

五粮液(000858)/饮料制造

快马加鞭, 后劲十足

评级: 买入(维持)

市场价格: 129.81

分析师: 范劲松
执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐
执业证书编号: S0740518070005

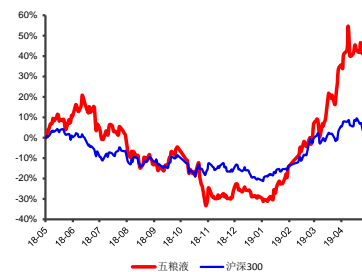
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

研究助理: 熊欣慰

Email: xiongxw@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3882
流通股本(百万股)	3796
市价(元)	129.81
市值(百万元)	492,700
流通市值(百万元)	503,900

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 五粮液(000858.SZ)_年报点评: 预收款表现靓丽, 改革红利加速释放
- 2 五粮液(000858.SZ)_公司点评: 业绩超预期, 期待改革红利持续释放
- 3 五粮液(000858.SZ)_中报点评: 业绩加速增长, 改革红利持续释放

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,187	40,030	51,026	63,241	77,860
增长率 yoy%	22.99%	32.61%	27.47%	23.94%	23.12%
净利润	9,674	13,384	17,690	22,387	28,128
增长率 yoy%	42.58%	38.36%	32.17%	26.55%	25.64%
每股收益(元)	2.49	3.45	4.56	5.77	7.25
每股现金流量					
净资产收益率					
P/E	52.09	37.65	28.48	22.51	17.91
PEG	1.60	1.34	0.75	0.69	0.64
P/B	13.74	16.36	19.09	22.55	26.90

备注:

投资要点

- **事件:** 7月7日上午, 酒业家披露一份宜宾五粮液股份有限公司、五粮液品牌事务管理部等三部门联合下发的《对四川紫旺达商贸有限公司第八代五粮液流入批发市场的处罚通报》。《通报》显示, 四川紫旺达商贸有限公司存在对终端“暗返”的承诺, 超量向终端供货且缺失对所属终端货物流向的监管, 导致第八代五粮液流入成都批发市场等违规行为, 被处以调减计划量10%、调减绑定终端10%等处罚。同时, 五粮液方面对失职失责失察的成都营销基地进行了重罚, 其中成都营销基地总经理被处于扣减全部绩效分、留职察看等处罚。
- **我们的解读:** (1) 公司目标明确, 营销改革是当下重中之重。当前, 五粮液的重点工作是坚持“补短板, 拉长板, 升级新动能”, 对成都营销基地总经理作出“全部绩效分、留职察看”的处罚也显示了五粮液方面在第八代经典五粮液上市工作中铁腕治军的态度, 未来铁腕治军将成常态, 五粮液打造营销铁军的决心不可动摇。(2) **数据化营销值得期待。**此次经销商违规行为是五粮液通过大数据发现的, 并且通过扫码溯源查找到了涉事经销商, 在移动互联时代, 白酒行业对大数据的应用, 将成为企业提升治理能力、强化渠道和市场管理的一柄利剑。而五粮液率先走出了这一步, 已经在竞争中占得了先机。2015年至今可圈可点的持股计划(绑定核心员工和优质的经销商)、产品率先提价、系列酒改革、薪酬调整、技术改革、数据化营销改革等, 无一例外都是大事, 体现出公司灵活的机制和管理层敢作敢为的干练的作风。虽然高档酒空间很好, 我们更看好的是公司能够快马加鞭、不断突破的做事能力及潜力。
- **公司产品力、品牌力、渠道力全面发力, 改革红利有望不断释放。**
- **1) 产品来看,**第八代五粮液在产品品质、防伪、包装设计、消费者服务等方面考虑更多, 五粮液技术的不断提升也加大优质出酒率的提升, 公司2017年7月份生产人事调整后, 管理纠偏, 3万多口窖池改变了统一的酿造工艺, 因窖施策, 2018年优质出酒率提升双位数以上, 今年优质出酒率仍在提升, 为2020-2021年的发展提供有力的保障; 随着优质出酒率的提升, 部分员工月薪可达2-3万, 生产制造人员动力十足。
- **2) 品牌来看,**第八代五粮液广告画面质感强烈, 公司坚持主品牌“1+3”的规划布局和系列酒“4+4”的品牌战略, 一方面做加法, 推出超高端501产品作为五粮液的顶级产品和价值标杆, 同时在普五和501之间的占位产品已经在谋划布局, 对于腰部次高端产品将通过开发新品或并购的方式完

成补位。另一方面做减法，这也是当前主要工作，今年3、4月份对2017年以来进行的品牌清理工作进行了集中收尾，今后仍将大力推进，下一步五粮系的品牌要从800个缩减到45个，条码数将从3500个所见到350个，其目的就是为了保护五粮系主品牌，清理透支主品牌的系列产品。公司的广告费用一改撒胡椒面的做法，定位精准。

- **3) 渠道方面来看**，公司加大销售体系的建设，公司围绕扁平化方向和控盘分利系统，今年新增销售人员200余人，加上原有的480人以及新年新增的地聘人员，销售团队近1000人来辅助执行落地。公司核心中高层以及销售的主要的人员均持有公司股票，做事动力足。新品6月份上市，配套的系统也在同步推行，9月份公司数据化营销有望全面启动。数据化营销的全面推广一方面可以提高公司的运营和管理，另一方面可以延伸顾客的生命周期。
- **营销改革加快推进，估值仍待提升**。自2017年李董事长履新后，“二次创业”理念深入人心，公司价格策略、渠道体系以及管理机制均在逐步改善，随着控盘分利模式的稳步实施，我们认为下半年普五提价有望在渠道端逐步落地。结合高档酒的发展态势以及公司改革执行落地的情况，我们认为茅五龙头之间的估值折价有望逐步缩小，持续重点推荐。
- **投资建议：维持“买入”评级**。鉴于公司改革的力度以及高档酒发展的趋势，我们小幅上调公司的盈利预测，预计公司2019-2021年营业收入分别为510/632/779亿元，同比增长27%/24%/23%；净利润分别为177/224/281亿元，同比增长32%/27%/26%，对应EPS分别为4.56/5.77/7.25元。
- **风险提示：三公消费限制力度加大、高端酒行业竞争加剧、食品品质事故。**

图表 1: 五粮液三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	30,187	40,030	51,026	63,241	77,860
增长率	23.0%	32.6%	27.5%	23.9%	23.1%
营业成本	-8,450	-10,487	-12,518	-14,811	-17,480
%销售收入	28.0%	26.2%	24.5%	23.4%	22.5%
毛利	21,737	29,543	38,507	48,430	60,380
%销售收入	72.0%	73.8%	75.5%	76.6%	77.5%
营业税金及附加	-3,495	-5,908	-7,195	-8,917	-10,978
%销售收入	11.6%	14.8%	14.1%	14.1%	14.1%
营业费用	-3,625	-3,778	-4,796	-5,881	-7,085
%销售收入	12.0%	9.4%	9.4%	9.3%	9.1%
管理费用	-2,269	-2,340	-2,806	-3,415	-4,127
%销售收入	7.5%	5.8%	5.5%	5.4%	5.3%
息税前利润 (EBIT)	12,348	17,516	23,710	30,217	38,190
%销售收入	40.9%	43.8%	46.5%	47.8%	49.0%
财务费用	891	1,085	868	902	937
%销售收入	-2.9%	-2.7%	-1.7%	-1.4%	-1.2%
资产减值损失	6	11	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	68	101	59	59	59
%税前利润	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	13,312	18,713	24,652	31,193	39,200
营业利润率	44.1%	46.7%	48.3%	49.3%	50.3%
营业外收支	17	-112	12	12	0
税前利润	13,329	18,601	24,664	31,205	39,200
利润率	44.2%	46.5%	48.3%	49.3%	50.3%
所得税	-3,306	-4,568	-6,080	-7,694	-9,667
所得税率	24.8%	24.6%	24.7%	24.7%	24.7%
净利润	10,086	14,039	18,555	23,482	29,504
少数股东损益	412	654	865	1,095	1,375
归属于母公司的净利润	9,674	13,384	17,690	22,387	28,128
净利率	32.0%	33.4%	34.7%	35.4%	36.1%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	40,592	48,960	58,823	71,721	86,935
应收款项	11,319	16,293	18,903	24,719	28,987
存货	10,558	11,795	14,888	16,683	20,577
其他流动资产	811	1,062	1,120	1,153	1,227
流动资产	63,280	78,110	93,735	114,276	137,726
%总资产	89.2%	90.7%	92.6%	94.2%	95.5%
长期投资	864	921	921	921	921
固定资产	5,293	5,262	4,803	4,342	3,879
%总资产	7.5%	6.1%	4.7%	3.6%	2.7%
无形资产	399	413	410	407	403
非流动资产	7,643	7,984	7,495	7,007	6,560
%总资产	10.8%	9.3%	7.4%	5.8%	4.5%
资产总计	70,923	86,094	101,230	121,283	144,286
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	10,757	12,858	16,515	22,041	26,792
其他流动负债	5,211	7,849	7,849	7,849	7,849
流动负债	15,968	20,708	24,364	29,891	34,641
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	280	267	267	267	267
负债	16,248	20,975	24,631	30,158	34,908
普通股股东权益	53,334	63,487	74,101	87,533	104,410
少数股东权益	1,340	1,632	2,497	3,592	4,967
负债股东权益合计	70,923	86,094	101,230	121,283	144,286

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	2.49	3.45	4.56	5.77	7.25
每股净资产 (元)	13.74	16.36	19.09	22.55	26.90
每股经营现金净流 (元)	2.52	3.17	4.14	5.40	6.58
每股股利 (元)	1.30	1.30	1.82	2.31	2.90
回报率					
净资产收益率	18.14%	21.08%	23.87%	25.58%	26.94%
总资产收益率	14.22%	16.31%	18.33%	19.36%	20.45%
投入资本收益率	73.49%	100.26%	118.31%	135.70%	155.84%
增长率					
营业总收入增长率	22.99%	32.61%	27.47%	23.94%	23.12%
EBIT增长率	46.50%	41.87%	34.92%	27.39%	26.35%
净利润增长率	42.58%	38.36%	32.17%	26.55%	25.64%
总资产增长率	14.07%	21.39%	17.58%	19.81%	18.97%
资产管理能力					
应收账款周转天数	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
存货周转天数	118.2	100.5	94.1	89.9	86.1
应付账款周转天数	113.1	108.0	110.5	109.3	109.9
固定资产周转天数	63.9	47.5	35.5	26.0	19.0
偿债能力					
净负债/股东权益	-89.55%	-90.33%	-93.63%	-95.40%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-13.9	-16.2	-27.4	-33.5	-40.8
资产负债率	22.91%	24.36%	24.33%	24.87%	24.19%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	10,086	14,039	18,555	23,482	29,504
加: 折旧和摊销	550	563	505	507	510
资产减值准备	5	-4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	-868	-902	-937
投资收益	-68	-101	-59	-59	-59
少数股东损益	412	654	865	1,095	1,375
营运资金的变动	1,032	170	-2,047	-2,063	-3,485
经营活动现金净流	9,766	12,317	16,085	20,964	25,533
固定资本投资	160	-48	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-201	-332	-14	-14	-4
股利分配	-5,046	-5,046	-7,076	-8,955	-11,251
其他	1,407	1,428	868	902	937
筹资活动现金净流	-3,639	-3,618	-6,208	-8,052	-10,315
现金净流量	5,926	8,368	9,863	12,898	15,214

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。