

五粮液（000858）调研报告

千亿高光时刻，来年稳中求进

- ❖ **事件:** 本周我们参加一年一度的五粮液 1217 投资者交流会及 1218 年度经销商大会，投资者交流报名踊跃，经销商大会在奖励力度超预期之下也明显感受到热度升温，相关调研反馈如下。
- ❖ **集团携手茅台跨越千亿台阶，股份收入目标顺利收官。** 近期酒业最大的看点无疑是五粮液与茅台共同宣布今年将携手跨入千亿收入，实现此前双方董事长会面时提的约定目标，两家行业龙头也第一时间相互祝贺，“何时一樽酒，重与细论文”，体现龙头开放竞合之风范。集团跨越千亿之后，股份公司年初 500 亿收入、25% 左右增长的目标突破在望。回顾今年以来，五粮液按照三性一度方针聚焦核心普五单品，顺利实现八代产品升级，发货量计划提前完成，系列酒 6 月整合成立浓香系列酒公司，优化产品组合，同口径增长 34%。
- ❖ **稳中求进为主基调，以价格提升为核心。** 对于明年整体规划，公司提出立足长远，稳中求进是主基调，将继续深化补短板拉长板升级新动能，以价格提升为核心，强化品质、管控和数字化转型，明年仍将保持双位数以上增长，五粮液投放量保持 5%-8% 左右，从规划来看，体现了千亿之后适当巩固基础，留有余地、稳中求进的思路，继续加快 1+3 产品战略的持续落地，其中超高端 501 五粮液、80 版经典五粮液及 39 度经典五粮液将正式投放或推新，系列酒在聚焦中高价位、自营品牌和核心品牌过程中，努力形成双轮驱动发展态势。
- ❖ **营销改革落地有声，来年仍有诸多看点。** 公司以拉长板补短板为工作重点，今年以来营销改革相继落地，包括设立战区实施组织架构扁平、借助八代升级推控盘分利开展数字化营销平台建设、瘦身清理总经销及同质化产品、积极构建新型厂商关系等举措。我们也一直强调管理改善正驱动公司在品牌重塑、营销变革和消费者培育等多维度改善和蜕变。展望明年，营销改革仍将有诸多看点，如补强计划、配额和发运的短板，区域内传统渠道总体不增量，重点倾斜能力型服务型经销商，优化结构；建立优化的市场费用管控体系，激活营销组织能动性；继续打造更强执行力的营销团队等。
- ❖ **推进数字化营销构建更好量价平衡。** 对于市场关注的量价平衡问题，我们认为，短期理性看待价格行情波动，明年借助数字化营销深入更好实现营销过程管控和商家转型将是核心，具体则涉及到诸如营销团队增加、强化终端掌控、清晰匹配需求与计划、开发团购等渠道、总部调控发货节奏等，包括经销商大会奖励兑现也体现了考核激励机制的优化导向。长期来看，公司强调对于品牌文化的重视，成立文化研究院等，未来料更多通过讲品牌故事挖掘品牌价值来实现真正的价值和价格回归。
- ❖ **维持目标价 165 元及“强推”评级。** 公司全年目标完成无虞，来年经营规划稳中求进留有余地，营销改革持续深入可望更好量价平衡。我们暂维持公司 2019-2021 年 EPS 预测 4.51/5.58/6.65 元，目前股价对应 PE 为 29/23/20 倍，维持 12 个月目标价 164.6 元，对应明年约 30 倍 PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险因素:** 产品需求不及预期；渠道改革效果不达预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	40,030	50,137	60,151	70,421
同比增速(%)	32.6%	25.2%	20.0%	17.1%
归母净利润(百万)	13,385	17,524	21,667	25,820
同比增速(%)	38.4%	30.9%	23.6%	19.2%
每股盈利(元)	3.45	4.51	5.58	6.65
市盈率(倍)	38	29	23	20
市净率(倍)	8	7	5	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 12 月 19 日收盘价

强推（维持）

目标价：164.6 元

当前价：129.86 元

华创证券研究所

证券分析师：方振

邮箱：fangzhen@hcyjs.com
执业编号：S0360518090003

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598
邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

联系人：杨传忻

电话：021-20572505
邮箱：yangchuanxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	388,161
已上市流通股(万股)	379,577
总市值(亿元)	5,040.66
流通市值(亿元)	4,929.19
资产负债率(%)	23.5
每股净资产(元)	17.9
12 个月内最高/最低价	143.1/47.18

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《五粮液（000858）跟踪快报：系列酒开启整合，全面变革在路上》

2019-06-17

《五粮液（000858）2019 年中报点评：强劲增长动力无疑，管理改善驱动更强蜕变》

2019-09-01

《五粮液（000858）2019 年三季度报点评：全年目标完成在望，管理改善持续兑现》

2019-10-31

附：五粮液 1218 经销商大会发言要点

一、集团公司总经理、股份公司董事长曾从钦作 2019 年经营工作总结

工作回顾：19 年是公司二次创业、冲刺千亿的关键一年，圆满实现“五个一”，即跨越 1000 亿台阶、连续递增 100 亿、价格突破 1000 元、股价站稳 100 元、利润总额四川第一。重点提升了品牌力、产品力、渠道力和执行力：1) 品牌力进一步提升：加强文化建设、加大品牌推广、加速 IP 打造，品牌价值进一步提升，亚洲品牌 500 强位居 40 位，提升 8 位等；2) 产品力进一步提升：五粮液升级换代、系列酒结构优化、生产过程可溯源；3) 渠道力进一步提升：完善传统渠道、拓展新型渠道、规范市场秩序；4) 执行力进一步提升：组织执行力提升、团队作战力提升、市场反应力提升。

2020 年市场营销总体思路：坚持稳中求进基调，进一步深化补短板、拉长板、升级新动能，以价格稳定提升为核心，**强化品质、强化管控、强化数字化转型。** **市场营销主要任务：**1) **坚持三个升级：**品牌/产品/渠道升级，进一步提高市场话语权，即品牌升级强调共性、突出个性；产品升级引领消费、做强单品；渠道升级做精做细、构建共同体；2) **坚持三个聚焦：**进一步拓展高地市场，即聚焦体验营销创新升级、打开高地市场切入口；聚焦意见领袖深度培育、引导高地市场消费偏好；聚焦核心资源精准投放、突破高地市场营销瓶颈；3) **坚持三个提升：**进一步加大终端动销，即进一步提升数字化能力、加快实现精准营销；进一步提升业务协同能力、持续优化运行效率；进一步提升公关营销能力、有力推动团购增量；4) **坚持三个优化：**全力保障营销工作开展，即持续优化培训机制、推动团队能力提升；持续优化督导机制、严格规范市场秩序；持续优化考核机制、确保营销目标完成。

二、五粮液集团公司党委书记、董事长李曙光发表主题演讲

2019 年稳中有进的新发展：集团跨越千亿、股份公司突破 500 亿。取得阶段性成效：营销组织变革/营销数字化管理系统/五商供应链公司（加强对于 KA/电商渠道的统一管理）/升级产品结构（8 代五粮液产品迭代，主产品“1+3”，系列酒“4+4”，总体提升稳定五粮液价盘），但是营销体系改革尚未到位：组织/团队/文化/系统数字化改革尚未到位，费用核销流程慢。**对于行业形势研判：**宏观经济稳中向好、长期向好的基本面和基本趋势没有改变；中国白酒行业结构性繁荣的长周期没有发生根本变化，向优势品牌、优势企业、优势产区集中的趋势也没有发生根本变化。

2020 年工作展望：坚持稳中求进基调；进一步深化补短板、拉长板、升级新动能；以价格稳定提升为核心；**强化品质、强化管控、强化数字化转型。** 强调要做好以下具体几个方面：

- 1) **品牌建设作为企业工作的核心。**公司将持续重塑中国酒业大王的新形象，致力于五粮液品牌价值的回归。
- 2) **坚持品质至上是五粮液高质量发展的制胜法宝。**要围绕建设全国领先的纯粮固态发酵酿酒生产基地、全国领先的酿酒储存基地、全国领先的酿酒专用粮基地，加快建设一批既利当前又奠基长远的重大项目。
- 3) **持续推进供给侧结构性改革，适应消费升级新需求。**坚持五粮液“1+3”主品牌战略（第八代普五、五粮液 501 明池清池、80 版经典五粮液、39 度经典五粮液），集中打造系列酒“4+4”单品，五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄等四个全国性战略大单品。
- 4) **尽快补强计划、配额和发运的短板。**具体如产品投放按月打款按月发货，计划量与经销商能力相匹配；加大对于企业团购渠道的投放量；发运方面提升物流配送的准确性、及时性，推动总仓-经销商-终端的转变，优化分仓布局等。
- 5) **建立“预算-授权-费控-稽查”市场费用管控体系。**五粮液将用分级授权制度明确各层级职责、激活营销组织的能动性，提升市场反应速度和执行效率；并运用 ERP 先进管理手段，提高费用核报效率和准确性；导入费用控制系统和稽查制度保障费用使用的真实性和执行有效性。
- 6) **持续推进数字化转型。**要继续夯实数字化基础，加快建设数字化运营能力，从业务层、应用层、数据层和基础架构层，确保营销数字化平台可以快速响应市场需求、敏捷迭代持续升级，通过数字化运营打造可持续的竞争优势。要大力培育数字化创新，坚持从高端消费群体出发，用数字化的手段创新与高端消费群体的沟通和互动方式，改善

高端消费群体的体验，实现五粮液品牌在高端消费群体心中的高端化价值定位。

7) **进一步加强营销体制建设。**要完善好用学结合的培训考核机制，从营销团队的构建、资源的配置、基础的健全等全方位打造一支作风一流、能力一流、服务一流的营销团队。

图表 1 李曙光董事长经销商大会发表主旨演讲



资料来源：酒说、华创证券

图表 2 国际名酒联盟高层峰会举办



资料来源：五粮液公司公众号、华创证券

图表 3 五粮液 1+3 产品战略进一步落地



资料来源：酒说、华创证券

图表 4 经销商大会特别贡献奖



资料来源：酒说、华创证券

图表 5 五粮液成立文化研究院



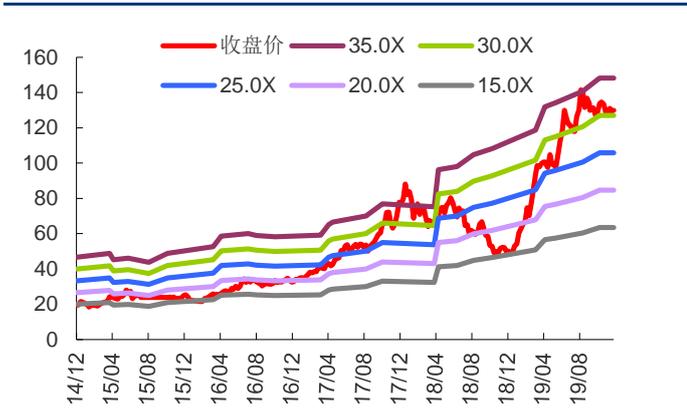
资料来源：五粮液公司公众号、华创证券

图表 6 五粮液共商共建共享经销商大会



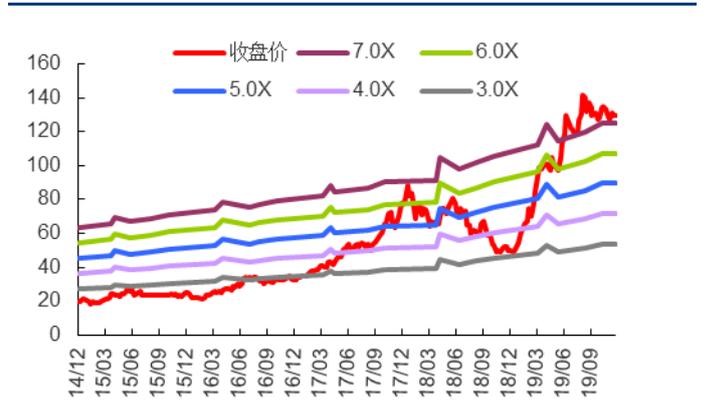
资料来源：五粮液公司公众号、华创证券

图表 7 五粮液 PE Band



资料来源：wind、华创证券

图表 8 五粮液 PB Band



资料来源：wind、华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	48,960	60,241	75,028	92,931
应收票据	16,135	20,208	24,245	28,384
应收账款	127	152	182	213
预付账款	221	261	299	344
存货	11,795	12,999	15,622	17,957
其他流动资产	872	1,073	1,334	1,650
流动资产合计	78,110	94,934	116,710	141,479
其他长期投资	1	1	1	1
长期股权投资	919	919	919	919
固定资产	5,262	6,078	6,219	6,248
在建工程	350	350	450	550
无形资产	413	371	334	301
其他非流动资产	1,039	1,018	1,001	985
非流动资产合计	7,984	8,737	8,924	9,004
资产合计	86,094	103,671	125,634	150,483
短期借款	0	0	0	0
应付票据	414	743	852	979
应付账款	3,152	3,721	4,269	4,907
预收款项	6,707	7,521	9,023	10,563
其他应付款	2,585	3,000	3,000	3,000
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	7,850	8,443	9,052	9,546
流动负债合计	20,708	23,428	26,196	28,995
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	267	267	267	267
非流动负债合计	267	267	267	267
负债合计	20,975	23,695	26,463	29,262
归属母公司所有者权益	63,487	77,518	95,692	116,525
少数股东权益	1,632	2,458	3,479	4,696
所有者权益合计	65,119	79,976	99,171	121,221
负债和股东权益	86,094	103,671	125,634	150,483

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	12,318	13,948	17,121	21,429
现金收益	13,517	17,673	21,795	25,780
存货影响	-1,238	-1,203	-2,623	-2,335
经营性应收影响	-4,998	-4,143	-4,105	-4,215
经营性应付影响	2,102	2,126	2,159	2,306
其他影响	2,935	-506	-105	-107
投资活动现金流	-332	-1,300	-800	-700
资本支出	-625	-1,322	-818	-714
股权投资	36	0	0	0
其他长期资产变化	257	22	18	14
融资活动现金流	-3,618	-1,367	-1,534	-2,826
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-5,410	-3,658	-5,222	-6,223
股东融资	1,814	1,814	1,814	1,814
其他影响	-22	477	1,874	1,583

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,030	50,137	60,151	70,421
营业成本	10,487	12,380	14,202	16,324
税金及附加	5,908	7,250	8,638	10,070
销售费用	3,778	4,763	5,654	6,620
管理费用	2,340	2,758	3,188	3,521
财务费用	-1,085	-1,224	-1,506	-1,876
资产减值损失	11	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	101	101	101	101
其他收益	106	106	106	106
营业利润	18,718	24,308	30,056	35,821
营业外收入	44	44	44	44
营业外支出	155	30	30	30
利润总额	18,607	24,322	30,070	35,835
所得税	4,568	5,972	7,382	8,798
净利润	14,039	18,350	22,688	27,037
少数股东损益	654	826	1,021	1,217
归属母公司净利润	13,385	17,524	21,667	25,820
NOPLAT	13,220	17,427	21,551	25,622
EPS(摊薄) (元)	3.45	4.51	5.58	6.65

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	32.6%	25.2%	20.0%	17.1%
EBIT 增长率	40.2%	31.8%	23.7%	18.9%
归母净利润增长率	38.4%	30.9%	23.6%	19.2%
获利能力				
毛利率	73.8%	75.3%	76.4%	76.8%
净利率	35.1%	36.6%	37.7%	38.4%
ROE	20.6%	21.9%	21.8%	21.3%
ROIC	24.1%	26.0%	26.4%	26.0%
偿债能力				
资产负债率	24.4%	22.9%	21.1%	19.4%
债务权益比	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
流动比率	377.2%	405.2%	445.5%	487.9%
速动比率	320.2%	349.7%	385.9%	426.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转天数	1	1	1	1
应付帐款周转天数	108	100	101	101
存货周转天数	384	361	363	370
每股指标(元)				
每股收益	3.45	4.51	5.58	6.65
每股经营现金流	3.17	3.59	4.41	5.52
每股净资产	16.36	19.97	24.65	30.02
估值比率				
P/E	38	29	23	20
P/B	8	7	5	4
EV/EBITDA	26	20	16	14

华创证券团队介绍

组长、高级分析师：方振

CFA，复旦大学经济学硕士，4年食品饮料研究经验，曾就职于中信证券、安信证券，2018年加入华创证券研究所。

分析师：于芝欢

厦门大学管理学硕士，2年消费行业研究经验，曾就职于中金公司。

分析师：程航

美国约翰霍普金斯大学硕士，曾任职于招商证券，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨传忻

帝国理工学院硕士，2018年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈昊

澳大利亚国立大学硕士，2019年加入华创证券研究所。

研究所所长、首席分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士。11年食品饮料研究经验。曾任职于瑞银证券、招商证券。2015-2017连续三年新财富、水晶球、金牛奖等最佳分析师排名第一，为多家大型食品饮料企业和创投企业提供行业顾问咨询。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500