



2017-10-27

公司点评报告

买入/维持

五粮液(000858)

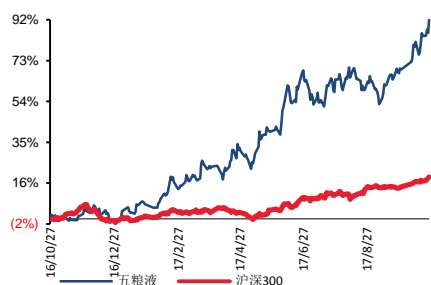
目标价: 73

昨收盘: 65.06

日常消费 食品、饮料与烟草

三季报点评：收入利润均超预期

■ 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
12个月最高/最低(元)	65.06/33.85

相关研究报告：

五粮液(000858)《五粮液2017中报点评：净利润超预期，消费税提高有效化解》--2017/08/28

五粮液(000858)《五粮液事件点评：定增获证监会批准，公司发展开启新篇章》--2017/05/18

五粮液(000858)《五粮液17年一季度报点评：一批价稳步上涨，利润略超预期》--2017/04/28

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：管嘉琪

电话：18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

事件：公司2017年前三季度实现营收219.78亿元、归母净利润69.65亿元、扣非归母净利润69.50亿元，分别同比增长24.17%、36.53%、37.48%。单三季度实现营收63.56亿元、归母净利润19.93亿元，扣非归母净利润19.91亿元，分别同比增长43.03%、64.12%、69.85%，收入利润增速均超预期。

三季度收入加速，节后批价较平稳 单三季度收入进一步加速。从报表质量看，应收票据104.34亿、环比进一步下降9.5%。预收款环比进一步释放、下降10.6%至49.26亿，跟今年实行减量控货、配额内外价格双轨，渠道销售向好、经销商提前打款，而公司从5月开始按月发货，逐步确认预收款至报表营收端的节奏有关。而去年三季度末预收款高企至67亿也和去年8月底宣布9月中旬涨价政策(679->739)、经销商加速完成全年打款量相关。出于定增考虑，去年单三季度报表收入基数略低，同时刨除去今年预收款变化等因素，我们估计单三季度收入增速在25%+，估计吨价上贡献15个点、量上贡献10个点，和草根调研出货口径较为吻合。

单三季度销售商品、提供劳务收到的现金74.95亿，去年同期92.26亿，与去年三季度预收款大幅度提升、应收票据大幅度到期确认有关，此外购买商品、接受劳务支付的现金及支付各项税费分别大幅度同比上涨62%、55%导致经营活动产生的现金流量净额下降53%。

节前除个别地区节前受发货量加大、茅台批价下移影响导致串货价格下移至790元外，其余地区批价较平稳(820左右)，节后五粮液也加大串货管控力度、新处罚名单中包含合作多年的大经销商。

期间费用率降低释放弹性抵消消费税税基提高的影响，净利率进一步提升 单三季度毛利率69.76%同比略下降0.74个点，销售费用下降38.32%、费用率大幅下降10.85个点至8.21%，从产品提价角度来看，今年三季度发货中出厂价809元的配额外产品占比进一步提升，因此毛利率和销售费用率同向下降估计和费用确认口径有关，此外从两者下降幅度看，挺价策略、渠道费用投放加强管控使得销售费用率释放出更大的弹性。管理费用率下降近3个点。

执业资格证书编码: S1190117060044

营业税金及附加费用率提升 6.7 个点至 14.2%，较单二季度同比增加 4.2 个点的幅度进一步提升，线性拆分估算下来单三季度从价税占比收入 11.1%，主要和三季度完整三个月提高从价计税税基有关，较 5、6 月份税基略微提升。

单三季度期间费用率抵消了消费税基提高的影响，净利率进一步加大提升幅度至 31.36%（增加 4 个百分点）。

盈利预测与评级 公司今年内部治理改善明显、效益提升，外部推动“百城千县万店”招商政策显著，今年致力于解决经销商盈利空间问题，批价稳步上移，初见成效，而挺价策略下的费用管控也逐步体现在报表上，带来利润弹性。18 年春节延后 19 天，预计春节大多数销售确认在 18Q1，预计 17Q4 收入端平稳增长，净利率同比稳步提升，我们上调盈利预测，预计 17~19 年 EPS 分别为 2.32 / 2.92 / 3.60。综合考虑公司业绩的超预期高增长和未来两年的持续增长空间，我们根据 2018 年业绩给予 25 倍 PE，目标价 73 元，“买入”评级。

风险提示： 高端酒价格上涨不及预期，市场拓展不及预期

图 1、五粮液盈利预测剪表

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	24544	29207	35049	41225
增速	13.32%	19.0%	20.0%	17.6%
净利润(百万元)	6785	8814	11103	13678
增速	9.85%	29.9%	26.0%	23.2%
摊薄每股收益(元)	1.79	2.32	2.92	3.60
PE	36	28	22	18

资料来源: wind、太平洋研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyng@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。