

## 量价均衡策略奏效，需求侧将迎新常态

公司点评

● **事件：**公司公布2020年中报，实现营收307.68亿元/+13.32%；归母净利润108.55亿元/+16.28%。其中，2020Q2实现营收105.29亿元/+10.13%；归母净利润31.51亿元/+10.16%。预收账款40.8亿元/-16.9%，Q2收入+Δ预收款变化98.41亿元，同增8.6%，判断系直营团购、数字酒证、新零售等的自营类增量所致；销售回款159亿元/+55%，主要系票据打款减少，应收款项减少28.7亿元至123.6亿元所致；阶段性量价目标致业绩略低于预期。

● **分量价关系逐步理顺，普五批价稳步上涨趋势已基本确立；趋势的确立将强化渠道（终端）备货积极性，正向循环。**分产品看，2020H1公司酒类收入281.7亿元/+10.81%，非酒（塑料制品等）收入26亿元/+50%。公司坚持“1+3”品牌战略，加强“三个优化”和“三个转型”，克服疫情不利影响，逐步构建了从总部到区域经销商的量价均衡控制机制，普五批价从900元附近稳步抬升至960元附近：一、量方面，优化调整渠道供给量的结构与节奏；以经销商覆盖区域实际销售情况均衡配额量，按需分批次小批量配给，减量分销配额，增量直营团购（预计全年规划团购目标占比约20%），同时联合新浪网推进“数字酒证”交易拉升老酒投资、收藏升值预期；二、价方面：强化厂商合作长期共赢意识与行动的一致性，控盘分利，以数字化手段监控市场产品进出库流量，引导价格提升预期。另外，五粮浓香系列酒升级聚焦五粮特曲、五粮醇、五粮春、尖庄四大全国性战略品牌，着力培育5亿级、10亿级、20亿级、50亿级大单品，而高线光瓶尖庄卡位40-50元，有望持续承接光瓶需求流量。

● **Q2经营现金流环比改善，盈利能力稳步提升。**2020H1公司毛利率74.54%，同升0.72pct，其中酒类毛利率80.27%，同升2.11pct，主要系八代五粮液换代提价所致；净利率36.96%，同升0.84pct。Q2毛利率70.7%，同升0.5pct，主要是非酒类收入高增拖累毛利；税金附加占比13.9%，同降0.40pct；销售费用率13.8%，同降0.60pct；管理费用率5.9%，同升0.6pct；净利率31.44%，同升0.11pct。Q2经营性现金流23.70亿元/+400%，较一季度-12.02亿元环比持续改善。

● **普五成交价站上千元价位将迎需求新常态，维持“强烈推荐”评级。**高端品牌寡头格局确定，预计未来5年CAGR 10%左右，我们坚持品牌稀缺的底层逻辑，新进品牌或可分享细分小众市场，公司机制改革成效内化优势的长效性，中期普五量价均衡机制基本确立，价位站上千元必将迎来新常态；预计2020-2022年归母净利润分别为204.51/247.01/285.50亿元，同比增长17.5/20.8/15.6%，当前股价对应PE为44.9/37.2/32.2X，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**经济持续下行影响高端白酒需求，疫情时间拉长致商务活动频次降低等风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,030	50,118	57,707	68,365	78,605
增长率(%)	32.6	25.2	15.1	18.5	15.0
净利润(百万元)	13,384	17,402	20,451	24,701	28,550
增长率(%)	38.4	30.0	17.5	20.8	15.6
毛利率(%)	73.8	74.5	74.9	76.6	77.0
净利率(%)	33.4	34.7	35.4	36.1	36.3
ROE(%)	21.6	24.0	24.0	23.7	22.6
EPS(摊薄/元)	3.45	4.48	5.27	6.36	7.36
P/E(倍)	68.6	52.8	44.9	37.2	32.2
P/B(倍)	14.5	12.4	10.7	8.7	7.2

敬请参阅最后一页免责声明

-1-

证券研究报告

## 强烈推荐（维持评级）

王言海（分析师）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280520080003

张向伟（联系人）

zhangxiangwei@xsdzq.cn

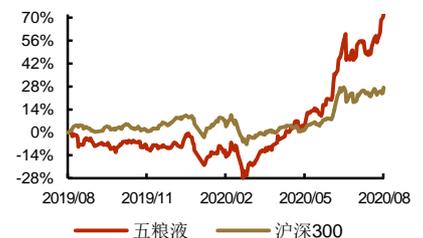
证书编号：S0280119090008

市场数据

时间 2020.08.28

收盘价(元):	240.5
一年最低/最高(元):	98.63/244.86
总股本(亿股):	38.82
总市值(亿元):	9,335.27
流通股本(亿股):	37.96
流通市值(亿元):	9,128.93
近3月换手率:	45.77%

### 股价一年走势



### 相关报告

《普五批价提升目标积极，尖庄等系列酒短板将逐步补齐》2020-05-31

《机制改革内化为长期竞争优势，季报业绩略超市场预期》2020-04-28

《单季业绩略超预期，机制建设日臻完善》2019-10-31

《业绩维持高增，看好批价破千后的量价空间》2019-09-01

《改革红利再释放，2019年去库存提价稳增长，新品蓄势待发》2019-03-28

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>78110</b>	<b>96627</b>	<b>110691</b>	<b>133300</b>	<b>156929</b>
现金	48960	63239	70283	74333	79263
应收票据及应收账款合计	16262	14778	22852	20579	30009
其他应收款	872	1249	1193	1700	1626
预付账款	221	232	289	328	382
存货	11795	13680	12623	22910	17198
其他流动资产	0	3450	3450	13450	28450
<b>非流动资产</b>	<b>7984</b>	<b>9770</b>	<b>10817</b>	<b>12165</b>	<b>13225</b>
长期投资	919	1022	1189	1374	1561
固定资产	5262	6109	7117	8385	9317
无形资产	413	410	393	378	364
其他非流动资产	1390	2230	2117	2028	1983
<b>资产总计</b>	<b>86094</b>	<b>106397</b>	<b>121508</b>	<b>145464</b>	<b>170153</b>
<b>流动负债</b>	<b>20708</b>	<b>30035</b>	<b>32319</b>	<b>36360</b>	<b>37690</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	3566	3677	5357	4133	6851
其他流动负债	17142	26357	26961	32227	30839
<b>非流动负债</b>	<b>267</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	<b>266</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	267	266	266	266	266
<b>负债合计</b>	<b>20975</b>	<b>30301</b>	<b>32585</b>	<b>36626</b>	<b>37957</b>
少数股东权益	1632	1805	2721	3855	5190
股本	3882	3882	3882	3882	3882
资本公积	2683	2683	2683	2683	2683
留存收益	56923	67726	78423	91385	106466
归属母公司股东权益	63487	74291	86202	104983	127007
<b>负债和股东权益</b>	<b>86094</b>	<b>106397</b>	<b>121508</b>	<b>145464</b>	<b>170153</b>

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>12317</b>	<b>23112</b>	<b>15652</b>	<b>10474</b>	<b>11714</b>
净利润	14039	18228	21366	25835	29885
折旧摊销	563	490	597	734	833
财务费用	-1085	-1431	-1499	-1491	-1543
投资损失	-101	-93	-74	-84	-88
营运资金变动	-1984	4767	-4736	-14517	-17369
其他经营现金流	885	1150	-3	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-332</b>	<b>-1616</b>	<b>-1567</b>	<b>-1995</b>	<b>-1802</b>
资本支出	381	1699	879	1164	873
长期投资	8	-10	-168	-183	-187
其他投资现金流	58	72	-856	-1015	-1117
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-3618</b>	<b>-7252</b>	<b>-7040</b>	<b>-4429</b>	<b>-4983</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	86	0	0	0	0
资本公积增加	1729	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5433	-7252	-7040	-4429	-4983
<b>现金净增加额</b>	<b>8368</b>	<b>14244</b>	<b>7044</b>	<b>4050</b>	<b>4930</b>

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>40030</b>	<b>50118</b>	<b>57707</b>	<b>68365</b>	<b>78605</b>
营业成本	10487	12802	14467	15990	18049
营业税金及附加	5908	6984	8042	9527	10954
营业费用	3778	4986	5482	6563	7467
管理费用	2340	2655	2885	3487	4009
研发费用	84	126	145	172	198
财务费用	-1085	-1431	-1499	-1491	-1543
资产减值损失	11	-3	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	106	160	84	105	114
投资净收益	101	93	74	84	88
<b>营业利润</b>	<b>18718</b>	<b>24246</b>	<b>28337</b>	<b>34300</b>	<b>39667</b>
营业外收入	44	30	59	45	44
营业外支出	155	170	93	111	132
<b>利润总额</b>	<b>18607</b>	<b>24106</b>	<b>28304</b>	<b>34233</b>	<b>39579</b>
所得税	4568	5878	6937	8398	9695
<b>净利润</b>	<b>14039</b>	<b>18228</b>	<b>21366</b>	<b>25835</b>	<b>29885</b>
少数股东损益	654	826	915	1135	1335
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13384</b>	<b>17402</b>	<b>20451</b>	<b>24701</b>	<b>28550</b>
EBITDA	17701	22699	26898	32798	38108
EPS(元)	3.45	4.48	5.27	6.36	7.36

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.6	25.2	15.1	18.5	15.0
营业利润(%)	40.0	29.5	16.9	21.0	15.6
归属于母公司净利润(%)	38.4	30.0	17.5	20.8	15.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	73.8	74.5	74.9	76.6	77.0
净利率(%)	33.4	34.7	35.4	36.1	36.3
ROE(%)	21.6	24.0	24.0	23.7	22.6
ROIC(%)	93.5	165.8	133.9	82.4	60.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	24.4	28.5	26.8	25.2	22.3
净负债比率(%)	-74.8	-82.8	-78.7	-68.1	-59.8
流动比率	3.8	3.2	3.4	3.7	4.2
速动比率	3.2	2.6	2.9	2.7	2.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.9	3.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.9	3.5	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.45	4.48	5.27	6.36	7.36
每股经营现金流(最新摊薄)	2.96	5.67	4.03	2.70	3.02
每股净资产(最新摊薄)	16.36	19.14	22.21	27.05	32.72
<b>估值比率</b>					
P/E	68.6	52.8	44.9	37.2	32.2
P/B	14.5	12.4	10.7	8.7	7.2
EV/EBITDA	49.2	37.8	31.6	25.9	22.2

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，首席分析师，从事于食品饮料方向研究，从业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2年证券从业经验，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>