

**证券研究报告| 公司点评报告**

**日用消费 | 白酒**

目标估值：117 元

当前股价：102.27 元

**2019 年04 月28 日**

**强势开局奠基，唯待改革添力**

**一季度收入利润符合乐观预期，开门红顺利达成，现金流靓丽，备足余量。**

公司 19Q1 收入 175.9 亿元，归母净利润 64.8 亿元，分别同比增长 26.6%和

30.3%，符合市场乐观预期，开门红顺利达成。现金流情况靓丽，一季度销售回款 177.0 亿元，同比高增 69.9%，应收票据 158.9 亿元，同比基本持平。预收账款 48.5 亿元，同比下降 15.9%，草根调研反馈，与去年按照全年计划打款政策不同，公司今年年初要求经销商仅按照 1-5 月份计划打款，6 月份以后的新品五粮液由于尚未分配好各家额度，经销商尚未开始打款，即使如此， 预收账款仍维持高位，为年内新品推出、改革推进备足余量。一季度经营性 净现金流/净利润高达 122.4%，现金流质量较高。

**高端产品放量驱动毛利率提升，费用率维持平稳。**19Q1 毛利率 75.8%，同比提升 2.6pcts，由于收藏版一季度仍未发货（提价至 859 元），预计仍系五粮液系列放量驱动为主。销售费用12.7 亿元，同比增长27%，销售费用率13.9%，同比基本持平，预计后续营销改革深化，销售团队人员到位后，销售费用率将稳中略升，管理费用率 4.5%（还原研发费用科目调整口径），同比略升

0.2pct，净利率升至 36.8%。

**营销改革厉行推进，新品有望实现顺价销售，静待改革红利持续释放。**糖酒会后，公司营销改革连续强力推进，**（1）系列政策配套出台，厉行推进普五批价回升，有望推动新品顺价销售。**在控制发货背景下，4 月以来五粮液批价

加速上升至 850 元左右，我们认为以五粮液品牌实力，在千元之内提价能否顺利，更多是取决于渠道而非消费者，公司年初提出的控盘分利方案切中改

革要点，经销商返利的全面取消将有助于减少低价甩货的现象，提价后的顺价销售概率明显提升。**（2）系列酒年内分类分批清理系列酒方案出台。**年内

分类分步推进整改和清退工作已给出时间表，围绕“4+4”彻底重塑清晰的品牌和产品结构。**（3）全国公开招聘市场业务人员，团队搭建加速营销改革落地。**

公司近期下发全国公开招聘市场营销业务人员公告，拟对标一线高薪酒企标准招聘战区及基层团队人员。当前改革进入落地关键期，管理层推进雷厉风行，顺利落地值得期待，为后续新品顺价、量价均衡提供保障。

**投资建议：开门红奠基全年，改革有望再添力，上调目标价至 117 元，重申**

**强烈推荐。**我们 3 月以来连续发布报告分析并强调五粮液改革推进加速，及

业绩预期有望上调的潜力，在近期改革政策落地及一季报均得到验证，唯期待改革红利能够持续释放，实现新品顺价、量价均衡。我们暂维持 19-20 年

EPS 预测 4.24、5.08 元，在公司改革持续深化背景下，估值折价有望改善， 给予 20 年 23 倍PE，给予 20 年 23 倍 PE，上调目标价至 117 元，重申强烈推荐。

**风险提示：竞品放量影响、提价不达预期、整体需求不达预期。**

❑

❑

❑

❑

❑

敬请阅读末页的重要说明

公司一季度收入利润符合乐观预期，19 年开门红顺利达成，现金流靓丽，受打款

政策改变影响，预收账款同比略降，报表质量优异，改革过程中余量充足。公司年初控盘分利切中改革要点，提价后顺价销售概率高，当前进入改革落地关键时间点，期待公司强化团队执行力，更大程度释放改革红利。暂维持 19-20 年EPS 预测 4.24、5.08 元，在公司改革持续深化背景下，估值折价有望改善，给予 20 年 23 倍PE，上调目标价至 117 元，重申“强烈推荐-A”投资评级。

**基础数据**

上证综指 3086

总股本（万股） 388161

已上市流通股（万股） 379577

总市值（亿元） 3970

流通市值（亿元） 3882

每股净资产（MRQ） 18.0

ROE（TTM） 21.3

资产负债率 %

主要股东 宜宾市国有资产经营

主要股东持股比例 35.21%

**股价表现**

% 1m 6m 12m

绝对表现 23 87 44

相对表现 18 64 40

(%) 五粮液 沪深300

60

40

20

0

-20

-40

Mar/18 Jul/18 Nov/18 Mar/19 资料来源：贝格数据、招商证券 **相关报告**

1、《五粮液（000858）：春华望秋实岁物待丰成—18 年年报点评暨 19 春糖见闻之二》2019-03-28

2、《五粮液（000858）—营销改革落地，普五蓄势提价》2019-03-04

3、《五粮液（000858）—来年目标积极，期待改革加速》2018-12-21

**杨勇胜**

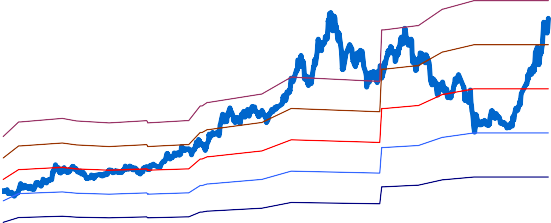
021-68407562

[yangys5@cmschina.com.cn](mailto:yangys5@cmschina.com.cn) S1090514060001

**欧阳予**[ouyangyu@cmschina.com.cn](mailto:ouyangyu@cmschina.com.cn) S1090519040003

**强烈推荐-A（维持）**

**五粮液** 000858.SZ



**公司研究**

**表 1、五粮液单季度利润表**

资料来源：公司报表

**图 1：五粮液历史 PE Band**

**图 2：五粮液历史 PB Band**

(元)

(元)

100

90

80

70

60

50

40

30

20

10

100

30x 25x

20x

90

80

70

60

50

40

30

20

10

0

6.4x

5.7x

4.9x

4.2x

3.5x

15x

10x

0

Mar/16

Sep/16 Mar/17 Sep/17

Mar/18 Sep/18

Mar/16

Sep/16 Mar/17 Sep/17

Mar/18 Sep/18

资料来源：贝格数据、招商证券

资料来源：贝格数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

**Page 2**

**单位：百万元**

**17Q2 17Q3 17Q4 18Q1 18Q2 18Q3 18Q4 19Q1**

**2017 2018**

一、营业总收入

二、营业总成本 其中：营业成本营业税金及附加营业费用

管理费用研发费用财务费用

资产减值损失 三、其他经营收益

公允价值变动收益投资收益

其他收益

资产处置收益四、营业利润 加：营业外收入减：营业外支出五、利润总额 减：所得税

六、净利润

减：少数股东损益

七、归属母公司所有者

5462 6356 8209 13898 7524 7829 10780 17590

3462 3670 4603 7014 4645 4523 5342 8432

1435 1922 2100 3726 2093 1941 2727 4260

667 902 1164 1955 1072 1373 1509 2453

1078 522 929 1003 1153 921 701 1274

492 537 656 595 587 532 667 777

23 21 22

(211) (212) (251) (264) (262) (268) (291) (353)

1 0 4 0 3 0 8 0

22 0 120 10 57 16 129 25

0 0 0 0 0 0 0 0

22 0 46 0 50 0 51 0

70 10 8 16 72 24

4 (0) (0) (0) 6 0

2023 2686 3726 6894 2936 3322 5567 9183

29 19 (22) 15 37 23 (31) 5

9 6 8 5 21 10 119 115

2043 2698 3697 6903 2952 3335 5416 9073

593 623 876 1689 702 835 1341 2261

1451 2075 2821 5214 2250 2500 4075 6812

72 82 112 243 111 115 185 337

1378 1993 2709 4971 2139 2384 3890 6475

30187 40030

16954 21524

8450 10487

3495 5908

3625 3778

2269 2340

0 84

(891) (1085)

6 11

142 212

0 0

68 101

70 106

4 5

13375 18718

45 44

28 155

13392 18607

3306 4568

10086 14039

412 654

9674 13384

EPS

0.36 0.53 0.71 1.31 0.55 0.61 1.00 1.67

2.55 3.47

**主要比率**

毛利率

主营税金率营业费率 管理费率 营业利润率实际税率 净 利 率 **YoY**

收入增长率

营业利润增长率净利润增长率

73.7% 69.8% 74.4% 73.2% 72.2% 75.2% 74.7% 75.8%

12.2% 14.2% 14.2% 14.1% 14.2% 17.5% 14.0% 13.9%

19.7% 8.2% 11.3% 7.2% 15.3% 11.8% 6.5% 7.2%

9.0% 8.4% 8.0% 4.3% 7.8% 7.1% 6.4% 4.5%

37.0% 42.3% 45.4% 49.6% 39.0% 42.4% 51.6% 52.2%

29.0% 23.1% 23.7% 24.5% 23.8% 25.0% 24.8% 24.9%

25.2% 31.4% 33.0% 35.8% 28.4% 30.5% 36.1% 36.8%

23.3% 43.0% 19.9% 36.8% 37.7% 23.2% 31.3% 26.6%

52.1% 61.5% 63.3% 39.6% 45.1% 23.7% 49.4% 33.2%

40.1% 64.1% 60.9% 38.3% 55.2% 19.6% 43.6% 30.3%

72.0% 73.8%

11.6% 14.8%

12.0% 9.4%

7.5% 6.1%

44.3% 46.8%

24.7% 24.6%

32.0% 33.4%

23.0% 32.6%

44.8% 40.0%

42.6% 38.4%



**公司研究**

**参考报告：**

1、《五粮液（000858）：春华望秋实，岁物待丰成—18 年年报点评暨 19 春糖见闻之

二》2019-03-28

2、《五粮液（000858）—营销改革落地，普五蓄势提价》2019-03-04

3、《五粮液（000858）—来年目标积极，期待改革加速》2018-12-21

4、《五粮液（000858）—收入稳健增长，期待改革加码》2018-10-29

5、《五粮液（000858）—报表再度高增，静待改革深化》2018-08-28

6、《五粮液（000858）—改革攻坚，戮力前行》2018-06-12

7、《五粮液（000858）—改革红利释放，高增长可看全年》2018-04-30

8、《五粮液（000858）—2018 年春季糖酒会见闻录之二》2018-04-01

9、《五粮液（000858）—估值折价之谜》2017-05-29

再次建议阅读本篇五粮液深度报告，详细阐述造成五粮液估值折价的四大因素，以及当前五粮液各项改革措施，并对五粮液做远景展望及投资建议。

敬请阅读末页的重要说明

**Page 3**



**公司研究**

附：财务预测表

**资产负债表**

**利润表**

**流动资产**

现金

交易性投资应收票据 应收款项 其它应收款存货

其他

**非流动资产**

长期股权投资固定资产

无形资产其他

**资产总计**

63280

40592

0

11188

110

21

10558

78110

48960

0

16135

127

0

11795

91281

58359

0

18178

278

45

13316

104921

68199

0

20445

322

51

14660

121036

79644

0

23091

373

60

16451

**营业收入**

营业成本

营业税金及附加营业费用

管理费用财务费用

资产减值损失公允价值变动收益投资收益

**营业利润**

营业外收入营业外支出

**利润总额**所得税

净利润

少数股东损益**归属于母公司净利润EPS（元）**

30187

8450

3495

3625

2269

(891)

6

0

68

40030

10487

5908

3778

2340

(1085)

11

0

101

47837

11860

6936

4994

2535

(1073)

5

0

80

55257

13057

8012

5768

2763

(1266)

5

0

100

64141

14652

9301

6824

3207

(1700)

5

0

100

811 1093 1105 1244 1417

7643

863

5293

399

7984

919

5261

413

7013

868

5178

371

6882

868

5102

334

6765

868

5033

301

13375 18718 22544 26979 31893

45

28

44

155

90

40

90

40

90

40

1088 1391 595 578 563

13392 18607 22594 27029 31943

**70923**

**86094**

**98293**

**111803**

**127801**

3306

10086

412

4568

14039

654

5557

17036

596

6577

20452

716

7777

24166

846

**流动负债**

短期借款应付账款预收账款其他

**长期负债** 长期借款其他

**负债合计**

15968

0

3138

4646

20708

0

3152

6707

22586

0

1329

7585

23863

0

1464

8351

25564

0

1642

9371

9674 13384 16440 19736 23320

2.55

3.45

4.24

5.08

6.01

8184 10849 13672 14049 14551

**主要财务比率**

280

0

280

**16248**

267

0

267

**20975**

151

0

151

**22737**

151

0

151

**24014**

151

0

151

**25715**

**年成长率**

营业收入营业利润净利润

**获利能力**毛利率净利率

ROE ROIC

偿债能力

资产负债率净负债比率流动比率 速动比率

营运能力

资产周转率存货周转率

应收帐款周转率应付帐款周转率每股资料（元）

每股收益

每股经营现金每股净资产 每股股利

估值比率PE PB

EV/EBITDA

23%

45%

33%

40%

20%

20%

16%

20%

16%

18%

股本

资本公积金留存收益

少数股东权益归属于母公司所有者权益**负债及权益合计**

3796

953

48585

1340

3882

2683

56923

1632

3882

2683

66764

2228

3882

2683

78281

2944

3882

2683

91732

3790

43% 38% 23% 20% 18%

72.0%

32.0%

18.1%

73.8%

33.4%

21.1%

75.2%

34.4%

22.4%

76.4%

35.7%

23.3%

77.2%

36.4%

23.7%

53334 63487 73328 84845 98297

**70923**

**86094**

**98293**

**111803**

**127801**

17.2% 20.4% 21.4% 22.1% 22.4%

**现金流量表**

22.9%

0.0%

4.0

24.4%

0.0%

3.8

23.1%

0.0%

4.0

21.5%

0.0%

4.4

20.1%

0.0%

4.7

**经营活动现金流**

净 利 润 折旧摊销财务费用投资收益

营运资金变动其它

**投资活动现金流**资本支出

其他投资

**筹资活动现金流**借款变动

普通股增加 资本公积增加股利分配

其他

**现金净增加额**

9766

9674

550

(891)

(68)

150

12317

13384

563

(1085)

(101)

(907)

14905

16440

547

(1073)

(80)

(1911)

17095

19736

531

(1266)

(100)

(2526)

19913

23320

517

(1700)

(100)

(2973)

3.3 3.2 3.5 3.8 4.1

0.4

0.9

277.9

0.5

0.9

337.9

0.5

0.9

235.8

0.5

0.9

184.2

0.5

0.9

184.6

350 462 982 718 849

(201)

(216)

(332)

(381)

56

(400)

(400)

(400)

(400)

(400)

3.2 3.3 5.3 9.3 9.4

15 50 456 0 0

2.55

2.57

14.05

3.45

3.17

16.36

4.24

3.84

18.89

5.08

4.40

21.86

6.01

5.13

25.32

(3639)

(1181)

0

0

(3416)

(3618)

(1734)

86

1729

(4871)

(5562)

0

0

0

(6599)

(6854)

0

0

0

(8220)

(8068)

0

0

0

(9868)

1.28 1.70 2.12 2.54 3.00

40.1

7.3

27.7

29.7

6.3

19.8

24.1

5.4

16.3

20.1

4.7

13.7

17.0

4.0

11.7

958 1173 1037 1366 1800

5926

8368

9399

9840

11445

敬请阅读末页的重要说明

**Page 4**

单位：百万元 **2017 2018 2019E 2020E 2021E**

**2017 2018 2019E 2020E 2021E**

单位：百万元 **2017 2018 2019E 2020E 2021E**

单位：百万元 **2017 2018 2019E 2020E 2021E**



**公司研究**

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**杨勇胜：**食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，

14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

**欧阳予：**浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

**于佳琦：**南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

**李泽明：**四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜

《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018

年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

**公司短期评级**

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准： 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性： 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 回避： 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

**公司长期评级**

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平**行业投资评级**

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准： 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

**Page 5**