

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019 年 06 月 17 日

市场数据

目前股价	104.96
总市值（亿元）	4,074.14
流通市值（亿元）	3,984.04
总股本（万股）	388,161
流通股本（万股）	379,577
12 个月最高/最低	110.07/45.27

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

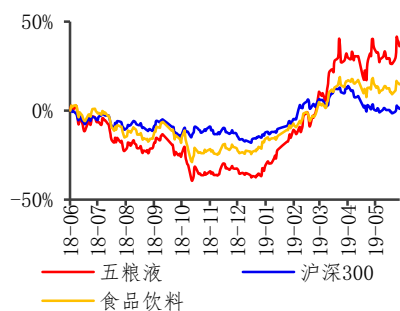
联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

✉ pangxiaojuan@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<改革顺利推进，浓香王者归来>>

2019-05-12

<<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

控盘分利逐步落地，系列酒加速整合

——五粮液（000858）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	50319	58698	65464
(+/-%)	25.7%	16.6%	11.5%
净利润	17727	21520	25334
(+/-%)	32.4%	21.4%	17.7%
摊薄 EPS	4.57	5.54	6.53
PE	23	19	16

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事项：**第八代五粮液上市半月有余，我们对控盘分利细节、新品的价格、动销、渠道反馈进行了跟踪。系列酒人事有较大调整，我们也对相关细节进行了跟踪。

■ 投资要点：

控盘分利细节落地，利润向真正服务终端的经销商，向真正动销的终端倾斜。针对运营商，终端进货扫码和消费者开瓶扫码作为考核的依据。运营商客户由基地人员后台分配，客情关系不达标会取消服务该终端的资格。针对零售、团购专卖店，考核消费者开瓶扫码和专卖店一键入库的量，其中前者为考核重点。

各环节盈利水平明显改善，提升消费者接受度是关键。通过控制发货量和节奏、审核督查等调控手段，氛围好的地区第七代、第八代产品库存极低，批价不断提升，终端实际成交价 1000 元左右。批发环节不考虑工厂返利一瓶赚 70 块左右，相较之前单瓶 5-20 元利润提升明显。烟酒店利润也有所提升，目前单瓶盈利 40-50 元，相较之前 10-30 元也有较大提升。五粮液目前正在着手针对消费者的品鉴和拉动的工作，未来消费者除扫码红包外，还将享受整套的会员增值服务。

系列酒加速整合，一线人员工作态度明显提升。五粮液头特曲、五粮醇整合到五粮液系列酒公司，由邹涛任董事长，实现产品向中高品牌、自营品牌、核心品牌聚焦，持续清理透支五粮液品牌的系列酒产品。渠道反馈核心大区的一线营销人员考核更加严格，积极性提高，态度相比以前更加务实。

盈利预测和评级：预计公司 19/20/21 年收入增速分别为 26%、17%、12%，归属于母公司净利润增速分别为 32%、21%、18%。目前市值对应 PE 分别为 23X、19X、16X。五粮液内部人事调整、组织结构改革科学快速，

营销人员积极性强,渠道管理措施执行效率高,各环节盈利水平明显改善,接下来长期的工作重点将是拉动消费者。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	50319.38	58697.51	65463.73	成长性					
营业成本	8450.09	10486.78	12414.67	12310.22	13414.89	营业收入增长	23.0%	32.6%	25.7%	16.6%	11.5%
销售费用	3625.40	3778.43	5182.90	6045.84	6742.76	营业成本增长	15.5%	24.1%	18.4%	-0.8%	9.0%
管理费用	2269.02	2340.50	2767.57	3228.36	3273.19	营业利润增长	44.8%	40.0%	30.0%	22.1%	17.9%
财务费用	-890.51	-1085.01	-1609.15	-1925.94	-2419.11	利润总额增长	43.4%	38.9%	30.8%	22.1%	17.8%
投资净收益	68.21	100.86	59.16	65.42	73.41	净利润增长	42.6%	38.4%	32.4%	21.4%	17.7%
营业利润	13374.54	18718.39	24326.25	29712.84	35033.17	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%	75.3%	79.0%	79.5%
利润总额	13391.69	18606.82	24338.01	29717.22	35013.60	销售净利率	33.4%	35.1%	36.7%	38.3%	40.4%
所得税	3305.72	4568.17	5859.95	7261.26	8556.26	ROE	18.4%	21.6%	24.0%	23.7%	22.7%
少数股东损益	412.25	654.40	751.25	935.97	1123.28	ROIC	17.1%	20.3%	23.0%	22.9%	21.9%
净利润	9673.72	13384.25	17726.81	21519.99	25334.07	营运效率					
资产负债表	(百万)					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	92569.44	104867.18	132534.70	管理费用/营业收入	7.5%	5.8%	5.5%	5.5%	5.0%
货币资金	40591.80	48960.05	58316.53	70079.45	91194.37	财务费用/营业收入	-2.9%	-2.7%	-3.2%	-3.3%	-3.7%
应收账款	109.57	127.33	170.46	176.91	210.50	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	18211.15	21853.18	22829.47	所得税/利润总额	24.7%	24.6%	24.1%	24.4%	24.4%
存货	10557.80	11795.46	14667.21	11572.83	17021.89	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	9753.95	10815.38	11408.23	存货周转率	0.85	0.94	0.94	0.94	0.94
固定资产	5292.87	5262.16	6955.94	7974.98	8472.21	流动资产周转率	0.51	0.57	0.59	0.59	0.55
资产总计	70922.63	86094.27	102323.39	115682.55	143942.93	总资产周转率	0.45	0.51	0.53	0.54	0.50
流动负债	15968.03	20707.82	25057.61	20521.71	27249.53	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%	24.7%	18.0%	19.1%
应付款项	3767.58	3566.29	5115.84	3493.25	5888.38	流动比率	3.96	3.77	3.69	5.11	4.86
非流动负债	280.27	267.01	267.01	267.01	267.01	速动比率	3.30	3.20	3.11	4.55	4.24
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	25324.62	20788.72	27516.54	EPS	2.49	3.45	4.57	5.54	6.53
股东权益	54674.33	65119.44	76998.77	94893.84	116426.39	每股净资产	13.74	16.36	19.22	23.59	28.85
股本	3795.97	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	每股经营现金流	2.33	2.96	4.29	4.17	6.44
留存收益	48584.86	56923.01	66169.48	77362.13	90562.27	每股经营现金/EPS	0.94	0.86	0.94	0.75	0.99
少数股东权益	1340.24	1632.17	2383.42	3319.39	4442.67	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债和权益总计	70922.63	86094.27	102323.39	115682.55	143942.93	PE	42.12	30.44	22.98	18.93	16.08
现金流量表	(百万)					PEG	2.27	1.02	0.61	0.62	0.68
经营活动现金流	9766.18	12317.36	16670.60	16183.95	25011.46	PB	7.64	6.42	5.46	4.45	3.64
其中营运资本减少	-569.13	-1722.44	-752.99	-5070.73	175.22	EV/EBITDA	28.96	20.36	15.07	11.93	9.59
投资活动现金流	-200.88	-331.56	-2324.53	-1786.09	-1390.86	EV/SALES	12.21	9.00	6.99	5.81	4.90
其中资本支出	216.06	381.38	1662.43	949.83	467.52	EV/IC	6.87	5.65	4.70	3.71	2.86
融资活动现金流	-3639.24	-3617.92	-4989.58	-2634.95	-2505.68	ROIC/WACC	1.62	1.92	2.18	2.16	2.07
净现金总变化	5925.89	8368.25	9356.48	11762.92	21114.92	REP	4.25	2.95	2.16	1.72	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>