

五粮液 (000858)

三季度营收略超预期，放量仍是主基调

推荐 (维持)

现价: 54.30 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东/持股	宜宾国有资产经营/35.21%
实际控制人	宜宾市政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	3,882
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	2,107.71
流通 A 股市值(亿元)	2,061.10
每股净资产(元)	15.35
资产负债率(%)	19.80

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司公布2018年三季度报, 1-3Q18营收293亿, 同增33.1%; 归母净利94.9亿, 同增36.3%, 每股收益2.45元; 3Q18营收78.3亿, 同增23.2%, 归母净利23.8亿, 同增19.6%, 每股收益0.61元。

平安观点:

■ 3Q18 营收、净利增幅高于我们预期的 15%、18%，或因五粮液酒报表确认超预期。

■ 估计 3Q18 报表确认五粮液酒销量同增约 30%-40%，至约 4000-5000 吨，相当于 18 年 2 万吨计划量的 20-25%。因 3Q18 普五控量挺价，1618、低度却促销放量，3Q18 五粮液酒出厂均价可能较上半年变化较大，同时促销酒的财务处理方式也可能助推了营收增速。

■ 系列酒保持快速增长。受益于 17 年 10 月底至 18 年上半年的涨价，五粮液系列酒均价同比应有明显上涨，但整体应不超 10%。同时，3 季度系列酒销量或许持了上半年快速增长势头，增幅估计超 30%。

■ 预收款同比、环比再双降，应收票据仍高。3Q18 预收款余额 24.4 亿元，同比、环比约降 25、20 亿元。剔除涨价因素，3Q18 预收款余额同比降幅接近 60%，当然部分原因是酒厂 6.23 日起停止接受经销商打款。3Q18 应收票据环比降约 27 亿元至 143 亿元，同比增约 39 亿元，对经销商资金支持力度仍大。

■ 销售费用率大升，或因 1618、低度促销和低基数。3Q18 销售费用率同比升 3.5Pct，或因中秋国庆旺季 1618 和低度促销，且 3Q17 基数异常低。营业税金及附加比率升 3.3Pct 至约 17.5%，或表明酒厂积极为 4Q18 备货。

■ 放量仍是主基调，维持推荐评级。因经济增速下行压力显著加大，下调 19 年 EPS 预期值约 4%，预计 18-19 年 EPS 为 3.23、3.45 元，同比增约 30%、6.8%，动态 PE 为 16.8、15.7 倍。4Q18 开始，茅台、五粮液、国窖均面临放量压力，虽需求在走弱，但报表高基数决定，放量或许仍是五粮液酒厂的主基调。当前五粮液估值已处较便宜区域，品牌优势仍然突出，维持“推荐”评级。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24,544	30,187	38,008	40,044	42,196
YoY(%)	13.3	23.0	25.9	5.4	5.4
净利润(百万元)	6,785	9,674	12,547	13,403	14,312
YoY(%)	9.9	42.6	29.7	6.8	6.8
毛利率(%)	70.2	72.0	73.3	73.1	72.9
净利率(%)	28.8	33.4	34.4	34.9	35.4
ROE(%)	15.0	19.3	20.7	18.0	16.2
EPS(摊薄/元)	1.75	2.49	3.23	3.45	3.69
P/E(倍)	30.4	21.3	16.8	15.7	14.7
P/B(倍)	4.4	3.9	3.1	2.6	2.2

- **风险提示：**1)白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。2)管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。3)政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

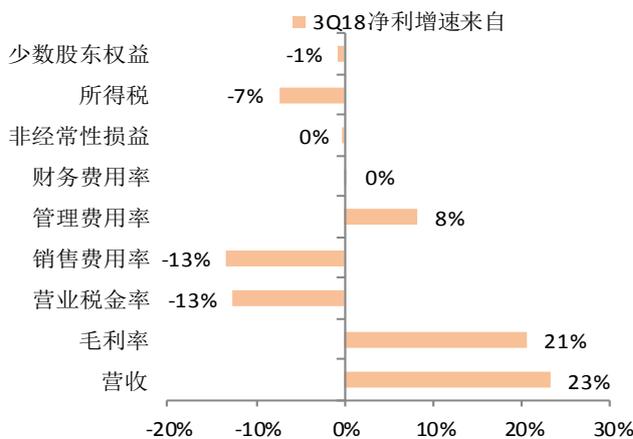
图表1 三季报快报：3Q18营收、归母净利增23.2%、19.6%

单位：百万元，元/股

	3Q17	3Q18	QoQ	(1-3)Q17	(1-3)Q18	HoH	
营业收入	6,356	7,829	23.2%	21,978	29,250	33.1%	估算 3Q18 茅台酒实际出货同降 10-15%。
营业成本	1,922	1,941	1.0%	6,350	7,760	22.2%	
毛利率	69.8%	75.2%	5.4%	71.1%	73.5%	2.4%	涨价推高毛利率
毛利	4,435	5,888	32.8%	15,627	21,490	37.5%	
营业税金及附加	902	1,373	52.2%	2,330	4,399	88.8%	
销售费用	522	921	76.4%	2,697	3,077	14.1%	3Q 销售费用较上半年增速放缓
管理费用	537	492	-8.3%	1,613	1,674	3.8%	
财务费用	-212	-268	-26.0%	-640	-794	-24.1%	
资产减值损失	0	0	0.0%	1	3	152.4%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	0	0.0%	22	50	123.7%	
营业利润	2,686	3,322	23.7%	9,648	13,152	36.3%	
营业利润率	42.3%	42.4%	0.2%	43.9%	45.0%	1.1%	
营业外收入	19	23	23.7%	67	75	12.1%	
营业外支出	6	10	64.9%	20	36	78.8%	
利润总额	2,698	3,335	23.6%	9,695	13,190	36.1%	
所得税	623	835	34.0%	2,430	3,227	32.8%	
所得税率	23.2%	25.1%	1.9%	25.2%	24.6%	-0.6%	
少数股东权益	82	115	40.9%	300	469	56.2%	
归属于母公司净利润	1,993	2,384	19.6%	6,965	9,494	36.3%	
净利率	32.6%	31.9%	-0.7%	33.1%	34.1%	1.0%	
EPS	0.51	0.61	19.6%	1.79	2.45	36.3%	

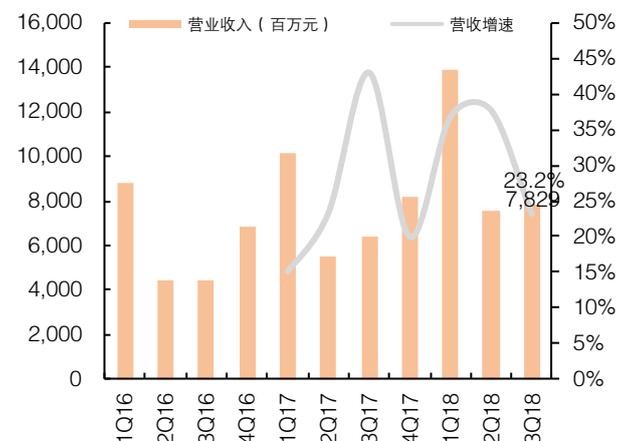
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表1 3Q18营收和毛利率升推动净利增长



资料来源：公司年报、平安证券研究所、Wind

图表2 3Q18营收增23.2%



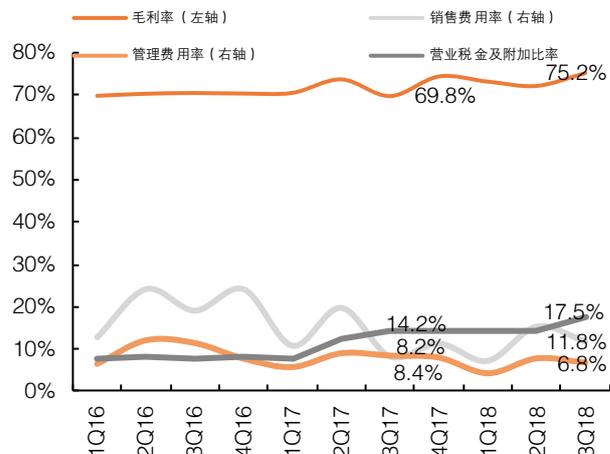
资料来源：公司年报、平安证券研究所、wind

图表3 估计3Q18报表确认五粮液酒销量同比增38%



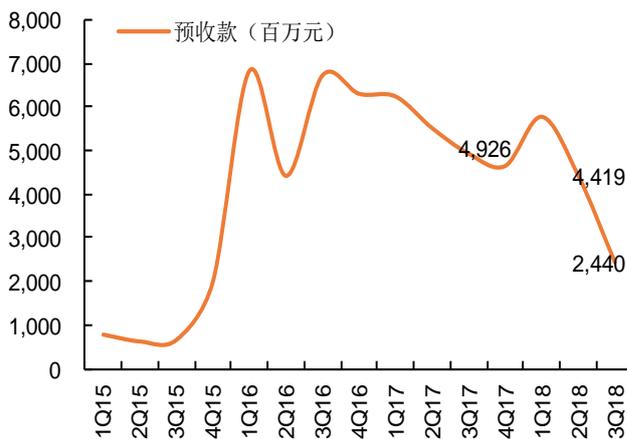
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表4 3Q18毛利率、费用率、税率齐升



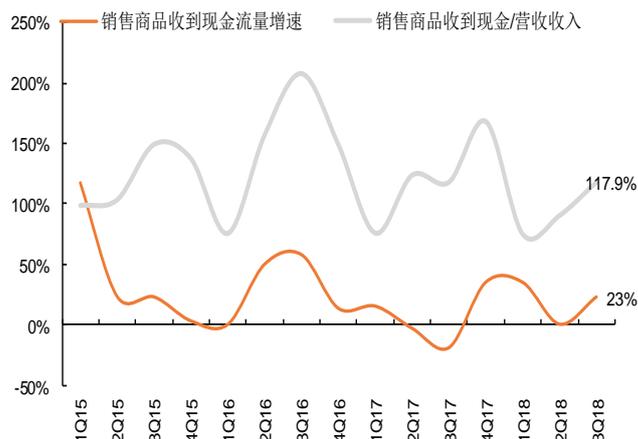
资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表5 3Q18预收款环比降约20亿



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表6 3Q18销售商品收到现金同增23%，为当期营收118%



资料来源：公司年报、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	63,280	82,019	97,107	113,238
现金	40,592	54,080	67,560	81,980
应收账款	11,298	14,225	14,987	15,792
其他应收款	21	27	28	30
预付账款	198	238	253	268
存货	10,558	12,677	13,466	14,310
其他流动资产	613	772	813	857
非流动资产	7,643	7,705	7,740	7,759
长期投资	863	863	863	863
固定资产	5,564	5,646	5,662	5,685
无形资产	399	401	402	403
其他非流动资产	816	794	813	808
资产总计	70,923	89,723	104,847	120,997
流动负债	15,968	19,861	20,998	22,214
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,768	4,524	4,806	5,107
其他流动负债	12,200	15,337	16,193	17,107
非流动负债	280	280	280	280
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	280	280	280	280
负债合计	16,248	20,141	21,279	22,494
少数股东权益	1,340	1,887	2,470	3,092
股本	3,796	3,882	3,882	3,882
资本公积	953	2,683	2,683	2,683
留存收益	48,585	61,132	74,534	88,846
归属母公司股东权益	53,334	67,696	81,099	95,410
负债和股东权益	70,923	89,723	104,847	120,997

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	9,766	11,316	12,836	13,506
净利润	9,674	12,547	13,403	14,312
折旧摊销	412	546	583	622
财务费用	-891	-987	-1,208	-1,486
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	851	1,749	573	602
其他经营现金流	-281	-2,539	-516	-544
投资活动现金流	-201	-630	-563	-572
资本支出	316	544	485	493
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-517	-1,174	-1,048	-1,066
筹资活动现金流	-3,639	2,802	1,208	1,486
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	86	0	0
资本公积增加	0	1,729	0	0
其他筹资现金流	-3,639	987	1,208	1,486
现金净增加额	5,926	13,488	13,480	14,420

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	30,187	38,008	40,044	42,196
营业成本	8,450	10,147	10,778	11,454
营业税金及附加	3,495	5,397	5,686	5,992
营业费用	3,625	3,801	3,964	4,135
管理费用	2,269	2,470	2,483	2,532
财务费用	-891	-987	-1,208	-1,486
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	68	82	98	118
营业利润	13,375	17,261	18,439	19,688
营业外收入	45	59	59	59
营业外支出	28	19	19	19
利润总额	13,392	17,302	18,479	19,729
所得税	3,306	4,209	4,493	4,795
净利润	10,086	13,093	13,986	14,934
少数股东损益	412	546	583	622
归属母公司净利润	9,674	12,547	13,403	14,312
EBITDA	12,966	16,730	17,677	18,629
EPS (元)	2.49	3.23	3.45	3.69

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	23.0	25.9	5.4	5.4
营业利润(%)	44.8	29.1	6.8	6.8
归属于母公司净利润(%)	42.6	29.7	6.8	6.8
获利能力				
毛利率(%)	72.0	73.3	73.1	72.9
净利率(%)	33.4	34.4	34.9	35.4
ROE(%)	19.3	20.7	18.0	16.2
ROIC(%)	60.4	72.9	71.9	73.4
偿债能力				
资产负债率(%)	22.9	22.4	20.3	18.6
净负债比率(%)	-73.7	-77.3	-80.5	-82.9
流动比率	3.96	4.13	4.62	5.10
速动比率	3.30	3.49	3.98	4.45
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.47	0.41	0.37
应收账款周转率	277.9	307.1	282.7	282.7
应付账款周转率	3.2	2.9	2.8	2.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.49	3.23	3.45	3.69
每股经营现金流(最新摊薄)	2.52	2.92	3.31	3.48
每股净资产(最新摊薄)	14.09	17.93	21.53	25.38
估值比率				
P/E	21.3	16.8	15.7	14.7
P/B	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	15.6	12.4	11.8	11.2

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033