

渠道各战区深度变革，量价齐升品牌力逐步复苏

——五粮液（000858）2019Q1 财报点评

2019年05月17日

强烈推荐/维持

五粮液

财报点评

投资要点：

- **事件：**4月28日，五粮液发布一季度报告。2019Q1实现营业收入175.90亿元，同比增长26.57%，归母净利润64.75亿元，同比增长30.26%，增长基本符合预期。
- **公司营收稳步增长，主要财务指标基本符合预期。**19Q1实现营业收入175.90亿元，同比增长26.57%，增速符合预期，一季度实现了量价齐升。公司19Q1应收账款及应收票据余额162.15亿元，环比减少0.53亿元基本平稳，扣除应收账款增量后营收同增26.18%。19Q1公司销售回款情况良好，销售商品、提供劳务收到的现金为176.98亿元，同比增加69.94%。总体来说，公司19Q1业绩表现基本符合预期，接下来公司的主要举措同时系发展不确定性来源主要集中在以下三个方面：1)对低端产品的清理力度及效果；2)公司营销渠道改革进展；3)产品提价的落地情况。
- **毛利率有所增长，归功于产品矩阵清理策略的落地。**2019Q1公司毛利率达到75.8%，同比增加2.6pct，我们认为公司对低端产品的清理为毛利率增长的主要原因之一。19年来品牌清理稳中推进、举措强硬，4月4日公司下发《关于清理下架和停止销售“VVV”、“东方娇子”等系列酒品牌的通知》、4月8日下发《关于宜宾系列酒品牌营销有限公司同质化产品下架的重要通知》、4月9日下发《关于五粮液集团保健酒有限责任公司、生态酿酒有限公司关于同质化产品的紧急通知》，我们关注到五粮液清理产品大部分限于专卖店、经销商自有店终端，并未强制要求社会终端下架，在推进产品清理的同时也给渠道留有消化余地，充分显示了管理层对于产品和渠道治理的技巧性。
- **渠道清理雷厉风行，重拾终端售价控制力。**4月23日宣布终止与北京嘉诚利发糖酒有限责任公司等3家运营商和天长市天益酒业有限公司等8家专卖店的合作关系，渠道清理态度坚决，并未留余地，说明了管理层对于渠道改革的坚定决心。减少对经销商的返利等一系列改革举措有助于减少销售终端过度打折促销的情况，为公司的提价行为梳理出通道，为日后的提价策略顺利落地奠定基础。公司重视对营销、渠道的建设，积极招募优秀的营销人员，不过当下三费平稳、控费良好，19Q1期间费用率11.8%，其中销售费用率7.2%，管理费用率4.4%，财务费用率0.1%，同比变化不大，随着营销渠道改革的不断深化，预期未来销售费用或有所提升。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,186.7	40,030.1	49,256.7	59,058.3	69,619.7
增长率(%)	22.99%	32.61%	23.05%	19.90%	17.88%
净利润(百万元)	10,085.9	14,038.6	17,895.8	21,748.2	26,262.5
增长率(%)	42.93%	39.19%	27.48%	21.53%	20.76%
净资产收益率(%)	18.14%	21.08%	23.26%	23.90%	24.32%
每股收益(元)	2.55	3.47	4.50	5.47	6.63
PE	40.15	29.44	22.75	18.69	15.43
PB	7.28	6.25	5.29	4.47	3.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（股价为2019年4月29日收盘价）

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

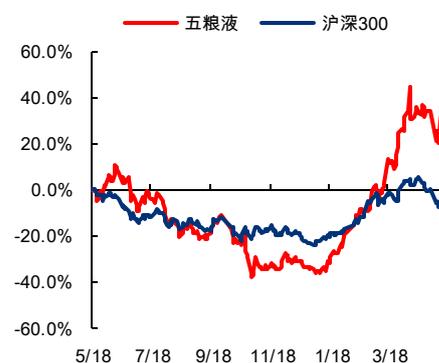
执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52周股价区间(元)	109.98-79.17
总市值(亿元)	4268.99
流通市值(亿元)	4174.59
总股本/流通A股(万股)	388161/379577
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.81

52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《五粮液（000858）：稳增长动力强，五粮液改革红利持续释放》2019-02-18
- 2、《五粮液（000858）：成功换挡，五粮液持续稳增长确定性强》2018-10-30
- 3、《五粮液（000858）：超预期，五粮液边际改善进一步强化》2018-08-29
- 4、《五粮液（000858）：初心不改，道阻且长，五粮液奋力以拼搏》2018-08-08

- **批价提升顺利，库存稳中带紧。**春节后普五批价回升至 800-860 元之间，4 月底回升至 850-880 元，批价一路提升，较为坚挺。目前库存大约维持 1 个月的水平，部分地区库存较紧，小于 1 个月，较为平稳。市场涨价预期强，普遍认为第八代普五的推出会拉升第七代及经典五粮液的终端价格。**新普五中端站上千元，市场反应良好。**公司第八代普五 4 月 20 日建议供货价达到 899 元以上，消费者成交价达到 950 元以上；4 月 30 日建议供货价达到 919 元以上，消费者成交价超过 1000 元。我们认为在产品 and 渠道的改革持续推进下，第八代五粮液终端价或将站上 1100-1200 元，我们持续看好第八代五粮液的推出，**并将持续关注普五关于中秋挺价的一切有关措施。**
- **盈利预测与评级：**我们预期公司 19/20/21 年收入分别实现 492.57/590.58/696.20 亿，同比增长 23%/20%/18%，净利润分别实现 178.96/217.48/262.63 亿，同比增长 27%/22%/21%。考虑到品牌矩阵优化及渠道改革逐步落地带来的估值溢价，19 年给予估值 28X，对应目标价 126 元，对应 23%上行空间，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**国家政策的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	63280	78110	98879	116359	137524	营业收入	30187	40030	49257	59058	69620
货币资金	40592	48960	63253	74028	88325	营业成本	8450	10487	13058	15470	17767
应收账款	110	127	168	194	233	营业税金及附加	3495	5908	6486	7699	8985
其他应收款	21	31	38	46	54	营业费用	3625	3778	4862	5767	6652
预付款项	198	221	178	170	136	管理费用	2269	2340	3000	3411	3801
存货	10558	11795	15501	17882	20815	财务费用	-1085	-917	-989	-1059	
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5.63	10.88	10.88	9.13	10.30
非流动资产合计	7643	7984	7049	6412	5745	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	863	919	859	880	886	投资净收益	68.21	100.86	67.50	78.86	82.41
固定资产	5293	5261	4771	4193	3578	营业利润	13375	18718	22824	27771	33545
无形资产	399	413	371	330	289	营业外收入	45.13	43.80	69.28	52.74	55.27
其他非流动资产	0	51	0	0	0	营业外支出	27.98	155.37	67.36	83.57	102.10
资产总计	70923	86094	105848	122691	143189	利润总额	13392	18607	22826	27740	33498
流动负债合计	15968	20708	28549	31007	34063	所得税	3306	4568	4930	5992	7236
短期借款	0	0	9225	8768	9620	净利润	10086	14039	17896	21748	26263
应付账款	3138	3152	4327	4856	5733	少数股东损益	412	654	446	504	535
预收款项	4646	6707	6626	8098	8909	归属母公司净利润	9674	13384	17450	21244	25728
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	13359	18531	22592	27475	33181
非流动负债合计	280	267	0	0	0	EPS (元)	2.55	3.47	4.50	5.47	6.63
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	16248	20975	28549	31007	34063	成长能力					
少数股东权益	1340	1632	2078	2583	3118	营业收入增长	22.99%	32.61%	23.05%	19.90%	17.88%
实收资本(或股本)	3796	3882	3882	3882	3882	营业利润增长	44.79%	39.96%	21.94%	21.67%	20.79%
资本公积	953	2683	2683	2683	2683	归属于母公司净利润	30.37%	38.36%	30.37%	21.75%	21.11%
未分配利润	37675	43803	36943	29216	19480	获利能力					
归属母公司股东权	53334	63487	75020	88901	105808	毛利率(%)	72.01%	73.08%	74.01%	74.32%	74.98%
负债和所有者权益	70923	86094	105848	122691	143189	净利率(%)	33.41%	35.07%	36.33%	36.83%	37.72%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	10.91%	13.64%	15.55%	16.49%	17.32%	
经营活动现金流	9766	12317	9730	17586	21172	偿债能力					
净利润	10086	14039	17896	21748	26263	资产负债率(%)	23%	24%	27%	25%	24%
折旧摊销	874.81	897.50	0.00	693.22	695.59	流动比率					4.04
财务费用	-891	-1085	-917	-989	-1059	速动比率					3.43
应收账款减少	0	0	-40	-27	-39	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-81	1472	811	总资产周转率	0.45	0.51	0.51	0.52	0.52
投资活动现金流	-201	-332	324	21	33	应收账款周转率	278	338	334	326	326
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.37	12.73	13.17	12.86	13.15
长期股权投资减少	0	0	62	-21	-6	每股指标(元)					
投资收益	68	101	68	79	82	每股收益(最新摊薄)	2.55	3.47	4.50	5.47	6.63
筹资活动现金流	-3639	-3618	4225	-6832	-6908	每股净现金流(最新)	1.56	2.16	3.68	2.78	3.68
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	14.05	16.36	19.33	22.90	27.26
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	86	0	0	0	P/E	40.15	29.44	22.75	18.69	15.43
资本公积增加	0	1729	0	0	0	P/B	7.28	6.25	5.29	4.47	3.75
现金净增加额	5926	8368	14280	10775	14297	EV/EBITDA	26.03	18.78	15.18	12.08	9.59

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

单击此处输入文字。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。