

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年03月14日
市场数据

目前股价	122.6
总市值（亿元）	4,758.85
流通市值（亿元）	4,653.62
总股本（万股）	388,161
流通股本（万股）	379,577
12个月最高/最低	143.10/73.72

分析师

分析师：黄瑞云 S1070518070002
 ☎ 010-88366060-8862
 ✉ huangruiyun@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<管理升级，坚定目标，“双三”战略保增长>> 2020-02-19
 <<夯实笃行，稳中求进>> 2019-12-23
 <<双节顺利过度，业绩达成无忧>> 2019-10-31

24万亿增加需求 龙头公司更受益

——五粮液（000858）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30187	40030	50438	57449	65434
(+/-%)	23.0%	32.6%	26.0%	13.9%	13.9%
净利润	9674	13384	17765	22421	26547
(+/-%)	42.6%	38.4%	32.7%	26.2%	18.4%
摊薄 EPS	2.49	3.45	4.58	5.78	6.84
PE	49	36	27	21	18

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **全国化程度大幅提升带来龙头公司在 24 万亿计划中的增长红利。** 研究 08 年投资 4 万亿的一揽子计划后相关社零数据后发现，刺激计划后，直至 2013 年烟酒类、特别是高档酒的收入获得了较好的增速空间，因此我们认为这次的财政刺激计划也会为行业整体带来另一个增长窗口，而高档酒作为行业中赛道最好的细分领域，在这个机遇期也将获得增长预期。

五粮液作为高档酒的代表，在 2008 年一揽子计划之后的 4-5 年内营收均保持了较高且稳定的增速。因此我们预测，此次推出的 24 万亿投资计划也将会促进商政消费，叠加高档酒全国化、行业集中度提升趋势逻辑，在未来的几年，五粮液将会迎来一波发展的有利机遇期。

■ **价格稳步逐渐上行，长期看量价平衡。** 虽然疫情对于终端消费有所影响，但目前全国批价稳定在 900-910 元左右，体现了公司挺价的决心、渠道工作和疫情管控的到位。我们认为在未来茅台提价的预期背景下，公司的提价前景和性价比优势将继续保持明朗，渠道和管理工作为将来的量价平衡、渠道深耕扩散奠定坚实的基础。

■ **渠道工作落实到位，坚定维护经销商利益，疫情体现系统化前瞻性管理。** 19 年五粮液给存量经销商很多奖励，目的在于提高他们的效率和积极性，极大地推高了渠道的渗透率和活力。疫情期间，五粮液集团党委书记、董事长李曙光连续主持召开三次专题会议，深入研究疫情防控和企业发展工作。据悉，专题会议要求，在加强疫情防控的前提下，要前瞻性、大力度的布局好下一步企业生产经营。

■ **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 19-21 年收入分别为 504、574、654 亿元，19-21 年净利润分别为 178、224、265 亿元，19-21 年 EPS 分别为 4.6、5.8、6.8 元/股，基于行业集中度提高，高档酒壁垒带来龙头增速，给予 2020 年 31 倍估值，对应的目标价为 180 元，维持“推荐”评级。

■ **风险提示：** 疫情对销售影响较大，终端消费需求疲软，新品销售不及预期，

食品安全问题。

目录

1. 全国化程度大幅提升带来龙头公司在 24 万亿计划中的增长红利	5
2. 价格稳步逐渐上行，长期看量价平衡	6
3. 渠道工作落实到位，坚定维护经销商利益，疫情体现系统化前瞻性管理	6
4. 盈利预测与投资建议	7
5. 风险提示	7
附：盈利预测表	8

图表目录

图 1: 烟酒类社零数据当月同比: 2008-2013 的增长窗口	5
图 2: 限额以上餐饮企业收入同比: 2011-2013 的增长区间	5
图 3: 五粮液营收保持较高且稳定的增速	6

1. 全国化程度大幅提升带来龙头公司在 24 万亿计划中的增长红利

截至目前，已有河南、云南、福建、四川、重庆、陕西、河北等 15 省份推出重点项目投资计划，2020 年度投资规模超 6 万亿元，其中同步公布总投资规模的 9 个省份，总额超过 24 万亿元。

研究 2008 年投资 4 万亿的一揽子计划后烟酒类社零数据后发现，2008 年刺激计划后，烟酒类的收入获得了较好的增速空间直至 2013 年，因此，我们认为这次的财政刺激计划也会为行业整体带来另一个增长窗口，而高档酒作为行业中赛道最好的细分领域，在这个机遇期也将获得增长预期。

图 1: 烟酒类社零数据当月同比: 2008-2013 的增长窗口



资料来源: Wind, 长城证券研究所

对一个可以反映高档酒消费的指标——限额以上餐饮企业收入同比收入我们发现，在 2008 年的一揽子计划后直至 2013 年期间，限额以上企业餐饮消费确实迎来了较高的发展区间。

图 2: 限额以上餐饮企业收入同比: 2011-2013 的增长区间



资料来源: Wind, 长城证券研究所

五粮液作为高档酒的代表，在 2008 年的刺激计划后，在之后的 4-5 年内营收均保持了较高且稳定的增速，获得了消费的这一波红利。

图 3: 五粮液营收保持较高且稳定的增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所

而新一轮基建侧重的中西部地区和三四线城市，我们认为在这一轮的新基建过程中，五粮液作为高档酒全国化进程的排头兵，凭借自身的高档酒品牌力和强大的性价比壁垒，对于渠道深耕和管理细化将使得自己的全国化、渠道深化目标借势这一机遇。

因此我们预测，此次推出的 24 万亿投资计划也将会促进商政消费，这其中叠加高档酒全国化、行业集中度提升趋势逻辑，在未来的几年，五粮液将会迎来一波发展的有利机遇期。五粮液的千县万店计划，在全国开专卖店、核心终端店，同时通过数字化系统对于渠道进行更好的掌控，同时绑定核心管理层和经销商的利益，这些工作都使公司的渠道下沉、渠道深耕成为可能，预计将借投资东风实现新一轮的增长。

2. 价格稳步逐渐上行，长期看量价平衡

虽然疫情对于终端消费有所影响，但目前全国批价稳定在 900-910 元左右，体现了公司挺价的决心、渠道工作和疫情管控的到位。五粮液自推出新版八代五粮液以来，公司一直将稳步提升价格作为工作重点，在 1000 元左右的高档酒价格带仍然占有不可动摇的优势地位，茅台价格的稳定和公司的价格差带来五粮液极大的性价比，我们认为在未来茅台提价的预期背景下，公司的提价前景和性价比优势将继续保持明朗，渠道和管理工作为将来的量价平衡、渠道深耕扩散奠定坚实的基础。

3. 渠道工作落实到位，坚定维护经销商利益，疫情体现系统化前瞻性管理

19 年五粮液给存量经销商很多奖励，目的在于提高他们的效率和积极性，极大地推高了渠道的渗透率和活力；目前渠道工作的目标是老渠道不增加量，新渠道增加量为主，电

商和实体大客户有很大的增量。疫情期间，五粮液集团党委书记、董事长李曙光连续主持召开三次专题会议，深入研究疫情防控和企业发展工作。据悉，专题会议要求，在加强疫情防控的前提下，要前瞻性、大力度的布局好下一步企业生产经营。

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 19-21 年收入分别为 504、574、654 亿元，19-21 年净利润分别为 178、224、265 亿元，19-21 年 EPS 分别为 4.6、5.8、6.8 元/股，基于行业集中度提高，高档酒壁垒带来龙头增速，给予 2020 年 31 倍估值，对应的目标价为 180 元，维持“推荐”评级。

5. 风险提示

疫情对销售影响较大，终端消费需求疲软，新品销售不及预期，食品安全问题。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30186.78	40030.19	50438.04	57448.93	65434.33	成长性					
营业成本	8450.09	10486.78	13527.48	14362.23	16031.41	营业收入增长	23.0%	32.6%	26.0%	13.9%	13.9%
销售费用	3625.40	3778.43	4186.36	3504.38	3795.19	营业成本增长	15.5%	24.1%	29.0%	6.2%	11.6%
管理费用	2269.02	2340.50	2774.09	3130.97	3140.85	营业利润增长	44.8%	40.0%	30.2%	27.0%	18.6%
研发费用	0.00	84.08	26.49	37.71	53.69	利润总额增长	43.4%	38.9%	31.1%	26.9%	18.5%
财务费用	-890.51	-1085.01	-1411.38	-1888.70	-2329.23	净利润增长	42.6%	38.4%	32.7%	26.2%	18.4%
其他收益	70.22	106.23	44.11	55.14	68.92	盈利能力					
投资净收益	68.21	100.86	59.16	65.42	73.41	毛利率	72.0%	73.8%	73.2%	75.0%	75.5%
营业利润	13374.54	18718.39	24379.18	30957.32	36708.96	销售净利率	33.4%	35.1%	36.7%	40.7%	42.4%
营业外收支	17.15	-111.57	11.76	4.39	-19.57	ROE	18.4%	21.6%	24.0%	24.4%	23.4%
利润总额	13391.69	18606.82	24390.94	30961.71	36689.39	ROIC	75.4%	93.5%	331.2%	806.5%	437.0%
所得税	3305.72	4568.17	5872.69	7565.35	8965.77	营运效率					
少数股东损益	412.25	654.40	752.88	975.17	1177.04	销售费用/营业收入	12.0%	9.4%	8.3%	6.1%	5.8%
净利润	9673.72	13384.25	17765.36	22421.19	26546.58	管理费用/营业收入	7.5%	5.8%	5.5%	5.5%	4.8%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
					(百万)	财务费用/营业收入	-2.9%	-2.7%	-2.8%	-3.3%	-3.6%
流动资产	63279.70	78110.17	87026.32	103915.50	129565.54	投资收益/营业利润	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
货币资金	40591.80	48960.05	68654.24	88910.88	107251.48	所得税/利润总额	24.7%	24.6%	24.1%	24.4%	24.4%
应收票据及应收账款合计	11297.77	16261.97	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	2.88	2.90	0.00	0.00	0.00
其他应收款	634.27	871.77	1025.84	1135.54	1326.27	存货周转率	0.85	0.94	0.94	0.94	0.94
存货	10557.80	11795.46	17039.25	13574.78	20597.21	流动资产周转率	0.51	0.57	0.61	0.60	0.56
非流动资产	7642.93	7984.10	9839.04	10663.45	11525.62	总资产周转率	0.45	0.51	0.55	0.54	0.51
固定资产	5292.87	5262.16	6991.53	7763.96	8515.48	偿债能力					
资产总计	70922.63	86094.27	96865.37	114578.95	141091.15	资产负债率	22.9%	24.4%	20.5%	16.3%	15.9%
流动负债	15968.03	20707.82	19559.41	18437.51	22150.89	流动比率	3.96	3.77	4.45	5.64	5.85
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.29	3.19	3.56	4.88	4.90
应付款项	3767.58	3566.29	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
非流动负债	280.27	267.01	267.01	267.01	267.01	EPS	2.49	3.45	4.58	5.78	6.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	13.74	16.36	19.23	23.83	29.40
负债合计	16248.30	20974.83	19826.42	18704.52	22417.90	每股经营现金流	2.33	2.96	7.03	6.30	5.82
股东权益	54674.33	65119.44	77038.95	95874.42	118673.26	每股经营现金/EPS	0.93	0.86	1.54	1.09	0.85
股本	3795.97	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	估值					
留存收益	48584.86	56923.01	66189.59	77850.96	91682.88	PE	49.19	35.56	26.79	21.22	17.93
少数股东权益	1340.24	1632.17	2385.05	3360.22	4537.26	PEG	2.66	1.19	0.71	0.66	0.70
负债和权益总计	70922.63	86094.27	96865.37	114578.95	141091.15	PB	8.92	7.50	6.37	5.14	4.17
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	34.34	24.23	17.64	13.29	10.79
经营活动现金流	9766.18	12317.36	27290.53	24467.40	22584.81	EV/SALES	14.47	10.71	8.13	6.80	5.71
其中营运资本减少	-569.13	-1722.44	9629.63	2245.57	-3596.06	EV/IC	8.15	6.73	5.47	4.21	3.26
投资活动现金流	-200.88	-331.56	-2408.98	-1538.58	-1648.65	ROIC/WACC	7.13	8.84	31.30	76.20	41.28
其中资本支出	216.06	381.38	1747.52	712.81	736.83	REP	1.14	0.76	0.17	0.06	0.08
融资活动现金流	-3639.24	-3617.92	-5187.36	-2672.19	-2595.56						
净现金总变化	5925.89	8368.25	19694.20	20256.64	18340.60						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>