

**国开证券**  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 五粮液 (000858):

业绩加速增长，改革效果逐渐释放

### 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: 132.08 元

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): 5386

每股净资产(元): 17.89

资产负债率(%): 23.46

### 五粮液与上证综指涨跌幅走势



### 相关报告

- 1、五粮液 (000858): 业绩高增长符合预期, 改革红利值得期待
- 2、五粮液 (000858): 2018 年超额完成目标, 改革顺利将提升业绩空间
- 3、五粮液 (000858): 2018 年业绩超预期, 期待 2019 年改革效果
- 4、行业增速整体放缓, 中低端增长可期: 白酒行业 2019 年度策略

2019 年 10 月 31 日

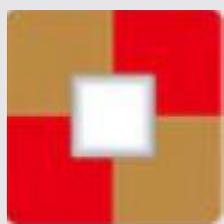
**事件:** 公司发布2019年三季度报告, 前三季度实现营业收入371.02亿元, 同比增长26.84%; 实现归母净利润125.44亿元, 同增32.11%。其中三季度实现营收99.51亿元, 同增27.10%, 归母净利润32.08亿元, 同增34.55%, 收入及净利润增速均略超市场预期。

**收入加速增长, 中秋顺利放量。**公司三季度放量, 我们估计投放五粮液 5000 吨左右, 已经基本完成全年投放目标, 虽然价格小幅回落, 但动销良性。我们认为支持五粮液此次中秋国庆旺季销量加速增长的原因有三: 1、第八代五粮液新品口味、质感提升受到认可; 2、3-6 月挺价效果显著, 节日小幅降价凸显性价比; 3、导入数字化系统后, 市场及动销管控效率提升。目前, 普五的一批价格在 910-950 元/瓶, 经销商打款积极。

**开源节流, 盈利能力持续提升。**2019 年前三季度公司毛利率为 73.81%, 同比提高 0.34 个百分点, 主要得益于产品换代后出厂价的提升, 其中三季度毛利率同比下降 1.4 个百分点, 主要系上调员工工资所致。费用方面, 三季度税金及附加率 13.4%, 同比明显下降 4.1 个百分点, 主要是由于去年同期补交税款造成。销售费用率 14%, 同比提升 2.2 个百分点, 系公司营销系统转型升级加大终端投入所致。其他费用率均小幅下降, 开源节流效果较为明显, 带动净利率同比提升 1.43 个百分点, 达 35.38%, ROE 同比提升 15.9%, 盈利能力持续提升。

**改革效果逐渐释放。**公司通过第八代五粮液导入数字化系统, 目前执行情况较好, 一是跨区窜货现象基本被遏制, 优势市场的示范效应将逐步增强; 二是通过扫码较快较准确的掌握渠道库存情况, 通过控货保持供需良性, 经销商对春节批价上升较有信心。后续, 公司“百城千县万店工程”将启动第三阶段消费者俱乐部建设工作, 加码对潜在消费者的培育, 营销大区人员基本到位, 商超渠道投放经历此次中秋后也将更加成熟, 改革效果会逐渐释放。

**投资建议:** 公司浓香白酒龙头地位稳固, 新品导入顺利, 需求向好, 应对周期性变动的能力提升, 改革效果逐渐兑现, 业绩确定性较高。我们上调公司 2019-21 年 EPS 预测至 4.5 元/5.5 元/6.5 元, 对应 PE 分别为 29 倍/24 倍/20 倍。维持“推荐”评级。



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

**风险提示：**食品安全问题；公司经营业绩低于预期；公司改革效果不及预期；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。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	40030	50122	59893	70113
(+/-)	32.61%	25.21%	19.49%	17.07%
归母净利润（百万元）	13384	17476	21389	25314
(+/-)	38.30%	30.57%	22.39%	18.35%
每股收益（元）	3.45	4.50	5.51	6.52

资料来源：Wind，国开证券研究部

注：收盘价日期为2019.10.31，2019-2021年业绩为作者预测值。

**盈利预测:**

报表预测		单位: 百万元			
资产负债表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
货币资金	48960	67339	90370	116780	
应收账款及票据	16262	18538	21332	24588	
存货	11795	12880	16458	18579	
预付账款	221	318	345	400	
其他流动资产	872	1002	1198	1402	
流动资产合计	78110	100078	129703	161749	
固定资产合计	5262	4777	4293	3809	
无形资产	413	402	392	383	
递延所得税资产	872	872	872	872	
其他非流动资产	515	504	521	538	
<b>资产总计</b>	<b>86094</b>	<b>107555</b>	<b>136703</b>	<b>168273</b>	
应付票据及应付账款	3566	3481	5143	5955	
预收账款	6707	7518	10182	11919	
应付职工薪酬	2769	3177	3755	4347	
应交税费	5080	6516	7786	9115	
其他流动负债	2585	3177	3755	4347	
流动负债合计	20708	23868	30620	35683	
<b>负债合计</b>	<b>20975</b>	<b>24135</b>	<b>30887</b>	<b>35950</b>	
归属于母公司的所有者权益	63487	80964	102353	127667	
少数股东权益	1632	2456	3464	4656	
<b>股东权益</b>	<b>65119</b>	<b>83419</b>	<b>105816</b>	<b>132323</b>	
<b>负债及股东权益</b>	<b>86094</b>	<b>107555</b>	<b>136703</b>	<b>168273</b>	
现金流量表					
	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流净额	12317	18485	23116	26498	
资本性支出	-206	-206	-186	-187	
投资活动现金流净额	-332	-106	-86	-87	
<b>现金净流量</b>	<b>8368</b>	<b>18379</b>	<b>23030</b>	<b>26410</b>	

财务和估值数据摘要		单位: 百万元			
	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	40030	50122	59893	70113	
营业成本	10487	12706	15018	17388	
毛利	29543	37416	44875	52725	
% 营业收入	74%	75%	75%	75%	
税金及附加	5908	7017	8385	9816	
% 营业收入	15%	14%	14%	14%	
销售费用	3778	4887	5869	7011	
% 营业收入	9%	10%	10%	10%	
管理费用	2340	2757	2995	3506	
% 营业收入	6%	6%	5%	5%	
研发费用	84	125	150	175	
% 营业收入	0%	0%	0%	0%	
财务费用	-1085	-1744	-2366	-3107	
% 营业收入	-3%	-3%	-4%	-4%	
<b>营业利润</b>	<b>18718</b>	<b>24620</b>	<b>30032</b>	<b>35513</b>	
% 营业收入	47%	49%	50%	51%	
营业外收支	-112	-220	-170	-170	
<b>利润总额</b>	<b>18607</b>	<b>24400</b>	<b>29862</b>	<b>35343</b>	
% 营业收入	46%	49%	50%	50%	
所得税费用	4568	6100	7466	8836	
净利润	14039	18300	22397	26507	
<b>归母净利润</b>	<b>13384</b>	<b>17476</b>	<b>21389</b>	<b>25314</b>	
少数股东损益	654	823	1008	1193	
EPS (元/股)	3.45	4.50	5.51	6.52	

基本指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
EPS (元)	3.45	4.50	5.51	6.52
PE (倍)	14.76	29.34	23.97	20.25
PEG	0.38	0.96	1.07	1.10
PB (倍)	3.11	6.33	5.01	4.02
EV/EBITDA	8.25	19.26	15.10	12.10
ROE	21%	22%	21%	20%

数据来源: wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2019年10月31日, 2019-2021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