

五粮液财务分析报告

摘要：本文分为三部分来分析五粮液公司。第一部分是五粮液公司简介，主要介绍了公司基本信息以及股权结构，公司结构稳定，股权收益绑定员工和经销商利益，有效激发内部动力。第二个部分是公司基本面分析，包括财务报表分析、白酒行业趋势分析、五粮液产品和市场分析三个内容，从偿债能力、营运能力、盈利能力、投资收益指标分析、杜邦财务分析等维度来分析财务报表，可以看出公司可持续经营能力增强，盈利能力和主营获利能力处于稳定增长的水平；受疫情影响有限，酒企渠道应对积极，五粮液市场份额基本稳定，八代经典五粮液成功换代，且通过二次创业战略，专卖店升级、数字化转型、扩大营销，看好公司前景。第三个部分是盈利预测和股票估值，通过 DCF 估值模型，得到五粮液股权价值为 665409 元，每股价值为 171.4 元。而截止当前(20200611)股价为 162 元，所以综合来看，对投资者的投资建议是：给予“买入”评级。

一、五粮液公司简介

1.1 公司基本信息

宜宾五粮液股份有限公司 1998 年 4 月 27 日在深圳 A 股上市（股票代码 000858，股票简称：五粮液），是兼具浓香、酱香、兼香型白酒规模化生产及果酒产品生产能力的龙头企业，主要产品为“五粮液”及其系列白酒，为中国“八大名酒”之一。公司注册资本 38.82 亿元；公司法定代表人：曾从钦；注册地址：四川省宜宾市岷江西路 150 号；公司经营范围为：酒类产品及相关辅助产品（瓶盖、商标、标识及包装制品）的生产经营。

五粮液公司是四川省宜宾五粮液集团有限公司（以下简称五粮液集团）的核心子公司。五粮液集团的前身是 20 世纪 50 年代的“宜宾五粮液酒厂”，此后的 40 多年间进行了五次大扩建，1998 年改制为五粮液集团，目前已发展成以五粮液及其系列酒的生产经营为主，现代制造业、现代工业包装、光电玻璃、现代物流、橡胶制品、现代制药等产业多元发展的特大型现代企业集团。

1.2 股权结构

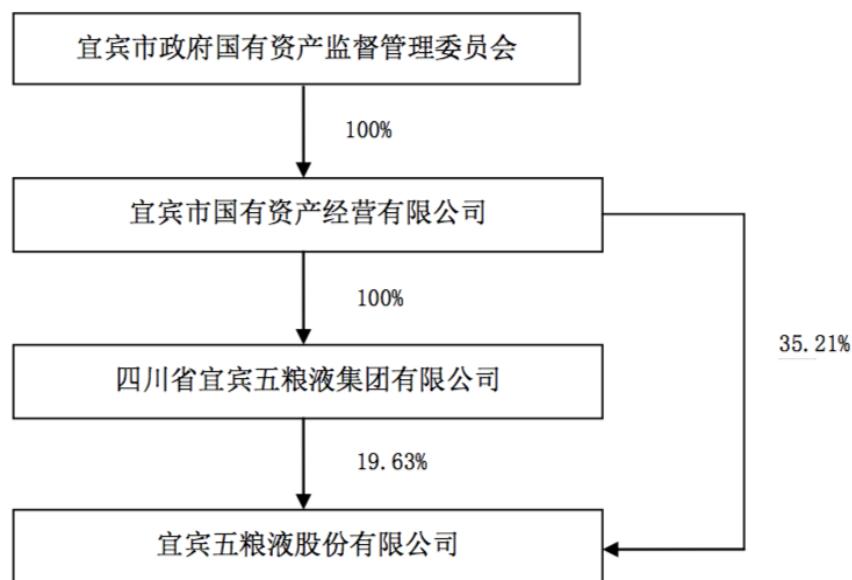
截至 2019 年 12 月 31 日，公司总股本为 3,881,608,005 万股，其中非限售流动 A 股 3,795,770,918 万股，占 97.79%，境内自然人持有的限售 A 股 85,837,087 万股，占 2.21%，公司前十大股东持股情况如图表1所示。

序号	股东名称	持股数量	占比
1	宜宾市国有资产经营有限公司	1,366,548,020	35.21%
2	四川省宜宾五粮液集团有限公司	761,823,343	19.63%
3	香港中央结算有限公司	335,547,084	8.65%
4	中国证券金融股份有限公司	92,385,936	2.38%
5	中央汇金资产管理有限责任公司	40,192,100	1.04%
6	中国人寿保险股份有限公司 - 传统 - 普通保险产品 -005L-CT001 深	33,683,218	0.87%
7	中国农业银行股份有限公司 - 易方达消费行业股票型证券投资基金	14,772,807	0.38%
8	中国银行股份有限公司 - 易方达中小盘混合型证券投资基金	12,800,000	0.33%
9	中国银行股份有限公司 - 招商中证白酒指数分级证券投资基金	11,425,051	0.29%
10	中国工商银行股份有限公司 - 景顺长城新兴成长混合型证券投资基金	10,303,601	0.27%
	合计	2,679,481,160	69.04%

图表1：五粮液公司前十大股东及持股情况表（资料来源：根据五粮液 2019 年度报告整理）

五粮液股份公司属国有控股性质，宜宾市国资委控股，股权结构稳定，通过定增计划绑定渠道及员工利益，公司与实际控制人之间的产权及控制关系见图表 2。五粮液控股股东为宜宾市国有资产经营有限公司，实际控制人为宜宾市政府国有资产监督管理委员会。为激发内部动力，公司于

2015 年 9 月公司启动非公开发行，总募资 18.5 亿元，2018 年 4 月非公开发行完成。定增计划最终按 21.64 元/股发行，范围覆盖 10% 员工与 23 位优秀经销商，股权收益充分绑定员工和经销商利益，有效激发内部动力。



图表 2：五粮液公司实际控制人产权及控制关系图（资料来源：五粮液 2019 年度报告）

二、基本面分析

2.1 五粮液财务报表分析

2.1.1 偿债能力

偿债能力是关系企业能否健康经营发展的关键，是反映企业财务状况和经营能力的重要标志。对公司短期偿债能力主要的分析指标是流动比率和速动比率，流动比率是指企业资产变现以偿还其债务的能力；速动比率是衡量企业流动资产中可以立即变现和直接提取，用于偿还负债的能力的指标。通常认为制造业的流动比率、速动比率的最优值分别为2和1。从图表 3 可以看出，近几年来五粮液公司的这两个指标都高于最优值，这说明五粮液账面上的资金随时可以用来支付流动负债，公司有意在保持稳定的短期偿债能力，财务风险很低。这两个指标过高是由于企业现金和存货的金额逐年升高，也说明了企业对存货的管理还待提高，也不应保留过多的现金，因为现金并不会为企业创造价值。资产负债率反映的是公司长期偿债能力，表示在公司总资产中借贷资金所占的比例。五粮液近年来的数据都显示公司有着良好的发展前景，资产负债率远低于行业平均值的50%-60%，说明公司长期偿债能力强，财务风险相对低。

	2020(1)	2019	2018	2017
流动比率(%)	4.55	3.22	3.77	3.96
速动比率(%)	3.96	2.76	3.20	3.30
资产负债率(%)	20.19	28.48	24.36	22.91

图表 3：五粮液偿债能力指标分析（数据来源：五粮液年报）

2.1.2 营运能力

营运能力是指企业资产经营和资源利用的能力，是体现企业运营状况和经营效率的重要方式。表中的四个指标表示的都是企业各类项目的运转效率。近年来，茅台的热度居高不下，但茅台的数量十分有限，大家抢不到茅台，便把视线转移到五粮液，预期五粮液会升值，便故意囤货居奇，以等待时期牟取暴利，导致五粮液的存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均处于较低水平。如图表 4所示，五粮液的总资产周转率自2017年后总体呈逐年上升的趋势，表明茅台利用资产运营的效率提高，总体运营能力在逐年提升，2020年第一季度由于受疫情的影响，总资产周转率大幅下

降，但疫情过后仍有提高趋势；对于酒类企业而言，存货周转速度并不是越快越好，存货周转率是判断白酒质量的一个可参考因素，五粮液的存货周转率远低于行业水平，可以从一定程度上证明五粮液白酒质量相对较高；五粮液的应收账款周转率远远高于同行业水平，说明企业管理运营能力非常强，企业资产流动性很高且资产质量较高，公司运营能力不断提高。

	2020(1)	2019	2018	2017
存货周转率(次)	0.36	1.01	0.94	0.85
应收账款周转率(次)	1.37	3.23	2.90	2.88
流动资产周转率(次)	0.21	0.57	0.57	0.51
总资产周转率(次)	0.19	0.52	0.51	0.45

图表 4：五粮液营运能力指标分析（数据来源：五粮液年报）

2.1.3 盈利能力

盈利能力是指企业在一定时期内获取利润的能力，是企业资本增值的能力。表 3 中的三项指标是反映企业盈利能力高低的典型指标。由图表 5 可知，五粮液近几年销售净利率、净资产收益率、销售毛利率一直呈现稳步上升的趋势，稳定的获利能力使其在行业中脱颖而出。五粮液的毛利率基本都维持在 75% 左右，因此具有相当大的盈利空间；较高的销售净利率也反映了该公司多元化战略和品牌战略实施的成功，也说明了公司的运营方式很有效，使得企业整体具有极强的盈利能力。

	2020(1)	2019	2018	2017
销售毛利率(%)	76.53	74.46	73.80	72.01
净资产收益率(%)	39.44	25.26	22.91	19.27
销售净利率(%)	39.83	36.37	35.07	33.41

图表 5：五粮液盈利能力指标分析（数据来源：五粮液年报）

2.1.4 投资收益指标分析

市盈率是指某股票每股市价与每股盈利的比率，是用来比较某公司的股价被高估或者低估的指标。制造业的安全市盈率为 20 倍，从图表 6 中可以看出五粮液的市盈率在 25-30 左右，一般来说市盈率越高，股票的盈利能力越强，风险大，但近几年五粮液市盈率变动幅度较为稳定且由于白酒行业的特殊性，其泡沫风险并不大。

市净率是指每股股价与每股净资产的比率，在 3-10 之间是一个比较合理的范围。市净率越小，说明股票的市价越接近其账面价值。由图表可知该公司股票的市价较接近其账面价值，有较高的投资价值。

每股净资产是衡量公司资本雄厚或薄弱状况的指标，该指标的数额越大，表明公司内部资本越雄厚，抵御外来因素影响和打击的能力越强。近几年来五粮液集团每股净资产变动较为稳定且逐渐增长，说明其抗打击的能力较强且具有投资价值。

	2020(1)	2019	2018	2017
市盈率	29.58	28.52	25.75	26.48
市净率	6.48	6.21	4.66	4.07
每股净资产	21.1240	19.1392	16.3559	14.0502

图表 6：五粮液投资收益指标分析（数据来源：五粮液年报）

2.1.5 综合分析：杜邦财务分析

杜邦分析是以净资产收益率为核心的财务指标，它通过财务指标内在的联系，系统、综合地分析企业的盈利水平，具有很鲜明的层次结构。从图表 7 可以看出近几年五粮液的净资产收益率和

销售净利润持续稳定增长，权益乘数相对稳定，资产周转率在 2020 年第一季度有所下降。通过对比如分析五粮液近几年的财务指标以及结合之前的偿债能力、营运能力、盈利能力和投资收益指标，可以发现五粮液的偿债能力有所加强，短期偿债能力有比较好的保障；运营能力维持稳定，存货的周转速度较慢，但由于白酒行业的特殊性，存货周转速度较慢表现为良性；现金流能力维持稳定，可持续经营能力倍加增强，盈利能力和主营获利能力处于稳定增长水平。

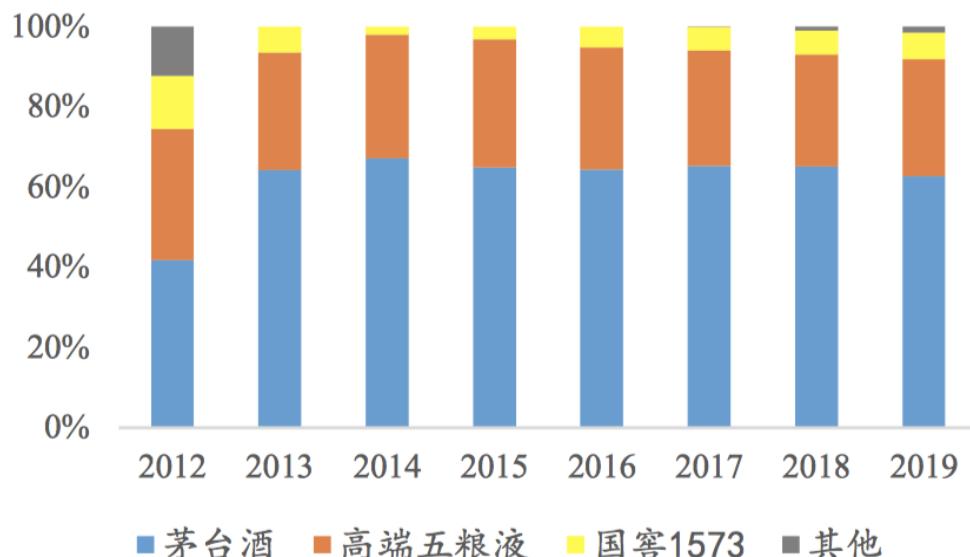
	2020(1)	2019	2018	2017
净资产收益率(%)	39.44	25.26	22.91	19.27
销售净利率(%)	39.83	36.37	35.07	33.41
资产周转率(次)	0.19	0.52	0.51	0.45
权益乘数	1.36	1.40	1.34	1.33

图表 7：五粮液杜邦财务分析（数据来源：五粮液年报）

2.2 白酒行业发展趋势分析

2.2.1 高端白酒品牌壁垒极高，格局稳定

高端白酒市场份额高度集中在前三个品牌，其中茅台市占率最高。2019 年，高端白酒市场规模约 1200 亿，茅台、五粮液、国窖 1573 市占率达到 99%，其中茅台在高端酒市场份额占比约 63%，五粮液在高端白酒市场占有份额约 29%，自 2012 年以来，五粮液市场份额基本稳定，由于高端白酒的品牌壁垒极高，因此竞争格局很难出现颠覆性变化。



图表8：五粮液在高端白酒市场占有率基本保持稳定（来源：开源证券研究所）

2.2.2 高端白酒增长确定性高，五粮液享受红利

居民消费持续升级是高端白酒扩容的基础。2013 年以来我国居民收入快速增长，平均财富水平不断增加。一方面中产阶级不断扩容，另一方面富裕阶层财富水平也持续提升。随着财富的提升，消费信心增加，消费者更多的追求高价格、高品质、能体现个人财富地位的商品。2012-2019 年，高端白酒市场规模复合增速约 10%，高端白酒作为人情往来中最能体现面子文化的部分，预计未来 5 年规模仍将保持稳定增长。



图表9：高端白酒规模持续增长（来源：国泰安数据库）

2.2.3 疫情影响有限，酒企渠道积极应对

2020年出现肺炎疫情，虽然短期白酒行业由于消费场景消失受到显著冲击，但高端酒由于商务消费占比较高，相对恢复速度更快。此外酒企和渠道承接能力强，因此从短期来看，疫情对高端酒影响相对而言较小。

而且随着宴席需求率先复苏，五粮液有望抢夺更多份额。疫情结束后白酒宴席需求将大概率出现报复性反弹，基于茅台、五粮液的硬通货属性和大流通性，疫情后白酒行业信心恢复从茅五开始，其中对于渠道商来说由于五粮液相较茅台更易进货，因此五粮液在消费逐步恢复过程中更加受益。而且五粮液在2020年已强化五粮液1618、低度五粮液的宴席定位（例如购买3件及以上39度五粮液且用于举办宴席，即可获得1瓶宴席定制收藏酒），有望通过数字化和积极、有实力的营销团队配合政策在宴席需求补偿性反弹的过程中占据先机，有望在高端宴席需求补偿性反弹过程中抢夺到更多份额。



图表10：疫情对高端酒产生的影响机理（资料来源：浙商证券研究所）

2.3 五粮液产品和市场分析

2.3.1 产品：八代经典五粮液成功换代

2019年高端酒在公司产品结构中占比约86%。2018年以来公司逐步形成主品牌“1+3”产品战略，2020年将进一步聚焦。2019年提出“1+3”“1”指核心大单品—第八代经典五粮液，“3”分别是超高端五粮液—501五粮液、80版五粮液、39度五粮液。我们认为，从2020年五粮液的整体产品策略来看，更有竞争性导向，有助于五粮液的长期发展。

2019年6月公司对高端五粮液产品中的核心单品经典五粮液进行升级换代、推出第八代经典五粮液（俗称“普五”）。八代经典五粮液较七代产品在口感、品质、包装、防伪等多面进行了全面升级。八代出厂价889元，较七代出厂价789元提升100元/瓶（第七代经典五粮液计划内出厂价739元，计划外出厂价839元，平均出厂价789元）。公司三步动作保证八代推出后具备较高的市场接受度。第一步，七代五粮液降低库存、控量保价：2019年七代五粮液在春节期间动销超预期，渠道库存持续下降至约1个月内水平，渠道库存保持低位为新品上市提供有利条件；第二步，七代收藏版限量发售：在2019年3月春糖期间推出第七代收藏版五粮液，零售价1699元。第三步，第八代普五提价、控盘分利，数字化赋能。

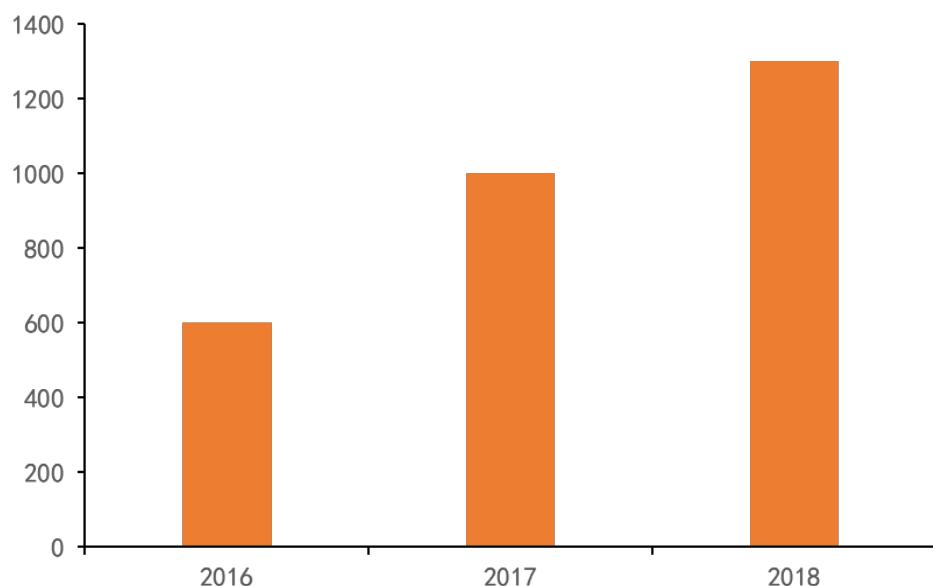
随着第七代普五停产和收藏版的发售，2019年以来五粮液批价显著提升，下半年批价一度提升至960元以上，四季度受到部分渠道经销商误读公司发货政策影响回落至920元上下，但亦站稳900元价格。2020年虽然短期有疫情扰动，但随着公司持续推进数字化“控盘分利”、核心大商稳定，预计淡季通过量价政策仍有望推动批价稳中有升。

2.3.2 渠道：专卖店升级与数字化转型

公司自2017年以来提出“百城千县万店”工程和补商计划，专卖店方面，2017、2018年公司分别新增超过400家、300家。2019年公司新增300家专卖店，当前共计拥有专卖店约1300家，重点填补空白县级市场。专卖店运营工作围绕“两个基础、四大体系”，即围绕专卖店形象塑造工程和专卖店产品运营规划两项核心，并做好四大体系的基本保障工作，包括店长体系，数字化运营体系，云店体系，政策体系。公司利用核心终端和营销团队完成核心消费者培育，并根据消费者进行更精准服务。2020年公司将会同经销商，一起开发企业级团购，打造新增长点。此外，公司一直以来依托核心大商发展，早已和经销商拧成一股绳，与核心大商的深度合作关系未发生变化，是未来公司渠道体系稳定的基础。

2018年起，公司与IBM形成战略合作，数字化转型正式启动。2019年6月份第八代经典五粮液上市，通过终端绑定、层层扫码等，基本实现渠道及业务模式数字化，对酒企出库、渠道经销商进库出库、终端门店进库等信息进行全渠道追踪溯源，对商家经营状态、经营网络、团队建设、团购资源有更好的了解。后续数字化管理将逐步覆盖到1618、低度以及其他五粮液子品牌。

综合上述，五粮液公司通过渠道下沉直控终端、叠加推进数字化建设，终端掌控力增强，渠道利润恢复、经营效率，管理精细化程度持续提升。



图表 11：五粮液专卖店（前瞻眼数据库）

2.3.3 管理：二次创业，扩大营销

2017年3月，李曙光出任五粮液集团董事长，并提出“二次创业”，2018年7月，原集团党委副书记邹涛调任五粮液股份有限公司、负责销售工作。五粮液新一届领导班子具备战略思维，改革思路清晰，政策落地，团队各方面能力自上而下获得全方位提升。2019年9月，曾从钦任集团公司党

委副书记，股份公司党委副书记；并提名为五粮液集团公司总经理，五粮液股份公司董事长。

同时，公司营销团队扩大，着力核心消费者培育。2017年以来，为顺应公司渠道下沉，公司销售人员数量持续增长，根据年报数据显示，五粮液股份公司销售人员数量2016/2017/2018/2019年分别为447人/576人/658人/1150人。公司利用核心终端和营销团队完成核心消费者培育，并根据消费者进行更精准服务。2020年公司将会同经销商，一起开发企业级团购，打造新增长点。

三、股票估值与盈利预测

3.1 相对估值

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。通过对比白酒主要企业估值水平，可发现 2020 年白酒行业平均估值在32倍PE左右，五粮液目前估值30倍PE，略低于行业平均水平，考虑公司内部管理改善，成长具有稳健性与成长性，估值还有提升空间。

图表 12：可比公司估值（股价为20200610当日价格）（数据来源：choice 金融终端）

代码	简称	股价(元)	市值	每股收益 EPS			市盈率 PE		
				TTM	20E	21E	TTM	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	1423.66	17883.99	34.29	37.59	44.90	41.51	37.87	31.71
002304.SZ	洋河股份	112.75	1699.13	4.89	5.05	5.70	23.07	22.31	19.79
000568.SZ	泸州老窖	95.95	1405.43	3.30	3.62	4.43	29.07	26.51	21.66
600809.SH	山西汾酒	135.14	1177.78	2.62	2.71	3.47	51.56	49.87	38.97
600600.SH	青岛啤酒	64.99	878.00	1.17	1.44	1.77	55.51	45.10	36.78
000596.SZ	古井贡酒	147.71	743.87	3.87	4.60	5.66	38.13	32.14	26.10
603369.SH	今世缘	39.28	492.77	1.11	1.31	1.62	35.27	29.88	24.21
603589.SH	口子窖	49.24	295.44	2.36	2.87	3.32	20.83	17.18	14.82
	平均值						36.87	32.61	26.76
000858.SZ	五粮液	162.54	6309.17	4.80	5.28	6.39	33.86	30.76	25.45

3.2 绝对估值

估值所使用的的主要依据是公司自由现金流 FCFF 和加权平均资本成本 WACC，其中公司自由现金流是就是公司产生的、在满足了再投资需要之后剩余的现金流量，这部分现金流量是在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者的最大现金额；加权平均资本成本 WACC 是根据各类资本所占总资本来源的权重加权平均计算出来的公司资本成本。

其中， $FCFF = EBIT - Taxation + Depreciation & Amortization - (折旧和摊销) - Changes in Working Capital - Capital expenditure$ ，为了得到对应科目的结果，需要先进行财务预测。

3.2.1 盈利预测（利润表预测）

盈利预测的第一步是收入预测。

五粮液和茅台、泸州老窖并称“茅五泸”，属于白酒中的高端品牌，在白酒市场中占据着中重要地位，营业收入和净利润常年位居行业第二的位置。白酒周期经历了 2012-2015 的惨烈的调整期后（三公、塑化剂事件等），进入了新的发展周期，在居民收入迅速提高的背景下，高端白酒的消费呈现快速增长的态势（比整个白酒行业的增长高很多），表现为消费量、价格齐升，白酒上市公司业绩增长迅速，股价也节节高升。

五粮液历史期的白酒销售情况如下：

		2014	2015	2016	2017	2018	2019A
销售量（万吨）		15.10	11.88	13.74	14.87	18.00	20.00
	高价位酒	1.25	1.50	1.35	1.55	1.80	2.06
	YoY		20%	-10%	15%	16%	15%
	中低价位酒	13.85	10.38	12.39	13.32	16.21	17.94
	YoY		-25%	19%	8%	22%	11%

吨酒价格 (万元/吨)							
	高价位酒	140.0	104.2	114.9	112.4	119.2	103.6
	中低价位酒	4.5	4.2	3.9	4.0	4.1	3.7
吨酒成本 (万元/吨)							
	高价位酒	20.0	15.3	21.0	18.6	17.7	15.4
	中低价位酒	2.3	2.5	2.1	2.0	2.1	1.9

考虑到高端市场一直处于较高速的增长，以及茅五泸和主要二线品牌的高端酒对整个市场的垄断，可以乐观预计五粮液的销售预期如下：

		2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
销售量 (万吨)		24.79	29.63	32.60	35.86	39.44	43.31	47.57	52.11	57.10	62.58
	高价位酒	2.37	2.73	3.00	3.30	3.63	3.92	4.24	4.45	4.67	4.91
	YoY	15%	15%	10%	10%	10%	8%	8%	5%	5%	5%
	中低价位酒	22.42	26.90	29.59	32.55	35.81	39.39	43.33	47.66	52.43	57.67
	YoY	25%	20%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
吨酒价格 (万元/吨)											
	高价位酒	104.7	105.7	106.8	107.8	108.9	110.0	111.1	112.2	113.3	114.5
	中低价位酒	3.8	4.0	4.1	4.2	4.3	4.5	4.6	4.7	4.9	5.0
吨酒成本 (万元/吨)											
	高价位酒	15.5	15.7	15.8	16.0	16.2	16.3	16.5	16.6	16.8	17.0
	中低价位酒	1.9	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5	2.5

并最终得到销售收入的预测（此处不附图，和利润表一起）

利润表中的主要成本费用以及税费科目，延续历史期的比率情况，并且公司不存在有息负债，因此简单预测得到如下的利润表：

损益表项目	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	30,186.78	40,030.19	50,118.11	59,287.69	69,534.07	77,587.79	86,581.73	96,626.59	106,410.43	117,220.46	126,610.24	136,879.90	148,124.43
营业成本	8,450.09	10,486.78	12,802.26	13,923.49	16,470.19	19,037.36	21,364.35	23,978.26	26,698.23	29,737.39	32,747.69	36,100.29	39,837.06
营业税金及附加	3,494.70	5,908.50	6,984.34	8,826.19	9,690.11	10,812.45	12,065.83	13,465.66	14,829.11	16,335.57	17,644.11	19,075.27	20,642.28
毛利	21,736.69	29,543.41	37,315.85	45,364.20	53,063.88	58,550.43	65,217.39	72,648.33	79,712.20	87,483.07	93,862.55	100,779.60	108,287.38
销售费用	3,625.40	3,778.43	4,985.58	5,573.04	6,536.20	7,293.25	8,138.68	9,082.90	10,002.58	11,018.72	11,901.36	12,866.71	13,923.70
管理费用	2,269.02	2,340.50	2,655.35	3,141.17	3,544.97	3,955.56	4,414.09	4,926.20	5,424.99	5,976.11	6,454.82	6,978.38	7,551.65
研发费用	0.00	84.08	126.36	149.48	175.31	195.62	218.29	243.62	268.29	295.54	319.22	345.11	373.46
财务费用	(890.51)	(1,085.01)	(1,430.75)	-694.69	-687.21	-671.48	-627.68	-536.21	-643.46	-633.21	-622.41	-612.59	-609.57
信用减值损失（损失以负号填列）	0.00	0.00	(1.13)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失（损失以负号填列）	5.63	10.88	(3.02)	-3.02	-3.02	-3.02	-3.02	-3.02	-3.02	-3.02	-3.02	-3.02	-3.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	68.21	100.86	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50	92.50
资产处置收益	3.66	5.27	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78	2.78
其他收益	70.22	106.23	159.71	159.71	159.71	159.71	159.71	159.71	159.71	159.71	159.71	159.71	159.71
营业利润	13,374.54	18,718.39	24,245.80	29,184.98	34,056.47	37,217.00	41,260.14	45,718.14	50,082.65	54,742.30	58,417.42	62,378.70	66,657.84
营业外收入	45.13	43.80	29.89	29.89	29.89	29.89	29.89	29.89	29.89	29.89	29.89	29.89	29.89
营业外支出	27.98	155.37	169.68	169.68	169.68	169.68	169.68	169.68	169.68	169.68	169.68	169.68	169.68
利润总额	13,391.69	18,606.82	24,106.01	29,045.19	33,916.68	37,077.21	41,120.35	45,578.36	49,942.86	54,602.51	58,277.64	62,238.91	66,518.05
所得税费用	3,305.72	4,568.17	5,877.76	7,082.07	8,269.89	9,040.52	10,026.35	11,113.35	12,177.54	13,313.70	14,209.81	15,175.68	16,219.06
加：本年度未确认投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	10,085.97	14,038.65	18,228.26	21,963.12	25,646.79	28,036.69	31,093.99	34,465.01	37,765.32	41,288.81	44,067.83	47,063.23	50,298.99
check	0.00	0.00	0.00										
应占母公司	9,673.72	13,384.25	17,402.16	20,967.76	24,484.50	26,766.09	29,684.84	32,903.08	36,053.82	39,417.63	42,070.71	44,930.36	48,019.47
应占少数股东权益	412.25	654.40	826.09	995.35	1162.29	1270.60	1409.16	1561.93	1711.50	1871.18	1997.12	2132.87	2279.51

盈利预测之后，对公司的资本性支出和折旧摊销进行预测。

公司的资本性支出的预测需要合理的估计预测期公司的在固定资产（建工程转固和新增固定资产情况）、无形资产投资情况以及长期待摊费用的情况，同时折旧依据历史比例进行计算，得到如下的预测：

会计年度:	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
期初固定资产净值	5432	5298	5267	6108	6359	6491	6354	6226	6108	5999	5897	5804	5717
新增固定资产投资	-171	260	1260	300	200	140	140	140	140	140	140	140	140
在建工程转固	513	193	400	400	200	200	200	200	200	200	200	200	200
固定资产折旧	475	485	418	449	468	478	467	458	449	441	434	427	421
期末固定资产净值	5298	5267	6108	6359	6491	6354	6226	6108	5999	5897	5804	5717	5636
固定资产/销售收入	18%	13%	12%	11%	9%	8%	7%	6%	6%	5%	5%	4%	4%
折旧/固定资产	9%	9%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
减值准备/固定资产	0.10%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
在建工程													
会计年度:	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
期初	293	272	350	811	911	1011	1011	1011	1011	1011	1011	1011	1011
本期增加	492	272	460	500	500	200	200	200	200	200	200	200	200
本期转固	513	193	0	400	400	200	200	200	200	200	200	200	200
期末	272	350	811	911	1011	1011	1011	1011	1011	1011	1011	1011	1011
无形资产													
摊销年限为													
会计年度:	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
期初净值				410.2	369.1	332.2	299.0	269.1	242.2	218.0	196.2	176.6	158.9
本期增加				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
本期摊销	13,65563759	15,16512485	19,235639	41.0	36.9	33.2	29.9	26.9	24.2	21.8	19.6	17.7	15.9
期末净值	399.4	412.7	410.2	369.1	332.2	299.0	269.1	242.2	218.0	196.2	176.6	158.9	143.0
长期待摊													
摊销年限为													
会计年度:	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
期初净值				91.6	73.3	58.6	46.9	37.5	30.0	24.0	19.2	15.4	12.3
本期增加				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
本期摊销	61.3	63.1	52.1	18.3	14.7	11.7	9.4	7.5	6.0	4.8	3.8	3.1	2.5
期末净值	131.7	111.9	91.6	73.3	58.6	46.9	37.5	30.0	24.0	19.2	15.4	12.3	9.8
折旧与摊销	550.4	563.1	489.7	508.7	519.4	522.5	506.7	492.4	479.6	467.9	457.3	447.7	438.9
资本支出	320.6	532.2	1720.3	800.0	700.0	340.0	340.0	340.0	340.0	340.0	340.0	340.0	340.0

最后需要进行营运资本相关科目的计算，首先对营运资本涉及的主要科目进行预测，然后进行营运资本的计算，最终得到每年营运资本的变化。营运资本的涉及的科目按照历史期的周转率或者占收入（成本）的比率进行预测，得到下表：

经营性运营资本	2017	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
OWC	13677	18054	15965	18348	21635	24689	27651	30971	34350	38111	41686	45646	50036
OWC增加额	3224	4377	(2089)	2383	3288	3054	2962	3320	3379	3761	3575	3960	4391
1、经营性流动资产	22090	28327	32173	37170	43751	49556	55435	62018	68624	75961	82748	90238	98513
应收票据	11188	16135	14643	17322	20316	22669	25297	28232	31090	34249	36992	39993	43278
应收账款（原值）	115	134	134	159	187	208	232	259	285	314	340	367	397
预付账款	198	221	232	252	298	345	387	434	484	539	593	654	722
其他应收款	21	31	33	39	46	52	58	64	71	78	84	91	99
存货（原值）	10568	11807	13680	15316	18117	20941	23501	26376	29368	32711	36022	39710	43821
其他流动资产	0	0	3450	4081	4787	5341	5960	6652	7325	8070	8716	9423	10197
长期应收款	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	132	112	92	73	59	47	38	30	24	19	15	12	10
2、经营性流动负债	8413	10273	16208	18823	22116	24867	27784	31046	34274	37849	41062	44592	48477
应付票据	630	414	419	456	540	624	700	786	875	974	1073	1183	1305
应付账款	3138	3152	3258	3543	4191	4844	5436	6102	6794	7567	8333	9186	10137
预收账款	4646	6707	12531	14823	17385	19399	21647	24159	26605	29308	31656	34223	37035
其他流动负债	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

3.2.2FCFF 的计算

根据前文的公式， $FCFF = EBIT - Taxation + Depreciation & Amortization - Changes in Working Capital - Capital expenditure$ ，我们可以计算预测期的自由现金流：

FCF计算

	2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT	17522	22675	28350	33229	36406	40493	45042	49299	53969	57655	61626	65908
所得税税率	24.6%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
NOPLAT	13220	17146	21438	25127	27529	30619	34060	37279	40810	43597	46600	49838
折旧与摊销	563	490	509	519	522	507	492	480	468	457	448	439
坏账准备	2	-23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本增加	-4377	2089	-2383	-3288	-3054	-2962	-3320	-3379	-3761	-3575	-3960	-4391
资本支出	-532	-1720	-800	-700	-340	-340	-340	-340	-340	-340	-340	-340
FCF	8,876	17,982	18,764	21,659	24,658	27,824	30,892	34,040	37,177	40,140	42,748	45,546

3.2.3WACC 与 FCFF 现值

在得到自由现金流之后，我们需要对其折现得到其现值，适用的折现率是加权资本平均成本 WACC。 $WACC = \text{有息负债权重} * \text{债务利率} * (1 - \text{税率}) + \text{股权权重} * \text{股权资本成本}$ ；股权资本成本(CAPM) = $R_f + \beta * (R_m - R_f)$ ，其中 R_f 为无风险收益， R_m 为市场收益率， β 为股价波动率弹性，具体计算如下：

发行在外股数	3881.6
股票市值(E)	630917
债务总额(D)	0
资本结构中权益的比例(E/(D+E))	100. 0%
资本结构中负债的比率(D/(D+E))	0. 0%
公司长期贷款利率(Kd)	6.0%
所得税率(T)	24.4%
公司债务成本	4.5%
股票Beta	0.95
公司权益成本 (Ke)	9.8%
WACC	9. 75%

通过使用 WACC 作为折现因子，我们可以得到 FCFF 的现值，预测期 FCFF 现值之和为 249825；

FCF计算		2018	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
EBIT		17522	22675	28350	33229	36406	40493	45042	49299	53969	57655	61626	65908
所得税税率		24.6%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
NOPLAT		13220	17146	21438	25127	27529	30619	34060	37279	40810	43597	46600	49838
折旧与摊销		563	490	509	519	522	507	492	480	468	457	448	439
坏账准备		2	-23	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本增加		-4377	2089	-2383	-3288	-3054	-2962	-3320	-3379	-3761	-3575	-3960	-4391
资本支出		-532	-1720	-800	-700	-340	-340	-340	-340	-340	-340	-340	-340
FCF		8,876	17,982	18,764	21,659	24,658	27,824	30,892	34,040	37,177	40,140	42,748	45,546
现金流增长率				4%	15%	14%	13%	11%	10%	9%	8%	6%	7%
折现年数				1. 0	2. 0	3. 0	4. 0	5. 0	6. 0	7. 0	8. 0	9. 0	10. 0
折现因子				0. 91	0. 83	0. 76	0. 69	0. 63	0. 57	0. 52	0. 48	0. 43	0. 39
FCF现值		17097	17982	18652	19178	19401	19479	19384	19069	18504	17964		

3.2.4 企业价值计算

计算企业价值之前需要进行永续期自由现金流的终值计算，终值是对预测期之外的永续增长假设阶段的计算，理论公式是 $FV = \text{预测期最后一年 FCFF} * (1 + \text{永续增长率}) / (\text{wacc} - \text{永续增长率})$ ；
 $PV = FV * (1 + \text{wacc})^{-n}$ ，根据公式计算，得到终值 353129 百万元。

企业价值=预测期自由现金流现值+永续期自由现金流现值=602953；

股权价值=企业价值-净负债-少数股权价值，得到股权价值为 665409，同时可以得到得到每股价
值为 171.4 元。截止当前（20200611）股价为 162 元，故可以买入。

四、投资建议

给予“买入”评级。从财务报表来看，通过偿债能力、营运能力、盈利能力、投资收益指标分析、杜邦财务分析看出公司可持续经营能力增强，盈利能力和主营获利能力处于稳定增长的水平，有升值空间。从外部环境来看，品牌集中度提升、消费持续升级，五粮液作为浓香龙头，量价空间广阔。从内部动能来看，2019 年作为五粮液改革营销年，公司在品牌、渠道、管理、执行效率上进行了多方面改革，2020年疫情下精准施策，积极应对，改革持续深化，所以看好公司长期发展的潜力。预计 2020-2022 年净利润分别为 240.76 亿、299.35 亿、351.61 亿，EPS 分别为 5.92 元、7.36 元、8.65 元，对应 PE 为 27、22、19 倍，给予“买入”评级。

五、风险提示

海外疫情风险：若受海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，对餐饮和消费场景造将影响
白酒整体动销恢复。

经典五粮液批价上涨不及预期：受疫情影响，经典五粮液动销不及预期，导致批价有上涨不
及预期风险。