

改革释能，行稳致远
买入（维持）

2020年02月07日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	40,030	50,372	58,612	68,095
同比（%）	32.6%	25.8%	16.4%	16.2%
归母净利润（百万元）	13,384	17,441	20,928	25,047
同比（%）	38.4%	30.3%	20.0%	19.7%
每股收益（元/股）	3.45	4.49	5.39	6.45
P/E（倍）	34.97	26.84	22.36	18.69

股价走势



事件

- 据酒业家报道，2月2日-5日五粮液集团连续召开三次专题会议，深入研究疫情防控和企业发展工作，会议强调公司将紧紧围绕发展目标不动摇，继续坚持年初制定的“一管控三强化”工作方针，进一步突出加强“三个优化”，加快“三个转型”，推动全年营收保持两位数以上的增长。

投资要点

- **动销良好目标务实，公司全年业绩达成有保障。**据渠道跟踪，公司元旦春节旺季总体动销形势良好，节前动销基本完成，疫情影响有限，五粮液和系列酒实现双增，基本达成旺季销售目标。公司20年增长目标以稳为主，计划全年营收保持双位数以上增长，五粮液主产品投放保持5-8%增长，业绩目标制定理性务实。针对20年目标公司多方布局，1)以价格管控为核心，紧跟终端数据，做好配额优化调节；2)加强渠道精细化管理与管理，推进数字化营销促进线上线下协同作用，加大供应链金融支持更好服务渠道；3)持续优化产品结构，确保“三性一度”，实现高端+系列酒双开花，提高品牌价值。我们认为普五当前批价稳定，约为900-910元水平，虽受疫情影响预计节后挺价节奏放缓，但在茅五千元批价差及渠道改革持续释放效能的背景下，预计仍能较好实现挺价目标；而疫情得到有效控制后，公司国庆、中秋假期或迎来明显“消费反弹”，强大品牌力，多元化营销策略配合渠道管控力提升可以有效带动产品放量，公司全年业绩目标完成度较高。
- **核心竞争力突出，公司行稳致远高质量增长可期。**自17年李曙光总提出“二次创业”以来，公司持续深化内部改革，运营效率不断提升。中长期来看公司竞争力凸显，主要表现在1)疫情冲击加速行业洗牌，公司作为渠道管理能力突出的龙头，在维护厂商关系，稳定渠道利润，支持终端良性消化库存等方面表现突出，预计将持续对同价格带竞品形成挤压。2)人事改革后公司管理层更趋年轻化，管理队伍团结有力且高效，预计未来执行力将有效提升，公司将持续释放改革动能。3)公司品牌力强劲，系列酒战略地位提升，未来有望与五粮液主品牌共同驱动公司增长。总体来看，公司核心竞争力突出，未来预计将持续受益行业消费升级，高质量增长前景可期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计19-21年公司收入达503.7/586.1/681.0亿，同比增长25.8%/16.4%/16.2%；归母净利润达174.4/209.3/250.5亿，同比增长30.3%/20.0%/19.7%；对应EPS分别为4.49/5.39/6.45，对应PE分别为27/22/19X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**高端酒需求回落风险，疫情加剧风险，食品安全风险，系列酒增长不达预期。

市场数据

收盘价(元)	120.58
一年最低/最高价	59.56/143.10
市净率(倍)	6.74
流通A股市值(百万元)	457694.06

基础数据

每股净资产(元)	17.89
资产负债率(%)	23.46
总股本(百万股)	3881.61
流通A股(百万股)	3795.77

相关研究

- 1、《五粮液(000858)：旺季量价验证需求，改革红利持续释放》2019-10-31
- 2、《五粮液(000858)：产品渠道变革时，步入千元新时代》2019-09-01
- 3、《五粮液(000858)：业绩预告符合预期，改革红利持续释放》2019-08-06

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	78,110	92,046	107,279	132,410	营业收入	40,030	50,372	58,612	68,095
现金	48,960	57,898	69,106	87,495	减:营业成本	10,487	12,292	13,811	15,741
应收账款	16,262	18,538	21,955	25,089	营业税金及附加	5,908	8,663	10,483	12,346
存货	11,795	14,405	15,034	18,518	营业费用	3,778	3,765	3,886	3,998
其他流动资产	1,093	1,205	1,183	1,309	管理费用	2,340	2,563	2,708	2,905
非流动资产	7,984	9,847	10,948	12,089	财务费用	-1,085	-1,073	-1,301	-1,660
长期股权投资	919	1,049	1,187	1,326	资产减值损失	11	0	0	0
固定资产	5,262	6,978	7,987	8,992	加:投资净收益	101	73	82	82
在建工程	352	404	416	422	其他收益	0	0	0	0
无形资产	413	423	413	404	营业利润	18,718	24,236	29,107	34,847
其他非流动资产	1,038	993	946	945	加:营业外净收支	-112	12	4	-20
资产总计	86,094	101,893	118,227	144,499	利润总额	18,607	24,248	29,111	34,828
流动负债	20,708	24,811	23,755	28,680	减:所得税费用	4,568	5,954	7,160	8,556
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	654	853	1,023	1,225
应付账款	3,152	4,221	4,064	5,378	归属母公司净利润	13,384	17,441	20,928	25,047
其他流动负债	17,555	20,591	19,691	23,302	EBIT	17,138	22,645	27,206	32,479
非流动负债	267	267	267	267	EBITDA	17,701	23,260	27,998	33,374
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	267	267	267	267	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	20,975	25,078	24,022	28,947	每股收益(元)	3.45	4.49	5.39	6.45
少数股东权益	1,632	2,485	3,508	4,733	每股净资产(元)	16.36	19.15	23.37	28.55
					发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
归属母公司股东权益	63,487	74,330	90,697	110,819	ROIC(%)	20.3%	22.9%	22.6%	22.1%
负债和股东权益	86,094	101,893	118,227	144,499	ROE(%)	21.6%	23.8%	23.3%	22.7%
					毛利率(%)	73.8%	75.6%	76.4%	76.9%
					销售净利率(%)	33.4%	34.6%	35.7%	36.8%
					资产负债率(%)	24.4%	24.6%	20.3%	20.0%
					收入增长率(%)	32.6%	25.8%	16.4%	16.2%
					净利润增长率(%)	38.4%	30.3%	20.0%	19.7%
					P/E	34.97	26.84	22.36	18.69
					P/B	7.37	6.30	5.16	4.22
					EV/EBITDA	23.78	17.75	14.38	11.55

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

