

五粮液（000858）：量价齐升再次确认，新班子带入新境界

——五粮液 2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

五粮液

公司报告

报告摘要：

事件：公司 19 年三季度业绩符合预期。19 年前三季度公司实现营收 371.02 亿元，同比增长 26.84%；归母净利润 125.44 亿元，同比增长 32.11%，经营性现金流净额同比增加 317.64%。其中，Q3 营收同比增长 27.10%，归母净利润同比增长 34.55%。

三季度营收增速 27.10%，呈现加速趋势，显示公司中秋国庆旺季销售业绩优异。销售商品、提供劳务收到现金 143.6 亿元，同比增长达 55.6%，预收账款为 58.65 亿元，较二季度末增长 34.70%，销售回款情况乐观，系旺季经销商囤货打款积极，这说明高档酒提价后经销商接受度高，放量情况良好。公司历经上半年渠道和品牌整理之后开始了提价动作，7 月份八代普五上调终端零售价至 1399 元/瓶，第七代普五在川渝市场的一批价上升至 960 元/瓶左右，从 Q3 单季销售情况来看，提价政策平稳落地，由于旺季出货力度较大，节后部分地区普五批价出现回落，随后批价小幅上行至 930 元左右。

公司盈利端主要扰动因素为产品提价、成本管控，前三季度毛利率基本较去年同期持平，73.81%，Q3 单季毛利率同比下滑 1.41pct，预计非产品结构变化原因，或与旺季出厂价变化有关。前三季度期间费用率 13.11%，同比下降 0.63pct，主要系管理费用率的下降；Q3 单季销售费用率 14%，同比 +2.23pct，主要系公司营销投入的加大，扩张市场。整体来看，毛利率与费用率水平基本平稳，Q3 净利率 32.24%，同比增加 1.79pct，非主营业务影响。

系列酒整合产品结构优化，渠道改革将逐渐见成效。产品结构层面，系列酒整合改革，并向中高品牌、自营品牌、核心品牌聚焦。公司原三家系列酒营销公司整合为一，持续清理透支五粮液品牌的系列酒产品。五粮液产品结构的优化将带来品牌力的进一步提升、盈利能力的提高。公司稳步实施全新数字化渠道改革，随着公司对渠道把控的力度加大，配合控量保价政策确保提价稳步落地，未来批价站上千元可期。

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	50,777.8	62,177.2	73,177.7
增长率(%)	22.99%	32.61%	26.85%	22.45%	17.69%
净利润(百万元)	10,085.9	14,038.6	18,556.8	23,050.3	27,852.8
增长率(%)	42.93%	39.19%	32.18%	24.21%	20.83%
净资产收益率(%)	18.14%	21.08%	24.00%	25.00%	25.26%
每股收益(元)	2.55	3.47	4.67	5.81	7.04
PE	51.39	37.69	28.07	22.54	18.61
PB	9.32	8.01	6.74	5.64	4.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所（按照 2019 年 10 月 30 日收盘价计算）

公司简介：

公司是以五粮液及其系列酒的生产、销售为主要产业，现已系统研制开发了五粮春、五粮神、五粮醇等几十种不同档次、不同口味，满足不同区域、不同文化背景、不同层次消费者需求的系列产品。数年来“五粮液”品牌连续在中国白酒制造业和食品行业“最有价值品牌”中排位居前，具有领导市场的影响力。

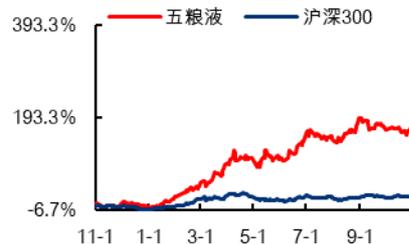
未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间(元)	130.95-47.49
总市值(亿元)	5082.97
流通市值(亿元)	4970.56
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	0.88

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：张东雪

zhangdx@dxzq.net.cn

高端白酒行业格局较为稳定、集中度提高，茅台、五粮液两大巨头合占约 80%-85% 的高端市场，五粮液将继续依托品牌价值稳站高端千元价格带，同时渠道改革将保证公司高端产品稳步放量。我们认为，五粮液面对高端酒中真实的消费需求，其市场拓展空间更大，18 年五粮液成品酒销售 19.16 万吨，超过茅台销量的三倍，未来将进一步上行。

盈利预测：公司三季度业绩符合预期，维持原盈利预测水平。预计 19-21 年营收 507.78、621.77、731.78 亿元，同比增长 26.85%/22.45%/17.69%，净利润 185.57、230.50、278.53 亿元，同比增长 32.18%/24.21%/20.83%，每股收益 4.67、5.81、7.04 元，给予 2020 年 30X 估值，对应目标价 174.3 元，较 10 月 30 日收盘价上涨空间为 33%，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1、经销商管控不到位，终端价格混乱；2、品牌力塑造不到位；3、市场需求不达预期，等等。

附表：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	2021E	2022E		2017A	2018A	2019E	2021E	2022E		
流动资产合计	63280	78110	101904	122456	144504	营业收入	30187	40030	50778	62177	73178		
货币资金	40592	48960	65206	77938	92839	营业成本	8450	10487	13461	16286	18675		
应收账款	110	127	173	205	245	营业税金及附加	3495	5908	6687	8106	9445		
其他应收款	21	31	39	48	56	营业费用	3625	3778	5012	6072	6992		
预付款项	198	221	177	168	133	管理费用	2269	2340	3092	3591	3996		
存货	10558	11795	15980	18826	21879	财务费用		-1085	-1085	-1240	-1431		
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	23668	29432	35573		
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	108873	128787	150169	利润总额	13392	18607	23669	29401	35527		
流动负债合计	15968	20708	31138	35816	38710	所得税	3306	4568	5113	6351	7674		
短期借款	0	0	11659	13205	13810	净利润	10086	14039	18557	23050	27853		
应付账款	3138	3152	4461	5113	6026	少数股东损益	412	654	446	504	535		
预收款项	4646	6707	6624	8173	9026	归属母公司净利润	9674	13384	18111	22546	27318		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	13359	18531	23267	28885	34838		
非流动负债合计	280	267	0	0	0	EPS (元)	2.55	3.47	4.67	5.81	7.04		
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	2021E	2022E		
负债合计	16248	20975	31138	35816	38710	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%	26.85%	22.45%	17.69%		
实收资本(或股本)	3796	3882	3882	3882	3882	营业利润增长	44.79%	39.96%	26.44%	24.35%	20.87%		
资本公积	953	2683	2683	2683	2683	归属于母公司净利润	35.31%	38.36%	35.31%	24.49%	21.16%		
未分配利润	37675	43803	36684	28482	18144	获利能力							
归属母公司股东权	53334	63487	75457	90188	108141	毛利率(%)	72.01%	73.80%	74.01%	74.32%	74.98%		
负债和所有者权	70923	86094	108873	128787	150169	净利率(%)	33.41%	35.07%	36.55%	37.07%	38.06%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)	18.71%	13.64%	15.55%	16.63%	17.51%	
	2017A	2018A	2019E	2021E	2022E	ROE(%)	18.14%	21.08%	24.00%	25.00%	25.26%		
经营活动现金流	9766	12317	9305	17740	22199	偿债能力							
净利润	10086	14039	18557	23050	27853	资产负债率(%)	23%	24%	29%	28%	26%		
折旧摊销	874.81	897.50	0.00	693.22	695.59	流动比率							
财务费用	-891	-1085	-1085	-1240	-1431	速动比率							
应付帐款的变化	0	0	-46	-32	-40	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	-83	1550	852	总资产周转率	0.45	0.51	0.52	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	338	329	325		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.37	12.73	13.34	12.99	13.14		
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	4.67	5.81	7.04		
筹资活动现金流	-3639	-3618	6604	-5029	-7330	每股净现金流(最新)	1.56	2.16	4.18	3.28	3.84		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	14.05	16.36	19.44	23.23	27.86		
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	51.39	37.69	28.07	22.54	18.61		
资本公积增加	0	1729	0	0	0	P/B	9.32	8.01	6.74	5.64	4.70		
现金净增加额	5926	8368	16233	12732	14901	EV/EBITDA	34.17	24.79	19.54	15.36	12.32		

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。

研究助理简介

张东雪

南开大学金融学硕士。2019年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。

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。