

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年09月02日

市场数据

目前股价	141.5
总市值（亿元）	5,492.48
流通市值（亿元）	5,371.02
总股本（万股）	388,161
流通股本（万股）	379,577
12个月最高/最低	143.10/45.27

分析师

分析师：张宇光 S1070518060003

☎ 0755-83515512

✉ zhangyuguang@cgws.com

分析师：黄瑞云 S1070518070002

☎ 010-88366060-8862

✉ huangruiyun@cgws.com

联系人（研究助理）：逢晓娟

S1070119020015

☎ -

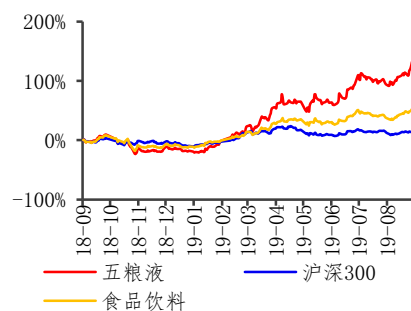
✉ pangxiaojuan@cgws.com

联系人（研究助理）：叶松霖

S1070118080021

☎ 0755-83515512

✉ yesonglin@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<改革顺利推进，浓香王者归来>>

2019-08-06

<<控盘分利逐步落地，系列酒加速整合>>

2019-06-17

<<改革顺利推进，浓香王者归来>>

2019-05-12

改革顺利推进，报表高质量增长

——五粮液（000858）公司动态点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	50716	59860	68681
(+/-%)	26.7%	18.0%	14.7%
净利润	17668	21746	26146
(+/-%)	32.0%	23.1%	20.2%
摊薄 EPS	4.55	5.60	6.74
PE	26	21	18

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事项：**公司发布半年度报告，2019年上半年公司实现营收271.5亿元，同比增加26.8%；实现归母净利润93.4亿元，同比增加31.3%；其中Q2实现营收95.6亿元，同比增长27.1%；Q2归母净利润为28.6亿元，同比增长33.7%，中报业绩与之前预告保持一致。

■ **投资要点：**

五粮液上半年量价齐升，价格站稳千元值得期待。1H19五粮液酒估计发货1.5万吨，量较去年同期增加15%+，其中2Q19第七代、八代五粮液严控发货节奏，预计1618、低度等体发货节奏更快。同时由于1618等其他五粮液较去年同期提价10%、收藏版、第八代等出厂价提升约10%，带动整体价格预计有5%以上增长。目前公司仍严控发货节奏，严打低价窜货，7月份酒厂已处罚20多家经销商，第八代8月份开始执行1006元建议流通价，经销商配合积极。三季度准备投放第八代约5000吨左右，控制好发货节奏、配合相应的监督、拉动政策挺价，预计终端成交价格将进一步上移，站稳千元价格带是大概率事件。

报表高质量增长，预收款、现金流指标靓丽。二季度末预收款环比下降5亿元，与第八代五粮液控制发货节奏、要求经销商按月打款有关。Q2销售回款103亿元，同比大幅增长51%，主要由于应收票据减少。Q2经营现金流量4.4亿元，对比同期由负转正。

五粮液量价齐升，站稳千元价格值得期待。2Q19毛利率同比下降，期间费用率下降推动净利率提升明显。2Q19毛利率70.2%，同比下降2pct，推测原因是非酒业务拖累。从上半年酒类毛利率提升1.6pct来推断，单二季度酒类毛利率也应同比改善，预计下半年提价效应显现，毛利率仍可乐观展望。Q2营业税金及附加为14.3%，同比持平，销售费用率为14.4%，同比下降1pct，预计下半年营销人员增加、奖励、会员费用支出增加，销售费用率将略有抬升，管理费用率为5.3%（包含研发费用），同比大幅下

降 2.5pct，规模效应显现。净利率为 31.3%，同比提升 1pct，致使业绩增速高于收入增速。

补短板、拉长板，奋力推进“二次创业”。生产方面，细化生产全过程管理，严格工规执行，不断提升一级酒率。品牌方面，优化产品结构，推出全新产品管理制度，五粮液 1+3、系列酒 4+4 产品体系更加清晰。营销方面，调整组织架构，加快推动数字化转型，强化洞察市场和精准服务的执行力。

- **盈利预测和评级：**预计下半年产品批价稳步上涨，经销商渠道利润改善，渠道正循环加速，旺季预计备货、动销两旺。往明年展望，茅台量紧价高、五粮液控制发货节奏站稳千元后有望放量。未来 3-5 年，品牌集中度提升、消费持续升级，五粮液作为浓香龙头，量价空间广阔。预计公司 19/20/21 年收入增速分别为 27%、18%、15%，归属于母公司净利润增速分别为 32%、23%、20%。目前市值对应 PE 分别为 31X、25X、21X，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观波动超预期、食品安全问题

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	30186.78	40030.19	50716.43	59859.86	68680.65	成长性					
营业成本	8450.09	10486.78	12414.67	13178.51	14552.34	营业收入增长	23.0%	32.6%	26.7%	18.0%	14.7%
营业费用	3625.40	3778.43	5223.79	5985.99	7074.11	营业成本增长	15.5%	24.1%	18.4%	6.2%	10.4%
管理费用	2269.02	2340.50	2535.82	2693.69	3090.63	营业利润增长	44.8%	40.0%	31.5%	23.5%	20.1%
研发费用	0.00	84.08	26.63	39.29	56.35	利润总额增长	43.4%	38.9%	30.4%	23.8%	20.3%
财务费用	-890.51	-1085.01	-1340.17	-1871.34	-2391.03	净利润增长	42.6%	38.4%	32.0%	23.1%	20.2%
其他收益	70.22	106.23	44.11	55.14	68.92	盈利能力					
投资净收益	68.21	100.86	59.16	65.42	73.41	毛利率	72.0%	73.8%	75.5%	78.0%	78.8%
营业利润	13374.54	18718.39	24607.31	30379.49	36485.38	销售净利率	33.4%	35.1%	36.3%	37.9%	39.8%
营业外收支	17.15	-111.57	-350.00	-350.00	-350.00	ROE	18.4%	21.6%	23.9%	23.9%	23.2%
利润总额	13391.69	18606.82	24257.31	30029.49	36135.38	ROIC	75.4%	93.5%	369.5%	641.5%	438.3%
所得税	3305.72	4568.17	5840.52	7337.56	8830.39	营运效率					
少数股东损	412.25	654.40	748.76	945.81	1159.26	销售费用/营业收入	12.0%	9.4%	10.3%	10.0%	10.3%
						管理费用/营业收入	7.5%	5.8%	5.0%	4.5%	4.5%
资产负债表					(百万)	研发费用/营业收入	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
流动资产	63279.70	78110.17	85137.39	102513.33	125551.25	财务费用/营业收入	-2.9%	-2.7%	-2.6%	-3.1%	-3.5%
货币资金	40591.80	48960.05	69123.96	87557.31	106185.22	投资收益/营业利润	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%
应收账款	11297.77	16261.97	0.00	0.00	0.00	所得税/利润总额	24.7%	24.6%	24.1%	24.4%	24.4%
应收票据	634.27	871.77	1036.31	1215.77	1368.17	应收账款周转率	2.88	2.90	0.00	0.00	0.00
存货	10557.80	11795.46	14667.21	13423.64	17595.64	存货周转率	0.85	0.94	0.94	0.94	0.94
非流动资产	7642.93	7984.10	9898.82	11149.63	12129.16	流动资产周转率	0.51	0.57	0.62	0.64	0.60
固定资产	5292.87	5262.16	7048.02	8223.52	9089.88	总资产周转率	0.45	0.51	0.56	0.57	0.55
资产总计	70922.63	86094.27	95036.21	113662.97	137680.41	偿债能力					
流动负债	15968.03	20707.82	17831.71	18327.42	19964.66	资产负债率	22.9%	24.4%	19.0%	16.4%	14.7%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.96	3.77	4.77	5.59	6.29
应付款项	3767.58	3566.29	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.29	3.19	3.93	4.84	5.39
非流动负债	280.27	267.01	267.01	267.01	267.01	每股指标 (元)					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	2.49	3.45	4.55	5.60	6.74
负债合计	16248.30	20974.83	18098.72	18594.43	20231.67	每股净资产	13.74	16.36	19.21	23.63	29.10
股东权益	54674.33	65119.44	76937.50	95068.54	117448.74	每股经营现金流	2.33	2.96	7.19	5.95	5.92
股本	3795.97	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	每股经营现金/EPS	0.93	0.86	1.58	1.06	0.88
留存收益	48584.86	56923.01	66138.82	77449.09	91072.14	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权	1340.24	1632.17	2380.93	3326.73	4486.00	PE	56.78	41.04	31.09	25.26	21.01
负债和权益	70922.63	86094.27	95036.21	113662.97	137680.41	PEG	3.07	1.37	0.83	0.81	0.85
						PB	10.30	8.65	7.37	5.99	4.86
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	40.10	28.37	20.90	16.33	13.12
经营活动现金流	9766.18	12317.36	27893.76	23111.16	22976.15	EV/SALES	16.90	12.55	9.52	7.77	6.52
其中营运资本	-569.13	-1722.44	10260.58	1553.12	-2772.78	EV/IC	9.52	7.88	6.45	5.06	3.95
投资活动现	-200.88	-331.56	-2471.28	-1988.26	-1814.49	ROIC/WACC	7.13	8.84	34.92	60.61	41.40
其中资本支出	216.06	381.38	1807.30	1139.22	854.19	REP	1.34	0.89	0.18	0.08	0.10
融资活动现	-3639.24	-3617.92	-5258.56	-2689.55	-2533.76						
净现金总变化	5925.89	8368.25	20163.91	18433.35	18627.91						

研究员承诺

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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>