

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

## 营销变革促进渠道高质量转变, 批价提升明显

**事件:** 近期我们同公司交流, 并走访部分核心渠道, 了解到公司持续深化营销变革促进渠道向高质量转变, 提升增长质量, 三损三补要求有效落实。公司当前批价已经逐步回升至 940 元左右, 渠道转变效果逐步见效, 全年双位数增长信心充足。

**营销变革促进渠道向高质量转变, 三损三补要求有效落实。**2019 年公司已完成营销数字化转型系统的搭建, 今年外部因素进一步促进变革进程。针对疫情影响, 公司依托数字化系统严格管控货物流, 经销商流动库存保持合理水平, 并加大对违规经销商的处罚力度, 对渠道配额进行优化调整, 未来增量将投向新零售及团购渠道, 促进渠道向高质量转变。公司提出的“三损三补”要求得以有效落实, 一是零售损失团购补, 公司加大企业团购攻关力度, 已经拜访全国 4000 多家有影响力企业, 在核心意见领袖培育方面取得积极效果; 二是线下损失线上补, 5 月底成立新零售公司, 加强对消费者数据的挖掘分析、对价格波动的监控、对组织团队的考察评价等关键工作; 三是老品损失新品补, 公司已经推出 501 五粮液, 3000+产品预计也即将推出, 均为公司下半年增长创造基础。

**批价提升明显, 全年双位数增长信心足。**当前动销水平恢复至 7-8 成, 在需求回暖和高质量渠道建设的双重驱动下, 批价逐步由 890 提升至当前 940, 春节目标破 1000 元。我们认为批价上行提升渠道信心, 在新零售和团购渠道发力的基础上, 叠加 3000+等新品的推出, 全年双位数增长有信心, 预计公司上半年营收稳定增长, 下半年公司发货加快动销提速, 业绩表现更好。

**盈利预测:** 公司渠道向高质量转变, 三损三补有效落实, 批价提升超预期, 短期批价目标破 1000, H2 发货加快动销加速, 预计 2020-2022 年 EPS 为 5.25 元/6.35 元/7.57 元, 对应 PE 为 42X/34X/29X, 维持“买入”评级, 目标价调至 254 元。

**风险提示:** 疫情持续发酵; 食品安全问题; 行业竞争加剧。

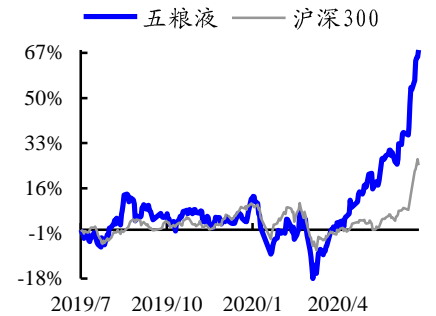
财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40,030	50,118	57,157	67,620	79,477
(+/-)%	32.61%	25.20%	14.05%	18.30%	17.53%
归属母公司净利润	13,384	17,402	20,392	24,635	29,389
(+/-)%	38.36%	30.02%	17.18%	20.81%	19.30%
每股收益 (元)	3.45	4.48	5.25	6.35	7.57
市盈率	14.76	29.67	41.53	34.38	28.82
市净率	3.11	6.95	9.81	8.44	7.23
净资产收益率 (%)	21.08%	23.42%	23.62%	24.55%	25.08%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	1.01%	1.28%	1.51%
总股本 (百万股)	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882

### 股票数据

2020/7/13

6 个月目标价 (元)	254
收盘价 (元)	218.20
12 个月股价区间 (元)	98.63 ~ 225.00
总市值 (百万元)	846,967
总股本 (百万股)	3,882
A 股 (百万股)	3,882
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	49

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	37%	77%	76%
相对收益	16%	48%	49%

### 相关报告

《五粮液 (000858.SZ): 持续深化营销数字化转型, 优化资源调配能力》 --20200601

《五粮液 (000858): 第八代产品表现良好, 整体毛利率持续提升》 --20190902

《五粮液 (000858.SH): 业绩双位数增长, 疫情或加快改革步伐》 --20200211

《五粮液 (000858): 第八代产品表现良好, 整体毛利率持续提升》 --20190902

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001  
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

研究助理: 张立

执业证书编号: S0550119080009  
021-20363244 zhangl2@nesc.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	63,239	69,370	83,265	100,861	净利润	18,228	21,369	25,812	30,795
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	3	0	0	0
应收款项	14,778	20,470	23,868	26,653	折旧及摊销	490	278	278	278
存货	13,680	15,087	16,977	19,376	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	4,931	5,079	5,383	5,703	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>96,627</b>	<b>110,007</b>	<b>129,493</b>	<b>152,594</b>	投资损失	-93	-114	-135	-159
可供出售金融资产					运营资本变动	4,767	-6,655	-1,076	-357
长期投资净额	1,022	1,022	1,022	1,022	其他	-284	134	133	132
固定资产	6,109	6,231	6,374	6,536	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>23,112</b>	<b>15,012</b>	<b>25,012</b>	<b>30,689</b>
无形资产	410	413	414	416	投资活动净现金流量	-1,616	-340	-317	-293
商誉	2	2	2	2	融资活动净现金流量	-7,252	-8,540	-10,800	-12,800
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,770</b>	<b>9,995</b>	<b>10,239</b>	<b>10,503</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>7,406</b>	<b>26,472</b>	<b>25,222</b>	<b>29,305</b>
<b>资产总计</b>	<b>106,397</b>	<b>120,003</b>	<b>139,732</b>	<b>163,097</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	3,677	4,230	4,695	5,383	每股指标				
预收款项	12,531	0	0	0	每股收益 (元)	4.48	5.25	6.35	7.57
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	19.14	22.24	25.86	30.19
<b>流动负债合计</b>	<b>30,035</b>	<b>30,629</b>	<b>35,143</b>	<b>40,291</b>	每股经营性现金流量 (元)	5.95	3.87	6.44	7.91
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	266	266	266	266	营业收入增长率	25.2%	14.0%	18.3%	17.5%
<b>长期负债合计</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	<b>266</b>	净利润增长率	30.0%	17.2%	20.8%	19.3%
<b>负债合计</b>	<b>30,301</b>	<b>30,895</b>	<b>35,409</b>	<b>40,557</b>	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	74,291	86,325	100,362	117,174	毛利率	74.5%	75.7%	76.8%	77.5%
少数股东权益	1,805	2,783	3,960	5,366	净利率	34.7%	35.7%	36.4%	37.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>106,397</b>	<b>120,003</b>	<b>139,732</b>	<b>163,097</b>	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	0.98	1.04	1.02	1.03
					存货周转率 (次)	390.01	396.86	394.58	395.34
					偿债能力指标				
					资产负债率	28.5%	25.7%	25.3%	24.9%
					流动比率	3.22	3.59	3.68	3.79
					速动比率	2.75	3.09	3.19	3.30
					费用率指标				
					销售费用率	9.9%	9.8%	9.8%	9.8%
					管理费用率	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%
					财务费用率	-2.9%	-2.9%	-2.6%	-2.4%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	41.9%	43.8%	43.6%
					股息收益率	0.0%	1.0%	1.3%	1.5%
					估值指标				
					P/E (倍)	29.67	41.53	34.38	28.82
					P/B (倍)	6.95	9.81	8.44	7.23
					P/S (倍)	16.90	14.82	12.53	10.66
					净资产收益率	23.4%	23.6%	24.5%	25.1%

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

**李强:** 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历, 荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名, 2019年Wind资讯金牌分析师第5名, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

**张立:** 同济大学金融硕士, 同济大学本科, 现任东北证券食品饮料组研究助理。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下简称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区洗村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn