

# 五粮液 (000858)

证券研究报告

2018年02月13日

## 品牌带动性价比凸显，国改推动活力激发

### 二次创业新征程，品牌力不断凸显

英国当地时间2月1日，Brand Finance在伦敦发布了“2018世界最具价值品牌500强”排行榜，五粮液以146.35亿美元的品牌价值位居该榜单第100位。2017年，五粮液开启二次创业新征程，积极推进供给侧结构改革，实施战略、品牌和营销等改革创新，推动企业转型升级、高质量发展，构建五粮液发展新优势。公司围绕低度化、年轻化、数字化、国际化等四方面讲好中国白酒故事，讲好五粮液故事，引导和重构消费者对“中国顶级白酒品牌”的认知，重新建立浓香品类在中国高端消费群体中的价值认知。

### 品牌力提升带动公司性价比不断提高

随着五粮液品牌知名度的不断提升，其作为高端白酒的性价比将进一步提高，在此次“2018世界最具价值品牌500强”中五粮液是全球价值增长最快的品牌，排名100（17年未上榜），茅台排名56（上升62位），说明目前五粮液在品牌力上已逐渐成为能和茅台抗衡的知名高端酒品牌，但在价格上目前五粮液普五零售价仅只有茅台飞天的70%左右（依据京东商城零售价格），品牌之间差距逐渐缩小的背景下，五粮液与茅台的价格差距已经使得五粮液的性价比到了较高的水平。

### 国企改革推动公司效率和活力双重提升

唯有打破国有体制机制束缚，提高人员激励，才能保证在行业中立于不败之地。公司定增计划于2017年11月尘埃落定，员工积极性被盘活，经销商利益被优化；通过加大执行“百城千县万店”工程、试点“五粮e店”、进行物流改革等措施，不断进行渠道下沉；董事长李曙光在2017年投资者交流会上指出，薪酬制度上将进行全新的大改革，明显提升员工收入水平，要特别强调收入和贡献密切挂钩，将多向生产一线、营销一线人员倾斜。国改在稳步推进中，内部治理改善、经营效率提高、渠道利益优化的正向循环助力公司不断实现新目标。

### 盈利预测与估值

我们预计17-19年营收增速为22.47%/27.51%/26.65%，营收规模为300.59/383.28/485.42亿；净利润增速为32.69%/40.21%/34.58%，净利润规模为90.02/126.22/169.87亿；EPS为2.37/3.33/4.48。考虑到公司品牌地位，以及公司在17年1218经销商大会上传递的乐观信号（销售目标有望提前实现，开展二次创业战略规划等），未来公司销售费用率将保持稳中有降，改革进程加快，业绩弹性较大，我们维持18年目标市盈率33倍，目标价110元。

**风险提示：**食品安全风险、改革不达预期风险、终端需求下降风险

### 投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	74.40元
目标价格	110元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,795.97
流通A股股本(百万股)	3,795.75
A股总市值(百万元)	282,419.92
流通A股市值(百万元)	282,403.87
每股净资产(元)	13.34
资产负债率(%)	21.53
一年内最高/最低(元)	93.18/37.71

### 作者

刘鹏	分析师
SAC执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
何长天	联系人
hechangtian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《五粮液-公司专题研究:民族第一品牌扬帆起航,自下而上趋势全面加速》2017-12-26
- 《五粮液-首次覆盖报告:自下而上看好,国企性价比优势再创辉煌》2017-12-13

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659.29	24,543.79	30,057.86	38,328.04	48,543.61
增长率(%)	3.08	13.32	22.47	27.51	26.65
EBITDA(百万元)	8,098.23	8,998.40	11,995.34	16,743.40	22,490.98
净利润(百万元)	6,176.12	6,784.53	9,002.73	12,622.60	16,987.39
增长率(%)	5.85	9.85	32.69	40.21	34.58
EPS(元/股)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
市盈率(P/E)	45.73	41.63	31.37	22.37	16.63
市净率(P/B)	6.52	6.00	5.44	4.83	4.20
市销率(P/S)	13.04	11.51	9.40	7.37	5.82
EV/EBITDA	9.57	10.74	20.85	14.58	10.77

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 二次创业新征程，品牌力不断凸显

英国当地时间 2 月 1 日，Brand Finance 在伦敦发布了“2018 世界最具价值品牌 500 强”排行榜，五粮液以 146.35 亿美元的品牌价值位居该榜单第 100 位。

2017 年，五粮液开启二次创业新征程，积极推进供给侧结构改革，实施战略、品牌和营销等改革创新，推动企业转型升级、高质量发展，构建五粮液发展新优势。公司围绕低度化、年轻化、数字化、国际化等四方面讲好中国白酒故事，讲好五粮液故事，引导和重构消费者对“中国顶级白酒品牌”的认知，重新建立浓香品类在中国高端消费群体中的价值认知。近几年随着中国成为全球制造业的中心，中国企业逐步加大品牌建设力度，而五粮液品牌成长性表现尤为抢眼，其系列改革创新举措，不断增强了其品牌的活力和潜力。

## 2. 品牌力提升带动公司性价比不断提高

在茅台稳步快跑的情形下，五粮液的压力不仅仅是追赶茅台，作为“行业老二”，五粮液的优势明显，但来自竞争对手的压力并不小。而随着五粮液品牌知名度的不断提升，其作为高端白酒的性价比将进一步提高，在此次“2018 世界最具价值品牌 500 强”中五粮液是全球价值增长最快的品牌，排名 100（17 年未上榜），茅台排名 56（上升 62 位），说明目前五粮液在品牌力上已逐渐成为能和茅台抗衡的知名高端酒品牌，但在价格上目前五粮液普五零售价仅只有茅台飞天的 70% 左右（依据京东商城零售价格），品牌之间差距逐渐缩小的背景下，五粮液与茅台的价格差距已经使得五粮液的性价比到了较高的水平。

表 1：世界最具价值品牌 500 强白酒企业排名

2017 世界最具价值品牌 500 强	2018 世界最具价值品牌 500 强
茅台 118 位	茅台 56 位，上升 62 位
未上榜	五粮液 100 位
洋河 398 位	洋河 215 位，上升 177 位
未上榜	泸州老窖 476 位

资料来源：中商情报网、天风证券研究所

## 3. 国企改革推动公司效率和活力双重提升

唯有打破国有体制机制束缚，提高人员激励，才能保证在行业中立于不败之地。公司定增计划于 2017 年 11 月尘埃落定，员工积极性被盘活，经销商利益被优化；通过加大执行“百城千县万店”工程、试点“五粮 e 店”、进行物流改革等措施，不断进行渠道下沉；董事长李曙光在 2017 年投资者交流会上指出，薪酬制度上将进行全新的大改革，明显提升员工收入水平，要特别强调收入和贡献密切挂钩，将多向生产一线、营销一线人员倾斜。国改在稳步推进中，内部治理改善、经营效率提高、渠道利益优化的正向循环助力公司不断实现新目标。

## 4. 盈利预测与估值

我们预计 17-19 年营收增速为 22.47%/27.51%/26.65%，营收规模为 300.59/383.28/485.42 亿；净利润增速为 32.69%/40.21%/34.58%，净利润规模为 90.02/126.22/169.87 亿；EPS 为 2.37/3.33/4.48。考虑到公司品牌地位，以及公司在 17 年 1218 经销商大会上传递的乐观信号（销售目标有望提前实现，开展二次创业战略规划等），未来公司销售费用率将保持稳中有降，改革进程加快，业绩弹性较大，我们维持 18 年目标市盈率 33 倍，目标价 110 元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	26,374.19	34,665.92	33,133.66	39,574.63	42,289.35
应收账款	126.39	126.49	216.20	219.70	315.52
预付账款	332.13	271.65	467.29	427.51	657.75
存货	8,700.85	9,257.37	10,674.89	14,126.04	16,995.99
其他	9,063.85	10,183.12	10,952.44	17,459.21	17,995.21
<b>流动资产合计</b>	<b>44,597.41</b>	<b>54,504.54</b>	<b>55,444.48</b>	<b>71,807.09</b>	<b>78,253.82</b>
长期股权投资	902.01	794.64	794.64	794.64	794.64
固定资产	5,347.63	5,431.46	5,276.01	5,069.89	4,833.38
在建工程	554.77	292.88	175.73	105.44	63.26
无形资产	411.69	402.45	389.58	376.71	363.84
其他	733.13	748.43	662.34	635.47	609.85
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,949.22</b>	<b>7,669.87</b>	<b>7,298.29</b>	<b>6,982.15</b>	<b>6,664.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>52,546.63</b>	<b>62,174.41</b>	<b>62,742.77</b>	<b>78,789.24</b>	<b>84,918.79</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,338.17	3,695.92	1,812.38	5,185.79	3,915.97
其他	5,629.45	9,991.97	7,308.90	12,974.91	10,932.60
<b>流动负债合计</b>	<b>7,967.62</b>	<b>13,687.89</b>	<b>9,121.28</b>	<b>18,160.70</b>	<b>14,848.56</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	233.86	280.66	221.79	245.44	249.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>233.86</b>	<b>280.66</b>	<b>221.79</b>	<b>245.44</b>	<b>249.30</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,201.47</b>	<b>13,968.55</b>	<b>9,343.07</b>	<b>18,406.14</b>	<b>15,097.86</b>
少数股东权益	1,016.24	1,129.13	1,478.25	1,969.90	2,637.25
股本	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97	3,795.97
资本公积	953.20	953.26	953.26	953.26	953.26
留存收益	39,532.95	43,280.76	48,125.48	54,617.24	63,387.72
其他	(953.20)	(953.26)	(953.26)	(953.26)	(953.26)
<b>股东权益合计</b>	<b>44,345.16</b>	<b>48,205.86</b>	<b>53,399.70</b>	<b>60,383.10</b>	<b>69,820.93</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>52,546.63</b>	<b>62,174.41</b>	<b>62,742.77</b>	<b>78,789.24</b>	<b>84,918.79</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	6,410.48	7,056.77	9,002.73	12,622.60	16,987.39
折旧摊销	618.62	573.44	286.14	289.68	291.80
财务费用	(0.10)	(0.15)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
投资损失	(34.14)	(33.43)	(17.47)	(17.94)	(17.23)
营运资金变动	(369.09)	3,870.10	(6,995.12)	(832.78)	(7,020.17)
其它	65.30	230.03	366.23	490.99	662.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,691.07</b>	<b>11,696.76</b>	<b>1,859.43</b>	<b>11,734.58</b>	<b>9,982.90</b>
资本支出	368.41	185.58	58.87	(23.65)	(3.86)
长期投资	34.14	(107.37)	0.00	0.00	0.00
其他	(796.72)	(239.48)	(75.62)	42.91	31.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>(394.17)</b>	<b>(161.26)</b>	<b>(16.75)</b>	<b>19.26</b>	<b>27.76</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	732.11	765.92	783.09	817.97	920.97
其他	(3,087.02)	(3,959.84)	(4,158.02)	(6,130.84)	(8,216.90)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,354.91)</b>	<b>(3,193.93)</b>	<b>(3,374.93)</b>	<b>(5,312.87)</b>	<b>(7,295.93)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>3,941.98</b>	<b>8,341.57</b>	<b>(1,532.25)</b>	<b>6,440.97</b>	<b>2,714.72</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>21,659.29</b>	<b>24,543.79</b>	<b>30,057.86</b>	<b>38,328.04</b>	<b>48,543.61</b>
营业成本	6,671.96	7,314.25	8,343.74	10,107.73	12,539.70
营业税金及附加	1,784.68	1,941.17	2,371.56	3,071.20	3,853.06
营业费用	3,568.06	4,694.55	5,049.72	5,557.57	6,067.95
管理费用	2,128.81	2,143.70	2,606.02	3,142.90	3,883.49
财务费用	(732.11)	(765.86)	(783.09)	(817.97)	(920.97)
资产减值损失	25.80	12.20	12.20	12.20	12.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	17.11	(0.66)	(5.26)
投资净收益	34.14	33.43	17.47	17.94	17.23
其他	(68.29)	(66.86)	(69.16)	(34.56)	(23.93)
<b>营业利润</b>	<b>8,246.24</b>	<b>9,237.21</b>	<b>12,492.29</b>	<b>17,271.69</b>	<b>23,120.15</b>
营业外收入	66.16	118.91	16.87	17.34	17.00
营业外支出	24.90	18.72	40.02	27.88	28.87
<b>利润总额</b>	<b>8,287.49</b>	<b>9,337.41</b>	<b>12,469.14</b>	<b>17,261.15</b>	<b>23,108.28</b>
所得税	1,877.01	2,280.65	3,117.29	4,146.91	5,453.56
<b>净利润</b>	<b>6,410.48</b>	<b>7,056.77</b>	<b>9,351.86</b>	<b>13,114.25</b>	<b>17,654.73</b>
少数股东损益	234.37	272.23	349.12	491.65	667.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,176.12</b>	<b>6,784.53</b>	<b>9,002.73</b>	<b>12,622.60</b>	<b>16,987.39</b>
每股收益(元)	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.08%	13.32%	22.47%	27.51%	26.65%
营业利润	2.66%	12.02%	35.24%	38.26%	33.86%
归属于母公司净利润	5.85%	9.85%	32.69%	40.21%	34.58%
<b>获利能力</b>					
毛利率	69.20%	70.20%	72.24%	73.63%	74.17%
净利率	28.51%	27.64%	29.95%	32.93%	34.99%
ROE	14.25%	14.41%	17.34%	21.61%	25.28%
ROIC	33.41%	37.13%	68.64%	63.81%	84.13%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.61%	22.47%	14.89%	23.36%	17.78%
净负债率	-36.77%	-37.70%	-38.76%	-39.40%	-30.32%
流动比率	5.60	3.98	6.08	3.95	5.27
速动比率	4.51	3.31	4.91	3.18	4.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	161.10	194.12	175.42	175.86	181.40
存货周转率	2.58	2.73	3.02	3.09	3.12
总资产周转率	0.44	0.43	0.48	0.54	0.59
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.63	1.79	2.37	3.33	4.48
每股经营现金流	1.76	3.08	0.49	3.09	2.63
每股净资产	11.41	12.40	13.68	15.39	17.70
<b>估值比率</b>					
市盈率	45.73	41.63	31.37	22.37	16.63
市净率	6.52	6.00	5.44	4.83	4.20
EV/EBITDA	9.57	10.74	20.85	14.58	10.77
EV/EBIT	10.31	11.40	21.36	14.84	10.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com