

公司点评

五粮液 (000858)

食品饮料 | 饮料制造

品牌价值稳步提升，五粮液开启新征程

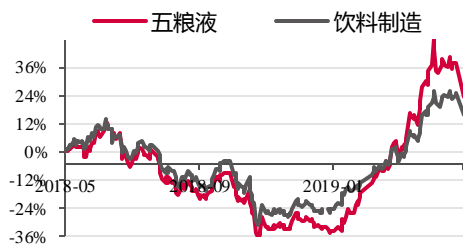
2019年05月07日

**评级** 推荐  
评级变动 首次  
**合理区间** 110.75-124.04元

交易数据

当前价格 (元)	92.12
52周价格区间 (元)	46.06-110.13
总市值 (百万)	357573.73
流通市值 (百万)	349666.19
总股本 (万股)	388160.80
流通股 (万股)	379576.84

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
五粮液	-8.09	50.57	28.73
饮料制造	-2.82	33.39	15.14

**杨甫** 分析师  
执业证书编号: S0530517110001  
yangfu@cfzq.com  
**刘丛丛** 研究助理  
liucc@cfzq.com  
**张昕奕** 研究助理  
zhangxy@cfzq.com

相关报告

- 《五粮液：公司研究\*五粮液 (000858) 三季报点评：业绩增长无忧》 2011-10-31
- 《五粮液：公司研究\*五粮液 (000858) 2011半年报点评：团购业务见成效，业绩超预期》 2011-08-17
- 《五粮液：公司研究\*五粮液 (000858) 一季报点评：中端产品发力，业绩超预期》 2011-04-29

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (亿元)	301.86	400.30	500.37	600.45	690.52
净利润 (亿元)	96.74	133.84	172.05	215.13	244.08
每股收益 (元)	2.49	3.45	4.43	5.54	6.29
每股净资产 (元)	13.74	16.36	18.56	21.32	24.47
P/E	41.07	29.69	23.09	18.47	16.28
P/B	7.45	6.26	5.51	4.80	4.18

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：

➢ 结构升级，动销提速，2018年目标超额完成。

公司2018年实现营收400.30亿元，同比增长32.61%。由于白酒产品的价量齐升，2018年度定下的收入目标（同比增长26%）超额完成；实现归母净利润133.84亿元，同比增长38.36%；实现扣非后的归母净利润133.99亿元，同比增长38.96%。公司业绩增长主要来源于两方面：（1）价：2018年普五和系列酒均提价，同时高端酒营收占比提升拉动产品结构升级；（2）量：年中公司整顿渠道，同时竞品提价导致五粮液性价比逐渐凸显，2018年第四季度春节动销加速使产品实现放量。

2018年高价位酒（含税价格在120元及以上的酒类产品）和中低价位酒分别实现营收301.89/75.63亿元，同比增长41.11%/12.90%，高价位酒营收占比提升4.55个百分点至75.42%。高端产品放量拉动整体毛利率同比提升1.79个百分点至73.80%；销售/管理费用率分别同比降低2.57/1.67个百分点至9.44%/5.85%，公司控费能力及经营效率持续改善；销售净利率同比提升1.66个百分点至35.07%，盈利能力提升。

➢ 高端产品放量，2019年一季度实现业绩开门红。

公司2019年一季度实现营收175.90亿元，同比增长26.57%，增速高于2019年全年增速目标，2019年营收500亿元的计划已完成35.18%；实现归母净利润64.75亿元，同比增长30.26%；实现扣非后的归母净利润65.40亿元，同比增长31.85%；一季度末预收款环比下降27.63%至48.53亿元，主要原因是今年1-5月的量都提前在去年年底打款。今年一季度业绩增长依然受益于1618等产品的放量以及结构升级。经营性现金流量净额79.27亿元，同比增长230.55%，主因是报告期营业收入增加及银行承兑汇票到期收现增加所致。

由于部分产品提价与整体结构优化，销售毛利率同比提升2.59个百分点至75.78%，销售/管理/财务费用率分别变化0.01/0.26/-0.10个百分点，费用率小幅提升；销售净利率同比提升1.20个百分点至38.72%，毛利率提升拉动公司盈利能力持续改善。

➤ **产品体系全面重塑，控盘分利盘活渠道。**

在 2018 年底的五粮液共商共建共享大会上，李曙光董事长确立了未来五粮液的工作重点——“补短板、拉长板、升级新动能、抢抓结构性机遇”，即补齐现有渠道、营销模式和产品结构的短板，拉动五粮液高品牌力与高品质的长板，通过高端化与营销数字化为企业创造新的增长动能，最终抓住白酒行业此轮结构性繁荣的成长契机。企业 2019 年的工作重心主要在以下两个方面：

(1) 提升五粮液品牌力，重塑五粮液品牌矩阵。公司作为浓香酒第一品牌，过去品牌价值一直被品质良莠不齐的系列酒、中高仿品牌稀释。2018 年以来，公司围绕“三性一度”——确保五粮液的纯正性、一致性、等级性、提高品牌的辨识度，重塑五粮液品牌矩阵。一方面，打造“1+3”（“1”是指做精做细核心产品 52 度新五粮液，“3”是指从独特稀缺的高端系列、年轻时尚的低度系列、国际化系列三个维度延伸产品体系）与系列酒“4+4”（即：“五粮春、五粮醇、尖庄、五粮特头曲”4 款传统系列酒产品+“五粮人家、友酒、百家宴、火爆”4 款个性化系列酒产品）品牌战略体系，前者针对千元及以上的高端酒市场，后者依靠公司品牌力强势抢占中低端酒市场，全面覆盖白酒各个价格带。今年 4 月公司也全面清退整理了中高仿品牌及部分总经销产品，以维护五粮液酒的高端形象。另一方面，公司对核心产品普五进行升级换代。目前第七代普五已逐渐停货，为第八代普五 6 月正式上市做足准备。品质与包装全面升级、出厂价将近 900 元（高于第七代普五 100 元左右）的新普五上市，也将持续改善公司产品结构。

(2) 导入控盘分利模式，加强渠道掌控。目前白酒的总消费量增速逐渐趋稳，白酒行业的竞争日趋激烈，渠道将是酒企未来发展的关键所在。五粮液导入控盘分利模式，并通过鼓励经销商和消费者扫码的形式，推动营销模式向数字化转型。该模式下公司能够实现对渠道库存以及终端市场需求的掌控，经销商在扫码积分制度的激励下，其推广产品、拉动终端销售的意愿也更强。

➤ **盈利预测。**

竞品品牌近年来提价控货，为五粮液腾出了成长空间。公司抓住契机，加快改革步伐，最终 2018 年、2019 年一季度公司业绩连超预期。据渠道反馈，五粮液终端价涨幅超过 8%，公司挺价决心坚决。产品结构升级与新渠道模式的引入，将是公司近年业绩增长的主要动力。

我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 500.38/600.45/690.52 亿元，净利润为 172.05/215.13/244.08 亿元，EPS 为 4.43/5.54/6.29 元，目前股价对应 PE 分别为 23/18/16 倍。结合公司业绩增长趋势，和同业估值水平，给予公司 2019 年 25-28 倍 PE，股价合理区间为 110.75-124.04 元。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：新产品推广不及预期风险；模式落实不及预期风险；食品安全风险；市场竞争加剧风险。**

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438