

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年05月12日
市场数据

目前股价	99.2
总市值（亿元）	3,850.56
流通市值（亿元）	3,765.40
总股本（万股）	388,161
流通股本（万股）	379,577
12个月最高/最低	110.13/46.06

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

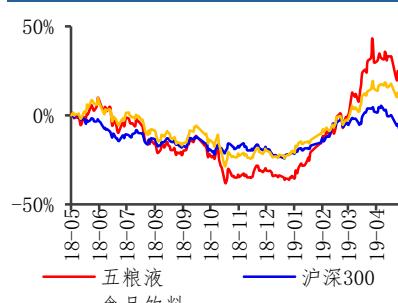
✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<一季度如期开门红，2019年改革推动业绩高增>> 2019-04-29

<<业绩基本符合预期，营销改革初见成效>> 2017-10-27

<<预收账款仍在高位，Q3费用大增致利润下滑>> 2016-10-28

改革顺利推进，浓香王者归来

——五粮液（000858）公司调研简报

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	50339	57970	65506
(+/-%)	25.8%	15.2%	13.0%
净利润	17622	20792	23887
(+/-%)	31.7%	18.0%	14.9%
摊薄EPS	4.54	5.36	6.15
PE	22	19	16

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事项：**公司于2019年5月10日召开股东大会，对2018年经营情况、2019年经营规划与投资者进行交流。

■ **交流要点：**

组织渠道变革多方面、全方位有序进行。组织结构层面，总部横向专业化、区域扁平化。转变经销商思路、优化经销商结构。专卖店扫盲赋能，规范管理。对于名烟名酒终端，择优筛选，利益绑定。对于连锁卖场，谋划构建平台，优化考核。电商网络方面，理解B2B平台诉求、规范B2C平台管理。对于新型团购，建立高端客户定期和不定期的拜访机制。公司以控盘分利的模式导入为契机，优化渠道网络布局结构、经销商结构、专卖店与社会终端店结构，帮助经销商建设终端团购网络，实现对销售数据、货物流向、市场秩序等方面全面掌控。

坚定品牌清理工作，实现品牌聚焦。截止2018年底，公司品牌800个，条码数3000多个，未来目标品牌数减至45个，条码数350个。五粮液方面，坚持“1+3”战略，研发高端新品，重塑五粮液产品价值体系，完善五粮液的收藏价值体系。其中以水晶瓶五粮液为核心，501做为超高端表达公司价值，1618等作为战术性格斗型产品应对竞品的动作。系列酒坚持“4+4”的产品策略，全面地、实质性地清理品牌，清除透支五粮液主品牌的系列产品。截止2019年4月26日，公司已将清理出的22个品牌的44款产品强制下架，不再生产，未来继续进行聚焦，填补400-600次高端价位段。

改革推进顺利，期待第八代上市后的表现。目前普五批价上行至890元左右，保障5月底新品上市后价格顺利对接。渠道方面已经做好为导入空盘分利的扫码系统做全面的对接工作。消费者培育、高端客品鉴顺利进行中。品牌投入已在蓄势，5月份会投入大量的广告宣传工作，引导消费者提前接受新产品。公司在价格、渠道、产品、消费者培育、广告投入方面都做

好准备，保证控盘分利的顺利进行。

盈利预测和评级: 预计公司 19/20/21 年收入增速分别为 26%、15%、13%，归属于母公司净利润增速分别为 32%、18%、15%。目前市值对应 PE 分别为 22X、19X、16X,。公司改革信心坚定，方向科学明确，改革措施全面细致，执行力强，我们看好五粮液此轮渠道变革释放的发展潜力，给予“推荐”评级。

风险提示: 宏观波动超预期、食品安全问题

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30186.78	40030.19	50338.63	57969.79	65505.86	成长性					
营业成本	8450.09	10486.78	12569.77	13970.21	15393.88	营业收入增长	23.0%	32.6%	25.8%	15.2%	13.0%
销售费用	3625.40	3778.43	5184.88	5970.89	6747.10	营业成本增长	15.5%	24.1%	19.9%	11.1%	10.2%
管理费用	2269.02	2340.50	2768.62	2898.49	3275.29	营业利润增长	44.8%	40.0%	29.2%	18.7%	15.1%
财务费用	-890.51	-1085.01	-1606.95	-1917.50	-2368.13	利润总额增长	43.4%	38.9%	30.0%	18.7%	15.0%
投资净收益	68.21	100.86	59.16	65.42	73.41	净利润增长	42.6%	38.4%	31.7%	18.0%	14.9%
营业利润	13374.54	18718.39	24182.37	28707.50	33032.78	盈利能力					
营业外收支	17.15	-111.57	11.76	4.39	-19.57	毛利率	72.0%	73.8%	75.0%	75.9%	76.5%
利润总额	13391.69	18606.82	24194.13	28711.89	33013.22	销售净利率	33.4%	35.1%	36.5%	37.4%	38.1%
所得税	3305.72	4568.17	5825.31	7015.61	8067.42	ROE	18.4%	21.6%	23.9%	23.1%	21.9%
少数股东损益	412.25	654.40	746.81	904.31	1059.10	ROIC	17.1%	20.3%	22.9%	22.2%	21.1%
净利润	9673.72	13384.25	17622.02	20791.97	23886.69	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	12.0%	9.4%	10.3%	10.3%	10.3%
流动资产	63279.70	78110.17	92767.21	107136.36	131115.10	管理费用/营业收入	7.5%	5.8%	5.5%	5.0%	5.0%
货币资金	40591.80	48960.05	58170.23	69663.35	88212.24	财务费用/营业收入	-2.9%	-2.7%	-3.2%	-3.3%	-3.6%
应收账款	109.57	127.33	170.58	172.49	215.17	投资收益/营业利润	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
应收票据	11188.20	16134.64	18224.29	21343.33	23368.08	所得税/利润总额	24.7%	24.6%	24.1%	24.4%	24.4%
存货	10557.80	11795.46	14997.82	14780.59	18032.46	应收账款周转率	277.87	337.95	337.95	337.95	337.95
非流动资产	7642.93	7984.10	9757.98	10671.77	11421.44	存货周转率	0.85	0.94	0.94	0.94	0.94
固定资产	5292.87	5262.16	6959.82	7836.56	8484.09	流动资产周转率	0.51	0.57	0.59	0.58	0.55
资产总计	70922.63	86094.27	102525.19	117808.13	142536.54	总资产周转率	0.45	0.51	0.53	0.53	0.50
流动负债	15968.03	20707.82	25368.65	23516.20	28223.61	偿债能力					
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	22.9%	24.4%	25.0%	20.2%	20.0%
应付款项	3767.58	3566.29	5224.31	4545.68	6219.94	流动比率	3.96	3.77	3.66	4.56	4.65
非流动负债	280.27	267.01	267.01	267.01	267.01	速动比率	3.30	3.20	3.07	3.93	4.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	16248.30	20974.83	25635.66	23783.21	28490.62	EPS	2.49	3.45	4.54	5.36	6.15
股东权益	54674.33	65119.44	76889.53	94024.92	114045.92	每股净资产	13.74	16.36	19.20	23.38	28.26
股本	3795.97	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	每股经营现金流	2.33	2.96	4.26	4.06	5.83
留存收益	48584.86	56923.01	66114.82	76928.82	89374.82	每股经营现金/EPS	0.94	0.86	0.94	0.76	0.95
少数股东权益	1340.24	1632.17	2378.98	3283.29	4342.39	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	70922.63	86094.27	102525.19	117808.13	142536.54	PE	39.80	28.77	21.85	18.52	16.12
现金流量表						PEG	2.15	0.96	0.58	0.64	0.76
经营活动现金流	9766.18	12317.36	16530.69	15768.97	22647.04	PB	7.22	6.07	5.17	4.24	3.51
其中营运资本减少	-569.13	-1722.44	-786.03	-4728.47	-722.45	EV/EBITDA	27.20	19.09	14.20	11.56	9.57
投资活动现金流	-200.88	-331.56	-2328.73	-1632.46	-1541.50	EV/SALES	11.46	8.44	6.55	5.50	4.60
其中资本支出	216.06	381.38	1666.45	802.20	624.33	EV/IC	6.46	5.30	4.41	3.50	2.74
融资活动现金流	-3639.24	-3617.92	-4991.78	-2643.39	-2556.66	ROIC/WACC	1.62	1.92	2.17	2.10	1.99
净现金总变化	5925.89	8368.25	9210.18	11493.12	18548.88	REP	3.99	2.76	2.03	1.67	1.38

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>