

## 旺季量价验证需求，改革红利持续释放 买入（维持）

2019年10月30日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001  
021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	40,030	50,142	60,323	69,358
同比(%)	32.6%	25.3%	20.3%	15.0%
归母净利润(百万元)	13,384	17,363	21,771	26,035
同比(%)	38.4%	29.7%	25.4%	19.6%
每股收益(元/股)	3.45	4.47	5.61	6.71
P/E(倍)	37.72	29.07	23.19	19.39

### 事件

公司发布2019年三季报，19Q1-Q3实现营收371.02亿元(+26.84%)，归母净利125.44亿元(+32.11%)，扣非净利126.06亿元(+33.47%)。19Q3实现营收99.51亿元(+27.1%)，归母净利32.08亿元(+34.55%)，扣非净利32.12亿元(+36.21%)。

### 投资要点

■ **旺季放量压力测试下批价稳定，验证需求刚性，预计全年放量目标完成无虞：**公司19Q1-Q3实现营收371.02亿元(+26.84%)，19Q3营收99.51亿元(+27.1%)，归母净利32.08亿元(+34.55%)，延续年初至今的高增长趋势。三季度旺季公司第八代普五加大发货，预计八代全年配额已经接近完成。放量期间及旺季后八代普五批价稳定，由于渠道利润增厚+公司不断推进控盘分利，对渠道掌控力和议价权节节走高，验证我们渠道步入正循环阶段。**分量价看**，预计Q3价同比+12%，量增15%。**展望四季度**，由于全年普五配额执行已近尾声，目前市场库存不足1个月，四季度增量可期。**展望明年**，消费升级背景下白酒终端需求和经销商资源加速向头部集中，普五有望进一步放量，39度五粮液和1618等单品预计有所动作。草根调研经销商普遍反馈积极，顺价正循环下明年增量预期足，新招商填补空白薄弱区域进程亦顺利推进。

■ **高质量现金流展公司议价权增强：**19Q1-Q3公司毛利率73.81%(+0.34pct)，19Q3毛利率73.8%(-1.41pct)，19Q1-Q3销售费用率10.9%(+0.38pct)，19Q3为14%(+2.23pct)，单三季度毛利率与销售费用率表现预计与八代推广上市期公司加强消费者培育和宣传，营销系统配套升级加大投入有关。综上，公司19Q1-Q3净利率为35.38%(+1.32pct)，经营性净现金流161.9亿元(同比+123亿元)，现金流质量大幅上升，同时公司19Q1-Q3预收账款同比+24亿，应收账款及应收票据同比-19.6亿，议价权显著增强，验证公司品牌认可度提升与终端动销状况良好。

■ **改革红利延续：**公司于9月6日提名原宜宾市翠屏区区委书记曾从钦担任集团总经理，曾总擅长管理，曾帮助县城排名提升2位，整体人事调整均体现新任管理层锐意进取的特点。同时具有较强品牌营销能力的徐强总、黄华总也将分别担任管理工作，显示出公司将进一步聚焦公司品牌建设，提升营销能力的布局，改革红利将进一步延续。

■ **盈利预测与投资评级：**预计19-21年公司收入分别为501.4/603.2/693.6亿元，同增25.3%/20.3%/15.0%；归母净利润分别为173.6/217.7/260.4亿元，同比29.7%/25.4%/19.6%；对应PE分别为29/23/19X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**需求回落风险，白酒竞争加剧风险，宏观经济增长不达预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	130.95
一年最低/最高价	45.27/143.10
市净率(倍)	7.32
流通A股市值(百万元)	497056.20

### 基础数据

每股净资产(元)	17.89
资产负债率(%)	23.46
总股本(百万股)	3881.61
流通A股(百万股)	3795.77

### 相关研究

- 1、《五粮液(000858)：产品渠道变革时，步入千元新时代》2019-09-01
- 2、《五粮液(000858)：业绩预告符合预期，改革红利持续释放》2019-08-06
- 3、《五粮液(000858)：供销两旺开门红，控盘分利进行时》2019-04-29

表 1: 分季度财务数据一览

单位: 百万元	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	8,209	13,898	7,524	7,829	10,780	17,590	9,561	9,951
yoy	19.9%	36.8%	37.7%	23.2%	31.3%	26.6%	27.1%	27.1%
归母净利润	2,709	4,971	2,139	2,384	3,890	6,475	2,861	3,208
yoy	60.9%	38.3%	55.2%	19.6%	43.6%	30.3%	33.7%	34.6%
毛利率 (%)	74.42	73.19	72.18	75.20	74.70	75.78	70.19	73.80
期间费用率 (%)	16.25	9.60	19.63	15.45	10.18	9.78	16.13	16.11
其中: 销售费用率 (%)	11.31	7.22	15.32	11.77	6.51	7.24	14.39	14.00
管理费用率 (%)	7.99	4.28	7.80	7.10	6.38	4.54	5.29	5.51
财务费用率 (%)	(3.05)	(1.90)	(3.49)	(3.42)	(2.70)	(2.00)	(3.55)	(3.40)
归母净利率 (%)	33.00	35.77	28.43	30.45	36.08	36.81	29.92	32.24
ROE	5.21	8.91	3.70	4.08	6.32	9.70	4.20	4.73
pct	1.57	1.55	0.93	0.07	1.11	0.80	0.50	0.65
资产负债率 (%)	22.91	24.81	27.21	19.81	24.36	23.98	23.16	23.46
pct	-0.12	2.34	3.75	-2.94	1.45	-0.83	-4.05	3.65
存货	10,558	10,505	11,334	11,438	11,795	11,563	12,004	12,344
较上年同比增减	1,300	1,141	1,706	1,524	1,238	1,058	670	907
存货周转天数 (天)	422	254	339	383	384	247	301	335
较上年同比增减 (天)	-20	-25	-45	-25	-38	-8	-37	-47
应付账款及应付票据	3,768	4,405	4,465	4,513	3,566	4,029	3,945	4,073
较上年同比增减	1,269	971	537	513	-201	-376	-519	-440
预收账款	4,646	5,772	4,419	2,440	6,707	4,853	4,354	5,865
较上年同比增减	-1,653	-465	-1,092	-2,486	2,061	-918	-65	3,425
经营性现金流净额	3,673	2,398	-1,801	3,280	8,440	7,927	439	7,826
筹资性现金流净额	-	-	1,454	-5,050	-22	-	-6,147	-1,098
资本开支	90	148	72	46	114	96	1,196	167

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>78,110</b>	<b>91,778</b>	<b>108,213</b>	<b>133,292</b>	<b>营业收入</b>	<b>40,030</b>	<b>50,142</b>	<b>60,323</b>	<b>69,358</b>
现金	48,960	58,042	68,169	89,621	减:营业成本	10,487	12,175	13,933	15,619
应收账款	16,262	18,379	23,295	24,621	营业税金及附加	5,908	8,663	10,811	12,484
存货	11,795	14,155	15,544	17,749	营业费用	3,778	3,765	3,921	3,844
其他流动资产	1,093	1,202	1,205	1,301	管理费用	2,340	2,563	2,732	2,937
<b>非流动资产</b>	<b>7,984</b>	<b>9,798</b>	<b>11,296</b>	<b>12,322</b>	财务费用	-1,085	-1,078	-1,272	-1,665
长期股权投资	919	1,049	1,187	1,326	资产减值损失	11	0	0	0
固定资产	5,262	6,931	8,314	9,213	加:投资净收益	101	73	82	82
在建工程	352	401	435	433	其他收益	0	0	0	0
无形资产	413	423	413	404	<b>营业利润</b>	<b>18,718</b>	<b>24,128</b>	<b>30,279</b>	<b>36,221</b>
其他非流动资产	1,038	993	946	945	加:营业外净收支	-112	12	4	-20
<b>资产总计</b>	<b>86,094</b>	<b>101,576</b>	<b>119,509</b>	<b>145,614</b>	<b>利润总额</b>	<b>18,607</b>	<b>24,139</b>	<b>30,284</b>	<b>36,201</b>
<b>流动负债</b>	<b>20,708</b>	<b>24,576</b>	<b>24,235</b>	<b>27,957</b>	减:所得税费用	4,568	5,927	7,449	8,894
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	654	849	1,064	1,273
应付账款	3,152	4,150	4,207	5,161	<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,384</b>	<b>17,363</b>	<b>21,771</b>	<b>26,035</b>
其他流动负债	17,555	20,426	20,027	22,795	EBIT	17,138	22,534	28,390	33,834
<b>非流动负债</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	EBITDA	17,701	23,147	29,194	34,755
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	267	267	267	267	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,975</b>	<b>24,843</b>	<b>24,502</b>	<b>28,224</b>	每股收益(元)	3.45	4.47	5.61	6.71
少数股东权益	1,632	2,481	3,546	4,818	每股净资产(元)	16.36	19.13	23.56	29.00
					发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
归属母公司股东权益	63,487	74,252	91,462	112,572	ROIC(%)	20.3%	22.8%	23.3%	22.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>86,094</b>	<b>101,576</b>	<b>119,509</b>	<b>145,614</b>	ROE(%)	21.6%	23.7%	24.0%	23.3%
					毛利率(%)	73.8%	75.7%	76.9%	77.5%
					销售净利率(%)	33.4%	34.6%	36.1%	37.5%
					资产负债率(%)	24.4%	24.5%	20.5%	19.4%
					收入增长率(%)	32.6%	25.3%	20.3%	15.0%
					净利润增长率(%)	38.4%	29.7%	25.4%	19.6%
					P/E	37.72	29.07	23.19	19.39
					P/B	7.95	6.80	5.52	4.48
					EV/EBITDA	25.86	19.42	15.09	12.09
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>					
经营活动现金流	12,317	16,956	15,636	26,577					
投资活动现金流	-332	-2,353	-2,220	-1,865					
筹资活动现金流	-3,618	-5,521	-3,289	-3,260					
现金净增加额	8,368	9,082	10,127	21,452					
折旧和摊销	563	613	804	921					
资本开支	381	1,684	1,360	888					
营运资本变动	-1,984	-718	-6,650	96					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

