

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

五粮液(000858)

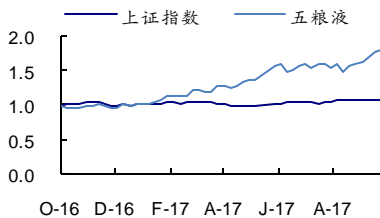
买入

2017年三季度点评

(维持评级)

2017年10月27日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,796/3,796
总市值/流通(百万元)	246,966/246,952
上证综指/深圳成指	3,408/11,461
12个月最高/最低(元)	67.18/32.97

相关研究报告:

- 《五粮液-000858-2017年中报点评:低基数高速增长,量价齐升可期》——2017-08-28
- 《五粮液-000858-基本面筑底,营销因时而动》——2013-05-13
- 《五粮液-000858-2013年一季报点评:业绩再超预期,降价放量确保增长》——2013-04-23
- 《五粮液-000858-2012年年报点评:业绩超预期,降价转型力度大》——2013-04-02
- 《五粮液-000858-2012年半年报点评:中低档酒放量,高端控量保价》——2012-08-20

证券分析师:陈梦瑶

电话: 18520127266
E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001
联系人: 张祯
电话: 021-60933164
E-MAIL: zhangzhen1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

业绩符合预期,内外改善带来变革

● 前三季度收入增长 24.15%, 符合预期

五粮液公告 17 年前三季度实现营业收入 219.78 亿元, 同比增长 24.17%, 收入增长主要受普五提价和系列酒拉动; 公司归母净利润 69.65 亿元, 同比增长 36.53%, 折合 EPS1.83 元; 其中 Q3 营业收入 63.56 亿元, 同比增长 43.03%, Q3 归母净利润 19.93 亿元, 同比增长 64.12%。17 年前三季度经营活动现金流量净额 60.93 亿元, 同比减少 42.31%, 系自 5 月 1 日起酒类产品消费税税率提高所致, 税金及附加 23.30 亿元, 同比增长 70%, 占营业收入比例 10.6%。前三季度毛利率 71.11%, 净利率 33.06%, 公司上半年产品提价后保持在相对稳定区间。销售费用 12.27 亿元, 同比下降 11.37%, 收入扩张带动费率下行。应收票据 104.34 亿元, 同比增加 47.48%, 主要系公司放宽信用政策, 前三季度预收账款 49.26 亿元, 较二季度末减少 5.85 亿元, 去年同期减少 17.97 亿元。

● 产品结构持续优化, 品牌定位逐渐清晰

普五是公司核心品牌, 公司坚持优质投放、增量溢价、违规减量, 17 年年初以来公司控量保价取得效果显著, 当前渠道库存水平处于低位; 五粮液系列产品包括五粮醇、五粮尊等五粮液旗下其他系列产品和经销商合作较为成功, 五粮液系列酒在中档市场拥有较强根基, 议价能力强, 预计近期整体调价幅度在 10%-20%, 同时未来五粮液三个系列酒品牌要培育出至少一个 20 亿级品牌、2-3 个 10 亿级品牌、5-10 个过亿的品牌, 有望带动公司收入稳步增长。公司未来将继续推动渠道下沉, 强化消费者体验, 掌控核心终端, 产品结构也会趋于多元平衡, 将更有力的与竞品竞争。

● 公司步入良性循环发展, “二次创业”值得关注

目前, 公司在品牌价值重塑和管道方面战略有较大变化, 已呈现初步效果, 渠道价格倒挂问题得以解决, 经销商信心正在逐渐恢复, 品牌认可度有所提高。二季度经销商摆脱了 3 年多渠道价格倒挂的尴尬局面, 一批价上涨到当前的 810-850 元, 经销商每瓶毛利达到 80-120 元, 渠道利润空间逐渐放大。五粮液品牌与价格正在进入良性上升阶段, 同时茅台终端价的不断提升让普五的性价比进一步凸显, 公司未来盈利能力将稳步提升, “二次创业”值得期待。预计 17-19 年归母净利润 91.8/107.8/124.1 亿元, EPS2.41/2.83/3.26 元, 维持买入评级。

● 风险提示: 提价策略不达预期; 系列酒销售不达预期; 食品安全问题

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659	24,544	28,859	34,562	40,333
(+/-%)	3.1%	13.3%	17.6%	19.8%	16.7%
净利润(百万元)	6,176	6,785	9,178	10,784	12,408
(+/-%)	5.8%	9.9%	35.3%	17.5%	15.1%
摊薄每股收益(元)	1.63	1.79	2.41	2.83	3.26
EBIT Margin	34.9%	34.9%	39.9%	39.2%	38.4%
净资产收益率(ROE)	14.3%	14.4%	17.7%	18.8%	19.4%
市盈率(PE)	40.0	36.4	25.5	21.7	18.8
EV/EBITDA	31.2	28.5	20.6	17.8	15.9
市净率(PB)	5.7	5.2	4.51	4.07	3.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	34666	37698	41920	47178	营业收入	24544	28859	34562	40333
应收款项	9706	11069	13257	15470	营业成本	7314	8621	10565	12641
存货净额	9257	11387	13985	16741	营业税金及附加	1941	2597	3114	3638
其他流动资产	876	1010	1210	1412	销售费用	4695	3541	4234	4933
流动资产合计	54505	61165	70371	80800	管理费用	2144	2597	3111	3630
固定资产	5726	5435	5110	4759	财务费用	(766)	(820)	(908)	(1032)
无形资产及其他	402	387	372	357	投资收益	33	58	52	52
投资性房地产	747	747	747	747	资产减值及公允价值变动	(12)	(29)	(35)	(40)
长期股权投资	795	805	815	825	其他收入	0	0	0	0
资产总计	62174	68539	77415	87488	营业利润	9237	12352	14464	16536
短期借款及交易性金融负债	0	800	700	800	营业外净收支	100	80	80	80
应付款项	2499	2774	3406	4078	利润总额	9337	12432	14544	16616
其他流动负债	11189	11746	14292	16950	所得税费用	2281	2984	3491	3938
流动负债合计	13688	15319	18398	21828	少数股东损益	272	270	270	270
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	6785	9178	10784	12408
其他长期负债	281	331	381	431					
长期负债合计	281	101	151	201	现金流量表 (百万元)				
负债合计	13969	15420	18549	22028	净利润	6785	9178	10784	12408
少数股东权益	1129	1270	1410	1550	资产减值准备	(22)	(0)	(0)	(0)
股东权益	47077	51849	57457	63909	折旧摊销	527	578	607	627
负债和股东权益总计	62174	68539	77415	87488	公允价值变动损失	12	29	35	40
					财务费用	(766)	(820)	(908)	(1032)
关键财务与估值指标					营运资本变动	4114	(2746)	(1756)	(1792)
每股收益	1.79	2.41	2.83	3.26	其它	166	140	140	140
每股红利	0.85	1.16	1.36	1.56	经营活动现金流	11581	7179	9809	11424
每股净资产	12.40	13.62	15.09	16.78	资本开支	(301)	(301)	(301)	(301)
ROIC	14%	18%	21%	28%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	18%	19%	19%	投资活动现金流	(194)	(311)	(311)	(311)
毛利率	70%	70%	69%	69%	权益性融资	16	0	0	0
EBIT Margin	34%	40%	39%	38%	负债净变化	0	(230)	0	0
EBITDA Margin	37%	42%	41%	40%	支付股利、利息	(3212)	(4405)	(5176)	(5956)
收入增长	13%	18%	20%	17%	其它融资现金流	3313	800	(100)	100
净利润增长率	10%	35%	17%	15%	融资活动现金流	(3095)	(3835)	(5276)	(5856)
资产负债率	24%	24%	26%	27%	现金净变动	8292	3032	4222	5257
息率	1.4%	1.9%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	26374	34666	37698	41920
P/E	34.3	25.5	21.7	18.8	货币资金的期末余额	34666	37698	41920	47178
P/B	4.9	4.5	4.1	3.7	企业自由现金流	10726	6272	8839	10355
EV/EBITDA	27.5	20.6	17.8	15.9	权益自由现金流	14039	7466	9429	11242

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		