

# 五粮液 (000858)

证券研究报告

2019年03月21日

## 产品升级提价塑品牌，渠道控盘分利增利润

**事件：**五粮液召开 2019 年品牌经销商营销工作会，推出收藏版第七代普五，发布新品第八代普五，公布各产品线运营策略。

**点评：**

### 1. 普五升级换代，产品矩阵优化

老版普五于 2019.05 停止投放，最后一批老版普五以收藏版限量发售，2019.06 推出新品普五。收藏版普五出厂价为 859 元，新品普五出厂价为 879-889 元。公司完善产品矩阵，强化品牌，价格提升不大的同时，相比茅台增强性价比优势。

### 2. 配额减少，配合提价，国企改革减费增效，增厚利润

今年普五的整体配额为 1.5 万吨，其中新品普五占 35%，收藏版占 9%，老品占 56%。由专卖店和经销商配额数据来看，供应相对收紧。公司在国企改革下不断提高效率，增强企业生产技术与管理层执行能力，改革薪酬制度提升员工收入水平，降低费用率，提升毛利率和净利率。

### 3. 数字化手段助力直控终端，专职团队加强控盘分利

新品普五将推出扫码积分系统，通过数字化管理和激励，增强各区域货品控制。公司将成立专职访销团队用以加强控盘分利。通过数字化手段赋能终端，增强渠道竞争力，公司由大商制导致的估值折价情况有望改变

### 4. 白酒在市场走牛时表现占优，龙头白酒占据优势，外资持续流入情况下，情况优于历史，公司低估值将修复

对 9 个牛市时间段进行分析。食品饮料跑赢上证的概率为 5/9，白酒跑赢食品饮料概率为 6/9。在食品饮料所有子行业里面，白酒 4 次涨幅第一，一次第三，一次第四。未来 3 年 MSCI 资金将持续流入，并大概率追逐低估值，高 ROE 和收入现金比很好，高分红的公司，龙头白酒高利润率，高周转，市场份额持续提升，优势大于大部分其他公司。

**投资建议：**鉴于公司产品矩阵升级优化，控盘分利计划有序推进，将 18-20 年净利润分别由 134、154、185 亿元调整至 134、161、193 亿元，EPS 分别由 3.45、3.97、4.76 元调整至 3.45、4.15、4.98 元。参考贵州茅台、泸州老窖等白酒龙头可比公司估值，可比公司平均估值 27.24 倍，给予五粮液 19 年 28 倍市盈率，12 个月目标价至 116.2 元，当前股价对应 19 年 20.4 倍估值，36%以上增长空间。

**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	84.90 元
目标价格	116.2 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股股本(百万股)	3,795.77
A 股总市值(百万元)	329,548.52
流通 A 股市值(百万元)	322,260.95
每股净资产(元)	15.35
资产负债率(%)	19.81
一年内最高/最低(元)	88.61/46.06

### 作者

<b>刘鹏</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
<b>刘宸倩</b>	联系人
liuchenqian@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《五粮液-公司点评:价值股之王再次回归，看好 19 年改革持续加速》2019-02-01
- 《五粮液-季报点评:宏观经济影响显著，长期依旧坚定看好》2018-10-31
- 《五粮液-半年报点评:业绩超预期，战略聚焦带来收入利润高弹性》2018-08-29

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24,543.79	30,186.78	40,752.15	44,827.37	52,896.30
增长率(%)	13.32	22.99	35.00	10.00	18.00
EBITDA(百万元)	8,998.40	12,899.26	17,954.65	21,322.45	25,635.07
净利润(百万元)	6,784.53	9,673.72	13,400.24	16,123.92	19,349.30
增长率(%)	9.85	42.58	38.52	20.33	20.00
EPS(元/股)	1.75	2.49	3.45	4.15	4.98
市盈率(P/E)	48.57	34.07	24.59	20.44	17.03
市净率(P/B)	7.00	6.18	5.49	4.85	4.26
市销率(P/S)	13.43	10.92	8.09	7.35	6.23
EV/EBITDA	10.74	20.40	15.92	13.11	10.74

资料来源：wind，天风证券研究所

**事件：**五粮液召开 2019 年品牌经销商营销工作会，推出收藏版第七代普五，发布新品第八代普五，公布各产品线运营策略。

**点评：**

### 1. 普五升级换代，产品矩阵优化

老版普五于 2019.05 停止投放，最后一批老版普五以收藏版限量发售，2019.06 推出新品普五。收藏版普五出厂价为 859 元，新品普五出厂价提升 20-30 元至 879-889 元，缩小与飞天茅台出厂价的差距。公司持续打造超高端“501·五粮液”，向上重塑品牌，提升价格空间。1618 和低度五粮液配合提价，减少渠道费用投入。时尚五粮液·缘定晶生，则瞄准高净值年轻消费群体。五粮液系列酒清退高仿、整改中仿，坚持聚焦，维护品牌形象。公司完善产品矩阵强化品牌，价格提升不大的同时，相比茅台增强性价比优势，提升复购率，缩小和茅台差距。

图 1：第八代经典五粮液品质升级、包装升级



资料来源：界面新闻，天风证券研究所

### 2. 配额减少，配合提价，国企改革减费增效，增厚利润

今年普五的整体配额为 1.5 万吨，其中新品普五下半年配额 5250 吨，占 35%，收藏版占全年配额的 9%，老品占 56%。新品普五专卖店每月配额不到 60 件，比以往少 33.3%；经销商的配额则根据去年的销量情况，分别拥有不到 100 件和 700 件的配额量。供应相对收紧。国企改革推动公司效率提高，费用率降低。公司在李曙光董事长的带领下不断深入改革提高效率，增强企业生产技术与管理层执行能力，改革薪酬制度提升员工收入水平，推动公司整体效率提高，提升毛利率和净利率。伴随强力度国企改革，优质品率有望翻倍，奠定业绩提升空间。

### 3. 数字化手段助力直控终端，专职团队加强控盘分利

新品普五将推出扫码积分系统，通过数字化管理和激励，增强各区域货品控制，规范渠道秩序，通过现代营销手段，深度服务终端和消费者，实现业务决策数据化。公司将成立专职访销团队用以加强控盘分利、核心终端日常拜访维护、渠道核心动作执行跟进等，并严格要求经销商的销售与供货行为。控盘分利有助于增强渠道竞争力，改变以往由于大商制

导致的估值折价情况。

#### 4. 白酒在市场走牛时表现占优,龙头白酒占据优势,外资持续流入情况下,情况优于历史,公司低估值将修复

牛市过程中白酒大概率成为食品饮料里面弹性最大的品种。对 9 个牛市时间段进行分析,食品饮料跑赢上证的概率为 5/9,白酒跑赢食品饮料概率为 6/9。在食品饮料所有子行业里面,白酒 4 次涨幅第一,一次第三,一次第四,唯一跑输的情况是 12-13 年受到三公消费限制影响。未来 3 年 MSCI 资金将持续流入,大概率将追逐低估值,高 ROE,收入现金比好,高分红的公司,龙头白酒高利润率,高周转,市场份额持续提升,优势大于食品公司也大于大部分其他行业公司。

表 1: 在 9 次大盘较大上涨时间段中,在食品饮料所有子行业里面,白酒 4 次涨幅第一

开始时间	2005-6-7	2008-10-28	2010-7-2	2012-1-5	2012-1-2-4	2014-4-25	2015-8-25	2016-1-27	2019-1-2
结束时间	2007-10-16	2009-8-4	2010-11-11	2012-3-2	2013-2-19	2015-6-11	2015-12-21	2018-1-23	2019-2-26
上证综指数	1031-92	1772-71	2383-48	2148-461	1975-383	2037-122	2965-42	2736-547	2465-942
上证期间涨幅	491%	96%	32%	15%	21%	151%	23%	30%	19%
食品饮料涨幅	528%	99%	49%	13%	11%	106%	22%	129%	20%
白酒涨幅	923%	95%	56%	14%	-3%	82%	31%	224%	25%
啤酒涨幅	284%	99%	43%	20%	23%	102%	16%	31%	14%
葡萄酒涨幅	375%	69%	45%	3%	16%	173%	27%	7%	10%
黄酒涨幅	361%	82%	55%	17%	20%	157%	21%	0%	11%
其他饮料涨幅	435%	187%	37%	13%	33%	155%	52%	5%	17%
肉制品涨幅	281%	61%	10%	3%	35%	79%	18%	51%	8%
调味品涨幅	179%	172%	47%	10%	32%	202%	-9%	32%	13%
乳制品涨幅	247%	126%	48%	15%	44%	98%	23%	124%	14%
其他食品涨幅	156%	256%	49%	6%	35%	202%	32%	43%	14%
白酒排名 (X/9)	1	6	1	4	9	8	3	1	1
食品饮料是否跑赢上证 (1/0=是/否)	1	1	1	0	0	0	0	1	1
白酒是否跑赢食品饮料 (1/0=是/否)	1	0	1	1	0	0	1	1	1

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 子行业涨幅采用中信行业指数涨幅

5. 投资建议: 鉴于公司产品矩阵升级优化,控盘分利计划有序推进,将 18-20 年净利润分别由 134、154、185 亿元调整至 134、161、193 亿元, EPS 分别由 3.45、3.97、4.76 元调整至 3.45、4.15、4.98 元。参考贵州茅台、泸州老窖等白酒龙头可比公司估值,可比公司平均估值 27.24 倍,给予五粮液 19 年 28 倍市盈率,12 个月目标价至 116.2 元,当前股价对应 19 年 20.4 倍估值,36%以上增长空间。

表 2: 可比公司估值

可比公司	贵州茅台	泸州老窖	洋河股份	山西汾酒	古井贡酒	平均值
2019-03-20 万得一致预期 PE (2019E)	29.12	25.79	18.54	33.47	29.30	27.24

资料来源: Wind, 天风证券研究所

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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	34,665.92	40,591.80	44,854.18	51,883.52	56,940.15
应收账款	126.49	130.70	293.63	143.22	362.43
预付账款	271.65	198.06	686.65	183.45	792.53
存货	9,257.37	10,557.80	13,025.59	14,679.07	18,663.26
其他	10,183.12	11,801.34	12,284.13	16,145.47	17,811.89
<b>流动资产合计</b>	<b>54,504.54</b>	<b>63,279.70</b>	<b>71,144.19</b>	<b>83,034.74</b>	<b>94,570.26</b>
长期股权投资	794.64	862.85	862.85	862.85	862.85
固定资产	5,431.46	5,292.87	5,125.20	4,910.49	4,667.57
在建工程	292.88	271.65	162.99	97.80	58.68
无形资产	402.45	399.36	385.76	372.16	358.55
其他	748.43	816.18	718.67	657.34	660.72
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,669.87</b>	<b>7,642.93</b>	<b>7,255.47</b>	<b>6,900.64</b>	<b>6,608.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>62,174.41</b>	<b>70,922.63</b>	<b>78,399.65</b>	<b>89,935.38</b>	<b>101,178.64</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,695.92	5,481.34	5,306.59	6,217.70	7,986.41
其他	9,991.97	10,486.69	10,904.60	12,961.80	12,206.86
<b>流动负债合计</b>	<b>13,687.89</b>	<b>15,968.03</b>	<b>16,211.19</b>	<b>19,179.50</b>	<b>20,193.27</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	280.66	280.27	264.93	275.29	273.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>280.66</b>	<b>280.27</b>	<b>264.93</b>	<b>275.29</b>	<b>273.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>13,968.55</b>	<b>16,248.30</b>	<b>16,476.12</b>	<b>19,454.78</b>	<b>20,466.77</b>
少数股东权益	1,129.13	1,340.24	1,879.28	2,540.16	3,338.80
股本	3,795.97	3,795.97	3,881.61	3,881.61	3,881.61
资本公积	953.26	953.26	953.06	952.86	952.86
留存收益	43,280.76	49,538.11	56,162.65	64,058.83	73,491.46
其他	(953.26)	(953.26)	(953.06)	(952.86)	(952.86)
<b>股东权益合计</b>	<b>48,205.86</b>	<b>54,674.33</b>	<b>61,923.53</b>	<b>70,480.60</b>	<b>80,711.87</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>62,174.41</b>	<b>70,922.63</b>	<b>78,399.65</b>	<b>89,935.38</b>	<b>101,178.64</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7,056.77	10,085.97	13,400.24	16,123.92	19,349.30
折旧摊销	573.44	550.41	290.64	293.93	295.89
财务费用	(0.15)	0.17	(750.00)	(730.00)	(700.00)
投资损失	(33.43)	(68.21)	(50.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	3,870.10	1,032.14	(3,277.67)	(1,821.84)	(5,470.54)
其它	230.03	(1,834.31)	539.03	661.11	798.65
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,696.76</b>	<b>9,766.18</b>	<b>10,152.25</b>	<b>14,517.12</b>	<b>14,263.30</b>
资本支出	185.58	394.89	15.34	(10.36)	1.79
长期投资	(107.37)	68.21	0.00	0.00	0.00
其他	(239.48)	(663.98)	34.86	20.32	8.21
<b>投资活动现金流</b>	<b>(161.26)</b>	<b>(200.88)</b>	<b>50.20</b>	<b>9.97</b>	<b>10.00</b>
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	765.92	890.51	835.44	729.80	700.00
其他	(3,959.84)	(4,529.75)	(6,775.51)	(8,227.54)	(9,916.67)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,193.93)</b>	<b>(3,639.24)</b>	<b>(5,940.07)</b>	<b>(7,497.74)</b>	<b>(9,216.67)</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>8,341.57</b>	<b>5,926.05</b>	<b>4,262.38</b>	<b>7,029.34</b>	<b>5,056.63</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>24,543.79</b>	<b>30,186.78</b>	<b>40,752.15</b>	<b>44,827.37</b>	<b>52,896.30</b>
营业成本	7,314.25	8,450.09	11,410.60	12,103.39	14,282.00
营业税金及附加	1,941.17	3,494.70	4,564.24	4,796.53	5,501.21
营业费用	4,694.55	3,625.40	4,250.45	4,034.46	4,549.08
管理费用	2,143.70	2,269.02	2,906.85	2,868.95	3,226.67
财务费用	(765.86)	(890.51)	(750.00)	(730.00)	(700.00)
资产减值损失	12.20	5.63	6.00	5.75	8.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.24	0.00
投资净收益	33.43	68.21	50.00	10.00	10.00
其他	(66.86)	(210.30)	(100.00)	(20.47)	(20.00)
<b>营业利润</b>	<b>9,237.21</b>	<b>13,374.54</b>	<b>18,414.01</b>	<b>21,758.52</b>	<b>26,039.18</b>
营业外收入	118.91	45.13	40.00	30.00	25.00
营业外支出	18.72	27.98	28.00	24.00	29.00
<b>利润总额</b>	<b>9,337.41</b>	<b>13,391.69</b>	<b>18,426.01</b>	<b>21,764.52</b>	<b>26,035.18</b>
所得税	2,280.65	3,305.72	4,486.73	4,979.72	5,887.23
<b>净利润</b>	<b>7,056.77</b>	<b>10,085.97</b>	<b>13,939.28</b>	<b>16,784.80</b>	<b>20,147.95</b>
少数股东损益	272.23	412.25	539.03	660.88	798.65
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,784.53</b>	<b>9,673.72</b>	<b>13,400.24</b>	<b>16,123.92</b>	<b>19,349.30</b>
每股收益(元)	1.75	2.49	3.45	4.15	4.98

  

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.32%	22.99%	35.00%	10.00%	18.00%
营业利润	12.02%	44.79%	37.68%	18.16%	19.67%
归属于母公司净利润	9.85%	42.58%	38.52%	20.33%	20.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	70.20%	72.01%	72.00%	73.00%	73.00%
净利率	27.64%	32.05%	32.88%	35.97%	36.58%
ROE	14.41%	18.14%	22.32%	23.73%	25.01%
ROIC	37.13%	73.49%	100.70%	99.17%	109.29%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.47%	22.91%	21.02%	21.63%	20.23%
净负债率	-37.70%	-37.86%	-39.31%	-40.26%	-40.18%
流动比率	3.98	3.96	4.39	4.33	4.68
速动比率	3.31	3.30	3.59	3.56	3.76
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	194.12	234.75	192.08	205.23	209.22
存货周转率	2.73	3.05	3.46	3.24	3.17
总资产周转率	0.43	0.45	0.55	0.53	0.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.75	2.49	3.45	4.15	4.98
每股经营现金流	3.01	2.52	2.62	3.74	3.67
每股净资产	12.13	13.74	15.47	17.50	19.93
<b>估值比率</b>					
市盈率	48.57	34.07	24.59	20.44	17.03
市净率	7.00	6.18	5.49	4.85	4.26
EV/EBITDA	10.74	20.40	15.92	13.11	10.74
EV/EBIT	11.40	21.21	16.18	13.29	10.86

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com