

信义山证 汇通天下

证券研究报告

食品饮料

五粮液（000858.SZ）

维持评级

报告原因：事件点评

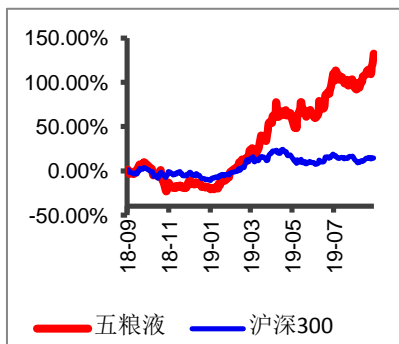
精准施策，坚定目标不动摇

买入

2020年2月18日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年2月17日

收盘价(元)：124.30

年内最高/最低(元)：142.81/109.00

流通A股/总股本(亿股)：37.96/38.82

流通A股市值(亿元)：4684

总市值(亿元)：4790

基础数据：2019年9月30日

基本每股收益：3.23

每股净资产(元)：17.89

净资产收益率：18.87%

分析师：和芳芳

执业证书编号：S0760519110004

E-mail：hefangfang@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

事件描述

- 根据微酒、酒说等相关媒体报道，五粮液品牌事业部对各营销战区发布了《关于精准施策、不搞一刀切，切实做好近期市场重点工作的通知》。

事件点评

- 公司在有序推进复工的同时，结合疫情快速做出反应，对终端经销商**精准施策**。该通知强调各营销战区要结合疫情形势，围绕一季度工作安排，近期重点抓好市场调研与分析、优化计划配额、加快市场费用核报、及时兑现终端积分奖励以及切实加强客户服务等5项工作，其核心内容如下：

(1) **加强市场调研与分析**：重点关注消费动销情况，通过掌握准确的市场动态，这可以让公司在疫后抢抓补偿性消费机遇中占得先机。

(2) **加强计划配额的优化**：**精准施策，不搞一刀切**，公司要求各营销战区要强化3月份计划配额调节预案，对经销商进行分类调节，科学精准施策，不搞一刀切。这不仅为部分经销商减压，同时也能让有能力的经销商发挥主动性，做深市场；(3) **加快市场费用核报**：两个工作日完成，公司各营销战区要在2月22日前，上报经销商2019年末核报市场费用、2020年元旦春节活动费用核报材料，公司将在经销商票据到达公司之日起，两个工作日内完成核报。快速核销市场费用，这可以让经销商回笼一部分现金流；(4) **及时兑现终端积分奖励**：2月底前到位，公司将在近日下发2019年9月1日至2020年1月31日期间的终端综合指标评比排名奖励执行方案，各营销战区要按照方案的要求，快速、准确落实，确保在2月份之内奖品全部兑现到位；(5) **切实加强客户服务**：倾听市场心声，切实解决市场问题。

- 坚定目标不动摇，“双三”战略保增长**。公司多次召开专题会议，提出元旦春节期间营销形势良好，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。另外公司明确提出加强计划、渠道、结构的“三个优化”，提升市场应对水平，加快机制、团队、数字化“三个转型”，提升组织应对能力，充分激发组织活力和团队战斗力，推动全年营收两位数以上增长。我们认为这一目标的实现具备坚实基础，主要有以下支撑：渠道调研显示，春节期间公司回款已占年度计划的



35% 以上，节前终端动销已达 80%；目前渠道库存在 1 个月左右，春节期间整体动销良好；疫情对高端白酒影响较小，且公司平稳复工，积极快速采取应对措施，确保全年目标不动摇。

投资建议

- 虽然当前出现的疫情新形势，对酒业行业短期带来较大影响，目前白酒批价短期回落，例如茅台下降约 200 元，但不会出现周期性的变化，从长周期看，疫情将进一步提速白酒行业的消费趋势变革。最近贵州茅台、五粮液、泸州老窖等酒企都相继表示，企业将维持全年计划不变，彰显酒企信心。同时，公司渠道和管理能力不断改善，全年目标有望完成。预计 2019-2021 年公司归母净利润为 171.17 亿、207.15 亿、245.51 亿，EPS 分别为 4.41 元、5.34 元、6.32 元，对应公司 2020 年 2 月 17 日收盘价 124.30 元，PE 分别为 28 倍、23 倍、20 倍。维持“买入”评级。

存在风险

- 疫情超预期的风险、食品安全风险、宏观经济下行导致高端酒价格大幅下跌风险

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E					
流动资产	78,110	92,193	109,976	130,703					
现金	48,960	57,158	70,152	86,135					
应收账款	158	202	244	278					
其他应收款	31	37	44	52					
预付账款	221	157	98	60					
存货	11,839	14,172	15,152	15,594					
其他流动资产	16,901	20,467	24,284	28,584					
非流动资产	7,984	7,508	7,227	6,928					
长期投资	919	859	880	886					
固定资产	5,261	4,928	4,595	4,262					
无形资产	413	385	359	335					
其他非流动资产	1,391	1,336	1,392	1,444					
资产总计	86,094	99,701	117,202	137,630					
流动负债	20,708	23,119	26,712	30,807					
短期借款	0	0	0	0					
应付账款	3,152	4,201	5,095	5,542					
其他流动负债	17,555	18,917	21,617	25,265					
非流动负债	267	316	328	343					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	267	316	328	343					
负债合计	20,975	23,435	27,040	31,150					
少数股东权益	1,632	2,383	3,318	4,446					
股本	3,882	3,882	3,882	3,882					
资本公积	2,683	2,681	2,681	2,681					
留存收益	56,923	67,320	80,282	95,472					
归属母公司股东权益	63,487	73,883	86,845	102,035					
负债和股东权益	86,094	99,701	117,202	137,630					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	12,317	14,077	19,764	24,127					
净利润	14,039	17,117	20,715	24,551					
折旧摊销	563	361	359	357					
财务费用	(0)	(796)	(955)	(1,172)					
投资损失	(101)	(50)	(50)	(50)					
营运资金变动	(2,468)	(3,333)	(1,238)	(687)					
其他经营现金流	285	778	933	1,127					
投资活动现金流	(332)	112	29	44					
资本支出	0	0	0	0					
长期投资	(57)	60	(21)	(6)					
其他投资现金	(275)	51	50	50					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E					
营业收入	40,030	50,038	59,545	69,072					
营业成本	10,487	13,010	15,363	17,406					
营业税金及附加	5,908	6,705	7,741	8,979					
销售费用	3,778	4,654	5,478	6,286					
管理费用	2,340	2,802	3,275	3,592					
财务费用	(1,085)	(796)	(955)	(1,172)					
资产减值损失	11	28	(1)	(1)					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	101	50	50	50					
营业利润	18,718	23,686	28,694	34,032					
营业外收入	44	30	30	30					
营业外支出	155	50	50	50					
利润总额	18,607	23,666	28,674	34,012					
所得税	4,568	5,798	7,025	8,333					
净利润	14,039	17,867	21,649	25,679					
少数股东损益	654	751	935	1,128					
归属母公司净利润	13,384	17,117	20,715	24,551					
EBITDA	18,106	23,250	28,098	33,217					
EPS (元)	3.45	4.41	5.34	6.32					

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	32.61%	25.00%	19.00%	16.00%
营业利润	39.96%	26.54%	21.15%	18.60%
归属于母公司净利润	38.36%	27.89%	21.02%	18.52%
获利能力				
毛利率(%)	73.80%	74.00%	74.20%	74.80%
净利率(%)	33.44%	34.21%	34.79%	35.54%
ROE(%)	21.56%	23.43%	24.01%	24.12%
ROIC(%)	92.86%	107.95%	72.36%	78.20%
偿债能力				
资产负债率(%)	24.36%	23.51%	23.07%	22.63%
净负债比率(%)	-50.23%	-47.44%	-51.81%	-55.50%
流动比率	3.77	3.99	4.12	4.24
速动比率	3.20	3.37	3.55	3.74
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.54	0.55	0.54
应收账款周转率	337.95	342.91	326.33	323.62
应付账款周转率	12.73	13.61	12.81	12.99
每股指标 (元)				



流

筹资活动现金流	(3,618)	(5,925)	(6,798)	(8,189)	每股收益(最新摊薄)	3.45	4.41	5.34	6.32
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.63	5.09	6.22
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	16.36	19.03	22.37	26.29
普通股增加	86	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1,729	(1)	0	0	P/E	38.0	28	23	20
其他筹资现金流	(5,433)	(5,924)	(6,798)	(8,189)	P/B	8.0	6.9	5.9	5.0
现金净增加额	8,368	8,264	12,995	15,982	EV/EBITDA	8.28	19.93	16.13	13.25

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
邮编：030002
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
邮编：100032
电话：010-83496336

