五粮液(000858)/饮料制造 目标不改彰显信心，压力之下主动出击

评级：买入(维持)

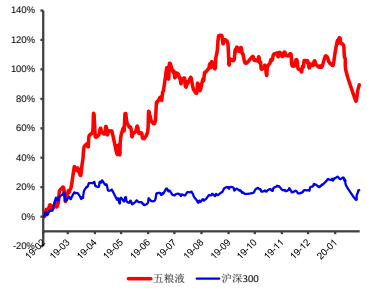
市场价格：120.58

分析师：范劲松
执业证书编号：S0740517030001
电话：021-20315138
Email：fanjs@r.qlzq.com.cn
分析师：龚小乐
执业证书编号：S0740518070005
Email：gongxl@r.qlzq.com.cn
研究助理：房昭强
Email：fangzq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3882
流通股本(百万股)	3796
市价(元)	120.58
市值(百万元)	468,000
流通市值(百万元)	457,700

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 五粮液（000858.SZ）_三季报点评：不负众望，增长持续强劲
2 五粮液（000858.SZ）_中报点评：普五量价齐升，业绩强劲增长
3 五粮液（000858.SZ）_公司点评：不负众望，继续高歌猛进
4 五粮液（000858.SZ）_公司点评：业绩超预期，期待改革红利持续释放

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	30,187	40,030	50,209	58,395	66,909
增长率 yoy%	22.99%	32.61%	25.43%	16.30%	14.58%
净利润	9,674	13,384	17,467	21,076	24,511
增长率 yoy%	42.58%	38.36%	30.50%	20.66%	16.30%
每股收益（元）	2.49	3.45	4.50	5.43	6.31
每股现金流量	2.52	3.17	4.24	5.45	5.94
净资产收益率	18.14%	21.08%	23.61%	24.33%	24.19%
P/E	48.38	34.97	26.80	22.21	19.09
PEG	1.62	1.56	0.72	0.74	0.85
P/B	8.78	7.37	6.33	5.40	4.62

备注：

投资要点

- **事件：据微酒报道，本周五粮液召开多次专题会议，深入研究疫情防控和企业发展工作，会议指出面对疫情公司要加强“三个优化”、加快“三个转型”，推动全年营收保持两位数以上的增长。**
- **践行社会责任，树立行业标杆。**本次疫情发生以来，五粮液积极践行社会责任，目前已累计捐款超1亿元，其中包括捐赠4000多万元支持武汉防疫工作，捐赠5000万元支持省内防疫工作，还捐赠一大批酒精、口罩等物资支援一线。五粮液历来在抗震救灾、精准扶贫等社会公益事业中从不缺席，本次疫情再次彰显了公司高度的社会责任感，为行业树立了价值标杆。
- **短期影响：节后动销占比低，对全年影响有限。**从公司会上反馈来看，公司表示元旦春节期间，五粮液总体营销形势良好，渠道备货、动销、库存等主要指标实现预期，全面完成旺季销售目标。从渠道反馈来看，春节经销商已打款全年任务的40%左右，节前到货预计在30%以上，由于高端酒动销集中在节前，预计节前五粮液已完成旺季动销的80%，因此节后消费断档对全年销量的影响预计在个位数。价格方面，疫情主要影响短期批价以及全年挺价节奏，但我们认为对节奏的影响大于幅度，在全年需求具备支撑以及精细化营销的基础上，全年批价仍有望维持在900元以上。库存方面，由于节前动销旺盛，库存普遍保持在一个月以内的良性水平。
- **全年规划：全面部署、积极应对，全年目标具备坚实基础。**面对疫情影响，公司并未调整双位数以上增长目标，我们认为这一目标的实现具备坚实基础，主要有以下支撑：1）公司2020年定调稳中求进，均价提升7%左右的情况下，销量增长目标并不高（增长5%-8%），公司可通过加大对空白经销商、专卖店以及团购客户的开发实现这一目标；2）从消费场景拆分来看，五粮液的商务接待/送礼/宴席/自饮（收藏）的比例分别约为60%/20%/10%/10%，商务接待在疫情稳定、社会复工之后预计会逐步回补，宴席亦可以延期至端午、中秋等旺季补办，因此春节未消费的部分全年有望一定程度冲回。3）从公司应对来看，公司强调加强“三个优化”（计划优化、渠道优化、结构优化）以提升市场应对水平，加快“三个转型”（机制转型、团队转型、数字化转型）以提升组织应对能力，我们认为公司全面部署、积极应对，发展信心坚定，随着今年改革进一步落地，看好公司内生管理改善红利能够对冲外部不利冲击的影响。
- **长期发展：沉没成本已支付，改革红利有望持续释放。**我们认为，过程走在结果的前面，五粮液近五年改革的沉没成本已经支付，也为未来的高质

量发展以及提速增长夯实了基础。近年公司在产品、品牌、渠道全面升级，成功推出第八代五粮液，品牌价值持续回归，渠道实现顺价销售，控盘分利推动渠道进入正循环，成绩的取得有目共睹。展望 2020 年，公司将坚持“1+3”产品体系，以价格持续提升为核心导向，深化“补短板、拉长板、升级新动能”，强化品质、强化管控、强化数字化转型。我们认为，随着公司营销体系改革推向纵深，公司管理将更加精细化，夯实基础、提质增效，进入高质量发展阶段，改革红利有望持续释放，公司增速有望实现逆袭，我们看好公司在高端酒市场的良好发展潜力。

- **投资建议：维持“买入”评级。**公司全年目标实现具备坚实基础，近期股价调整后安全边际凸显，未来成长空间充足。考虑到疫情的不确定性，我们小幅调整盈利预测，预计 2019-2021 年公司收入分别为 502.09/583.95/669.09 亿元，同比增长 25.43%/16.30%/14.58%；净利润分别为 174.67/210.76/245.11 亿元，同比增长 30.50%/20.66%/16.30%，对应 EPS 分别为 4.50/5.45/6.31 元（前值为 4.57/5.57/6.58 元），维持“买入”评级，持续重点推荐。
- **风险提示：三公消费限制力度加大、疫情持续扩散风险、食品品质事故。**

图表1：五粮液三大财务报表预测（单位：百万元）

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**30,187**	**40,030**	**50,209**	**58,395**	**66,909**
增长率	*23.0%*	*32.6%*	*25.4%*	*16.3%*	*14.6%*
营业成本	-8,450	-10,487	-12,249	-13,771	-15,423
%销售收入	*28.0%*	*26.2%*	*24.4%*	*23.6%*	*23.1%*
毛利	21,737	29,543	37,960	44,624	51,486
%销售收入	*72.0%*	*73.8%*	*75.6%*	*76.4%*	*76.9%*
营业税金及附加	-3,495	-5,908	-7,080	-8,175	-9,300
%销售收入	*11.6%*	*14.8%*	*14.1%*	*14.0%*	*13.9%*
营业费用	-3,625	-3,778	-4,720	-5,256	-5,955
%销售收入	*12.0%*	*9.4%*	*9.4%*	*9.0%*	*8.9%*
管理费用	-2,269	-2,340	-2,762	-2,803	-3,078
%销售收入	*7.5%*	*5.8%*	*5.5%*	*4.8%*	*4.6%*
息税前利润（EBIT）	12,348	17,516	23,399	28,390	33,153
%销售收入	*40.9%*	*43.8%*	*46.6%*	*48.6%*	*49.5%*
财务费用	891	1,085	868	902	937
%销售收入	*-2.9%*	*-2.7%*	*-1.7%*	*-1.5%*	*-1.4%*
资产减值损失	6	11	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	68	101	59	59	59
%税前利润	*0.5%*	*0.5%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
营业利润	13,312	18,713	24,341	29,366	34,163
营业利润率	*44.1%*	*46.7%*	*48.5%*	*50.3%*	*51.1%*
营业外收支	17	-112	12	12	0
税前利润	**13,329**	**18,601**	**24,353**	**29,379**	**34,163**
利润率	*44.2%*	*46.5%*	*48.5%*	*50.3%*	*51.1%*
所得税	-3,306	-4,568	-6,003	-7,243	-8,424
所得税率	*24.8%*	*24.6%*	*24.7%*	*24.7%*	*24.7%*
净利润	10,086	14,039	18,321	22,106	25,710
少数股东损益	412	654	854	1,030	1,198
归属于母公司的净利润	**9,674**	**13,384**	**17,467**	**21,076**	**24,511**
净利率	*32.0%*	*33.4%*	*34.8%*	*36.1%*	*36.6%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	10,086	14,039	18,321	22,106	25,710
加:折旧和摊销	550	563	505	507	510
资产减值准备	5	-4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-868	-902	-937
投资收益	-68	-101	-59	-59	-59
少数股东损益	412	654	854	1,030	1,198
营运资金的变动	1,032	170	-1,451	-496	-2,183
经营活动现金净流	**9,766**	**12,317**	**16,447**	**21,156**	**23,041**
固定资本投资	160	-48	-60	-60	-50
投资活动现金净流	**-201**	**-332**	**-14**	**-14**	**-4**
股利分配	-5,046	-5,046	-6,987	-8,430	-9,805
其他	1,407	1,428	868	902	937
筹资活动现金净流	**-3,639**	**-3,618**	**-6,118**	**-7,528**	**-8,868**
现金净流量	**5,926**	**8,368**	**10,314**	**13,614**	**14,169**

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	40,592	48,960	59,274	72,888	87,058
应收款项	11,319	16,293	18,340	21,939	24,213
存货	10,558	11,795	14,315	15,040	17,836
其他流动资产	811	1,062	1,109	1,123	1,175
流动资产	63,280	78,110	93,038	110,990	130,282
%总资产	*89.2%*	*90.7%*	*92.5%*	*94.1%*	*95.2%*
长期投资	864	921	921	921	921
固定资产	5,293	5,262	4,803	4,342	3,879
%总资产	*7.5%*	*6.1%*	*4.8%*	*3.7%*	*2.8%*
无形资产	399	413	410	407	403
非流动资产	7,643	7,984	7,495	7,007	6,560
%总资产	*10.8%*	*9.3%*	*7.5%*	*5.9%*	*4.8%*
资产总计	**70,923**	**86,094**	**100,533**	**117,997**	**136,841**
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	10,757	12,858	15,963	19,751	22,690
其他流动负债	5,211	7,849	7,849	7,849	7,849
流动负债	15,968	20,708	23,813	27,600	30,540
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	280	267	267	267	267
负债	**16,248**	**20,975**	**24,080**	**27,867**	**30,807**
普通股股东权益	53,334	63,487	73,967	86,613	101,320
少数股东权益	1,340	1,632	2,486	3,517	4,715
负债股东权益合计	**70,923**	**86,094**	**100,533**	**117,997**	**136,841**

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	2.49	3.45	4.50	5.43	6.31
每股净资产(元)	13.74	16.36	19.06	22.31	26.10
每股经营现金净流(元)	2.52	3.17	4.24	5.45	5.94
每股股利(元)	1.30	1.30	1.80	2.17	2.53
回报率					
净资产收益率	18.14%	21.08%	23.61%	24.33%	24.19%
总资产收益率	14.22%	16.31%	18.22%	18.73%	18.79%
投入资本收益率	73.49%	100.26%	116.76%	132.19%	153.24%
增长率					
营业总收入增长率	22.99%	32.61%	25.43%	16.30%	14.58%
EBIT增长率	46.50%	41.87%	33.16%	21.29%	16.75%
净利润增长率	42.58%	38.36%	30.50%	20.66%	16.30%
总资产增长率	14.07%	21.39%	16.77%	17.37%	15.97%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
存货周转天数	118.2	100.5	93.6	90.5	88.4
应付账款周转天数	113.1	108.0	110.5	109.3	109.9
固定资产周转天数	63.9	47.5	36.1	28.2	22.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-89.55%	-91.02%	-95.34%	-96.59%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-13.9	-16.2	-27.0	-31.5	-35.4
资产负债率	22.91%	24.36%	23.95%	23.62%	22.51%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。