	<b>121,122</b>	<b>139,781</b>	<b>160,425</b>	净利率	33.4%	34.7%	35.7%	36.9%	38.0%
						ROE	22.9%	25.3%	25.5%	26.4%	26.4%
						ROIC	22.2%	24.4%	24.6%	25.3%	25.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	24.4%	28.5%	26.6%	25.1%	23.5%
净利润	14,039	18,228	21,400	25,830	30,142	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	341	(54)	386	396	373	流动比率	3.77	3.22	3.51	3.76	4.05
财务费用	(1,085)	(1,431)	(1,569)	(1,904)	(2,244)	速动比率	3.20	2.76	3.04	3.28	3.57
投资损失	(101)	(93)	(93)	(93)	(93)	营运能力					
营运资金变动	(1,484)	5,461	2,088	(1,722)	(1,448)	应收账款周转率	337.9	382.9	397.2	401.7	396.2
其它	607	1,000	1,054	6	5	存货周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>12,317</b>	<b>23,112</b>	<b>23,266</b>	<b>22,514</b>	<b>26,734</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(307)	(1,159)	(212)	(241)	(241)	每股指标(元)					
长期投资	(57)	(101)	0	0	0	每股收益	3.45	4.48	5.26	6.35	7.41
其他	32	(357)	93	93	93	每股经营现金流	3.17	5.95	5.99	5.80	6.89
<b>投资活动现金流</b>	<b>(332)</b>	<b>(1,616)</b>	<b>(120)</b>	<b>(149)</b>	<b>(149)</b>	每股净资产	16.36	19.14	22.20	25.97	30.27
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	1,815	0	0	0	0	市盈率	69.7	53.6	45.7	37.9	32.4
其他	(5,433)	(7,252)	(6,970)	(8,122)	(9,857)	市净率	14.7	12.6	10.8	9.3	7.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,618)</b>	<b>(7,252)</b>	<b>(6,970)</b>	<b>(8,122)</b>	<b>(9,857)</b>	EV/EBITDA	48.5	38.3	32.0	26.6	22.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	49.4	38.2	32.4	26.9	23.0
<b>现金净增加额</b>	<b>8,368</b>	<b>14,244</b>	<b>16,176</b>	<b>14,243</b>	<b>16,728</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

