

营收再上新台阶，控盘分利挺价为先



事件

- **营收再上新台阶，控盘分利、数字化建设稳步推进。**根据新浪财经、糖酒快讯等报道，公司成功召开第二十三届 1218 共商共建共享大会，领导在会议上透露出几点重要信息：**1) 收入再创新高：**19 年五粮液集团营收破千亿，股份公司营收破 500 亿；**2) 营销改革及数字化建设推进：**19 年公司设立 20 个营销战区，深化改革、提升品牌、系列酒聚焦、增强营销执行力，20 年公司将进一步深化营销组织改革，推动结构纵向扁平化，加强专业分工、团队协同，以考核提升效率，同时借助数据的深度运用完善与终端的匹配；**3) 未来发展规划：**追求稳中求进，以价格提升为核心，强化管控，20 年五粮液投放至少保持 5%-8% 的增长，营收实现双位数以上增长。

核心观点

- **控盘分利超预期，渠道利润增厚经销商动力增强。**公司控盘分利模式的运作进一步理顺了利润的分配，并将红利落实，改善经销商盈利水平。今年公司还新设了特别贡献奖，并设置 500 万元奖金奖励获奖的经销单位。我们认为控盘分利将进一步提升商家盈利、激发渠道积极性，强化终端掌控。
- **集中度提升大势所趋，挺价为先重中之重。**公司领导判断未来白酒将呈现结构性繁荣，份额将继续向名酒企集中。前段时间普五批价小幅回落，我们判断公司在春节将采取控量保价策略，力争批价恢复至 959 元乃至千元以上，推测明年投放量目标设置不高也是希望保持价格的坚挺。考虑到消费升级趋势下高端酒较为旺盛的需求，我们看好五粮液产品批价的提升空间。
- **数字化管理助力稳固价盘，强化团购值得期待。**数字化营销中心成立后，预计产品扫码率将逐渐提升，公司有望借助数字化控盘进行精细化管理，克服过往粗放式管理的弊端。通过对于终端需求的紧密跟踪，合理设置经销商配额，从而减少窜货乱价现象的发生。我们认为数字化建设有利于产品价盘的稳定和公司的长远发展。此外，公司明年将加强团购渠道建设，带动核心产品销售，并进一步清理系列酒品牌，梳理经销商，从而实现核心品牌聚焦。

财务预测与投资建议

- 我们维持前次盈利预测，预测公司 19-21 年 EPS 分别为 4.62、5.77、7.17 元，维持给予公司 19 年 31 倍 PE，对应目标价 143.22 元，维持买入评级。

风险提示：渠道利润弱化风险、价格不及预期风险。

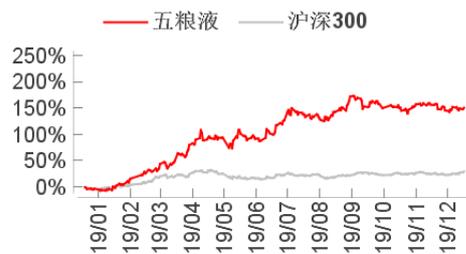
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,187	40,030	50,871	62,485	75,576
同比增长(%)	23.0%	32.6%	27.1%	22.8%	21.0%
营业利润(百万元)	13,375	18,718	25,020	31,259	38,786
同比增长(%)	44.8%	40.0%	33.7%	24.9%	24.1%
归属母公司净利润(百万元)	9,674	13,384	17,917	22,401	27,815
同比增长(%)	42.6%	38.4%	33.9%	25.0%	24.2%
每股收益(元)	2.49	3.45	4.62	5.77	7.17
毛利率(%)	72.0%	73.8%	76.1%	77.2%	78.1%
净利率(%)	32.0%	33.4%	35.2%	35.9%	36.8%
净资产收益率(%)	19.3%	22.9%	24.8%	25.6%	27.1%
市盈率	52.5	38.0	28.4	22.7	18.3
市净率	9.5	8.0	6.3	5.4	4.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年12月17日)	130.25元
目标价格	143.22元
52周最高价/最低价	141.89/48.96元
总股本/流通A股(万股)	388,161/379,577
A股市值(百万元)	505,579
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019年12月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.47	-2.31	-0.98	146.59
相对表现	-4.10	-6.56	-4.85	118.73
沪深300	3.63	4.25	3.87	27.86



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

相关报告

- 收入利润持续高增，改革优化创造红利： 2019-10-30
- 普五量价齐升延续高增，营销渠道改革促增长： 2019-09-01
- 一季度业绩略超预期，看好新普五挺价与渠道改革落地： 2019-04-28

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	40,592	48,960	65,369	76,424	92,435	营业收入	30,187	40,030	50,871	62,485	75,576
应收账款	110	127	162	199	240	营业成本	8,450	10,487	12,140	14,241	16,517
预付账款	198	221	281	345	417	营业税金及附加	3,495	5,908	7,122	8,748	10,203
存货	10,558	11,795	13,655	16,018	18,578	营业费用	3,625	3,778	4,569	5,737	6,939
其他	11,822	17,006	21,249	25,906	31,156	管理费用	2,269	2,425	2,683	3,296	3,986
流动资产合计	63,280	78,110	100,716	118,892	142,827	财务费用	(891)	(1,085)	(572)	(703)	(763)
长期股权投资	863	919	919	919	919	资产减值损失	6	11	9	9	9
固定资产	5,293	5,261	5,180	5,063	4,918	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	272	350	281	261	251	投资净收益	68	101	101	101	101
无形资产	399	413	399	385	371	其他	74	112	0	0	0
其他	816	1,040	67	19	19	营业利润	13,375	18,718	25,020	31,259	38,786
非流动资产合计	7,643	7,984	6,847	6,647	6,479	营业外收入	45	44	44	44	44
资产总计	70,923	86,094	107,563	125,539	149,305	营业外支出	28	155	155	160	160
短期借款	0	0	0	177	2,401	利润总额	13,392	18,607	24,909	31,143	38,669
应付账款	3,138	3,152	3,649	4,281	4,965	所得税	3,306	4,568	6,116	7,647	9,495
其他	12,830	17,555	20,394	23,024	25,908	净利润	10,086	14,039	18,793	23,497	29,175
流动负债合计	15,968	20,708	24,043	27,482	33,274	少数股东损益	412	654	876	1,095	1,360
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	9,674	13,384	17,917	22,401	27,815
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.49	3.45	4.62	5.77	7.17
其他	280	267	267	267	267						
非流动负债合计	280	267	267	267	267	主要财务比率					
负债合计	16,248	20,975	24,310	27,749	33,541		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	1,340	1,632	2,508	3,603	4,963	成长能力					
股本	3,796	3,882	3,882	3,882	3,882	营业收入	23.0%	32.6%	27.1%	22.8%	21.0%
资本公积	953	2,683	2,683	2,683	2,683	营业利润	44.8%	40.0%	33.7%	24.9%	24.1%
留存收益	48,585	56,923	74,180	87,623	104,237	归属于母公司净利润	42.6%	38.4%	33.9%	25.0%	24.2%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	54,674	65,119	83,252	97,790	115,765	毛利率	72.0%	73.8%	76.1%	77.2%	78.1%
负债和股东权益总计	70,923	86,094	107,563	125,539	149,305	净利率	32.0%	33.4%	35.2%	35.9%	36.8%
						ROE	19.3%	22.9%	24.8%	25.6%	27.1%
						ROIC	18.3%	22.2%	24.9%	25.4%	26.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	22.9%	24.4%	22.6%	22.1%	22.5%
净利润	10,086	14,039	18,793	23,497	29,175	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	455	341	438	441	410	流动比率	3.96	3.77	4.19	4.33	4.29
财务费用	(891)	(1,085)	(572)	(703)	(763)	速动比率	3.30	3.20	3.62	3.74	3.73
投资损失	(68)	(101)	(101)	(101)	(101)	营运能力					
营运资金变动	(557)	(1,484)	(2,859)	(3,868)	(4,365)	应收账款周转率	277.9	337.9	351.9	346.6	344.2
其它	741	607	932	9	9	存货周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
经营活动现金流	9,766	12,317	16,630	19,274	24,365	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(223)	(307)	(212)	(241)	(241)	每股指标(元)					
长期投资	(68)	(57)	0	0	0	每股收益	2.49	3.45	4.62	5.77	7.17
其他	90	32	92	101	101	每股经营现金流	2.52	3.17	4.29	4.97	6.28
投资活动现金流	(201)	(332)	(120)	(140)	(140)	每股净资产	13.74	16.36	20.80	24.27	28.55
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	1,815	0	0	0	市盈率	52.5	38.0	28.4	22.7	18.3
其他	(3,639)	(5,433)	(101)	(8,078)	(8,214)	市净率	9.5	8.0	6.3	5.4	4.6
筹资活动现金流	(3,639)	(3,618)	(101)	(8,078)	(8,214)	EV/EBITDA	36.0	25.9	18.7	15.0	12.1
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBIT	37.3	26.4	19.0	15.2	12.2
现金净增加额	5,926	8,368	16,408	11,055	16,011						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

