

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 131.49  
合理价格区间(元): 175.20~192.72

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

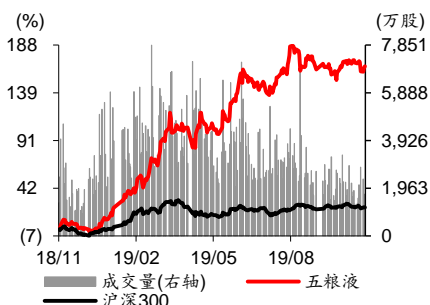
**李晴** 执业证书编号: S0570518110003  
研究员 021-28972093  
liqing3@htsc.com

**张晋溢** 执业证书编号: S0570519030001  
研究员 010-56793951  
zhangjinyi@htsc.com

相关研究

- 1《五粮液(000858 SZ,买入): 第八代普五助推业绩保持较快增长》2019.10
- 2《五粮液(000858 SZ,买入): 业绩符合预期, 盈利能力持续增长》2019.08
- 3《五粮液(000858,买入): 新普五赋予公司业绩弹性空间》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 产品+渠道改革助推公司价值回归

## 五粮液(000858)

### 产品端和渠道端改革双管齐下, 助推公司价值回归

今年以来, 公司对核心产品普五进行全面升级换代, 系列酒产品清除冗余、实现聚焦, 全新的“控盘分利”营销模式的推出, 有助于公司重塑产品价格体系, 提升五粮液的品牌力, 助推公司价值回归。我们看好此次公司对产品端和渠道端进行大刀阔斧的改革, 未来公司业绩有望保持较快增长, 我们预计公司2019-2021年EPS分别为4.58元、5.84元和7.14元, 维持“买入”评级。

### 产品改革: 核心产品全面升级, 系列酒实现聚焦

2019年5月20日, 存续16年的第七代经典五粮液下线停产, 第八代经典五粮液正式上线投产。第七代普五的停产赋予其稀缺属性, 投资属性助力老包装产品价格企稳和反弹。第八代经典五粮液对品质、包装、防伪进行了三重升级, 产品全面升级促进了产品力并提升产品定价权, 终端零售价格也站稳了千元价格带, 2019年“双十一”白酒销售的各类榜单中五粮液名列前茅, 也可以反映出消费者对新品的欢迎程度。系列酒方面, 公司加大了清理的力度, 致力于品牌瘦身。目前, 公司已经形成五粮液“1+3”品牌战略和系列酒“4+4”的清晰的产品策略。

### 渠道改革: 推出全新控盘分利模式, 渠道利润有所增厚

五粮液2019年引入“控盘分利”营销模式, 为精准识别消费者群体、渠道维护、经营决策提供大数据支撑, “商家入库扫码—商家出库扫码—终端入库扫码—消费者购买扫盖内码”实现了全过程的层层扫码机制, 补足公司渠道短板。此前五粮液大商模式导致部分经销商话语权重且经常会发生窜货等现象, 五粮液产品价格甚至偶尔出现倒挂现象, 破坏渠道定价规则和扰乱渠道利润, 从而打击经销商信心。第八代五粮液严格的定价规则以及控盘分利模式将从源头上杜绝经销商窜货问题, 并且产品顺价销售保证渠道各环节的盈利能力, 提高五粮液经销商的积极性。

### 看好新产品推出带来的收入和利润弹性, 维持“买入”评级

第八代经典五粮液的成功推出, 有助于公司重塑产品价格体系, 提升五粮液的品牌力, 公司业绩有望保持较快增长。我们预计五粮液2019~2021年分别实现销售收入506.49亿元、614.72亿元和735.81亿元, 分别同比增长27%、21%和20%; EPS分别为4.58元, 5.84元和7.14元, 分别同比增长33%、28%和22%。2020年可比公司平均PE为30倍, 给予公司2020年30~33倍PE估值, 目标价范围为175.20元~192.72元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧、宏观经济表现低于预期、食品安全问题等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,882
流通A股 (百万股)	3,796
52周内股价区间 (元)	48.96-141.89
总市值 (百万元)	510,393
总资产 (百万元)	92,757
每股净资产 (元)	17.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	30,187	40,030	50,649	61,472	73,581
+/-%	22.99	32.61	26.53	21.37	19.70
归属母公司净利润 (百万元)	9,674	13,384	17,772	22,681	27,706
+/-%	42.58	38.36	32.78	27.62	22.16
EPS (元, 最新摊薄)	2.49	3.45	4.58	5.84	7.14
PE (倍)	52.76	38.13	28.72	22.50	18.42

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

产品改革：核心产品全面升级，系列酒实现聚焦.....	3
第八代普五推出，产品升级带动品牌力提升 .....	3
五粮液包装的历史演变：从鼓瓶型到晶质多棱瓶 .....	3
第七代普五停产，投资属性助力价格企稳和反弹 .....	3
第八代普五上市，更新换代提升定价权.....	5
新品五粮液站稳千元价格带，终端表现亮眼.....	6
系列酒清理冗余品牌，聚焦“4+4”产品矩阵.....	7
渠道改革：推出全新控盘分利模式，渠道利润有所增厚.....	8
“大商模式”助力五粮液成为行业龙头，但问题日益突出.....	8
实施“百城千县万店”计划，推进渠道扁平化.....	8
推出“控盘分利”营销模式，对渠道进行精准掌握 .....	9
新模式有效厘清产品价格，渠道盈利空间增厚.....	10
盈利预测及估值.....	12
盈利预测.....	12
估值.....	13
风险提示.....	14
PE/PB - Bands .....	14

## 图表目录

图表 1： 1959~2018 年五粮液包装的主要变化历史 .....	3
图表 2： 我国老酒市场规模呈现不断增长态势 .....	4
图表 3： 投资需求助力第七代五粮液价格企稳和反弹 .....	4
图表 4： 2019 年 3 月五粮液宣布换包装以来第七代普五终端价格持续提升 .....	5
图表 5： 第八代 52 度五粮液产品展示.....	5
图表 6： 第八代五粮液出厂价显著提升 .....	6
图表 7： 2019 年以来五粮液终端价格已经站稳千元价格带 .....	6
图表 8： 五粮液在 2019 年“双十一”酒类销售榜单中表现亮眼 .....	7
图表 9： 公司形成五粮液“1+3”品牌战略和系列酒“4+4”产品架构.....	7
图表 10： 大商模式示意图.....	8
图表 11： 控盘分利模式下层层扫码机制 .....	10
图表 12： 五粮液瓶口扫码入会.....	10
图表 13： 五粮液经销商利润有所增厚.....	11
图表 14： 五粮液终端利润增加有利于提升终端推力 .....	11
图表 15： 五粮液收入预测明细.....	12
图表 16： 五粮液毛利率预测明细 .....	13
图表 17： 五粮液费用率预测 .....	13
图表 18： 五粮液可比公司 PE 估值表 .....	13
图表 19： 五粮液历史 PE-Bands .....	14
图表 20： 五粮液历史 PB-Bands .....	14

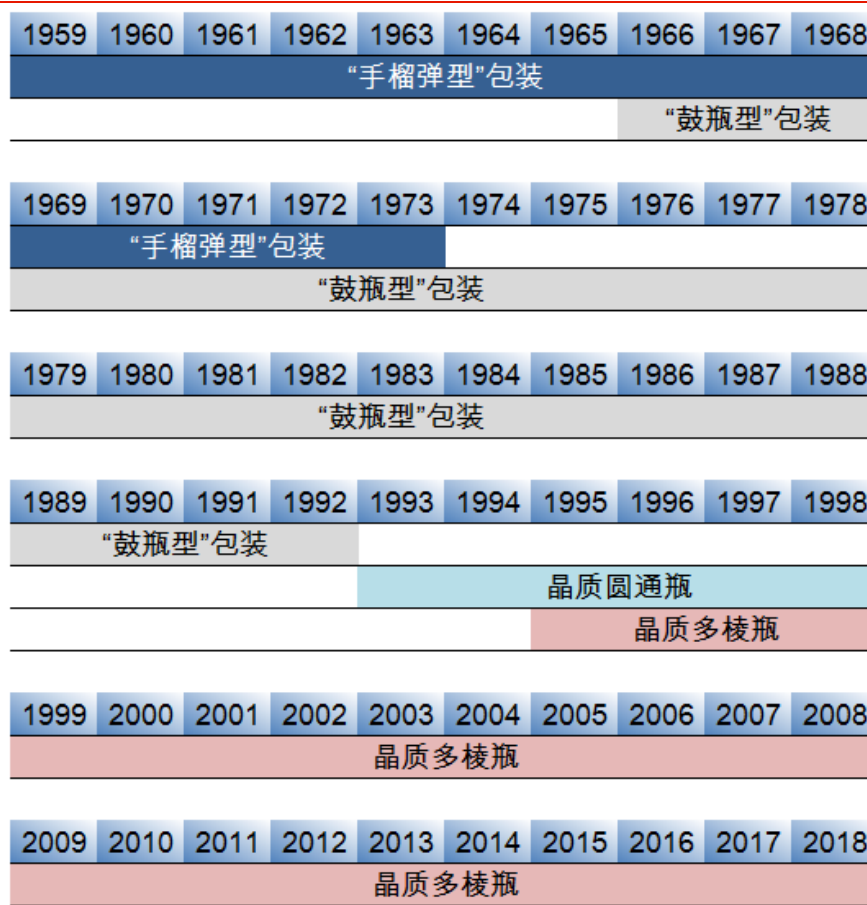
## 产品改革：核心产品全面升级，系列酒实现聚焦 第八代普五推出，产品升级带动品牌力提升

2019年5月20日，“匠心传承·经典永续——2019经典五粮液跨版仪式”在四川宜宾举办，存续16年的第七代经典五粮液下线停产，第八代经典五粮液正式上线投产。

### 五粮液包装的历史演变：从鼓瓶型到晶质多棱瓶

伴随中国经济发展的不同阶段和五粮液企业的发展，五粮液产品的包装也经历了数次变化。五粮液的产品包装主要分为3个历史阶段，其中第一阶段是1993年之前，五粮液陆续采用了“手榴弹型”包装和“鼓瓶型”包装；第二阶段是1993年~1995年，此时期五粮液采用的晶质圆通瓶；第三阶段是1995年以后，五粮液主要采用晶质多棱瓶。

图表1：1959~2018年五粮液包装的主要变化历史

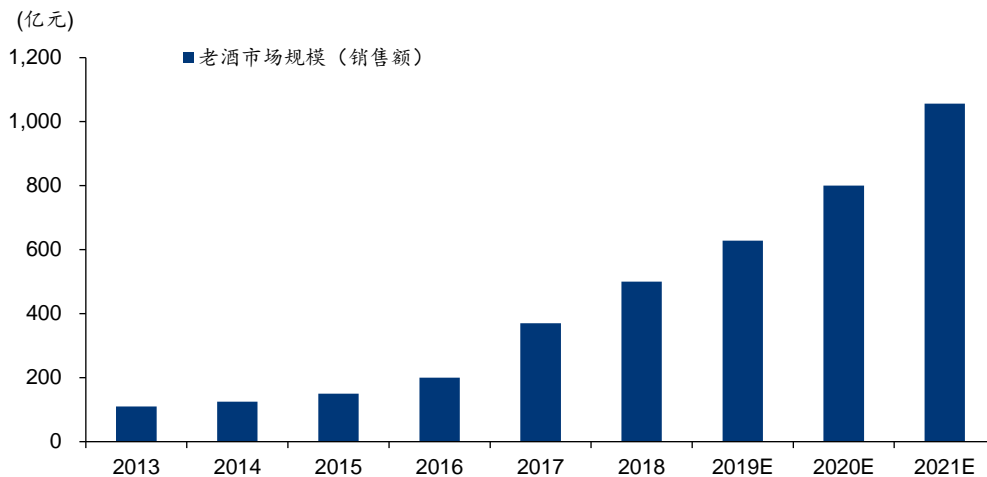


资料来源：佳酿网，华泰证券研究所

### 第七代普五停产，投资属性助力价格企稳和反弹

近年来，我国名酒收藏热日渐升温，呈现出强劲的增长势头。根据中国酒业协会联合歌德盈香公司2019年3月发布的《中国老酒市场指数》报告显示：2013年至2018年，茅台、五粮液、汾酒、泸州老窖、剑南春、洋河、古井贡、郎酒、西凤、董酒等品牌的老酒市场规模持续扩大，特别在2016-2017年，老酒的市场规模涨幅高达85%，2017年的市场规模达到370亿元，2018年达到500亿元；未来三年，预计老酒价格将不断上升，消费人群持续增加，老酒市场规模也会不断扩大，预计到2021年，老酒的市场规模将达到千亿级别。

**图表2： 我国老酒市场规模呈现不断增长态势**

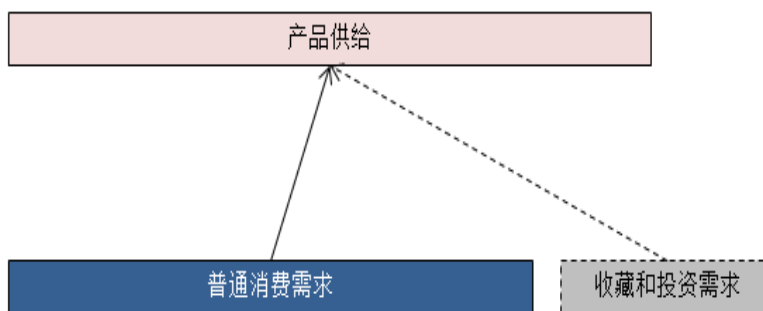


资料来源：中国酒业协会、歌德盈香公司，华泰证券研究所

随着老酒市场的逐渐成熟和老酒收藏热情的不断高涨，五粮液老酒因其背后的“稀缺属性”所带来的时间价值、饮用价值、鉴赏价值和历史文化价值都将得到进一步提升。同时，五粮液公司也积极助推公司老酒价值回归，2019年8月16日，中国酒业协会主办、宜宾五粮液股份有限公司承办的“老酒回家”暨“五粮液传世浓香·溯源之旅”活动在五粮液公司开启。

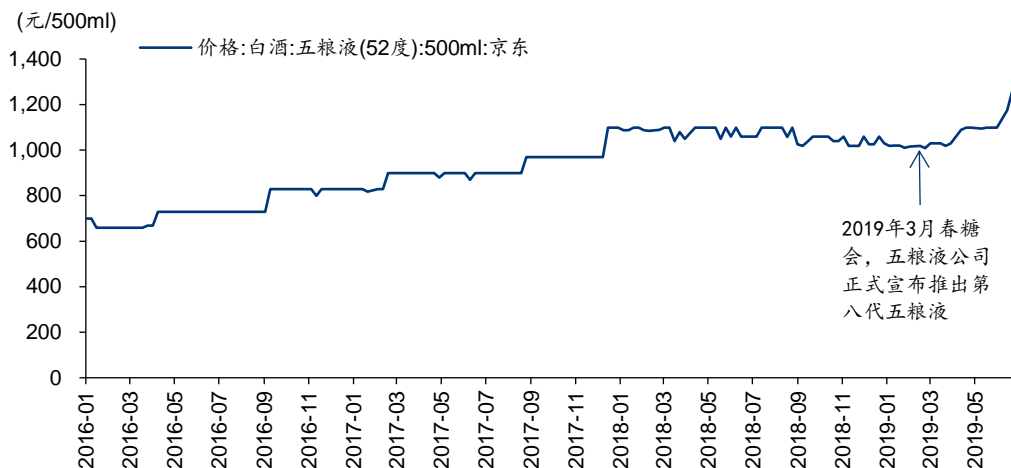
停产将赋予老包装 52 度五粮液稀缺属性，这将有助于价格企稳和反弹。由于白酒产品的保质期较长，而且在一定期限内的风味与贮存时间长度成正比。因此老包装的产品停产意味着老包装产品的市场供给不再增长，同时产品出现一定的收藏价值和投资价值。我们认为投资需求将对老产品的市场价格形成支撑，助力价格企稳和反弹。根据京东商城的数据显示，截至 2019 年 6 月 28 日（7 月以后的数据有可能是第八代普五价格，因此截取到 6 月底），第七代 500ml52 度经典五粮液销售价格为 1259 元，较 2019 年 3 月 1 日的 1029 元提升了 22.4%。

**图表3： 投资需求助力第七代五粮液价格企稳和反弹**



资料来源：华泰证券研究所

**图表4： 2019年3月五粮液宣布换包装以来第七代普五终端价格持续提升**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**第八代普五上市，更新换代提升定价权**

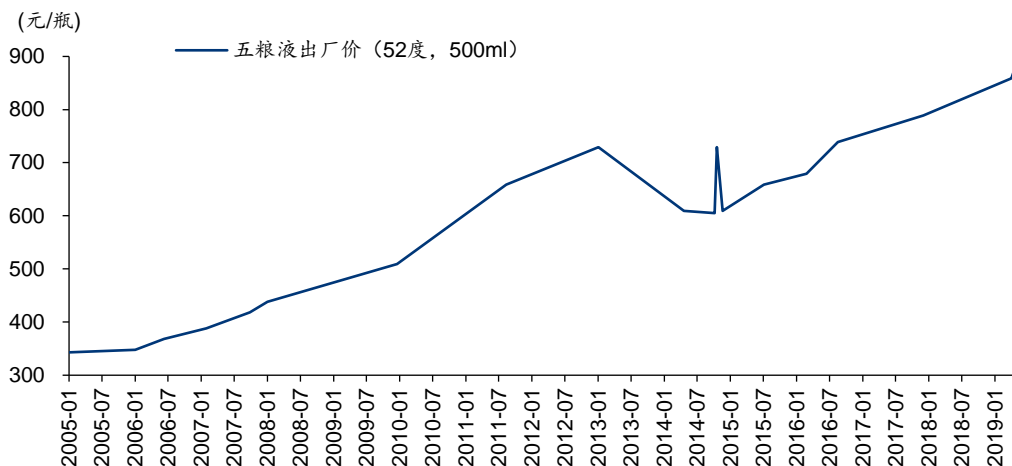
第八代经典五粮液是对经典的继承和延续，整体保持了第七代经典五粮液的设计风格，同时秉承“精益求精”的工匠精神，对品质、包装、防伪进行了三重升级。在品质方面，不惜代价管控原料，不惜成本坚守传统工艺，凸显五粮液独特风格；在包装方面，细节更优化，瓶体通透、大气，更有质感，开启便利；在防伪方面，由瓶盖、盒、箱多码关联构成智能码管理系统，实现产品生产、物流、仓储、销售各个环节的全过程溯源，更加全面、系统。

**图表5： 第八代 52 度五粮液产品展示**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

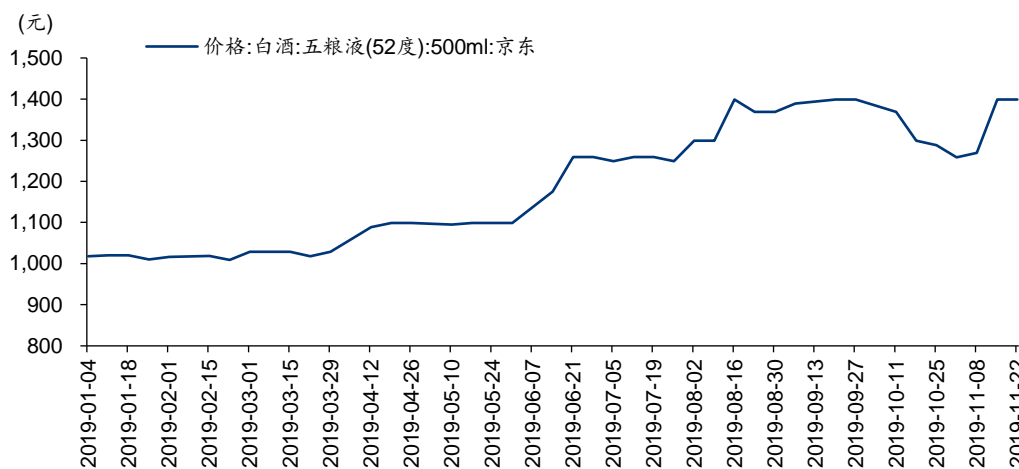
第八代经典五粮液产品全面升级促进了产品力提升，并带动了产品定价权。从出厂价情况来看，第七代经典五粮液出厂价为 789 元/500ml（计划内 739 元，计划外 839 元，且配额 1：1），2019 年 5 月推出的过渡产品第七代收藏版出厂价为 859 元/500ml，第八代经典五粮液出厂价则提升至 889 元/ml，较第七代经典五粮液提升了 12.7%。

**图表6：第八代五粮液出厂价显著提升**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**新品五粮液站稳千元价格带，终端表现亮眼**

产品更新换代、提高出厂价直接考验消费者接受度，第八代五粮液市场建议零售价为1399元，京东商城数据显示（2019年11月26日，五粮液京东直营旗舰店），52度第八代五粮液零售价格为1059元/500ml（闪购价1279元，满999元可减220元现金），终端零售价格已经站稳千元价格带。

**图表7：2019年以来五粮液终端价格已经站稳千元价格带**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，从2019年“双十一”白酒销售各类榜单中也可以反映出消费者对新品的接受程度。1919酒类直供公布战报显示，1919全平台11月11日销售额达5.29亿元，白酒销售额排名第一的是五粮液。苏宁“双十一”酒类榜单显示，在白酒品牌销售额榜单中，五粮液位居首位，而茅台、洋河、习酒、汾酒、赖茅、郎酒、剑南春、泸州老窖、水井坊分居TOP2-TOP10。京东平台数字公布，五粮液、茅台和洋河稳居白酒销量前三，五粮液稳居第一。2019年11月13日，天猫公布了“双十一”酒类销售榜单，五粮液获得白酒销售额增速品牌榜第一名，同时也荣获白酒成交品牌榜和店铺榜的第二名。

**图8：五粮液在2019年“双十一”酒类销售榜单中表现亮眼**

京东双十一白酒榜单		苏宁双十一白酒榜单		白酒成交额		天猫双十一白酒榜单		白酒成交额增速	
排名	品牌榜	排名	品牌榜	排名	品牌榜	店铺榜	排名	品牌榜	店铺榜
1	<b>五粮液</b>	1	<b>五粮液</b>	1	茅台	壹玖壹玖官方旗舰店	1	<b>五粮液</b>	壹玖壹玖官方旗舰店
2	茅台	2	茅台	2	<b>五粮液</b>	<b>五粮液官方旗舰店</b>	2	郎酒	泸州老窖官方旗舰店
3	洋河	3	洋河	3	泸州老窖	泸州老窖官方旗舰店	3	泸州老窖	郎酒官方旗舰店
4	汾酒	4	习酒	4	汾酒	汾酒官方旗舰店	4	汾酒	汾酒官方旗舰店
5	泸州老窖	5	汾酒	5	洋河	洋河官方旗舰店	5	剑南春	歌德老窖行旗舰店
6	习酒	6	赖茅	6	郎酒	歌德老窖行旗舰店			
7	赖茅	7	郎酒	7	剑南春	剑南春官方旗舰店			
8	郎酒	8	剑南春	8	习酒	酒仙网官方旗舰店			
9	剑南春	9	泸州老窖	9	水井坊	水井坊官方旗舰店			
10	西凤	10	水井坊	10	西凤	郎酒官方旗舰店			

资料来源：京东商城、苏宁易购、天猫商城，华泰证券研究所

### 系列酒清理冗余品牌，聚焦“4+4”产品矩阵

在过去的快速扩张期，五粮液公司曾经大力发展白酒系列品牌，依靠“遍地开花”的品牌战略快速实现全国化布局。但是，繁多杂乱的系列酒分流并稀释了核心产品的品牌力，降低消费者辨识度，且容易造成市场渠道的混乱。近年来，五粮液积极清理冗余的系列酒品牌，致力于品牌瘦身。

2019年，公司加大了系列酒清理的力度。3月，五粮液品牌经销商营销工作会上，公司提出“高仿产品坚决清退，中仿产品坚决整改”。4月，五粮液系列酒品牌有限公司下发通知将五粮陈、五粮国宾、五粮迎宾酒等73个同质化产品从各大电商、线上渠道、商超及卖场下架。6月，五粮液系列酒公司发生大整合，宜宾五粮液系列酒品牌营销有限公司、宜宾五粮醇品牌营销有限公司、宜宾五粮特头曲品牌营销有限公司整合为一家公司，统筹管理五粮液系列酒品牌。

至此，公司已经形成五粮液“1+3”品牌战略和系列酒“4+4”的产品策略，五粮液品牌以第八代普五为核心，1618、交杯和低度五粮液为补充，系列酒品牌则为五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄4个全国性大单品以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆4个区域性单品。

**图9：公司形成五粮液“1+3”品牌战略和系列酒“4+4”产品架构**



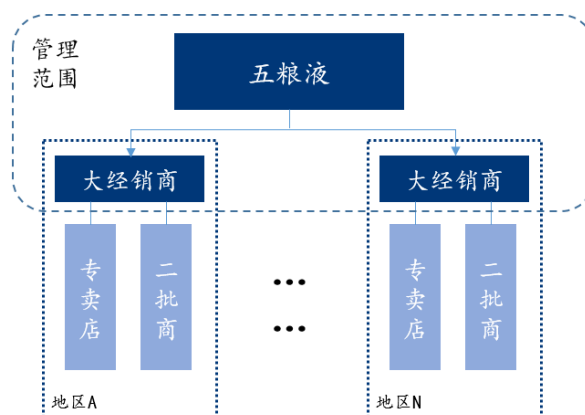
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 渠道改革：推出全新控盘分利模式，渠道利润有所增厚 “大商模式”助力五粮液成为行业龙头，但问题日益突出

上世纪 90 年代，在计划经济逐步转向市场经济的过程中，人民需求逐步释放，五粮液开创性地推出“大商模式”，带领公司进入高速发展期。“大商模式”下，公司以省或区为单位将产品销售和市场开拓任务全权交给实力强大的大经销商负责，由大经销商发展二级批发商或向零售终端供货，厂家仅管理一级经销商，即实行总经销模式。

大经销商有较大权利，包括有定价权以及可自主决定是否做品牌 OEM，很好地调动了大经销商的积极性，充分利用其当地的资源人脉优势。这还适应了当时白酒消费终端复杂、白酒企业管理落后的环境，帮助五粮液以快速的、低成本的方式将产品导入全国市场，实现销量的爆发式增长。

图表10：大商模式示意图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

然而，随着大众收入水平和消费水平的进一步提高，大商制带来的问题也日益凸显。一方面，随着大经销商的分销网络进一步强大，公司话语权和终端的控制力不断被削弱，越来越难以控制产品的货物流向及价格传导，窜货问题、大商低价甩货小商倒闭问题频频出现，经销商信心缺失；另一方面，大商缺少深入下沉渠道的动力，在竞争对手开始贴近终端和客户进行服务的背景下，公司却受制于大商而无法进一步深入市场。

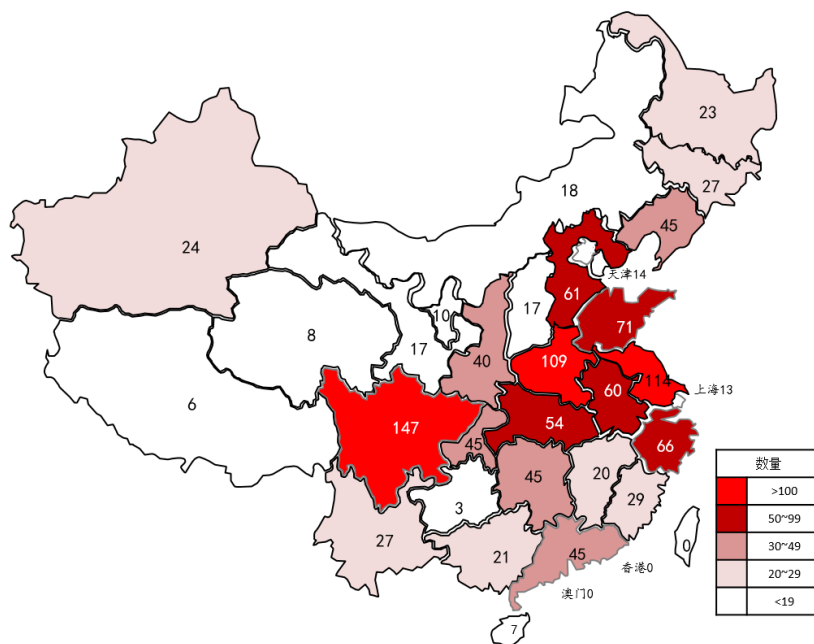
### 实施“百城千县万店”计划，推进渠道扁平化

为了缓解“大商模式”对公司的掣肘，五粮液积极推进渠道扁平化，于 2017 年 6 月推出了“百城千县万店”计划，致力于增加公司对渠道的控制力度。“百城千县万店”计划重新重视专卖店，并对社会化终端进行梳理和分级管理，最后要建立基于消费者、经销商、销售人员、终端门店的数据信息管理系统，从而实现对营销过程实现精细化管理、为生产提供数据支撑以及根据消费者行为进行更精准服务。

2019 年 2 月，五粮液集团董事长李曙光在 2018 年五粮液集团工作总结中提到，2018 年“百城千县万店”渠道终端建设取得了新进展，全国新增 252 家专卖店；2019 年，公司将“高质量开展‘百城千县万店’终端工程第二阶段工作，加快五粮 e 店新零售模式的全国推广”。根据五粮液官网显示，截至 2019 年 11 月 28 日，五粮液专卖店数量为 1205 家，其中，超过 100 家专卖店的省份为四川、江苏和河南，分别为 147 家、114 家和 109 家。



图表11： 五粮液全国专卖店数量分布图



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

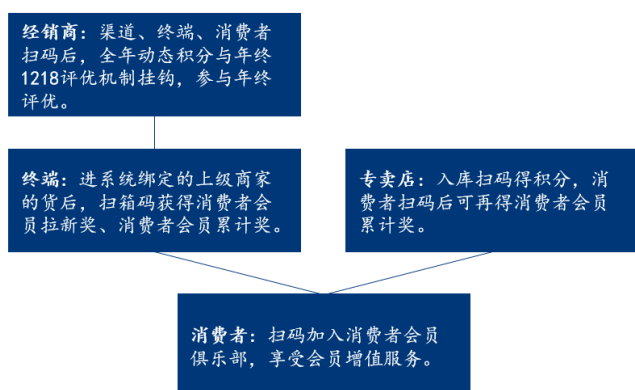
### 推出“控盘分利”营销模式，对渠道进行精准掌握

五粮液 2019 年引入“控盘分利”营销模式，即利用数字化手段，对渠道进行精准掌握，加大品牌市场投入，实现经销商和终端利润的提升，同时达到终端及市场数据采集的目的。公司营销数字化平台已正式上线运作，第八代经典五粮液控盘分利模式正常运行，初步建立了五粮液品牌与产品数据库，为精准识别消费者群体、渠道维护、经营决策提供大数据支撑。同时，科学高效的智慧营销模式增强了市场信心，经销商也实现了较好的盈利，补货积极。

**层层扫码机制保障控盘分利，补足公司渠道短板。**第八代经典五粮液以“商家入库扫码—商家出库扫码—终端入库扫码—消费者购买扫码”实现了全过程的层层扫码机制。依托数字化技术赋能，对价格盘、货物盘、需求盘、渠道盘、秩序盘、服务盘进行综合性调控，以此达到防止窜货、稳定价格体系、优化渠道、直控终端的目标，并对过程管理、销售质量、消费者服务水平优秀的商家给予“管理与服务收益”。同时又通过“提价→控盘分利→数字化赋能”这一路径全面接入数字化赋能的控盘分利模式，向数字化关联对应的渠道参与方参与分利，形成新的价格机制。为加强控盘分利模式，公司还成立了专职访销团队。

- 1) 经销商在合同指定区域、渠道销售、终端扫描、消费者扫码后，全年动态积分将于年终 1218 评优机制挂钩，参与年终评优；
- 2) 专卖店入库扫码获得积分，另外消费者扫码后，专卖店可获得消费者会员累计奖；
- 3) 终端在进系统中绑定的上级商家的货之后，可获得扫码产生的消费者会员拉新奖、消费者会员累计奖；
- 4) 消费者扫码注册加入消费者会员俱乐部，可享受五粮液会员增值服务。

图表12: 控盘分利模式下层层扫码机制



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 五粮液瓶口扫码入会

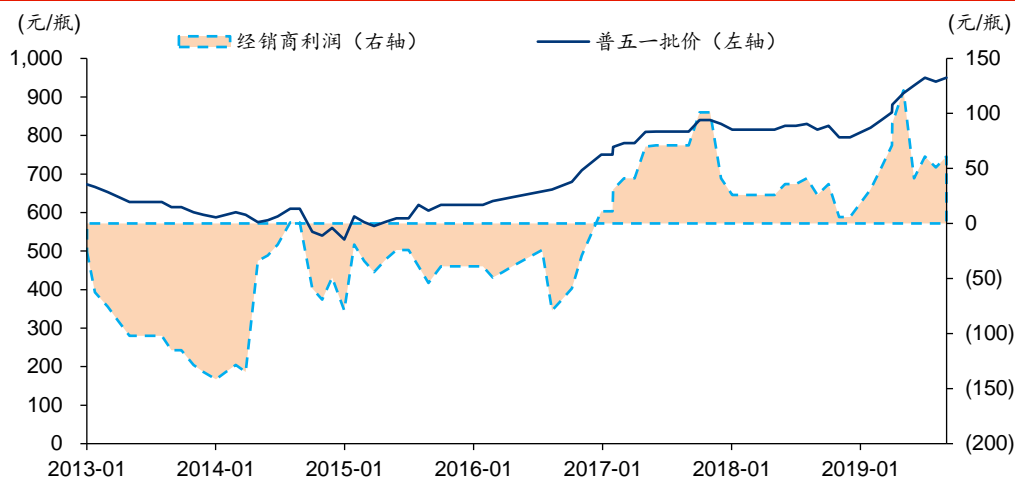


资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

### 新模式有效厘清产品价格, 渠道盈利空间增厚

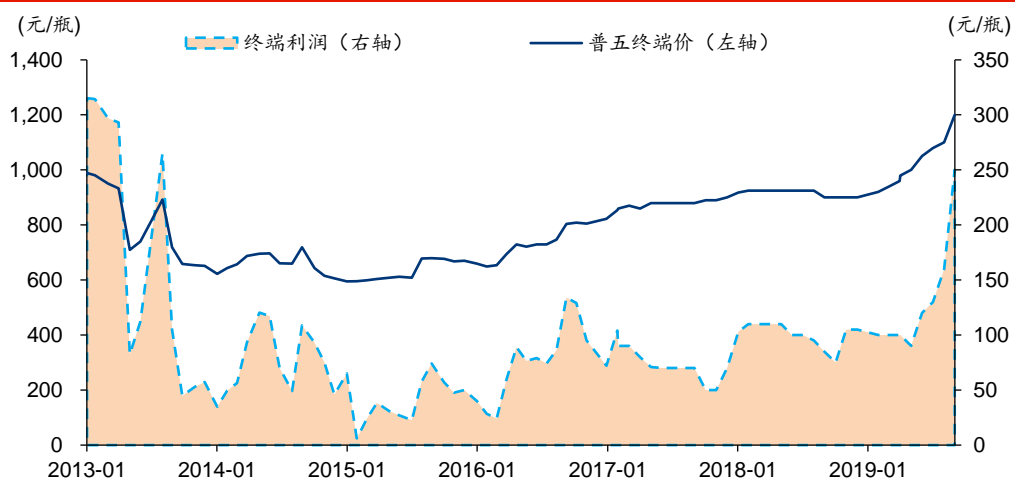
此前五粮液大商模式导致部分经销商话语权重且经常会发生窜货等现象, 五粮液产品价格甚至偶尔出现倒挂现象, 破坏渠道定价规则和扰乱渠道利润, 从而打击经销商信心。第八代五粮液严格的定价规则以及控盘分利模式将从源头上杜绝经销商窜货问题, 并且产品顺价销售保证渠道各环节的盈利能力, 提高五粮液经销商的积极性。

**图表14： 五粮液经销商利润有所增厚**



资料来源：酒业家、糖酒快讯，华泰证券研究所

**图表15： 五粮液终端利润增加有利于提升终端推力**



资料来源：酒业家、糖酒快讯，华泰证券研究所

## 盈利预测及估值

### 盈利预测

收入预测：我们预计五粮液 2019~2021 年的收入将分别达到 506.49 亿元、614.72 亿元和 735.81 亿元，分别同比增长 27%、21%和 20%。

- 1) 以 52 度五粮液为代表的高价位酒：我们认为五粮液的产品升级对品牌影响力和产品销售具有正面影响，预计 2019~2021 年收入将分别达到 397.03 亿元、484.49 亿元和 585.84 亿元，分别同比增长 32%，22%和 21%，其中由量增带来的增长分别为 19%、16%和 12%，产品结构升级所带来的吨价增长分别为 10%、5%和 8%。
- 2) 以系列酒为代表的中低价位酒：我们认为五粮液推进的渠道改革将对系列酒的销售产生正面影响，我们预计 2019~2021 年的收入将分别达到 83.19 亿元、99.83 亿元和 114.81 亿元，分别同比增长 10%，20%和 15%。

图表16：五粮液收入预测明细

项目(单位：百万元)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高价位酒-五粮液品牌	15,507	17,416	21,394	30,189	39,703	48,449	58,584
YoY	-0.8%	12.3%	24.0%	41.1%	31.5%	22.0%	20.9%
占比	72%	71%	71%	75%	78%	79%	80%
中低价位-系列酒及其他	4,839	5,288	6,698	7,563	8,319	9,983	11,481
YoY 增速	10.0%	9.3%	10%	13%	10%	20%	15%
占比	22%	22%	22%	19%	16%	16%	16%
塑料制品	1,021	1,572	1,794	1,852	2,037	2,240	2,465
YoY 增速	27.9%	54.0%	14.2%	3.2%	10.0%	10.0%	10%
印刷	53	46	41	55	87	131	183
YoY 增速	12%	-13%	-12%	33%	60%	50%	40%
玻瓶	34	47	64	98	146	205	267
YoY 增速	161%	35%	38%	52%	50%	40%	30%
其他主营业务	99	55	52	274	356	463	602
YoY 增速	262%	-44%	-6%	41%	30%	30%	30%
其他业务	106	119	143				
YoY 增速	7%	13%	20%				
白酒收入合计	20,346	22,705	28,092	37,752	48,023	58,432	70,065
YoY 增速	1.6%	11.6%	23.7%	34.4%	27.2%	21.7%	19.9%
营业收入	21,659	24,544	30,187	40,030	50,649	61,472	73,581
YoY 增速	3%	13%	23%	32.61%	26.5%	21.4%	19.7%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

毛利率预测：我们预计五粮液 2019~2021 年的毛利率将分别达到 80.0%、82.2%和 83.8%，分别同比上升 2.4pct，2.2pct 和 1.6pct。

- 1) 以 52 度五粮液为代表的高价位酒：受益于高价位酒产品组合的持续优化带来的均价提升，特别是 2019 年第八代五粮液推出，出厂价明显提升带动毛利率水平提高。预计 2019~2021 年该类产品毛利率将分别达到 88.0%，88.5%和 90.0%，分别同比上升 3.7pct，0.5pct 和 1.5pct。
- 2) 以系列酒为代表的中低价位酒：受益于销售收入规模增长带来的生产规模效应和费用效率的提升，预计 2019~2021 年该产品的毛利率将分别达到 51.0%，51.5%和 52.0%，分别同比上升 0.2pct，0.5pct 和 0.5pct。

**图表17： 五粮液毛利率预测明细**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
高价位白酒	85.3%	84.3%	88.0%	88.5%	90.0%
中低价位白酒	49.3%	50.8%	51.0%	51.5%	52.0%
塑料制品-毛利率	7.52%	5.50%	5.50%	5.50%	5.50%
印刷-毛利率	13.72%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
玻瓶-毛利率	6.11%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
其他主营-毛利率	33.37%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
其他业务-毛利率	21.03%				
<b>总毛利</b>	<b>76.7%</b>	<b>77.6%</b>	<b>80.0%</b>	<b>82.2%</b>	<b>83.8%</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

费用率预测：我们预计五粮液 2019~2021 年期间销售费用率和管理费用率（不含研发）合计将分别达到 16.0%，16.1%和 16.7%，基本保持平稳的态势。

- 1) 销售费用率：考虑到公司 2019 推出新品以及市场竞争加剧，相应要加大营销费用投放，我们预计 2019~2021 年的销售费用率分别为 10.0%，10.3%和 11.00%。
- 2) 管理费用率：考虑到销售收入持续增长带来的管理效率提升，我们预计 2019~2021 年的管理费用率分别为 6.0%，5.8%和 5.7%。

**图表18： 五粮液费用率预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	12.01%	9.44%	10.00%	10.30%	11.00%
管理费用率	7.26%	5.85%	6.00%	5.80%	5.70%
<b>销售+管理费用率</b>	<b>19.27%</b>	<b>15.29%</b>	<b>16.00%</b>	<b>16.10%</b>	<b>16.70%</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

第八代经典五粮液的成功推出，有助于公司重塑产品价格体系，提升五粮液的品牌力，公司业绩有望保持较快增长。我们预计五粮液 2019~2021 年分别实现销售收入 506.49 亿元、614.72 亿元和 735.81 亿元，分别同比增长 27%、21%和 20%；EPS 分别为 4.58 元，5.84 元和 7.14 元，分别同比增长 33%、28%和 22%。

## 估值

**图表19： 五粮液可比公司 PE 估值表**

代码	公司名称	PE (TTM)	PE (2019)	PE (2020)	PE (2021)
600519.SH	贵州茅台	36.53	34.54	28.93	23.74
000568.SZ	泸州老窖	27.75	26.78	21.51	19.99
603288.SH	海天味业	58.45	56.23	47.16	41.86
600887.SH	伊利股份	25.59	25.50	23.34	19.16
平均值		37.08	35.76	30.24	25.65

资料来源：Wind，华泰证券研究所，估值为一致预期，估值日期为 2019 年 11 月 27 日

2020 年可比公司平均 PE 为 30 倍，给予公司 2020 年 30~33 倍 PE 估值，目标价范围为 175.20 元~192.72 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

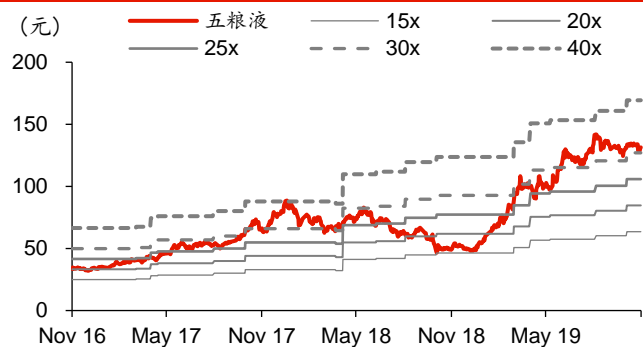
行业竞争加剧。行业竞争加剧将影响公司产品销量，特别是五粮春、五粮醇等处于中档价位的系列酒产品。

宏观经济表现低于预期。如果由于宏观经济增长不达预期等因素导致高端白酒的需求下滑，对公司收入和利润增长将受到有影响。

食品安全问题。如果白酒出现食品安全问题，公司销售也会受到影响。

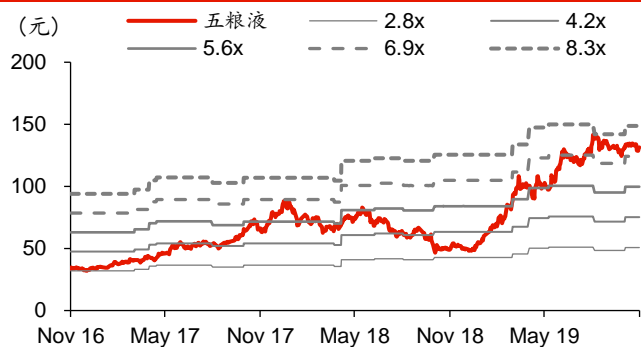
### PE/PB - Bands

图表20: 五粮液历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表21: 五粮液历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	63,280	78,110	94,260	112,059	135,174
现金	40,592	48,960	57,320	69,362	85,952
应收账款	109.57	127.33	220.70	250.26	287.35
其他应收账款	634.27	871.77	1,090	1,328	1,588
预付账款	198.06	220.92	251.76	276.52	305.09
存货	10,558	11,795	15,229	16,365	17,878
其他流动资产	11,188	16,135	20,148	24,478	29,164
非流动资产	7,643	7,984	7,767	7,756	7,746
长期投资	862.85	919.48	879.80	890.20	891.61
固定投资	5,293	5,262	5,330	5,406	5,492
无形资产	399.36	412.65	419.79	436.30	462.67
其他非流动资产	1,088	1,390	1,138	1,024	899.82
资产总计	70,923	86,094	102,027	119,815	142,920
流动负债	15,968	20,708	18,053	21,003	24,216
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,768	3,566	3,245	3,978	4,808
其他流动负债	12,200	17,142	14,808	17,025	19,408
非流动负债	280.27	267.01	276.38	274.70	272.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	280.27	267.01	276.38	274.70	272.61
负债合计	16,248	20,975	18,330	21,277	24,488
少数股东权益	1,340	1,632	2,438	3,484	4,769
股本	3,796	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	953.26	2,683	2,683	2,683	2,683
留存公积	48,585	56,923	74,695	88,490	107,099
归属母公司股东权益	53,334	63,487	81,259	95,054	113,663
负债和股东权益	70,923	86,094	102,027	119,815	142,920

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	9,766	12,317	7,366	20,000	24,448
净利润	10,086	14,039	18,578	23,727	28,990
折旧摊销	550.41	563.10	617.45	682.76	753.57
财务费用	(890.51)	(1,085)	(1,329)	(1,584)	(1,941)
投资损失	(68.21)	(100.86)	(150.00)	(90.00)	(111.81)
营运资金变动	(741.96)	(1,984)	(10,481)	(2,714)	(3,255)
其他经营现金	830.47	885.31	130.97	(21.66)	12.26
投资活动现金	(200.88)	(331.56)	(334.11)	(656.81)	(702.13)
资本支出	216.06	381.38	520.00	620.00	720.00
长期投资	0.00	(8.00)	(39.68)	10.40	1.41
其他投资现金	15.18	41.83	146.21	(26.41)	19.28
筹资活动现金	(3,639)	(3,618)	1,329	(7,302)	(7,155)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	85.64	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,729	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,639)	(5,433)	1,329	(7,302)	(7,155)
现金净增加额	5,926	8,368	8,360	12,041	16,590

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,187	40,030	50,649	61,472	73,581
营业成本	8,450	10,487	11,989	13,154	14,518
营业税金及附加	3,495	5,908	7,344	8,606	10,301
营业费用	3,625	3,778	5,065	6,332	8,094
管理费用	2,191	2,340	3,039	3,565	4,194
财务费用	(890.51)	(1,085)	(1,329)	(1,584)	(1,941)
资产减值损失	5.63	10.88	9.13	9.71	9.52
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	68.21	100.86	150.00	90.00	111.81
营业利润	13,375	18,718	24,682	31,479	38,518
营业外收入	45.13	43.80	44.25	44.10	44.15
营业外支出	27.98	155.37	89.02	13.00	62.07
利润总额	13,392	18,607	24,637	31,510	38,500
所得税	3,306	4,568	6,060	7,783	9,509
净利润	10,086	14,039	18,578	23,727	28,990
少数股东损益	412.25	654.40	805.77	1,046	1,285
归属母公司净利润	9,674	13,384	17,772	22,681	27,706
EBITDA	13,034	18,196	23,971	30,578	37,330
EPS (亿元, 基本)	2.55	3.45	4.58	5.84	7.14

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	22.99	32.61	26.53	21.37	19.70
营业利润	44.89	39.96	31.86	27.54	22.36
归属母公司净利润	42.58	38.36	32.78	27.62	22.16
获利能力 (%)					
毛利率	72.01	73.80	76.33	78.60	80.27
净利率	32.05	33.44	35.09	36.90	37.65
ROE	18.14	21.08	21.87	23.86	24.38
ROIC	76.24	96.09	72.75	83.78	91.48
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.91	24.36	17.97	17.76	17.13
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.96	3.77	5.22	5.34	5.58
速动比率	3.30	3.20	4.37	4.55	4.84
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.51	0.54	0.55	0.56
应收账款周转率	263.31	316.77	272.06	244.18	255.95
应付账款周转率	2.85	2.86	3.52	3.64	3.30
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.49	3.45	4.58	5.84	7.14
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.52	3.17	1.90	5.15	6.30
每股净资产 (最新摊薄)	13.74	16.36	20.93	24.49	29.28
估值比率					
PE (倍)	52.76	38.13	28.72	22.50	18.42
PB (倍)	9.57	8.04	6.28	5.37	4.49
EV_EBITDA (倍)	35.45	25.39	19.28	15.11	12.38

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com