

评级：买入（维持）

市场价格：139.66

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理：房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

分析师：龚小乐

执业证书编号：S07405180700 5

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

分析师：熊欣慰

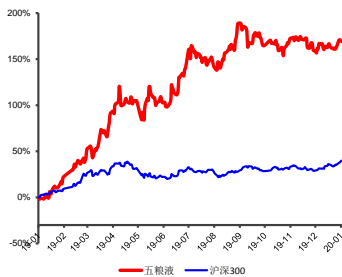
执业证书编号：S0740519080002

Email: xiongwx@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	3,882
流通股本(百万股)	3,796
市价(元)	139.66
市值(百万元)	542,100
流通市值(百万元)	530,100

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1、《五粮液\_公司点评：不负众望，增长持续强劲》2019.10.31
- 2、《五粮液\_公司点评：不负众望，继续高歌猛进》2019.08.06
- 3、《五粮液\_公司点评：快马加鞭，后劲十足》2019.07.07

### 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	60,230	69,901
营业收入增速	22.99%	32.61%	27.47%	18.04%	16.06%
归属于母公司的净利润	9,674	13,384	17,731	21,635	25,531
净利润增长率	42.58%	38.36%	32.48%	22.02%	18.01%
摊薄每股收益(元)	2.49	3.45	4.57	5.57	6.58
前次预测每股收益(元)	2.52	3.17	4.17	5.65	6.06
市场预测每股收益(元)	18.14%	21.08%	23.92%	24.84%	24.93%
市盈率(倍)	56.04	40.50	30.57	25.06	21.23
PEG	1.81	1.69	0.80	0.81	0.88
每股净资产(元)	10.16	8.54	7.31	6.22	5.29

备注：股价为2020年1月13日收盘价。

### 投资要点

- **核心观点：高端酒是为数不多的景气赛道，具有较好的增长趋势以及增长的韧性。我们认为未来2-3年高端酒行业仍将有望取得15%以上的增长，长期依旧有望实现双位数的增长。公司近5年在激励机制、数字化营销、第八代产品推出、产品体系的梳理、技术改造等方面一系列的改革令人瞩目，沉没成本已支付，改革红利有望在后期持续释放。我们坚信，过程走在结果的前面，五粮液增速的逆袭仍在途中。**
- **行业表现：高端酒是为数不多的景气赛道，具有较好的增长趋势以及增长的韧性。随着白酒行业整体增速放缓，内部分化加剧，行业总量机会减弱，更多呈现细分赛道的结构性机会，高端酒、酱酒、光瓶酒是未来为数不多的白酒景气赛道，高端酒一方面具有较好的增长趋势，另一方面目前高档酒消费占比低，弱周期化的特点，具备较好的韧性。我们认为未来2-3年高端酒行业仍将有望取得15%以上的增长，长期依旧有望实现双位数的增长。**
- **公司改革：沉没成本已支付，改革红利有望持续释放。我们认为，过程走在结果的前面，近5年的改革的沉没成本已经支付，也为未来的高质量发展以及提速增长夯实了基础。近年公司在产品、品牌、渠道全面升级，成功推出第八代五粮液，品牌价值持续回归，渠道实现顺价销售，控盘分利推动渠道进入正循环，成绩的取得有目共睹。展望明年，公司将坚持“1+3”产品体系，以价格持续提升为核心导向，深化“补短板、拉长板、升级新动能”，强化品质、强化管控、强化数字化转型。我们认为，随着公司营销体系改革推向纵深，公司管理将更加精细化，夯实基础、提质增效，进入高质量发展阶段，改革红利有望持续释放，公司增速有望实现逆袭。**
- **未来展望：放量开瓶是核心，老酒亦有空间。公司紧抓开瓶率，将消费者放在第一位，围绕服务消费做了大量的工作。目前公司产品库存低位，产品价格稳步提升，五粮液当前价格仅约为茅台的40%，性价比优势凸显，动销值得期待；另外，五粮液的老酒目前正在运作阶段，产品价格序列空间有望逐步打开，随着改革的深入，公司的改革红利有望持续释放。**
- **投资建议：高质量发展年批价回升为主要看点，维持“买入”评级。公司规划2020年投放量增长5%-8%，均价预计提升6-8%，我们预计收入增速有望达15%以上，利润增速有望更快。我们认为今年五粮液的行情将不仅来自于业绩端稳健增长，更看好批价提升对股价（估值端）的持续催化。我们调整盈利预测，预计2019-2021年公司收入分别为**

510.26/602.30/699.01 亿元，同比增长 27.47%/18.04%/16.06%；净利润分别为 177.31/216.35/255.31 亿元，同比增长 32.48%/22.02%/18.01%，对应 EPS 分别为 4.57/5.57/6.58 元（前次为 4.56/5.77/7.25 元），维持“买入”评级，持续重点推荐。

- **风险提示：**打压三公消费力度继续加大；消费升级不及预期；食品安全问题。

## 内容目录

行业表现：高端酒是兼具确定性和稳健成长性的优质赛道.....	- 5 -
高端酒整体仍将有望取得双位数以上增长.....	- 5 -
茅台定调基础建设年，五粮液相对受益.....	- 7 -
公司改革：营销体系改革步入关键期，改革红利持续释放.....	- 7 -
产品：第八代五粮液换装提价，优酒率有望持续提升.....	- 8 -
品牌：品牌体系愈发明晰，品牌价值回归是核心要义.....	- 9 -
渠道：营销数字化、扁平化推向纵深，渠道迈入正循环.....	- 10 -
未来展望：春节放量批价坚挺，全年批价回升有助修复估值折价.....	- 12 -
春节展望：五粮液性价比优势进一步凸显，春节动销值得期待.....	- 12 -
全年展望：全年批价有望企稳回升，关注批价对股价的催化作用.....	- 12 -
投资建议：高质量发展年批价回升为主要看点，维持“买入”评级.....	- 14 -
风险提示.....	- 15 -

## 图表目录

图表 1：2015-2018 年高端酒终端销售额复合增速超 40%.....	- 5 -
图表 2：上层中产以及富裕阶层对消费增长的贡献比例逐步加大.....	- 6 -
图表 3：消费对经济的贡献率不断在提升.....	- 6 -
图表 4：2016 年以来一线白酒成长势头最好.....	- 6 -
图表 5：2020 年茅、五规划收入稳健增长.....	- 6 -
图表 6：2018-2024 年三家高端酒整体收入 CAGR 为 16%.....	- 7 -
图表 7：茅台批价走势情况.....	- 7 -
图表 8：五粮液批价走势情况.....	- 7 -
图表 9：第八代五粮液迎来全面升级.....	- 8 -
图表 10：五粮液产能和优质酒率将持续提升.....	- 8 -
图表 11：五粮液持续加大广告投放.....	- 9 -
图表 12：五粮液独家冠名《上新了故宫》.....	- 9 -
图表 13：公司推出 501 五粮液拔高品牌力.....	- 9 -
图表 14：五粮液推行层层扫码系统.....	- 10 -
图表 15：五粮液控盘分利系统做到产品溯源.....	- 10 -
图表 16：公司经销商奖励政策超预期.....	- 11 -
图表 17：2018 年以来茅台共取消茅台酒经销商约 600 余家.....	- 11 -
图表 18：今年春节五粮液性价比优势进一步凸显.....	- 12 -
图表 19：2019 年以来五粮液批价变动梳理.....	- 13 -

图表 20: 五粮液批价走势和股价走势相关性高.....	- 13 -
图表 21: 五粮液批价回升有助于修复估值折价.....	- 13 -
图表 22: 可比公司估值表.....	- 14 -
图表 23: 五粮液三大财务报表预测 (单位: 百万元) .....	- 16 -

## 行业表现：高端酒是兼具确定性和稳健成长性的优质赛道

### 高端酒整体仍将有望取得双位数以上增长

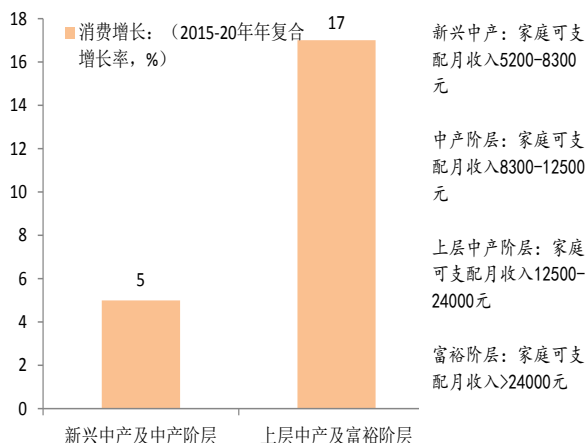
- 高端酒是为数不多的景气赛道，具有较好的增长趋势以及增长的韧性。随着白酒行业整体增速放缓，内部分化加剧，行业总量机会减弱，更多呈现细分赛道的结构性机会，高端酒、酱酒、光瓶酒是未来为数不多的白酒景气赛道，实际上过去几年（2015-2018年）三家高端酒终端销售额的CAGR超40%。我们认为，确定性和成长性未来板块选股的两大主线，从这个角度而言，高端酒一方面具有较好的增长趋势，另一方面目前高档酒消费占比低，弱周期化的特点，具备较好的韧性。我们从短期（全年）和长期（3-5年）对高端酒相对乐观。

图表 1: 2015-2018 年高端酒终端销售额复合增速超 40%

		2015				2018			
		飞天	普五	国窖	整体	飞天	普五	国窖	整体
报表表现收入	报表表现收入 (亿元)	315	155	15	486	655	302	64	1021
	CAGR	-				27.6%	24.9%	60.5%	28.1%
终端销售额	价 (元/500ml)	900	600	580	-	1700	900	800	-
	量 (万吨)	1.98	1.4	0.24	-	3	2.1	0.8	-
	终端销售额 (亿元)	380	179	30	589	1088	403	137	1628
	CAGR	-				42.0%	31.0%	66.3%	40.3%

来源: wind, 中泰证券研究所

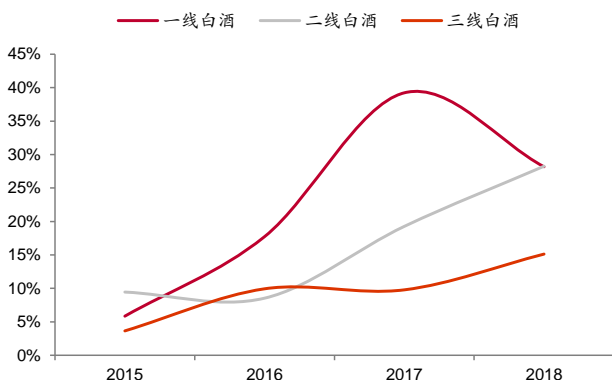
- 未来 2-3 年高端酒行业仍将有望取得 15% 以上的增长。麦肯锡发布的《中产阶级重塑中国消费市场》报告显示，上层中产人群占比将从 2012 年的 14% 提高到 2022 年的 54%，人群占比将从 3% 提高到 9%，白酒有望充分受益中产阶级的消费升级红利。未来 5 年，上层中产阶层（家庭可支配月收入在 12500-24000 元）及富裕阶层（家庭可支配月收入在 24000 元以上）占中国家庭总数的比例将从 2015 年 17% 提高到 2020 年的 30%，这部分群体的消费将以 17% 的速度增长，成为拉动国内消费增长的主要力量。根据茅、五、泸过去几年的表现以及参照麦肯锡的预测，高端酒行业未来 2-3 年依旧有望保持 15% 以上增长。

**图表 2: 上层中产以及富裕阶层对消费增长的贡献比例逐步加大**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 消费对经济的贡献率不断在提升**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 2016 年以来一线白酒收入增速最快**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 5: 2020 年茅、五规划收入稳健增长**

		2017	2018	2019E	2020E
贵州茅台	目标	15%	15%	14%	10%
	完成	52%	26%	15%	
五粮液	目标	≥10%	26%	25%	10%以上
	完成	23%	33%	27%	
泸州老窖	目标	22%	25%	15-25%	未披露
	完成	21%	26%	24%	

来源: wind, 中泰证券研究所; 注: 2019 年完成情况为预测数据

- 从长期来看，高端酒行业仍将保持双位数增长。
- 定性分析: 我们认为高收入群体持续扩容是高端酒需求最大支撑，随着我国中产阶级数量提升以及收入分化加剧，未来高端酒需求仍有很大释放空间，且高端酒市场寡头垄断的格局已然稳固，茅、五、泸将瓜分高端酒需求扩张红利。
- 定量分析: 根据我们的假设与测算，到 2024 年，飞天、普五和国窖的销量将分别为 2018 年的 1.5、1.5、2.3 倍，价格将分别为 2018 年的 1.67、1.42、1.34 倍，以此计算，2024 年飞天、普五和国窖的收入将分别为 2018 年的 2.6、2.1、3.1 倍，对应 2018-2024 年收入 CAGR 分别为 17%、13%和 21%，三家高端酒整体收入 CAGR 达 16%。详细过程请参考报告《高端酒行业深度报告：登高而望远，来者犹可追》。

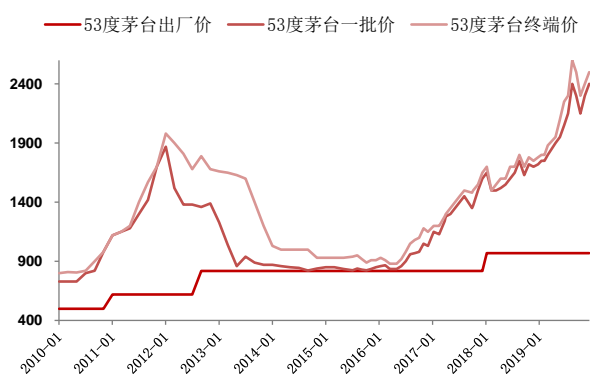
**图表 6: 2018-2024 年三家高端酒整体收入 CAGR 为 16%**

	销量倍数	价格倍数	收入倍数	年化收入增速	2018年收入 (亿元)	2024年收入 (亿元)
飞天	1.5	1.67	2.6	17%	655	1679
普五	1.5	1.42	2.1	13%	302	643
国窖	2.3	1.34	3.1	21%	64	198
整体	1.6	-	2.5	16%	1021	2519

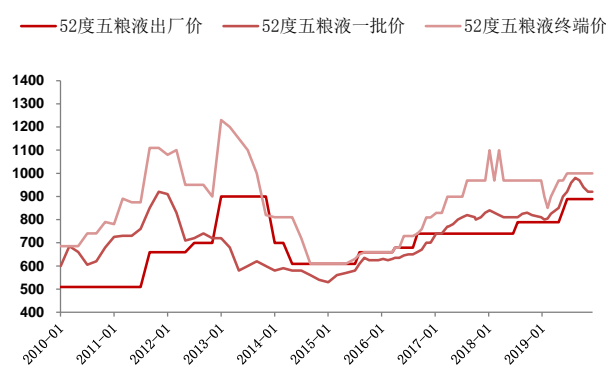
来源: 中泰证券研究所; 注: 收入指的是高端酒业务对应的收入

### 茅台定调基础建设年, 五粮液相对受益

- 茅台将 2020 年定调基础建设年, 坚持稳字当头, 以问题为导向、夯实基础, 我们认为五粮液将从茅台的主动调整中相对受益:
- 1) 量的方面, 根据茅台公告, 2020 年茅台整体增量有限, 投放量增长约 11%, 整体仍将呈现供不应求局面, 五粮液仍将承接茅台的需求溢出红利。
- 2) 价的方面, 2020 年茅台价格预计将继续保持高位, 批价有望维持 2000 元以上, 继续对五粮液批价提升打开空间。

**图表 7: 茅台批价走势情况**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 8: 五粮液批价走势情况**


来源: wind, 中泰证券研究所

### 公司改革: 营销体系改革步入关键期, 改革红利持续释放

- 2005 年-2014 年是五粮液“失去的十年”, 不仅被茅台酒反超, 而且增速处于较低的水平。十年间, 五粮液营收端 CAGR 为 13%, 而竞品茅台和泸州老窖分别为 24%和 17%, 公司利润端 CAGR 为 23%, 而茅台和老窖分别为 30%和 41%。2015-2018 年, 公司产品的增速依旧慢于竞品, 2019 年增速开始显著快于竞品。
- 我们认为, 公司自从激励机制变革之后, 后续的渠道体系改革、数据化营销改革、第八代产品推出、产品体系的梳理、技术改造等一系列动作已经现成效, 我们认为, **过程走在结果的前面, 近 5 年的改革支付了一些沉没成本, 也为未来的高质量发展以及提速增长夯实了基础。**

产品：第八代五粮液换装提价，优酒率有望持续提升

- **回顾过去：公司成功推出第八代五粮液，通过迭代升级完成提价。**今年公司对产品进行全面换装升级，6月成功推出第八代五粮液，在产品品质、防伪、包装设计、消费者服务等方面均迎来优化，概括而言，包装更精致、防伪更精湛、品质更精进。此外，公司通过产品升级的方式完成提价，消费者也更加容易接受。

**图表 9：第八代五粮液迎来全面升级**



来源：酒业家，中泰证券研究所

- **展望未来：加大产能建设，优质酒率将持续提升。**公司坚持品质至上，加快优质产能建设，规划新增12万吨纯粮固态发酵原酒产能，总产能达到22万吨；同时新增30万吨陶坛储存酒库、35万吨勾储酒库，实现原酒总储存能力达到100万吨。另一方面，五粮液的技术优化也提升了优质酒率，公司2017年7月份生产人事调整后，3万多口窖池改变了统一的酿造工艺，因窖施策，2018年优质酒率提升双位数以上，2019年优质酒率仍在提升，上半年一级酒（五粮液）完成目标任务的128%，为2020-2021年的发展提供有力的保障；同时随着优质酒率的提升，部分员工月薪可达2-3万，生产制造人员动力十足。

**图表 10：五粮液产能和优质酒率将持续提升**

	举措	目标
生产能力	新增12万吨纯粮固态发酵原酒产能	总产能达22万吨
储存能力	新增30万吨陶坛储存酒库、35万吨勾储酒库	原酒总储存能力达100万吨
优质酒率	技术优化，3万多口窖池因窖施策	优质酒率持续提升

来源：酒业家，中泰证券研究所



品牌：品牌体系愈发明晰，品牌价值回归是核心要义

- **回顾过去：广告投入明显加大，品牌势能持续提升。**五粮液将品牌建设作为企业工作的核心，持续重塑中国酒业大王的新形象，致力于五粮液品牌价值的回归。为此，公司自第八代五粮液上市以来，一方面持续加大广告投放，高铁机场、商圈广告牌、门头店招覆盖范围明显增加，强化品牌露出，增加与消费者见面的机会；另一方面发力文化建设，深化与故宫博物院的合作，独家冠名《上新了故宫》，深挖五粮液的文化底蕴，品牌势能持续提升。

图表 11：五粮液持续加大广告投放



来源：微酒, 中泰证券研究所

图表 12：五粮液独家冠名《上新了故宫》



来源：微酒, 中泰证券研究所

- **展望未来：主品牌聚焦“1+3”做加法，系列酒围绕“4+4”做减法。**品牌升级方面，公司将强调共性、突出个性，打造覆盖不同等级、不同调性、不同价格带的品牌体系，突出五粮液与系列酒之间、不同品牌之间的等级性与辨识度。为此，主品牌方面，公司将坚持“1+3”产品体系，突出第八代五粮液主品牌与 501 五粮液（明池、清池）、80 版五粮液和 39 度五粮液，其中 501 五粮液将于新年前后正式投放，有助于拔高品牌力。系列酒方面，公司将集中打造五粮特曲、五粮春、五粮醇、尖庄等四个全国性战略大单品，对透支五粮液品牌的产品进行清理整顿。

图表 13：公司推出 501 五粮液拔高品牌力

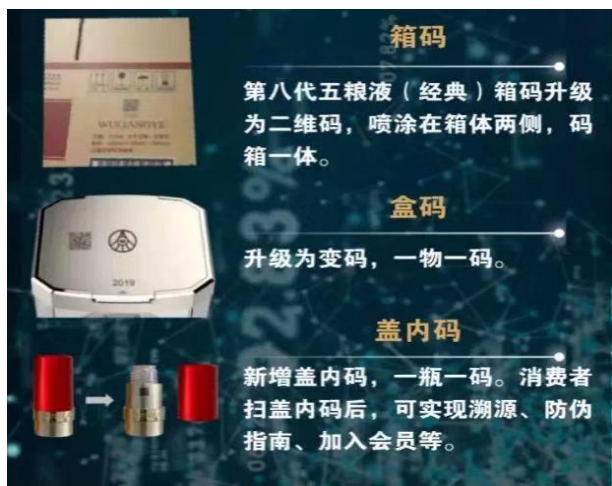


来源：微酒, 中泰证券研究所

渠道：营销数字化、扁平化推向纵深，渠道迈入正循环

- **回顾过去：控盘分利初步导入，渠道利润率水平得以提升。**过去一年公司努力推进营销体系改革，围绕扁平化方向和控盘分利系统，重点在经销商和终端层面作出如下变革：
  - 1) **经销商层面**，转变经销商观念从而厂商共同完成核心网络的构建；同时，通过终端扫码系统绑定终端，根据终端的选择来优化经销商结构。
  - 2) **终端层面**，专卖店方面为扫除盲区市场，提升专卖店形象；社会化终端方面为择优筛选和一一绑定，已建立了2万多家终端的信息；连锁卖场为构建平台和优化考核，将经销商形成KA供应链公司；电商方面核心为形成差异化竞争，对B2B平台要规范其亏本销售的行为。
  - 3) **新型团购层面**，建立高端团购客户的拜访机制，在上海等代表市场建立互动平台，加强与消费者的互动。
  - 4) **控盘分利系统**，公司明确控盘分利系统将精准识别经销商应有的体量，而不配合的经销商将会出局，目前已在经销商和终端层面严格执行，消费者层面正在通过提升权益等方式培养其扫码习惯。
- **从成效来看，对公司而言**，营销数字化管理系统初步实现了净化渠道秩序，有助于公司加大对渠道掌控，形成基于大数据的决策和管理机制，实现总部与区域数字化初步闭环管理；**对经销商而言**，控盘分利分的是二次收益、增值收益，对经销商分的是顺价销售的价差，经销商利润水平得以改善。

图表 14：五粮液推行层层扫码系统



来源：微酒，中泰证券研究所

图表 15：五粮液控盘分利系统做到产品溯源



来源：微酒，中泰证券研究所

- **展望未来：营销数字化推向纵深，聚焦高端消费群体。**我们认为，过去的2019年为控盘分利导入初步运行的一年，2020年将成为营销数字化改革推向纵深的一年。公司将借助大数据补强计划、配额和发运的短板，坚持从高端消费群体出发，用数字化的手段创新与高端消费群体的沟通和互动方式，改善高端消费群体的体验，实现五粮液品牌在高端消费群体心中的高端化价值定位。同时，公司将新增量投放到企业级团购消费领域，与经销商一道开发企业团购。

- **经销商奖励政策超预期，强化信心、激发斗志。**2019年经销商大会上，公司公布的经销商奖励政策超预期，其中特别贡献奖奖金500万元，且奖励范围更广、总额更高，据微酒报道，星级奖、单项奖、获奖总数分别同比增长36%、121%、76%，厂商共享控盘分利的红利，有效提振了经销商信心，做事动力进一步增强，渠道有望进入正循环。

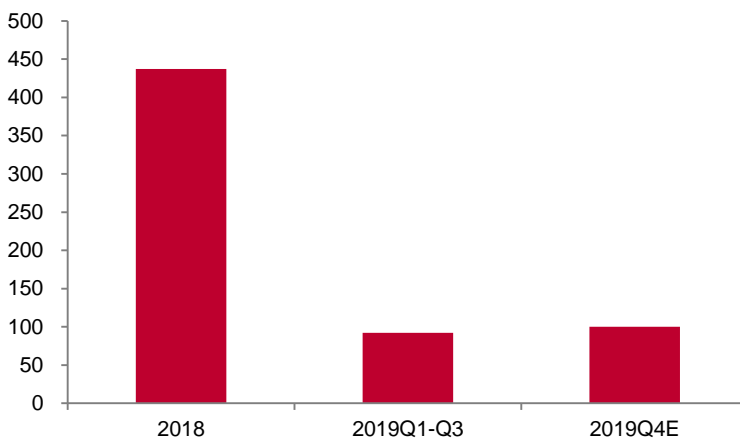
**图表 16: 公司经销商奖励政策超预期**



来源：证券时报，中泰证券研究所

- **茅台大力清理经销商，五粮液有望从中受益。**2018年以来茅台持续清理经销商队伍，2018年取消茅台酒经销商437家，2019年前三季度取消92家，四季度取消预计约100家。这些经销商具备一定的资金实力与客户资源，且更加愿意做名优酒，因此五粮液将有望从中吸收部分优质经销商，经销商队伍实力有望进一步增强。

**图表 17: 2018 年以来茅台共取消茅台酒经销商约 600 余家**



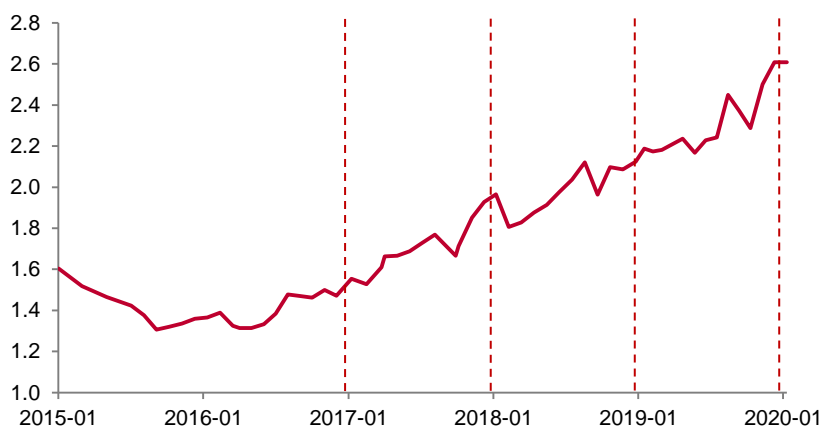
来源：公司年报，中泰证券研究所

## 未来展望：春节放量批价坚挺，全年批价回升有助修复估值折价

### 春节展望：五粮液性价比优势进一步凸显，春节动销值得期待

- **为何 19 年春节表现超预期？** 2019 年春节期间五粮液市场表现超预期，终端普遍动销旺盛，库存快速消化，部分门店甚至出现缺货，总结来看，我们认为 2019 年春节五粮液超预期主要来自以下三个因素：
  - 1) **性价比优势凸显：**性价比一方面来自于五粮液价格大幅低于茅台，另一方面 2019 年春节终端价 860 元低于 2018 年同期（900 元+）；
  - 2) **经销商预期低、动力足：**经销商节前预期较低，本着“一瓶都不剩”的备战政策去卖，同时厂家一定程度放松了价格管控，因此经销商卖货动力更足、积极性更高；
  - 3) **品牌力提升：**2018 年 6 月以来厂家处理了一些系列酒，对普五形成品牌保护。
  
- **五粮液性价比优势强化，春节动销可期。** 今年春节和去年相比，五粮液性价比优势有增无减，可以看到随着 2019 年下半年以来茅台批价快速上行，当前茅台与五粮液价格之比已达 2.6 倍，相当于 2 瓶飞天约等于一箱普五，从送礼的角度而言，后者或更具冲击力，性价比优势进一步凸显。且普五换装升级后品牌、品质本身也更上一层楼，因此我们预计春节期间第八代普五送礼需求有望再超预期。

**图表 18：今年春节五粮液性价比优势进一步凸显**



来源：wind，中泰证券研究所；图为茅台与五粮液批价之比

### 全年展望：全年批价有望企稳回升，关注批价对股价的催化作用

- **批价梳理：**过去一年普五批价先升后降，整体显著回升。从过去一年五粮液批价变动来看，从年初到 8 月份，在厂家控制发货+严查违规（供）、市场动销良性（需）、升级版上市提价的带动下，普五批价从 800 元一路上行至约 980 元，随后受到中秋旺季放量、渠道窜货搭售、春节集中回款的影响，普五批价回落至 920 元左右并保持稳定。

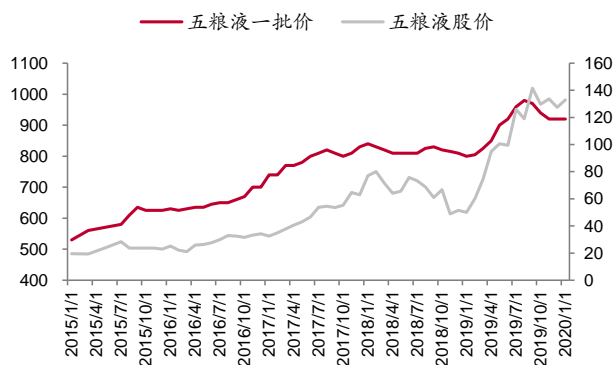
- 批价展望：旺季批价保持坚挺，全年批价有望逐渐上行。**当前已进入春节动销旺季，与去年春节期间价格小幅回落不同，今年春节快速放量后普五批价仍维持在910元以上，表明实际需求有支撑。我们认为，五粮液价格经过旺季测试后保持坚挺，后续随着淡季控量以及公司控盘分利执行进一步落地，价格体系有望逐渐迎来回升，终端价格也有望站上并站稳千元，且公司也将挺价作为今年主要任务之一，看好批价回升带动渠道迎来正循环。

**图表 19：2019 年以来五粮液批价变动梳理**

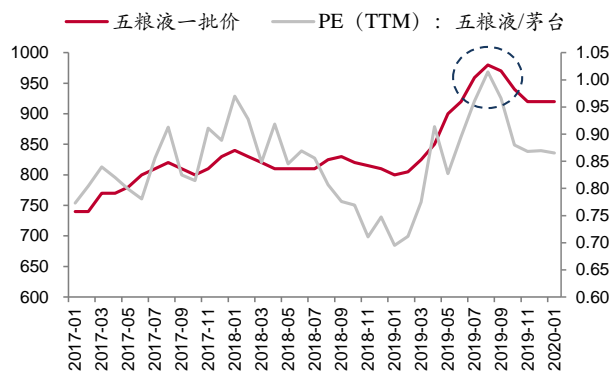
时间	批价	批价变动原因
2019年1月	800	12月提前执行19年计划，库存增加，批价低位运行
2019年2月	805	春节动销良性，库存快速消化，批价稳中有升
2019年3月	825	春糖推出收藏版，并宣布年中推出八代普五，出厂价提至879-889，带动七代价格上涨
2019年4月	850	控制发货，库存低位，挺价为新品上市做准备
2019年5月	900	营销改革方案落地，经销商信心回升，批价加速上行，渠道进入正循环
2019年6月	920	八代普五上市，按月发货控制节奏，批价继续上行
2019年7月	959	八代普五供货价按959元执行，配额有限、经销商惜售，厂家对违规经销商开罚单保价格
2019年8月	980	八代普五供货价按1006元执行，继续控货，库存低位
2019年9月	950	旺季放量、渠道窜货致批价回落，公司严厉处罚违规经销商
2019年10月	940	茅台批价回落影响普五价格，需求保持平稳
2019年11月	920	经销商预期12月集中发货而低价销售，批价继续回落
2019年12月	920	公司严格管控价格，批价保持平稳
2020年1月	920	旺季放量价格坚挺，需求具备支撑，全年批价有望回升

来源：wind，中泰证券研究所

- 催化剂：批价回升有助于修复五粮液估值折价，关注批价对股价的催化作用。**从左图可以看到，五粮液批价与股价走势相关性高，表明批价回升对行情具有催化作用。此外，历史上五粮液相对茅台存在估值折价，但从去年上半年来看，随着五粮液批价快速走高，五粮液与茅台的估值折价得到快速修复，五粮液估值甚至一度超过茅台。因此我们认为，今年五粮液批价回升有望再度催化股价上行，估值折价有望得到进一步修复。

**图表 20：五粮液批价走势和股价走势相关性高**


来源：wind，中泰证券研究所

**图表 21：五粮液批价回升有助于修复估值折价**


来源：wind，中泰证券研究所

## 投资建议：高质量发展年批价回升为主要看点，维持“买入”评级

- **投资建议：**价格是高端白酒的生命线，2020年公司定调高质量发展，主动降速的同时以价格持续提升为核心导向，我们认为这符合长远利益，经过2019年改革提速后，2020年公司夯实基础、捋顺价格体系后再出发，行稳致远。
- 公司规划2020年投放量增长5%-8%，均价预计提升6-8%，我们预计收入增速有望达15%以上，利润增速有望更快。我们认为今年五粮液的行情将不仅来自于业绩端稳健增长，更看好批价提升对股价（估值端）的持续催化。
- 我们调整盈利预测，预计2019-2021年公司收入分别为510.26/602.30/699.01亿元，同比增长27.47%/18.04%/16.06%；净利润分别为177.31/216.35/255.31亿元，同比增长32.48%/22.02%/18.01%，对应EPS分别为4.57/5.57/6.58元（前次为4.56/5.77/7.25元），维持“买入”评级，持续重点推荐。

图表 22：可比公司估值表

股票名称	股价（元）	市值（亿元）	EPS			PE		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
贵州茅台	1124.27	14,123.1	28.02	32.54	37.33	40.12	34.55	30.12
五粮液	139.66	5,421.1	3.47	4.57	5.57	40.20	30.56	25.07
泸州老窖	93.03	1,362.7	2.38	3.21	4.00	39.09	28.98	23.26
洋河股份	119.35	1,798.6	5.39	5.44	5.82	22.16	21.94	20.51
古井贡酒	149.86	654.1	3.37	4.55	5.79	44.47	32.94	25.88
山西汾酒	95.20	829.7	1.69	2.22	2.76	56.20	42.88	34.49
今世缘	35.81	449.2	0.92	1.15	1.41	39.04	31.14	25.40
口子窖	59.60	357.6	2.55	2.99	3.39	23.37	19.93	17.58
水井坊	53.50	261.4	1.19	1.55	1.86	45.11	34.52	28.76
顺鑫农业	50.20	372.4	1.30	1.62	2.16	38.49	30.99	23.24

来源：Wind，中泰证券研究所；股价取自2019年1月13日

## 风险提示

- **打压三公消费力度继续加大。**尽管公务消费占比逐年走低，但是 2017 年多地继续出台“禁酒令”，未来不排除进一步加强限制公务人员用酒的可能。从体制内继续肃清酒风，进而影响商务消费与民间消费。
- **消费升级进程不及预期。**尽管居民收入水平的提高会一定程度上增加食品饮料方面的支出，但消费者对产品的偏好是有差别的，存在消费升级在某些品类上的趋势不达市场预期。
- **食品安全事件风险。**类似于三聚氰胺这样的食品安全事件对于行业来讲是毁灭性的打击，白酒塑化剂事件阶段性的影响行业的发展。对于食品的品质事件而言，更多的是安全事件，带来的打击也是沉重的。

**图表 23: 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	60,230	69,901
增长率	23.0%	32.6%	27.5%	18.0%	16.1%
营业成本	-8,450	-10,487	-12,461	-14,016	-15,756
% 销售收入	28.0%	26.2%	24.4%	23.3%	22.5%
毛利	21,737	29,543	38,565	46,214	54,145
% 销售收入	72.0%	73.8%	75.6%	76.7%	77.5%
营业税金及附加	-3,495	-5,908	-7,195	-8,432	-9,716
% 销售收入	11.6%	14.8%	14.1%	14.0%	13.9%
营业费用	-3,625	-3,778	-4,796	-5,481	-6,291
% 销售收入	12.0%	9.4%	9.4%	9.1%	9.0%
管理费用	-2,269	-2,340	-2,806	-3,132	-3,565
% 销售收入	7.5%	5.8%	5.5%	5.2%	5.1%
息税前利润 (EBIT)	12,348	17,516	23,767	29,169	34,573
% 销售收入	40.9%	43.8%	46.6%	48.4%	49.5%
财务费用	891	1,085	868	902	937
% 销售收入	-2.9%	-2.7%	-1.7%	-1.5%	-1.3%
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	24,709	30,145	35,583
营业利润率	44.1%	46.7%	48.4%	50.0%	50.9%
营业外收支	17	-112	12	12	0
税前利润	13,329	18,601	24,721	30,157	35,583
利润率	44.2%	46.5%	48.4%	50.1%	50.9%
所得税	-3,306	-4,568	-6,094	-7,436	-8,775
所得税率	24.8%	24.6%	24.7%	24.7%	24.7%
净利润	10,086	14,039	18,598	22,692	26,779
少数股东损益	412	654	867	1,058	1,248
归属于母公司的净利润	9,674	13,384	17,731	21,635	25,531
净利率	32.0%	33.4%	34.7%	35.9%	36.5%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	10,086	14,039	18,598	22,692	26,779
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	867	1,058	1,248
营运资金的变动	1,032	170	-1,991	-314	-2,779
经营活动现金净流	9,766	12,317	16,184	21,924	23,515
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	-7,092	-8,654	-10,212
其他	1,407	1,428	868	902	937
筹资活动现金净流	-3,639	-3,618	-6,224	-7,751	-9,276
现金净流量	5,926	8,368	9,946	14,158	14,235

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	40,592	48,960	58,906	73,064	87,300
应收款项	11,319	16,293	18,903	22,642	25,574
存货	10,558	11,795	14,766	15,111	18,474
其他流动资产	811	1,062	1,118	1,124	1,187
流动资产	63,280	78,110	93,693	111,941	132,535
% 总资产	89.2%	90.7%	92.6%	94.1%	95.3%
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%	3.7%	2.8%
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%	5.9%	4.7%
资产总计	70,923	86,094	101,188	118,948	139,094
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	10,757	12,858	16,447	20,168	23,748
其他流动负债	5,211	7,849	7,849	7,849	7,849
流动负债	15,968	20,708	24,296	28,018	31,597
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	24,563	28,285	31,864
普通股股东权益	53,334	63,487	74,126	87,107	102,425
少数股东权益	1,340	1,632	2,499	3,557	4,805
负债股东权益合计	70,923	86,094	101,188	118,948	139,094

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	2.49	3.45	4.57	5.57	6.58
每股净资产 (元)	13.74	16.36	19.10	22.44	26.39
每股经营现金净流 (元)	2.52	3.17	4.17	5.65	6.06
每股股利 (元)	1.30	1.30	1.83	2.23	2.63
回报率					
净资产收益率	18.14%	21.08%	23.92%	24.84%	24.93%
总资产收益率	14.22%	16.31%	18.38%	19.08%	19.25%
投入资本收益率	73.49%	100.26%	118.59%	131.44%	156.37%
增长率					
营业总收入增长率	22.99%	32.61%	27.47%	18.04%	16.06%
EBIT 增长率	46.50%	41.87%	35.25%	22.68%	18.50%
净利润增长率	42.58%	38.36%	32.48%	22.02%	18.01%
总资产增长率	14.07%	21.39%	17.53%	17.55%	16.94%
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	93.7	89.3	86.5
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	27.3	21.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-89.55%	-90.46%	-95.35%	-96.29%	-125.00%
EBIT 利息保障倍数	-13.9	-16.2	-27.4	-32.4	-37.0
资产负债率	22.91%	24.36%	24.27%	23.78%	22.91%

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。