

五粮液(000858)/饮料制造
营销改革执行落地, 第八代普五开启新篇章
评级: 买入(维持)

市场价格: 99.20

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

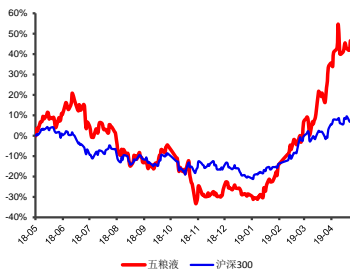
Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

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) | 99.20 |
| 市值(百万元) | 385,100 |
| 流通市值(百万元) | 376,500 |

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 | 49,970 | 59,044 | 68,801 |
| 增长率 yoy% | 22.99% | 32.61% | 24.83% | 18.16% | 16.52% |
| 净利润 | 9,674 | 13,384 | 17,324 | 20,703 | 24,374 |
| 增长率 yoy% | 42.58% | 38.36% | 29.43% | 19.51% | 17.73% |
| 每股收益(元) | 2.49 | 3.45 | 4.46 | 5.33 | 6.28 |
| 每股现金流量 | 2.52 | 3.17 | 4.22 | 5.15 | 5.89 |
| 净资产收益率 | 18.14% | 21.08% | 23.45% | 23.99% | 24.15% |
| P/E | 41.04 | 29.66 | 22.91 | 19.17 | 16.29 |
| PEG | 1.41 | 1.34 | 0.62 | 0.66 | 0.74 |
| P/B | 7.44 | 6.25 | 5.37 | 4.60 | 3.93 |

备注:

投资要点

- **事件: 公司召开 2018 年度股东大会, 我们对会议重点内容解读如下。**
- **渠道: 改革向纵深推进, 更加规范化、专业化, 控盘分利系统导入在即。**在渠道改革方面, 公司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**, 转变观念+优化结构: 过去大流通、大批发观念不利于和消费者搭建互动平台, 现在要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**, 专卖店方面核心为扫除盲区市场, 提升专卖店形象; 社会化终端方面核心为择优筛选和一一绑定, 目前已建立了 2 万多家终端的信息; 连锁卖场核心为构建平台和优化考核, 将 30 多家服务于各大卖场的经销商形成 KA 供应链公司; 电商方面核心为拥抱并形成差异化竞争, 对 B2B 平台要规范其亏本销售博取眼球的行为, 对 B2C 平台要提升合作层次。**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。**我们认为, 以上变革的核心宗旨均在于让渠道更加规范, 加强与消费者的互动, 同时为第八代上市时全面导入控盘分利系统做好准备。**对于控盘分利系统而言, 其最大难点在于经销商和终端的配合度, 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。**控盘分利分的是二次收益、增值收益, 对经销商是顺价销售的价差, 对消费者是开瓶后的惊喜, 对终端是新会员注册后的惊喜, 因此在规范精准的制度与论功行赏的激励下, 我们看好控盘分利将为公司营销体系转型注入活力, 形成以消费者为核心的数字化闭环, 为升级版普五上市做好渠道管理。**
- **品牌、产品: 品牌加减法同步推进, 第八代普五接受度良好。**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。产品方面, 公司股东大会指出 5 月 21 号第七代五粮液将正式下线, 第八代将上线, 新品将于 6 月份上市。**第八代五粮液出厂价将定为 889 元左右, 同比提升约 13%, 同时新品品质更好、风格更加凸显, 消费**

者给予高度评价，因此经销商也乐于接受出厂价提升。公司将确保五月底全国经销商、专卖店能够到货上架，届时将展开大力度广告宣传工作，包括下一步费用投入也将逐步从渠道转向对消费者培育上来。我们认为公司品牌聚焦思路清晰，随着品牌势能进一步提升，普五价格体系亦持续回升，目前批价已升至 870 元以上，下半年新品顺价销售值得期待，我们看好量价齐升带动公司全年收入实现 25%增长的目标规划。

- **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，今年 6 月提价策略的部署明显趋于精细化，反映内部营销改革正在加快进行，经销商信心明显增强，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。五粮液品牌优势突出，我们预计 2019 年公司高端酒发货量有望达到 2.3 万吨，对应收入有望继续实现高增。我们认为随着改革效果逐步体现，茅五龙头之间的估值折价有望逐步缩小，我们持续重点推荐。
- **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 500/590/688 亿元，同比增长 25%/18%/17%；净利润分别为 173/207/244 亿元，同比增长 29%/20%/18%，对应 EPS 分别为 4.46/5.33/6.28 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: 公司股东大会现场


来源: 酒业家、中泰证券研究所

图表 2: 第八代升级版普五全面升级


来源: 微酒、中泰证券研究所

图表 3: 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 | 49,970 | 59,044 | 68,801 |
| 增长率 | 23.0% | 32.6% | 24.8% | 18.2% | 16.5% |
| 营业成本 | -8,450 | -10,487 | -12,278 | -14,168 | -16,231 |
| %销售收入 | 28.0% | 26.2% | 24.6% | 24.0% | 23.6% |
| 毛利 | 21,737 | 29,543 | 37,691 | 44,876 | 52,570 |
| %销售收入 | 72.0% | 73.8% | 75.4% | 76.0% | 76.4% |
| 营业税金及附加 | -3,495 | -5,908 | -7,046 | -8,325 | -9,701 |
| %销售收入 | 11.6% | 14.8% | 14.1% | 14.1% | 14.1% |
| 营业费用 | -3,625 | -3,778 | -4,697 | -5,491 | -6,261 |
| %销售收入 | 12.0% | 9.4% | 9.4% | 9.3% | 9.1% |
| 管理费用 | -2,269 | -2,340 | -2,748 | -3,188 | -3,646 |
| %销售收入 | 7.5% | 5.8% | 5.5% | 5.4% | 5.3% |
| 息税前利润 (EBIT) | 12,348 | 17,516 | 23,200 | 27,871 | 32,961 |
| %销售收入 | 40.9% | 43.8% | 46.4% | 47.2% | 47.9% |
| 财务费用 | 891 | 1,085 | 868 | 902 | 937 |
| %销售收入 | -2.9% | -2.7% | -1.7% | -1.5% | -1.4% |
| 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 | 24,142 | 28,847 | 33,972 |
| 营业利润率 | 44.1% | 46.7% | 48.3% | 48.9% | 49.4% |
| 营业外收支 | 17 | -112 | 12 | 12 | 0 |
| 税前利润 | 13,329 | 18,601 | 24,154 | 28,860 | 33,971 |
| 利润率 | 44.2% | 46.5% | 48.3% | 48.9% | 49.4% |
| 所得税 | -3,306 | -4,568 | -5,954 | -7,115 | -8,377 |
| 所得税率 | 24.8% | 24.6% | 24.7% | 24.7% | 24.7% |
| 净利润 | 10,086 | 14,039 | 18,171 | 21,715 | 25,565 |
| 少数股东损益 | 412 | 654 | 847 | 1,012 | 1,192 |
| 归属于母公司的净利润 | 9,674 | 13,384 | 17,324 | 20,703 | 24,374 |
| 净利率 | 32.0% | 33.4% | 34.7% | 35.1% | 35.4% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 净利润 | 10,086 | 14,039 | 18,171 | 21,715 | 25,565 |
| 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 | 847 | 1,012 | 1,192 |
| 营运资金的变动 | 1,032 | 170 | -1,383 | -1,258 | -2,215 |
| 经营活动现金净流 | 9,766 | 12,317 | 16,365 | 20,003 | 22,865 |
| 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 | -6,929 | -8,281 | -9,749 |
| 其他 | 1,407 | 1,428 | 868 | 902 | 937 |
| 筹资活动现金净流 | -3,639 | -3,618 | -6,061 | -7,379 | -8,813 |
| 现金净流量 | 5,926 | 8,368 | 10,290 | 12,610 | 14,048 |

来源: 中泰证券研究所

| 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 40,592 | 48,960 | 59,250 | 71,860 | 85,908 |
| 应收款项 | 11,319 | 16,293 | 18,175 | 22,552 | 24,905 |
| 存货 | 10,558 | 11,795 | 14,377 | 15,823 | 18,775 |
| 其他流动资产 | 811 | 1,062 | 1,111 | 1,137 | 1,193 |
| 流动资产 | 63,280 | 78,110 | 92,912 | 111,373 | 130,781 |
| %总资产 | 89.2% | 90.7% | 92.5% | 94.1% | 95.2% |
| 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% | 4.8% | 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% | 7.5% | 5.9% | 4.8% |
| 资产总计 | 70,923 | 86,094 | 100,407 | 118,380 | 137,341 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 10,757 | 12,858 | 15,930 | 20,468 | 23,614 |
| 其他流动负债 | 5,211 | 7,849 | 7,849 | 7,849 | 7,849 |
| 流动负债 | 15,968 | 20,708 | 23,779 | 28,318 | 31,463 |
| 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 | 24,046 | 28,585 | 31,730 |
| 普通股股东权益 | 53,334 | 63,487 | 73,881 | 86,303 | 100,927 |
| 少数股东权益 | 1,340 | 1,632 | 2,479 | 3,491 | 4,683 |
| 负债股东权益合计 | 70,923 | 86,094 | 100,407 | 118,380 | 137,341 |

| 比率分析 | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 (元) | 2.49 | 3.45 | 4.46 | 5.33 | 6.28 |
| 每股净资产 (元) | 13.74 | 16.36 | 19.03 | 22.23 | 26.00 |
| 每股经营现金净流 (元) | 2.52 | 3.17 | 4.22 | 5.15 | 5.89 |
| 每股股利 (元) | 1.30 | 1.30 | 1.79 | 2.13 | 2.51 |
| 回报率 | | | | | |
| 净资产收益率 | 18.14% | 21.08% | 23.45% | 23.99% | 24.15% |
| 总资产收益率 | 14.22% | 16.31% | 18.10% | 18.34% | 18.61% |
| 投入资本收益率 | 73.49% | 100.26% | 115.77% | 130.33% | 146.15% |
| 增长率 | | | | | |
| 营业总收入增长率 | 22.99% | 32.61% | 24.83% | 18.16% | 16.52% |
| EBIT增长率 | 46.50% | 41.87% | 32.03% | 20.10% | 18.23% |
| 净利润增长率 | 42.58% | 38.36% | 29.43% | 19.51% | 17.73% |
| 总资产增长率 | 14.07% | 21.39% | 16.62% | 17.90% | 16.02% |
| 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 | 94.3 | 92.1 | 90.5 |
| 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 | 36.3 | 27.9 | 21.5 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -89.55% | -90.99% | -94.11% | -95.67% | -125.00% |
| EBIT利息保障倍数 | -13.9 | -16.2 | -26.8 | -30.9 | -35.2 |
| 资产负债率 | 22.91% | 24.36% | 23.95% | 24.15% | 23.10% |

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。