

五粮液 (000858)

证券研究报告

2019年08月29日

管理改革不断出招，与阿里巴巴合作带来渠道新动能

五粮液与阿里巴巴全面展开战略合作

8月26日，五粮液集团与阿里巴巴集团战略合作签约仪式在宜宾举行，双方宣布将在新零售、互联网技术与行业融合、供应链金融服务、企业信息技术服务等领域进行广泛深度合作。阿里云将支持五粮液构建数字化的零售门店和生产检测，天猫和零售通将为五粮液拓展更加高效的销售渠道和营销阵地。

性价比提高激发真实需求，推动产品复购率提升。

消费品的核心是铺货和复购率，五粮液通过数字化营销构建稳定透明的渠道结构，帮助更好铺货，同时五粮液不断提高产品品质，品牌价值持续回归，使得产品性价比不断提升，替代部分茅台酒的直接饮用需求，五粮液酒的真实需求增加，有望推动产品复购率提升，未来消费量有望持续扩大。

改革成效显著，改革红利不断释放。五粮液目前全面推动数字化工程、清理系列酒和普五副牌产品，并且从内部文化、战略定位、执行行动和自我评价等方面积极改革。预计改革将持续改善公司利润率、营销情况，帮助五粮液抓住产业整合、消费升级机会，不断释放公司内部优势，目前改革红利正在不断释放。近期五粮液督导组根据后台异常数据的经销商进行查处，并下发七封处罚通知，显示出公司在渠道改革、推动数字化赋能方面的决心。据悉，2019年，公司将完成“数字化控盘分利业务模式”、“营销活动和营销费用的数字化管理”、“专卖店的数字化升级”、“团队数字化协作，员工数字化赋能”、“总部数字化经营决策指挥中心”等方面核心工作。

低估值、高 ROE 拓宽前景，海外业务、系列酒及并购带来增量机会。随着MSCI扩容，外资、保险等海外长期资金不断涌入。具有一定消费壁垒和消费者黏性的高 ROE 公司将成为这些资金的配置标的之一。近年来，外资对于国企改革的理解逐步提升，而五粮液作为国企改革的坚决执行者，前景可期。同时五粮液积极布局海外业务，实施普五和系列酒结合走出去的战略，预计未来三年一带一路沿线两个烈性酒市场将逐步进入业绩收获期，推动五粮液海外业务占比提升。

盈利预测与估值

由于公司产品矩阵化升级优化，国改持续推进，此外，控盘分利模式助力公司内部持续优化，目前改革成效初显，我们预测 19-21 年收入分别为 500、600、691 亿元，同增 25%、20%、15%；19-21 年净利润分别为 175、232、290 亿元，19-21 年 eps 分别为 4.51、5.98、7.47 元/股，当前股价对应 19/20/21 年 28/21/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，改革成效达不到预期风险，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	50,037.74	60,045.28	69,052.08
增长率(%)	22.99	32.61	25.00	20.00	15.00
EBITDA(百万元)	10,466.48	18,105.98	24,499.95	32,243.07	40,156.89
净利润(百万元)	9,673.72	13,384.25	17,500.61	23,200.43	29,009.06
增长率(%)	42.58	38.36	30.76	32.57	25.04
EPS(元/股)	2.49	3.45	4.51	5.98	7.47
市盈率(P/E)	51.13	36.95	28.26	21.32	17.05
市净率(P/B)	9.27	7.79	6.88	5.96	5.11
市销率(P/S)	16.38	12.36	9.88	8.24	7.16
EV/EBITDA	25.14	8.24	18.23	13.42	10.61

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	137元
目标价格	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)	531,780.30
流通A股市值(百万元)	520,020.27
每股净资产(元)	18.02
资产负债率(%)	23.98
一年内最高/最低(元)	137.74/46.06

作者

刘鹏 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

何长天 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070003
hechangtian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《五粮液-半年报点评:业绩预告略超预期，看好五粮液未来改革成效》
2019-08-11
- 2 《五粮液-公司点评:改革成效显著，性价比提升助推业绩释放》
2019-07-03
- 3 《五粮液-季报点评:一季度实现开门红，看好渠道和产品持续优化》
2019-04-30



1. 事件简述

8月26日，五粮液集团与阿里巴巴集团战略合作签约仪式在宜宾举行，双方宣布将在新零售、互联网技术与行业融合、供应链金融服务、企业信息技术服务等领域进行广泛深度合作。阿里云将支持五粮液构建数字化的零售门店和生产检测，天猫和零售通将为五粮液拓展更加高效的销售渠道和营销阵地。

同时，阿里巴巴旗下天猫及相关平台将为五粮液旗下品牌推广提供独特、优质的服务和资源，双方还将就五粮液品牌建设及产品营销、共建品牌数据平台以及五粮液“新零售”数字化转型合作内容进行重点拓展。

2. 天风点评

性价比提高激发真实需求，推动产品复购率提升。消费品的核心是铺货和复购率，五粮液通过数字化营销构建稳定透明的渠道结构，帮助更好铺货，同时五粮液不断提高产品品质，品牌价值持续回归，使得产品性价比不断提升，替代部分茅台酒的直接饮用需求，五粮液酒的真实需求增加，有望推动产品复购率提升，未来消费量有望持续扩大。

五粮液目前全面推动数字化工程、清理系列酒和普五副牌产品，并且从内部文化、战略定位、执行行动和自我评价等方面积极改革。预计改革将持续改善公司利润率、营销情况，帮助五粮液抓住产业整合、消费升级机会，不断释放公司内部优势，目前改革红利正在不断释放。近期五粮液督导组根据后台异常数据的经销商进行查处，并下发七封处罚通知，显示出公司在渠道改革、推动数字化赋能方面的决心。

据悉，2019年，公司将完成“数字化控盘分利业务模式”、“营销活动和营销费用的数字化管理”、“专卖店的数字化升级”、“团队数字化协作，员工数字化赋能”、“总部数字化经营决策指挥中心”等方面核心工作。

低估值、高 ROE 拓宽前景，海外业务、系列酒及并购带来增量机会。随着 MSCI 扩容，外资、保险等海外长期资金不断涌入。具有一定消费壁垒和消费者黏性的高 ROE 公司将成为这些资金的配置标的之一。近年来，外资对于国企改革的理解逐步提升，而五粮液作为国企改革的坚决执行者，前景可期。同时五粮液积极布局海外业务，实施普五和系列酒结合走出去的战略，预计未来三年一带一路沿线两个烈性酒市场将逐步进入业绩收获期，推动五粮液海外业务占比提升。

3. 盈利预测与估值

由于公司产品矩阵化升级优化，国改持续推进，此外，控盘分利模式助力公司内部持续优化，目前改革成效初显，我们预测 19-21 年收入分别为 500、600、691 亿元，同增 25%、20%、15%；19-21 年净利润分别为 175、232、290 亿元，19-21 年 eps 分别为 4.51、5.98、7.47 元/股，当前股价对应 19/20/21 年 28/21/17 倍，维持“买入”评级。

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	49,601.49	64,334.60	71,890.23
应收票据及应收账款	11,297.77	16,261.97	19,360.22	22,582.18	25,728.80
预付账款	198.06	220.92	610.69	238.67	706.26
存货	10,557.80	11,795.46	20,573.62	16,641.88	25,327.99
其他	634.27	871.77	1,157.58	1,240.67	1,478.14
流动资产合计	63,279.70	78,110.17	91,303.60	105,037.99	125,131.42
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	5,154.08	5,005.53	4,819.70
在建工程	273.41	351.99	247.20	196.32	147.79
无形资产	399.36	412.65	397.24	381.82	366.41
其他	814.42	1,037.81	797.09	783.92	817.66
非流动资产合计	7,642.93	7,984.10	7,515.08	7,287.06	7,071.04
资产总计	70,922.63	86,094.27	98,818.68	112,325.06	132,202.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3,767.58	3,566.29	5,564.79	5,910.11	6,914.72
其他	12,200.45	17,141.52	18,719.01	19,916.81	23,893.42
流动负债合计	15,968.03	20,707.82	24,283.80	25,826.91	30,808.14
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	275.98	274.42	272.47
非流动负债合计	280.27	267.01	275.98	274.42	272.47
负债合计	16,248.30	20,974.83	24,559.78	26,101.34	31,080.61
少数股东权益	1,340.24	1,632.17	2,399.83	3,266.24	4,287.26
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	67,977.45	79,075.87	92,952.98
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	74,258.90	86,223.72	101,121.85
负债和股东权益总	70,922.63	86,094.27	98,818.68	112,325.06	132,202.46

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	10,085.97	14,038.65	17,500.61	23,200.43	29,009.06
折旧摊销	550.41	563.10	288.30	294.84	299.77
财务费用	0.17	(0.16)	0.00	0.00	0.00
投资损失	(68.21)	(100.86)	(67.50)	(78.86)	(82.41)
营运资金变动	1,041.26	397.83	(8,726.32)	2,553.45	(7,592.26)
其它	(1,843.42)	(2,581.19)	767.67	866.41	1,021.02
经营活动现金流	9,766.18	12,317.36	9,762.76	26,836.26	22,655.18
资本支出	394.89	631.06	51.03	81.56	51.95
长期投资	68.21	56.62	0.00	0.00	0.00
其他	(663.98)	(1,019.24)	(43.53)	(82.70)	(19.54)
投资活动现金流	(200.88)	(331.56)	7.50	(1.14)	32.41
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	890.51	2,900.04	0.00	0.00	0.00
其他	(4,529.75)	(6,517.97)	(9,128.82)	(12,102.01)	(15,131.96)
筹资活动现金流	(3,639.24)	(3,617.92)	(9,128.82)	(12,102.01)	(15,131.96)
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	641.44	14,733.11	7,555.63

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	50,037.74	60,045.28	69,052.08
营业成本	8,450.09	10,486.78	14,009.01	16,449.76	18,779.79
营业税金及附加	3,494.70	5,908.50	5,711.98	7,556.17	8,921.43
营业费用	3,625.40	3,778.43	3,283.92	2,209.91	736.63
管理费用	4,701.80	2,340.50	2,774.00	1,825.26	684.76
研发费用	18.74	84.08	105.10	126.12	145.04
财务费用	(890.51)	(1,085.01)	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	5.63	10.88	9.57	8.69	9.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	68.21	100.86	67.50	78.86	82.41
其他	(2,661.81)	(313.23)	(135.00)	(157.72)	(164.82)
营业利润	13,374.54	18,718.39	24,211.65	31,948.23	39,857.12
营业外收入	45.13	43.80	69.28	52.74	55.27
营业外支出	27.98	155.37	67.36	83.57	102.10
利润总额	13,391.69	18,606.82	24,213.58	31,917.40	39,810.29
所得税	3,305.72	4,568.17	5,945.30	7,850.56	9,780.21
净利润	10,085.97	14,038.65	18,268.28	24,066.83	30,030.08
少数股东损益	412.25	654.40	767.67	866.41	1,021.02
归属于母公司净利润	9,673.72	13,384.25	17,500.61	23,200.43	29,009.06
每股收益(元)	2.49	3.45	4.51	5.98	7.47

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	22.99%	32.61%	25.00%	20.00%	15.00%
营业利润	44.79%	39.96%	29.35%	31.95%	24.76%
归属于母公司净利润	42.58%	38.36%	30.76%	32.57%	25.04%
获利能力					
毛利率	72.01%	73.80%	72.00%	72.60%	72.80%
净利率	32.05%	33.44%	34.97%	38.64%	42.01%
ROE	18.14%	21.08%	24.35%	27.97%	29.96%
ROIC	73.49%	100.26%	120.79%	100.96%	142.44%
偿债能力					
资产负债率	22.91%	24.36%	24.85%	23.24%	23.51%
净负债率	-74.24%	-75.18%	-66.80%	-74.61%	-71.09%
流动比率	3.96	3.77	3.76	4.07	4.06
速动比率	3.30	3.20	2.91	3.42	3.24
营运能力					
应收账款周转率	2.88	2.90	2.81	2.86	2.86
存货周转率	3.05	3.58	3.09	3.23	3.29
总资产周转率	0.45	0.51	0.54	0.57	0.56
每股指标(元)					
每股收益	2.49	3.45	4.51	5.98	7.47
每股经营现金流	2.52	3.17	2.52	6.91	5.84
每股净资产	13.74	16.36	18.51	21.37	24.95
估值比率					
市盈率	51.13	36.95	28.26	21.32	17.05
市净率	9.27	7.79	6.88	5.96	5.11
EV/EBITDA	25.14	8.24	18.23	13.42	10.61
EV/EBIT	26.38	8.47	18.45	13.55	10.69

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com