

推荐 (维持)

五粮液 (000858) 2017 年一季报点评

风险评级：一般风险

业绩靓丽，2017 年渠道体系将良性循环

2017 年 4 月 28 日

投资要点：

李一凡

SAC 执业证书编号：

S0340513120001

电话：0755-23616050

邮箱：liyifan@dgzq.com.cn

事件：五粮液 (600073) 公布的2017年一季报显示，公司实现营业收入101.59亿元，同比增长15.11%，实现归属于上市公司股东的净利润35.93亿元，同比增长23.77%，实现EPS0.5元。

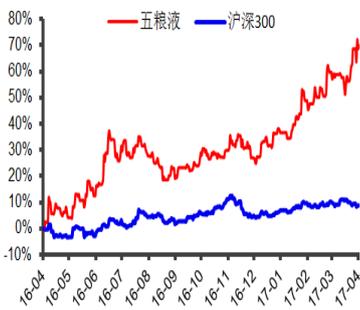
点评：

主要数据

2017 年 4 月 27 日

收盘价(元)	46.00
总市值(亿元)	1746
总股本(亿股)	37.96
流通股本(亿股)	37.96
ROE(TTM)	14.75%
12月最高价(元)	47.75
12月最低价(元)	26.66

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

■ **Q1 营收继续保持较快增长，且净利增速快于营收。**2017Q1 公司营收 101.59 亿元，同比增 15.11%，较 2016 年全年的 13.32% 的营收增速有所加快。2017Q1 公司归母净利润 35.93 亿元，同比增 23.77%，快于同期营收增长，主要由于期间费用率同比大幅下滑所致。

■ **Q1 费用率大幅下降使得净利率大升。**2017Q1 公司毛利率 70.53%，同比增加 0.69pct。同期，期间费用率 14.41%，同比大幅下滑 2.81pct。其中，销售费用率 10.79%，同比降 1.97pct；管理费用率 5.75pct，同比降 0.74pct；财务费用率 -2.13%，同比降 0.1pct。2017Q1 公司净利率 36.81%，同比大幅提升 2.72pct。

■ **预收款同比下降，现金流表现优秀。**2017Q1 公司预收账款为 62 亿元，同比下滑 8.6%，可能有两方面的原因，一是在今年控量政策下，公司严控经销商打款所致；二是去年提价政策使得经销商加速打款所致。同期，经营活动产生的现金流净额约为 18 亿元，同比增 143%。

■ **2017 年渠道体系良性循环，能够完成年度计划目标。**目前普五一批价在 780-800 元/瓶，渠道实现顺价销售。当前 53 度飞天茅台一批价普遍在 1290 元/瓶，同时经销商渠道处于断货状态。在当前茅台公司严控价格情况下，考虑到终端价格的承受力以及茅台公司逐步放量，预计 53 度飞天茅台一批价 17 年可能较长时间维持在 1100-1200 元/瓶。在茅台一批价维持在 1100-1200 元/瓶，以及五粮液公司 17 年不会再提出厂价的预判下，五粮液经销商将能够维持顺价销售，从而渠道体系进入良性循环。2017 年公司的计划目标：力争实现营业总收入和利润总额 10% 或以上增长。我们认为渠道进入良性循环，配合公司举措，17 年的经营计划能够顺利完成。

■ **混改落地，提升长期投资价值。**公司拟发行不超过 8255 万股，募集资金总额不超过 18.54 亿元，用于信息化建设项目、营销中心建设项目、服务型电子商务平台等项目，发行对象为公司董、监、高及员工。该定增已过会，混改落地，将高管及业务骨干利益与公司利益绑定，有助于激发公司经营活力，提高管理效率，提升长期投资价值。

■ **投资建议：维持“推荐”评级。**预计 2017/2018 年每股收益分别为 1.99 元、2.22 元，对应 PE 分别为 23 倍、21 倍。

■ **风险提示：**部产品拓展低于预期，价格管控不达预期。

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E
营业总收入	21,659	24,544	27,489	29853
营业总成本	13,447	15,340	16,988	18121
营业成本	6,672	7314	7,614	7,911
营业税金及附加	1785	1941	2144	2329
销售费用	3568	4695	5360	5971
管理费用	2129	2144	2694	2836
财务费用	-732	-766	-825	-925
其他经营收益	34	33	25	25
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	34	33	25	25
营业利润	8246	9237	10526	11757
加 营业外收入	66	119	0	0
减 营业外支出	25	19	0	0
利润总额	8287	9337	10526	11757
减 所得税	1877	2281	2474	2763
净利润	6410	7057	8052	8994
减 少数股东损益	234	272	516	576
归母公司所有者的净利润	6176	6785	7536	8418
基本每股收益(元)	1.63	1.79	1.99	2.22

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn