

食品饮料/必需消费

五粮液 (000858)

## 扶商、服商、赢得商心

	瞿猛 (分析师)	马铮 (分析师)
	021-38676442	0755-23976601
	zimeng@gjjas.com	mazheng@gjjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880518080001

## 本报告导读:

近日五品部对营销战区发布工作通知, 细化扶商政策, 服务经销商的执行力显著提升, 2020年批价稳中有升、品牌力进一步拉升值得期待,

## 投资要点:

**投资建议:** 疫情之下五粮液服务经销商的执行力显著提升, 2020年批价稳中有升、品牌力进一步拉升值得期待。五品部发布《关于精准施策、不搞一刀切, 切实做好近期市场重点工作通知》, 重点抓好市场调研与分析、优化计划配额、加快市场费用核报、及时兑现终端积分奖励、切实加强客户服务等, 以更加积极的态度切实解决商家问题。维持 2019-21 年 EPS 至 4.47、5.38、6.47 元, 目标价 163 元, 对应 2020 年 30X PE, 增持评级。

**厂、商共克时艰是时代趋势, 长期思维最终收获人心。** 存量市场、品牌集中, 结构性繁荣是白酒行业的发展趋势, 酒厂更加看重品牌价值的持续提升和优质经销商的长期合作, 压货回款、完成目标的短期思维正在转向长期。扶植经销商具体即是服务经销商, 最终收获人心。

**执行力提升是五粮液“二次创业”红利的再次释放。** 2019 年五粮液通过一系列改革措施效果初现, 能否进一步拉升品牌力, 凝聚渠道力, 关键在于执行。疫情之下, 经销商最需要的是现金流支持, 具体起来无非是减少压货、减少占款、加快报销、及时兑现奖励。五粮液考虑周全并且以更加积极的态度做出应对。

**薄弱环节逆势加强, 五粮液改革提速。** 虽然五粮液的改革已初步赢得商家认可, 但信任建立并非一朝一夕, 经销商日常反馈的费用报销慢、奖励兑现不及时等问题经常横在厂、商中间。因此, 五粮液的应对为行业做出了表率, 加强客户服务不是口号, 在疫情影响下更应该“切实的执行”。

**风险提示:** 疫情持续扩散带来的系统性风险; 政策执行失当的经营风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,187	40,030	50,009	59,117	70,064
(+/-)%	23%	33%	25%	18%	19%
经营利润 (EBIT)	12,348	17,432	22,947	27,636	33,288
(+/-)%	46%	41%	32%	20%	20%
净利润 (归母)	9,674	13,384	17,354	20,880	25,120
(+/-)%	43%	38%	30%	20%	20%
每股净收益 (元)	2.49	3.45	4.47	5.38	6.47
每股股利 (元)	1.33	1.80	2.19	2.58	3.04

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	40.9%	43.5%	45.9%	46.7%	47.5%
净资产收益率 (%)	18.1%	21.1%	24.0%	25.1%	26.0%
投入资本回报率 (%)	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%	28.0%
EV/EBITDA	20.36	8.25	19.82	16.11	12.97
市盈率	49.53	35.80	27.61	22.95	19.07
股息率 (%)	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%	2.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 163.00

上次预测: 163.00

当前价格: 123.43

2020.02.16

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	66.07-143.10
总市值 (百万元)	479,107
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,882/3,796
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	21.67
日均成交值 (百万元)	2783.07

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	69,432
每股净资产	17.89
市净率	6.9
净负债率	-81.31%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	1.28	1.67
Q2	0.55	0.74
Q3	0.61	0.83
Q4	1.00	1.23
全年	3.45	4.47

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-11%	-8%	89%
相对指数	-10%	-20%	55%

## 相关报告

《改革提速, 共克时艰》2020.02.12

《2019 成功收官, 2020 后劲十足》2019.12.23

《业绩加速超预期, 回款及现金流表现突出》2019.10.31

《业绩增长强劲, 中秋放量稳价可期》2019.08.31

《上半年平稳落地, 备战中秋成功可期》2019.08.06

模型更新时间: 2020.02.16

股票研究

必需消费  
食品饮料

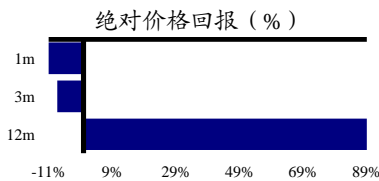
五粮液 (000858)

**评级:** 增持  
上次评级: 增持  
**目标价格:** 163.00  
上次预测: 163.00  
**当前价格:** 123.43

公司网址  
www.wuliangye.com.cn

公司简介

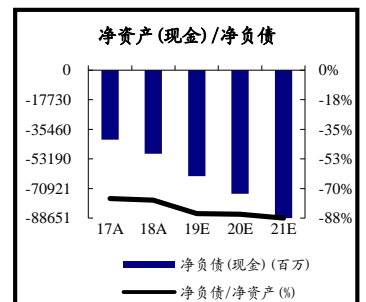
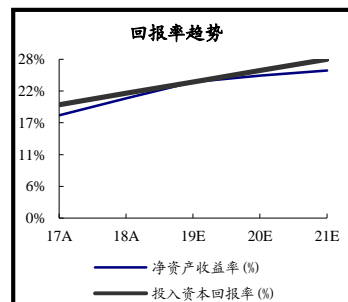
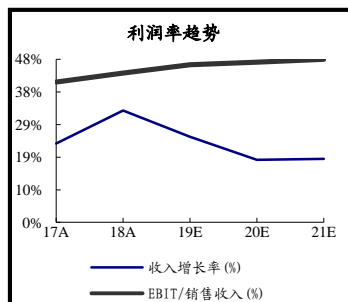
公司是以五粮液及其系列酒的生产、销售为主要产业,同时生产经营精密塑胶制品、大中小高精尖注射和冲压模具现代制造产业,以及生物工程为发展产业,药业工业、印刷业、电子器件产业、物流运输和相关的服务业的具有深厚企业文化的现代化企业集团。  
公司现已系统研制开发了五粮春、五粮神、五粮醇等几十种不同档次、不同口味,满足不同区域、不同文化背景、不同层次消费者需求的系列产品。



52 周价格范围 66.07-143.10  
市值 (百万) 479,107

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	30,187	40,030	50,009	59,117	70,064
营业成本	8,450	10,487	12,584	15,101	17,366
税金及附加	3,495	5,908	7,381	8,276	9,809
销售费用	3,625	3,778	4,501	5,025	5,955
管理费用	2,191	2,340	2,500	2,956	3,503
EBIT	12,348	17,432	22,947	27,636	33,288
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	68	101	0	0	0
财务费用	-891	-1,085	-1,104	-1,326	-1,558
营业利润	13,375	18,718	24,051	28,962	34,846
所得税	3,306	4,568	5,911	7,120	8,564
少数股东损益	412	654	787	962	1,163
归母净利润	9,674	13,384	17,354	20,880	25,120
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	40,592	48,960	61,483	71,124	84,695
其他流动资产	22,688	29,150	30,230	37,251	43,195
长期投资	863	919	919	919	919
固定资产合计	5,293	5,262	5,262	5,262	5,262
无形及其他资产	1,487	1,802	1,884	1,947	2,019
资产合计	70,923	86,094	99,779	116,503	136,091
流动负债	15,968	20,708	24,751	29,635	34,740
非流动负债	280	267	267	267	267
股东权益	54,674	65,119	74,760	86,602	101,084
投入资本(IC)	14,081	16,158	13,276	15,477	16,388
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	9300	13152	17308	20841	25107
折旧与摊销	550	563	0	0	0
流动资金增量	569	1,722	-2,964	2,138	839
资本支出	-201	-376	-81	-63	-72
自由现金流	10,218	15,062	14,262	22,916	25,874
经营现金流	9,766	12,317	21,105	19,704	25,443
投资现金流	-201	-332	-81	-63	-72
融资现金流	-3,639	-3,618	-8,500	-10,000	-11,800
现金流净增加额	5,926	8,368	12,523	9,640	13,571
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	23.0%	32.6%	24.9%	18.2%	18.5%
EBIT 增长率	46.1%	41.2%	31.6%	20.4%	20.5%
净利润增长率	42.6%	38.4%	29.7%	20.3%	20.3%
利润率					
毛利率	72.0%	73.8%	74.8%	74.5%	75.2%
EBIT 率	40.9%	43.5%	45.9%	46.7%	47.5%
归母净利润率	32.0%	33.4%	34.7%	35.3%	35.9%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	18.1%	21.1%	24.0%	25.1%	26.0%
总资产收益率(ROA)	13.6%	15.5%	17.4%	17.9%	18.5%
投入资本回报率(ROIC)	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%	28.0%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	428	389	376	389	384
应收账款周转天数	127	126	117	122	121
总资产周转天数	805	716	678	668	658
净利润现金含量	101.0%	92.0%	121.6%	94.4%	101.3%
资本支出/收入	0.7%	0.9%	0.2%	0.1%	0.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.9%	24.4%	25.1%	25.7%	25.7%
净负债率	-76.1%	-77.1%	-85.0%	-85.5%	-87.7%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	49.53	35.80	27.61	22.95	19.07
PB	5.81	3.11	7.14	6.20	5.35
EV/EBITDA	20.36	8.25	19.82	16.11	12.97
P/S	15.52	11.97	9.58	8.10	6.84
股息率	1.1%	1.5%	1.8%	2.1%	2.5%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		