

五粮液 (000858)

证券研究报告

2019年04月09日

品牌价值逐步回归，批价提升正当时

产品结构持续优化，品牌价值有望强势回归

近期五粮液战略清理部分低端产品，剩余产品助力高端。4月4日，公司下达通知：对“VVV”“五粮 PTVIP”“东方娇子”“壹玖壹捌 1918”四个产品已停止合作。同时要求各运营商、专卖店、已纳入“百城千县万店”工程的社会化终端对以上4品牌22款产品进行下架。结合此前经销商大会前后，透支五粮液品牌价值的多家产品条码被取消以及经销商营销会上提出高仿产品坚决清退、中仿产品坚决整改的口号。

一系列措施有望进一步提升五粮液品牌的纯净度，提高消费者的辨识度，品牌价值有望持续提升与强化，从而有利于“1+3”及系列酒“4+4”核心产品体系更好的拓展自身价格带市场。值得注意的是，本次公司要求自控渠道将以上产品全部下架，稀释品牌的产品从官方渠道退出更反映出公司提升品牌、落实改革的决心。剩余的五粮液总经销品牌产品更多起到助力高端的作用，据经销商反馈，该类产品近期出厂价可能将上调25%，从而助推普五提价。

批价有望进一步提升，多方面构建提价基础

近期五粮液经销商联谊会召开，据经销商反馈，从4月份开始，第七代五粮液将以“小步稳健快跑”的方式实现终端供货价的提升，计划4月底提升至900元以上，专卖店、KA卖场和电商实现真实成交，不打折扣的零售价达到1099元。

本次批价提升存在多方面基础：①供给方面，根据渠道反馈，预计19年普五整体配额为1.5万吨，新普五占35%，收藏版占9%，老品占56%，配额偏紧助力产品提价；②需求方面，大众消费承接三公消费，市场真实需求旺盛，这早在春节期间五粮液动销旺盛中就有所体现，而近期批价和库存水平再次对此进行了验证；③公司制度方面，直控终端保持对价格的控制力，采用数字化管理和激励，增强各区域货品控制，严厉打击串货。成立专职访销团队保障控盘分利的有效实施，也使提价有望得到切实执行。

渠道反馈良好，普五需求旺盛

近期五粮液一批价高企，大部分地区维持在830元左右，南京地区一批价达到859元，部分经销商因老版普五即将停产而惜售，库存水平较低，普五需求旺盛。

目标空间：由于公司产品矩阵升级优化，国企改革有序推进，我们预测19-21年收入分别为480、566、651亿元，同增20%、18%、15%；19-21年净利润分别为168、201、237亿元，同增25%、20%、18%；eps分别为4.33、5.18、6.10元/股。此外，公司采用控盘分利等手段内部持续优化，给予五粮液19年29倍市盈率，目标价为126元，14%增长空间。

风险提示：改革不达预期风险，终端需求下降风险

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 30,186.78 | 40,030.19 | 47,998.85 | 56,598.83 | 65,098.21 |
| 增长率(%) | 22.99 | 32.61 | 19.91 | 17.92 | 15.02 |
| EBITDA(百万元) | 12,899.26 | 18,105.98 | 22,535.73 | 26,833.45 | 31,475.32 |
| 净利润(百万元) | 9,673.72 | 13,384.25 | 16,794.11 | 20,092.56 | 23,688.95 |
| 增长率(%) | 42.58 | 38.36 | 25.48 | 19.64 | 17.90 |
| EPS(元/股) | 2.49 | 3.45 | 4.33 | 5.18 | 6.10 |
| 市盈率(P/E) | 44.15 | 31.91 | 25.43 | 21.25 | 18.03 |
| 市净率(P/B) | 8.01 | 6.73 | 5.59 | 4.59 | 3.91 |
| 市销率(P/S) | 14.15 | 10.67 | 8.90 | 7.55 | 6.56 |
| EV/EBITDA | 20.40 | 8.24 | 16.16 | 12.84 | 10.27 |

资料来源：wind，天风证券研究所

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 | 110.02元 |
| 目标价格 | 126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) | 427,054.51 |
| 流通A股市值(百万元) | 417,610.44 |
| 每股净资产(元) | 16.36 |
| 资产负债率(%) | 24.36 |
| 一年内最高/最低(元) | 110.13/46.06 |

作者

| | |
|--------------------------|-----|
| 刘鹏 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110516070001 | |
| liupeng1@tfzq.com | |
| 刘宸倩 | 联系人 |
| liuchenqian@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《五粮液-公司点评:产品升级提价塑品牌，渠道控盘分利增利润》 2019-03-21
- 2 《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
- 3 《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

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 40,591.80 | 48,960.05 | 64,233.47 | 84,907.38 | 107,152.30 |
| 应收账款 | 130.70 | 158.21 | 152.68 | 180.03 | 207.07 |
| 预付账款 | 198.06 | 220.92 | 284.61 | 363.81 | 407.55 |
| 存货 | 10,557.80 | 11,795.46 | 14,264.19 | 15,745.25 | 17,730.56 |
| 其他 | 11,801.34 | 16,975.53 | 16,441.97 | 18,296.31 | 21,232.47 |
| 流动资产合计 | 63,279.70 | 78,110.17 | 95,376.91 | 119,492.77 | 146,729.95 |
| 长期股权投资 | 862.85 | 919.48 | 919.48 | 919.48 | 919.48 |
| 固定资产 | 5,292.87 | 5,262.16 | 5,086.10 | 4,898.43 | 4,700.57 |
| 在建工程 | 271.65 | 350.23 | 347.22 | 345.62 | 345.29 |
| 无形资产 | 399.36 | 412.65 | 398.64 | 385.12 | 372.01 |
| 其他 | 816.18 | 1,039.57 | 931.96 | 931.55 | 929.36 |
| 非流动资产合计 | 7,642.93 | 7,984.10 | 7,683.40 | 7,480.20 | 7,266.72 |
| 资产总计 | 70,922.63 | 86,094.27 | 103,060.31 | 126,972.97 | 153,996.67 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 5,481.34 | 5,737.73 | 7,769.09 | 9,815.77 | 11,069.76 |
| 其他 | 10,486.69 | 14,970.09 | 16,245.24 | 20,618.88 | 29,021.64 |
| 流动负债合计 | 15,968.03 | 20,707.82 | 24,014.34 | 30,434.64 | 40,091.40 |
| 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 | 280.27 | 267.01 | 267.01 | 267.01 | 267.01 |
| 非流动负债合计 | 280.27 | 267.01 | 267.01 | 267.01 | 267.01 |
| 负债合计 | 16,248.30 | 20,974.83 | 24,281.35 | 30,701.66 | 40,358.41 |
| 少数股东权益 | 1,340.24 | 1,632.17 | 2,377.60 | 3,269.43 | 4,320.89 |
| 股本 | 3,795.97 | 3,881.61 | 3,881.61 | 3,881.61 | 3,881.61 |
| 资本公积 | 953.26 | 2,682.65 | 2,682.65 | 2,682.65 | 2,682.65 |
| 留存收益 | 49,538.11 | 59,605.66 | 72,519.76 | 89,120.28 | 105,435.76 |
| 其他 | (953.26) | (2,682.65) | (2,682.65) | (2,682.65) | (2,682.65) |
| 股东权益合计 | 54,674.33 | 65,119.44 | 78,778.97 | 96,271.32 | 113,638.26 |
| 负债和股东权益总 | 70,922.63 | 86,094.27 | 103,060.31 | 126,972.97 | 153,996.67 |

| 现金流量表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 10,085.97 | 14,038.65 | 16,794.11 | 20,092.56 | 23,688.95 |
| 折旧摊销 | 550.41 | 563.10 | 493.90 | 503.23 | 512.53 |
| 财务费用 | 0.17 | (0.16) | (1,312.85) | (1,614.81) | (1,986.21) |
| 投资损失 | (68.21) | (100.86) | (100.86) | (100.86) | (100.86) |
| 营运资金变动 | 1,032.14 | 170.08 | 1,419.99 | 2,978.32 | 4,666.46 |
| 其它 | (1,834.31) | (2,353.44) | 3,742.80 | 1,574.76 | (2,528.28) |
| 经营活动现金流 | 9,766.18 | 12,317.36 | 21,037.10 | 23,433.20 | 24,252.58 |
| 资本支出 | 394.89 | 631.06 | 300.00 | 300.00 | 301.00 |
| 长期投资 | 68.21 | 56.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (663.98) | (1,019.24) | (695.00) | (695.00) | (686.00) |
| 投资活动现金流 | (200.88) | (331.56) | (395.00) | (395.00) | (385.00) |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 890.51 | 2,900.04 | 1,312.85 | 1,614.81 | 1,986.21 |
| 其他 | (4,529.75) | (6,517.97) | (6,598.72) | (3,881.60) | (3,493.44) |
| 筹资活动现金流 | (3,639.24) | (3,617.92) | (5,285.87) | (2,266.79) | (1,507.23) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 5,926.05 | 8,367.88 | 15,356.23 | 20,771.41 | 22,360.35 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 30,186.78 | 40,030.19 | 47,998.85 | 56,598.83 | 65,098.21 |
| 营业成本 | 8,450.09 | 10,486.78 | 12,197.41 | 13,894.57 | 15,608.27 |
| 营业税金及附加 | 3,494.70 | 5,908.50 | 7,084.64 | 6,565.46 | 7,551.39 |
| 营业费用 | 3,625.40 | 3,778.43 | 4,565.65 | 6,336.07 | 7,127.77 |
| 管理费用 | 2,269.02 | 2,340.50 | 2,199.30 | 3,562.73 | 3,937.96 |
| 财务费用 | (890.51) | (1,085.01) | (1,312.85) | (1,614.81) | (1,986.21) |
| 资产减值损失 | 5.63 | 10.88 | 10.88 | 10.88 | 10.88 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.24 | 0.00 |
| 投资净收益 | 68.21 | 100.86 | 100.86 | 100.86 | 100.86 |
| 其他 | (210.30) | (229.15) | (201.72) | (202.19) | (201.72) |
| 营业利润 | 13,374.54 | 18,718.39 | 23,354.68 | 27,945.02 | 32,949.00 |
| 营业外收入 | 45.13 | 43.80 | 45.13 | 45.13 | 46.13 |
| 营业外支出 | 27.98 | 155.37 | 27.98 | 27.98 | 27.98 |
| 利润总额 | 13,391.69 | 18,606.82 | 23,371.83 | 27,962.18 | 32,967.16 |
| 所得税 | 3,305.72 | 4,568.17 | 5,749.47 | 6,878.70 | 8,109.92 |
| 净利润 | 10,085.97 | 14,038.65 | 17,622.36 | 21,083.48 | 24,857.24 |
| 少数股东损益 | 412.25 | 654.40 | 828.25 | 990.92 | 1,168.29 |
| 归属于母公司净利润 | 9,673.72 | 13,384.25 | 16,794.11 | 20,092.56 | 23,688.95 |
| 每股收益(元) | 2.49 | 3.45 | 4.33 | 5.18 | 6.10 |

| 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 22.99% | 32.61% | 19.91% | 17.92% | 15.02% |
| 营业利润 | 44.79% | 39.96% | 24.77% | 19.65% | 17.91% |
| 归属于母公司净利润 | 42.58% | 38.36% | 25.48% | 19.64% | 17.90% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 72.01% | 73.80% | 74.59% | 75.45% | 76.02% |
| 净利率 | 32.05% | 33.44% | 34.99% | 35.50% | 36.39% |
| ROE | 18.14% | 21.08% | 21.98% | 21.60% | 21.67% |
| ROIC | 73.49% | 100.26% | 109.89% | 145.81% | 223.74% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 22.91% | 24.36% | 23.56% | 24.18% | 26.21% |
| 净负债率 | -37.86% | -37.38% | -35.52% | -41.50% | -47.70% |
| 流动比率 | 3.96 | 3.77 | 3.97 | 3.93 | 3.66 |
| 速动比率 | 3.30 | 3.20 | 3.38 | 3.41 | 3.22 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 234.75 | 277.11 | 308.78 | 340.23 | 336.34 |
| 存货周转率 | 3.05 | 3.58 | 3.68 | 3.77 | 3.89 |
| 总资产周转率 | 0.45 | 0.51 | 0.51 | 0.49 | 0.46 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.49 | 3.45 | 4.33 | 5.18 | 6.10 |
| 每股经营现金流 | 2.52 | 3.17 | 5.42 | 6.04 | 6.25 |
| 每股净资产 | 13.74 | 16.36 | 19.68 | 23.96 | 28.16 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 44.15 | 31.91 | 25.43 | 21.25 | 18.03 |
| 市净率 | 8.01 | 6.73 | 5.59 | 4.59 | 3.91 |
| EV/EBITDA | 20.40 | 8.24 | 16.16 | 12.84 | 10.27 |
| EV/EBIT | 21.21 | 8.47 | 16.53 | 13.08 | 10.44 |

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 |