

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年09月23日
市场数据

目前股价	219.32
总市值（亿元）	8,513.14
流通市值（亿元）	8,324.97
总股本（万股）	388,161
流通股本（万股）	379,581
12个月最高/最低	246.70/97.32

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

分析师：何长天 S1070520040001

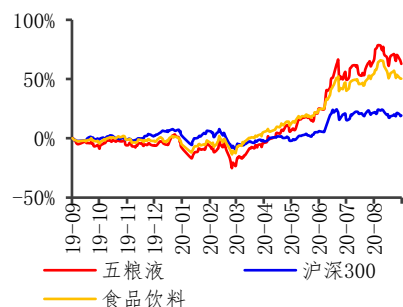
☎ 021-31829697

✉ hechangtian@cgws.com

联系人（研究助理）：董影 S1070120050027

☎ 021-31829852

✉ dongyingyjs@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<五粮液提价确定性的三个内在逻辑>>

2020-09-10

<<坚定看好名酒全国化进程中的高档酒龙头>> 2020-09-04

<<领衔高档酒半年报增速，下半年看点十足>> 2020-08-28

新品发布凸显高端战略，有望实现戴维斯双击

——五粮液（000858）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	40030	50118	57736	66974	77087
(+/-%)	32.6%	25.2%	15.2%	16.0%	15.1%
净利润（百万元）	13384	17402	20762	25478	30051
(+/-%)	38.4%	30.0%	19.3%	22.7%	18.0%
摊薄 EPS（元/股）	3.45	4.48	5.35	6.56	7.74
PE	64	49	41	33	28

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事项：**9月23日，五粮液将于上海举办以“传承经典致敬美好生活”为主题的“五粮液经典之夜·新品发布会”，高端新品“经典五粮液”将进一步推进五粮液“1+3”产品结构战略的实施，满足消费者多样化的消费需求。
- “高端”战略持续凸显，带动吨价持续上涨：**复盘2019年五粮液推出第八代普五，终端价高第七代100元，推动2019年五粮液全年实现营收501.18亿元，平均吨酒价为27.99万，受益于第八代普五的提价，五粮液2019年吨价同比大幅增长42%。“经典五粮液”的发布，承载着五粮液不断拉升“品质”和“品牌”的高端战略，预计从产业发展角度，将为高品质白酒正本清源，促进产业良性发展；从公司发展角度，将进一步完善五粮液高端市场白酒价格布局，挖掘市场和利润提升空间，进一步提升整体利润率。当前公司市值突破8500亿元，在新产品带来的利润红利推动下，预计公司每股收益将继续拉升，同时带动公司估值提升，在市场预期与估值的双倍效应下或将实现戴维斯双击，进一步助力公司实现8500亿市值后的继续上涨，创造新的增长极。
- 推动品牌价值回归，挖掘经销渠道活力：**（1）从品牌价值和消费者需求来看，据Brand Finance发布的《2020全球烈酒品牌价值50强》显示，五粮液以208.72亿美元的品牌价值，位列全球第二，仅次于茅台。品牌价值较去年增长48.34亿美元，增幅30.1%，为该榜单前10名中增长最快品牌。此次推出的“经典五粮液”新品将继续传递五粮液极致酿造的工匠精神与品牌内涵，持续完善高端产品布局，着力构建高端白酒市场新动能，推动品牌价值回归，为消费者提供更加丰富、更高品质的购买选择，满足其日益增长的消费需求。（2）从渠道方面来看，新高端产品的加入将会在长期支撑价格继续上行，赋予渠道和经销商更多的利润空间，激发经销商的渠道销售活力，提升渠道销售宽度与深度，进一步推动市场需求扩容。
- 投资建议：**由于团购发力，全国化进程明显，且动销逐渐升温，我们预测

2020-2022 年收入为 577、670、771 亿元，2020-2022 年净利润为 208、255、301 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 5.35、6.56、7.74 元/股，当前股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 41/33/28 倍，基于行业集中度提高，高档酒行业壁垒带来头部企业的增速保证，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**疫情对销售影响较大，终端消费需求疲软；价格走势不如预期；利润率提升不如预期；食品安全问题。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40030.19	50118.11	57736.06	66973.83	77086.88	成长性					
营业成本	10486.78	12802.26	14549.49	16073.72	18115.42	营业收入增长	32.6%	25.2%	15.2%	16.0%	15.1%
销售费用	3778.43	4985.58	5427.19	6228.57	7091.99	营业成本增长	24.1%	22.1%	13.6%	10.5%	12.7%
管理费用	2340.50	2655.35	3060.01	3348.69	3854.34	营业利润增长	40.0%	29.5%	18.6%	23.0%	18.0%
研发费用	84.08	126.36	66.71	96.73	139.17	利润总额增长	38.9%	29.6%	19.2%	22.9%	18.0%
财务费用	-1085.01	-1430.75	-1421.87	-1660.56	-2137.05	净利润增长	38.4%	30.0%	19.3%	22.7%	18.0%
其他收益	106.23	159.71	84.04	105.05	113.76	盈利能力					
投资净收益	100.86	92.50	73.75	83.83	87.74	毛利率	73.8%	74.5%	74.8%	76.0%	76.5%
营业利润	18718.39	24245.80	28767.30	35377.23	41748.61	销售净利率	35.1%	36.4%	37.6%	39.8%	40.8%
营业外收支	-111.57	-139.79	-33.50	-66.93	-87.95	ROE	21.6%	24.0%	24.3%	24.2%	23.3%
利润总额	18606.82	24106.01	28733.80	35310.31	41660.66	ROIC	93.5%	165.8%	99.8%	166.9%	113.4%
所得税	4568.17	5877.76	7042.92	8662.48	10204.51	营运效率					
少数股东损益	654.40	826.09	929.37	1170.19	1405.25	销售费用/营业收入	9.4%	9.9%	9.4%	9.3%	9.2%
净利润	13384.25	17402.16	20761.51	25477.63	30050.90	管理费用/营业收入	5.8%	5.3%	5.3%	5.0%	5.0%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%
					(百万)	财务费用/营业收入	-2.7%	-2.9%	-2.5%	-2.5%	-2.8%
流动资产	78110.17	96626.76	108218.03	131675.42	157044.73	投资收益/营业利润	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%
货币资金	48960.05	63238.83	65141.25	89881.19	102322.49	所得税/利润总额	24.6%	24.4%	24.5%	24.5%	24.5%
应收票据及应收账款合计	16261.97	14777.60	22870.54	19676.54	29934.01	应收账款周转率	2.90	3.23	3.07	3.15	3.11
其他应收款	871.77	1248.64	1194.07	1639.48	1621.94	存货周转率	0.94	1.01	1.01	1.01	1.01
存货	11795.46	13679.62	15272.25	16712.67	19335.00	流动资产周转率	0.57	0.57	0.56	0.56	0.53
非流动资产	7984.10	9770.21	10822.16	11926.50	12984.27	总资产周转率	0.51	0.52	0.51	0.51	0.49
固定资产	5262.16	6108.75	7122.36	8160.31	9088.11	偿债能力					
资产总计	86094.27	106396.97	119040.19	143601.92	170029.00	资产负债率	24.4%	28.5%	25.0%	23.4%	20.7%
流动负债	20707.82	30034.60	29526.48	33359.83	34856.71	流动比率	3.77	3.22	3.67	3.95	4.51
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.19	2.64	3.02	3.33	3.84
应付款项	3566.29	3677.16	5409.10	4131.21	6893.41	每股指标 (元)					
非流动负债	267.01	266.33	266.33	266.33	266.33	EPS	3.45	4.48	5.35	6.56	7.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	16.36	19.14	22.29	27.33	33.39
负债合计	20974.83	30300.92	29792.80	33626.16	35123.04	每股经营现金流	2.96	5.67	2.73	7.92	4.79
股东权益	65119.44	76096.05	89247.39	109975.76	134905.96	每股经营现金/EPS	0.86	1.26	0.51	1.21	0.62
股本	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	估值					
留存收益	56923.01	67726.45	78585.92	91955.05	107829.44	PE	63.61	48.92	41.00	33.41	28.33
少数股东权益	1632.17	1805.35	2734.72	3904.91	5310.16	PEG	2.13	1.31	1.41	1.40	1.42
负债和权益总计	86094.27	106396.97	119040.19	143601.92	170029.00	PB	13.41	11.46	9.84	8.03	6.57
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	45.44	34.81	28.80	22.71	19.06
经营活动现金流	12317.36	23112.07	10592.45	30740.66	18609.99	EV/SALES	20.09	15.77	13.67	11.43	9.79
其中营运资本减少	-1722.44	5088.97	-10196.96	5115.91	-11431.13	EV/IC	12.61	10.60	9.09	7.20	5.81
投资活动现金流	-331.56	-1616.40	-1572.35	-1741.83	-1779.79	ROIC/WACC	8.84	15.67	9.43	15.77	10.71
其中资本支出	381.38	1698.66	884.26	920.29	870.34	REP	1.43	0.68	0.96	0.46	0.54
融资活动现金流	-3617.92	-7251.65	-7117.67	-4258.89	-4388.90						
净现金总变化	8368.25	14244.08	1902.43	24739.94	12441.30						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>