



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 五粮液 (000858):

### 2018年业绩超预期, 期待2019年改革效果

2019年2月1日

#### 分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

#### 公司评级

当前价格: 60.30

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

#### 公司基本数据

总股本(百万股): 3881.61

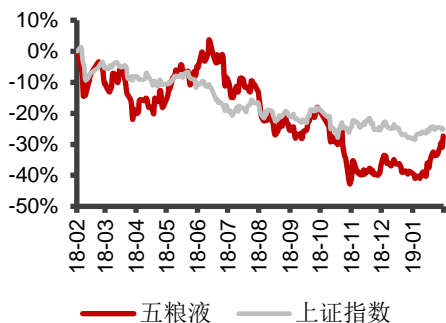
流通股本(百万股): 3795.77

流通A股市值(亿元): 1962

每股净资产(元): 15.35

资产负债率(%): 19.81

#### 五粮液与上证综指涨跌幅走势



#### 相关报告

- 1、行业增速整体放缓, 中低端增长可期: 白酒行业 2019 年度策略
- 2、行业增长有所放缓, 景气度仍高: 食品饮料 2018 年 3 季度报点评
- 3、五粮液 (000858): 严格控货助推价格上涨, 聚焦策略提高销售效率

**事件:** 公司发布2018年业绩预增公告, 全年实现营业收入 3,982,543-4,022,388万元, 同比增长31.93-33.25%; 实现归属于上市公司股东的净利润1,329,072-1,351,708万元, 同比增长37.39-39.73%; 基本每股收益3.450-3.508元/股。

**2018年业绩超预期, 量价齐升。** 根据计算, 公司2018年第四季度实现营业收入105.75-109.74亿元, 同比增长28.82-33.67%; 归母净利润37.96-40.23亿元, 同比增长40.14-48.49%, 略超我们此前预期。公司全年业绩快速增长, 主要是由于量价齐升所致。估计2018年公司销售量2万吨, 同比增长18%, 2017年底公司上调出厂价近7%, 由此推断2018年高端酒收入增长超30%。四季度的超预期体现出公司2018年6月份停货调整的良好效果及四季度后市场对高端白酒需求的持续向好。

**春节销售量超预期。** 与茅台的“缺货”、泸州老窖的“控货”相比, 公司春节前投放量或已完成全年计划量的25%以上, 且高端投放比例升高。渠道反馈春节旺季普五销售较同期上涨明显, 部分地区增速超20%, 库存维持合理水平。一方面, 市场上的较高需求与竞争对手的较低供应量促进了五粮液的动销; 另一方面, 随着普五终端价格高企与国窖的涨价, 普五显露出较高的性价比。

**2019年内推动渠道改革, 继续提升品牌价值。** 2019年, 公司预计实现2.3万吨的高端产品销量, 同比增长约15%。除了对产品进行结构升级外, 公司还将对渠道实行控盘分利并推出升级版五粮液。新版普五将采用扫码积分系统从而实现渠道数字化管理, 技术的革新使其在品质上也会有所提升, 我们判断出厂价也将上涨。另外, 公司将品牌建设列为2019年重点工作之一, 核心终端俱乐部预计年底全部建成。公司2019年继续量价齐升为大概率事件。

**外资持股比例快速提升。** 目前, 合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。五粮液的市值、流动性及基本面都居于A股前列, 被MSCI、富时、标普道琼斯纳入权重股, 由于近期监管变化与公司业绩超预期影响, 自1月14日至今, 外资持股比例上升8.15%, 高出茅台0.92个百分点。目前公司动态PE为19.2倍, 预计后续外资的入市将继续利好公司估值。

**风险提示:** 食品安全问题; 公司经营业绩低于预期; 人民币汇率波动风险; 国内利率上调风险; 中国宏观经济数据不及预期; 美联储货币政策变化; 国内外资本市场波动风险。

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	30187	39892	47280	54906
(+/-)	22.99%	32.15%	18.52%	16.13%
归母净利润(百万元)	9636	13276	15766	18086
(+/-)	42.03%	37.77%	18.76%	14.72%
每股收益(元)	2.483	3.420	4.062	4.659

资料来源: Wind, 国开证券研究部

注: 收盘价日期为2019.1.31, 2018-2020年业绩为作者初步预测值。

**盈利预测:**

报表预测		单位: 百万元			
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	
营业收入	30187	39892	47280	54906	
减: 营业成本	8450	10591	12383	14281	
营业税金及附加	3495	4787	5674	6589	
营业费用	3625	4041	4870	6040	
管理费用	2269	2804	3310	3843	
财务费用	-891	-800	-887	-1005	
营业利润	13301	18454	21917	25144	
利润总额	13318	18458	21920	25147	
减: 所得税	3269	4615	5480	6287	
净利润	10049	13844	16440	18860	
减: 少数股东损益	412	568	674	774	
归母股东净利润	9636	13276	15766	18086	
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	
货币资金	36393	31207	47656	41685	
应收和预付款项	11517	18507	17065	24237	
存货	10558	15252	14923	19879	
长期股权投资	863	863	863	863	
固定资产和在建工程	5566	4401	3150	1901	
无形资产和开发支出	401	749	3197	7146	
其他非流动资产	133	67	1.20	1.20	
资产总计	65431	71046	86855	95711	
应付和预收款项	10757	7710	13232	10287	
负债合计	10757	7710	13232	10287	
股本	3796	3796	3796	3796	
资本公积	953	953	953	953	
留存收益	48585	56679	66292	77319	
归属母公司股东权益	53334	61428	71041	82068	
少数股东权益	1340	1908	2583	3356	
股东权益合计	54674	63337	73623	85424	
负债和股东权益合计	65431	71046	86855	95711	
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	
经营性现金净流量	9763	-98	24417	4310	
投资性现金净流量	-201	-667	-2701	-4228	
筹资性现金净流量	-3639	-4421	-5266	-6054	
现金流量净额	5923	-5187	16450	-5971	

**财务和估值数据摘要**

单位: 百万元

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	30187	39892	47280	54906
增长率(%)	22.99%	32.15%	18.52%	16.13%
归属母公司股东净利润	9636	13276	15766	18086
增长率(%)	42.03%	37.77%	18.76%	14.72%
每股收益(EPS)	2.483	3.420	4.062	4.659
每股股利(DPS)	0.880	1.335	1.585	1.819
每股经营现金流	2.515	-0.025	6.291	1.110
销售毛利率	72.01%	73.45%	73.81%	73.99%
销售净利率	33.29%	34.70%	34.77%	34.35%
净资产收益率(ROE)	18.07%	21.61%	22.19%	22.04%
投入资本回报率(ROIC)	57.81%	71.41%	48.49%	68.48%
市盈率(P/E)	20.82	15.11	12.73	11.09
市净率(P/B)	3.76	3.27	2.82	2.44
股息率(分红/股价)	0.017	0.026	0.031	0.035

**财务分析和估值指标汇总**

	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	72.01%	73.45%	73.81%	73.99%
三费/销售收入	18.07%	21.61%	22.19%	22.04%
ROE	18.07%	21.61%	22.19%	22.04%
销售收入增长率	22.99%	32.15%	18.52%	16.13%
EBIT (百万元)	12431	17698	21033	24141
EBITDA (百万元)	12981	19236	22592	25658
净利润(百万元)	9636	13276	15766	18086
EPS (倍)	2.483	3.420	4.062	4.659
BPS (倍)	13.740	15.825	18.302	21.143
PE (倍)	20.82	15.11	12.73	11.09
股息率	0.017	0.026	0.031	0.035

数据来源: wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2019年1月31日, 2018-2020年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街 29 号国家开发银行 8 层