

强烈推荐-A (维持)

五粮液 000858.SZ

目标估值: 60 元
当前股价: 46.0 元
2017 年 04 月 27 日

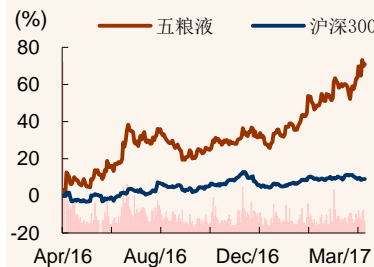
十年蹉跎岁月，而今奋发进取

基础数据

上证综指	3152
总股本 (万股)	379597
已上市流通股 (万股)	379576
总市值 (亿元)	1746
流通市值 (亿元)	1746
每股净资产 (MRQ)	12.4
ROE (TTM)	14.4
资产负债率	22.5%
主要股东	宜宾市国有资产经营
主要股东持股比例	36.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	33	72
相对表现	6	30	64



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《五粮液 (000858) 一季报预收成亮点，新起点上看突破》2017-03-31
- 2、《糖酒会启示系列报告之三——五粮液 (000858): 改善仍将绵延不断，性价比仍然领先》2017-03-28
- 3、《五粮液 (000858) 一量价齐升拐点临近，最具性价比的选择 (更新)》2017-01-22

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

研究助理

李晓峥
021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

公司业绩超市场预期，与我们全年收入 15% 利润 22% 预期相近。4 月前已经完成打款 70%，发货量超过 40%，当前完成比例更高，且渠道库存极低，计划外都已无量可增，批价今年超 800 已成必然。不仅仅是主品牌，其他五粮液系列、系列酒也有较大发挥余地。新董事长履新后我们认为公司将进入一个风正人和的时代，改善空间巨大，潜力不断展现，估值持续修复。我们暂时维持 17-18 年 2.18 和 2.61 元 EPS，给予 18 年 23 倍估值，1 年目标价提升至 60 元，继续看 30% 空间。

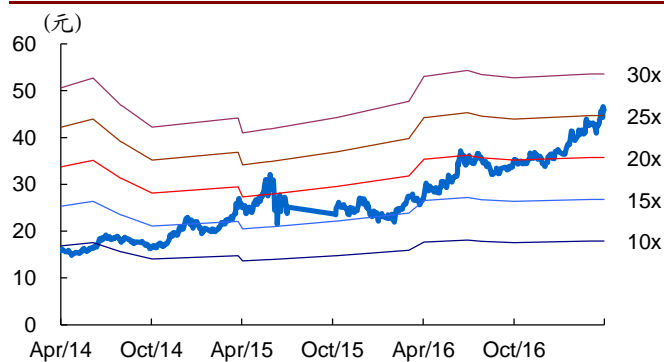
- **业绩超市场预期，费用控制带来利润弹性。** 公司收入利润 101.59 亿和 35.93 亿，同比增长 15.11% 和 23.77%，收入完全符合预期 (我们 17 年预测收入利润分别增长 15% 和 22%)，利润略超我们预期。公司毛利率同比提升 0.7% 到 70.53%，源于提价带来的高端产品毛利提升。16 年市场费用投入较高坚定我们对 17 年利润高弹性的信心，一季度销售费用略有下降，全年费用投入料得以有效控制，管理费用率延续 16 年继续下降，显示公司混改后成本控制和费用投入越来越精细化。去年底公司再次允许经销商在完成一定任务下可以对票据贴息，因此票据规模上升至 131 亿，但并未影响公司现金大量流入。
- **打款发货节奏良性，供货紧张已现。** 之前报告多次详解公司提价前后发货和预收款节奏的变化，16 年报 63 亿预收均为 739 打款 (记入 17 年计划) 并累积到 17 年 Q1，加之今年百亿收入 (再扣除系列酒收入)，五粮液系列打款量已近 70%，发货量超 40%，这与我们从经销商和公司调研的口径基本一致。当前五粮液批价已到 770，团购价近 800，社会库存不足月余，计划外 769 打款都已无量可增。一方面在于茅台供货紧张后部分需求转向五粮液，另外公司在空白市场招商和重启专卖店，增加配额 (来自大商减量 15-25%)，强化营销，消费氛围起来，全年五粮液系列发货量很可能超过之前持平的预期。
- **公司有望开启风正人和奋发进取的时代。** 公司在前面十年发展相对停滞，导致业绩市值被茅台越甩越远，公司混改以来经营策略回归正轨，集团新董事长到任，对公司进行全面调研，务实敬业，我们认为公司凝聚力将大幅提升，开启一个风正人和，戮力改革，奋发进取的时代。经营方面，五粮液酒聚焦结构提升，系列酒品牌战略非常清晰，高端带来的溢出效应明显，特头曲公司预计增长 30% 以上，整体全年两位数增长，百亿指日可待；采购成本、管理费用等仍有下降空间，销售费用投入更市场化精细化，带来利润更大弹性。
- **大局笃定，趋势清晰，提升目标价到 60 元，继续买入。** 公司一季度收入符合预期，利润略超预期，提价对收入和利润贡献显著，费用控制亦取得效果。五粮液系列打款已近 70%，发货量超 40%，渠道库存极低，计划外 769 都已无量可增，竞品供给紧张成为常态且公司增加空白市场开发，发货量很可能超预期。新管理层履新后务实进取，上下一心追求业绩回升。我们暂时维持 17-18 年 2.18 和 2.61 元 EPS，给予 18 年 23 倍估值，目标价提升至 60 元，一年继续看 30% 的空间。
- **风险提示：竞品控价放量带来影响**

表 1、五粮液单季度利润表

单位: 百万元	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	15H	16H	2015	2016
一、营业总收入	6528	8826	4430	4444	6844	10159	11215	13256	21659	24544
二、营业总成本	4519	4863	3111	2781	4586	5219	6763	7973	13447	15340
其中: 营业成本	2016	2662	1315	1311	2027	2993	3376	3976	6672	7314
营业税金及附加	599	682	355	333	572	762	885	1036	1785	1941
营业费用	1371	1126	1070	847	1652	1096	1850	2196	3568	4695
管理费用	686	573	535	507	529	584	1007	1107	2129	2144
财务费用	-176	-179	-163	-218	-207	-217	-358	-342	-732	-766
资产减值损失	24	0	-1	0	13	0	2	-1	26	12
三、其他经营收益	22	0	10	0	23	0	12	10	34	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	0	10	0	23	0	12	10	34	33
四、营业利润	2032	3963	1330	1663	2282	4940	4464	5292	8246	9237
加: 营业外收入	20	33	11	44	31	19	30	44	66	119
减: 营业外支出	14	5	9	4	1	5	8	13	25	19
五、利润总额	2038	3991	1332	1704	2311	4953	4486	5323	8287	9337
减: 所得税	404	982	314	434	551	1214	1065	1296	1877	2281
六、净利润	1633	3008	1018	1270	1760	3739	3421	4027	6410	7057
减: 少数股东损益	60	105	35	55	77	146	124	140	234	272
七、归属母公司净利润	1573	2903	984	1215	1683	3593	3298	3887	6176	6785
EPS	0.41	0.76	0.26	0.32	0.44	0.95	0.87	1.02	1.63	1.79
主要比率										
毛利率	69.1%	69.8%	70.3%	70.5%	70.4%	70.5%	69.9%	70.0%	69.2%	70.2%
主营税金率	9.2%	7.7%	8.0%	7.5%	8.4%	7.5%	7.9%	7.8%	8.2%	7.9%
营业费率	21.0%	12.8%	24.1%	19.1%	24.1%	10.8%	16.5%	16.6%	16.5%	19.1%
管理费率	10.5%	6.5%	12.1%	11.4%	7.7%	5.7%	9.0%	8.4%	9.8%	8.7%
营业利润率	31.1%	44.9%	30.0%	37.4%	33.3%	48.6%	39.8%	39.9%	38.1%	37.6%
实际税率	19.8%	24.6%	23.6%	25.5%	23.8%	24.5%	23.7%	24.4%	22.6%	24.4%
净利率	24.1%	32.9%	22.2%	27.3%	24.6%	35.4%	29.4%	29.3%	28.5%	27.6%
YoY										
收入增长率	9.8%	31.0%	-1.1%	13.5%	4.8%	15.1%	-3.8%	18.2%	3.1%	13.3%
营业利润增长率	27.1%	32.1%	-9.2%	-5.0%	12.3%	24.6%	-19.4%	18.5%	2.7%	12.0%
净利润增长率	39.5%	31.9%	-10.3%	-7.0%	7.0%	23.8%	-17.6%	17.9%	5.8%	9.9%

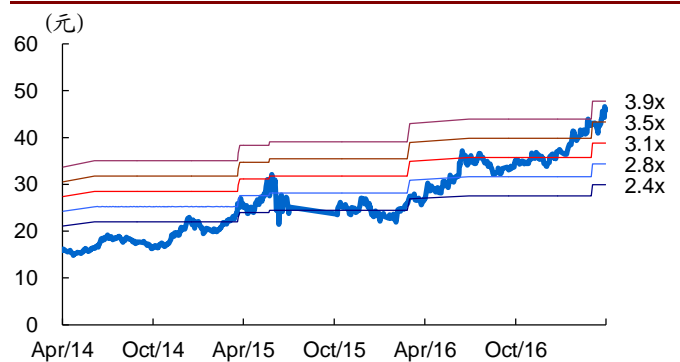
资料来源: 公司报表

图 1: 五粮液历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 五粮液历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《五粮液（000858）一年报预收成亮点，新起点上看突破》2017-03-31
- 2、《糖酒会启示系列报告之三——五粮液（000858）：改善仍将绵延不断，性价比仍然领先》2017-03-28
- 3、《五粮液（000858）—量价齐升拐点临近，最具性价比的选择（更新）》2017-01-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	44597	54505	58385	65740	74031
现金	26374	34666	36266	40551	45863
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8665	9579	11016	12744	14521
应收款项	107	108	164	190	217
其它应收款	19	19	26	30	35
存货	8701	9257	10204	11421	12501
其他	731	876	708	803	894
非流动资产	7949	7670	7543	7370	7216
长期股权投资	902	795	868	868	868
固定资产	5348	5431	5413	5297	5192
无形资产	412	402	362	326	293
其他	1288	1042	900	879	863
资产总计	52547	62174	65927	73110	81247
流动负债	7968	13688	12315	13266	14111
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1058	2171	905	1013	1109
预收账款	1994	6299	6956	7785	8521
其他	4915	5218	4454	4468	4481
长期负债	234	281	151	151	151
长期借款	0	0	0	0	0
其他	234	281	151	151	151
负债合计	8201	13969	12466	13417	14262
股本	3796	3796	3796	3796	3796
资本公积金	953	953	953	953	953
留存收益	38580	42328	47267	53119	59964
少数股东权益	1016	1129	1445	1824	2272
归属于母公司所有者权益	43329	47077	52016	57868	64714
负债及权益合计	52547	62174	65927	73110	81247

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	6691	11697	4709	7760	9470
净利润	6176	6785	8264	9901	11697
折旧摊销	619	573	583	573	554
财务费用	(0)	(0)	(887)	(960)	(1080)
投资收益	(34)	(33)	(30)	(14)	(14)
营运资金变动	(167)	4078	(3664)	(2121)	(2136)
其它	97	294	442	381	450
投资活动现金流	(394)	(161)	(571)	(400)	(400)
资本支出	(395)	(307)	(500)	(400)	(400)
其他投资	1	146	(71)	0	0
筹资活动现金流	(2355)	(3194)	(2538)	(3075)	(3757)
借款变动	(927)	(1014)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(2278)	(3026)	(3324)	(4049)	(4852)
其他	849	846	787	975	1095
现金净增加额	3942	8342	1600	4285	5313

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21659	24544	28225	32654	37207
营业成本	6672	7314	8077	9040	9895
营业税金及附加	1785	1941	2261	2615	2980
营业费用	3568	4695	5116	5756	6447
管理费用	2129	2144	2352	2656	2952
财务费用	(732)	(766)	(887)	(960)	(1080)
资产减值损失	26	12	10	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	33	30	14	14
营业利润	8246	9237	11326	13556	16023
营业外收入	66	119	50	60	60
营业外支出	25	19	19	19	19
利润总额	8287	9337	11357	13598	16064
所得税	1877	2281	2777	3317	3920
净利润	6410	7057	8580	10280	12145
少数股东损益	234	272	316	379	448
归属于母公司净利润	6176	6785	8264	9901	11697
EPS (元)	1.63	1.79	2.18	2.61	3.08

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3.1%	13.3%	15.0%	15.7%	13.9%
营业利润	2.7%	12.0%	22.6%	19.7%	18.2%
净利润	5.8%	9.9%	21.8%	19.8%	18.1%
获利能力					
毛利率	69.2%	70.2%	71.4%	72.3%	73.4%
净利率	28.5%	27.6%	29.3%	30.3%	31.4%
ROE	14.3%	14.4%	15.9%	17.1%	18.1%
ROIC	13.1%	13.3%	14.7%	15.9%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	15.6%	22.5%	18.9%	18.4%	17.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.6	4.0	4.7	5.0	5.2
速动比率	4.5	3.3	3.9	4.1	4.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转率	188.4	228.7	207.5	184.3	183.0
应付帐款周转率	7.8	4.5	5.3	9.4	9.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.63	1.79	2.18	2.61	3.08
每股经营现金	1.76	3.08	1.24	2.04	2.49
每股净资产	11.41	12.40	13.70	15.24	17.05
每股股利	0.80	0.88	1.07	1.28	1.51
估值比率					
PE	28.3	25.7	21.1	17.6	14.9
PB	4.0	3.7	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	19.9	17.9	14.6	12.2	10.4

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。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在中万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

欧阳予：浙江大学金融本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，2017 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

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。