

改革顺利推进，业绩持续向好

——五粮液（000858）2017 年报及 2018 一季度财报点评

2018 年 04 月 29 日

强烈推荐/维持
五粮液
财报点评

报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn	010-66554025

事件：

公司发布 2017 年年报及 2018 年一季度报。

2017 年全年公司营业收入 301.87 亿元，同比增长 22.99%，实现归属于母公司所有者的净利润 96.74 亿元，同比增长 42.58%，EPS 为 2.55 元/股。利润分配方案为，每 10 股派发现金红利 13 元（含税）。

2018 年第一季度公司营业收入 138.98 亿元，同比增长 36.80%，实现归属于母公司所有者的净利润 49.71 亿元，同比增长 38.35%，EPS 为 1.31 元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	4444.01	6844.15	10158.81	5462.32	6356.47	8209.18	13897.66
增长率（%）	13.49%	4.84%	15.11%	23.30%	43.03%	19.94%	36.80%
毛利率（%）	70.50%	70.38%	70.53%	73.73%	69.77%	74.42%	73.19%
期间费用率（%）	25.58%	28.85%	14.41%	24.88%	13.33%	16.25%	9.60%
营业利润率（%）	37.43%	33.24%	48.73%	36.83%	42.26%	45.39%	49.60%
净利润（百万元）	1269.99	1760.15	3739.21	1450.60	2075.17	2820.99	5213.97
增长率（%）	-06.34%	07.76%	24.30%	42.45%	63.40%	60.27%	39.44%
每股盈利（季度，元）	0.32	0.44	0.95	0.36	0.53	0.71	1.31
资产负债率（%）	23.03%	22.47%	23.46%	22.74%	21.53%	22.91%	24.81%
净资产收益率（%）	2.73%	3.65%	7.20%	2.91%	4.00%	5.16%	8.71%
总资产收益率（%）	2.10%	2.83%	5.51%	2.25%	3.14%	3.98%	6.55%

观点：

- **公司积极调整产品结构，聚焦五粮液“1+3”和五粮系“4+4”的双轮驱动。**品牌建设是公司十三五规划的核心内容，其目标是巩固和强化五粮液的高端形象，其手段则是高端酒深化、系列酒优化。2017年，公司突出打造全国性的战略大单品和区域性的重点产品，形成“4+4”的系列酒品牌矩阵，即五粮春、五粮醇、五粮头特曲、尖庄4个全国性大单品，以及五粮人家、百家宴、友酒、火爆4个区域性的单品。五粮系是公司渠道下沉的主力品牌，定位中低端，公司通过品牌梳理，使得品牌架构清晰、产品线简约，

覆盖不同消费群体，避免品牌间的恶性竞争，有效提升了品牌力。根据最新一季报数据显示，公司动销势头良好，五粮液当前社会库存率从去年年底的9%下降至7%，我们预计2018年公司收入有望突破400亿元，同比增速超过30%。毛利率方面，受益于白酒市场回暖，我们认为公司毛利率将会持续提高，预计公司18年毛利率将提升至74%。费用率方面，公司2017年为16.58%，2018Q1为9.60%有较大幅度的下降，随着管理精细化及收入增长摊薄效应，我们预计公司2018年费用率会有一定的下降空间。

- **渠道广度与深度双重拓展，管理层长远性战略需要精细化战术落地。**一是强化渠道终端建设，构建最短的酒业直供应链。公司依托“百城千县万店”工程建设，加快实现向现代化终端营销转型。截至2017年底，五粮液专卖店新增400多家，达1000余家；“百城千县万店”工程第一阶段已在全国46个重点城市建设了7000余家核心终端网点。二是大力推进基于大数据和直面终端消费者、线上线下一体的新零售体系建设。2017年，公司在与传统大型综合电商平台合作的基础上，推出零售化、连锁化和线上线下一体化的五粮液新零售终端模式——“五粮e店”，目前已在北京、上海、广州、郑州、成都、宜宾六个城市同步运营。随着公司渠道拓展工作的顺利推进，2018年有望进一步提高对终端的掌控力，预计2018年新增500-600家专卖店，重点填补空白县级市场，经销商结构将更加合理。
- **定增绑定利益，锁定3年彰显各方对发展信心。**国泰君安资管计划由五粮液第1期员工持股计划出资认购2370万股（占比28%），参加对象为公司董事、监事、高级管理人员和公司其他员工，君享五粮液1号由经销商出资认购1941万股（占比23%），以及泰康资产、华安基金和凯联艾瑞作为战略投资者认购，锁定3年。通过员工持股计划，使员工利益与公司绑定，提高员工的凝聚力和积极性，激发管理团队活力，增进企业效率；通过经销商持股计划，深度绑定渠道和公司利益，有助于公司渠道的稳定以及新市场的开拓；引入战略投资者，完善公司股权结构和治理结构，建立高效的决策体系。彰显了各方对公司发展的信心。

结论：

2018年公司业绩将持续稳定增长，我们预计2018-2020年归属上市公司的净利润分别为：137.17亿元、185.62亿元和254.96亿元，对应EPS分别为3.44元、4.65元和6.39元。当前估值水平对应公司未来的成长性偏低，未来加速增长理应享受更高估值，给予公司2018年30倍估值，对应目标价103.2元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：食品安全的风险、白酒行业政策风险、业绩增速不达预期的风险

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	54505	63280	86253	112226	150305	营业收入	24544	30187	40260	52755	70103
货币资金	34666	40592	56863	74512	99014	营业成本	7314	8450	10488	13162	18470
应收账款	108	110	177	231	308	营业税金及附加	1941	3495	4429	5803	7010
其他应收款	19	21	28	37	49	营业费用	4695	3625	4429	5803	7634
预付款项	272	198	198	198	198	管理费用	2144	2269	2818	3693	3505
存货	9257	10558	13274	16658	23377	财务费用	-766	-891	-3	-217	-203
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12.20	5.63	10.00	5.00	5.00
非流动资产合计	7670	7643	6941	6240	5539	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	795	863	863	863	863	投资净收益	33.43	68.21	30.00	14.00	14.00
固定资产	5431	5293	4903	4242	3581	营业利润	9237	13375	18120	24521	33695
无形资产	402	399	359	319	280	营业外收入	118.91	45.13	50.00	60.00	60.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	18.72	27.98	19.00	19.00	19.00
资产总计	62174	70923	93113	118385	155764	利润总额	9337	13392	18151	24562	33736
流动负债合计	13688	15968	17351	20364	24960	所得税	2281	3306	4433	5999	8240
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	7057	10086	13717	18562	25496
应付账款	2171	3138	3071	3854	5408	少数股东损益	272	412	365	508	678
预收款项	6299	4646	6256	8366	11170	归属母公司净利润	6785	9674	13352	18054	24818
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	9388	13359	18818	25004	34193
非流动负债合计	281	280	153	153	153	EPS (元)	1.79	2.55	3.44	4.65	6.39
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	13969	16248	17504	20517	25113	成长能力					
少数股东权益	1129	1340	1705	2213	2891	营业收入增长	13.32%	22.99%	33.37%	31.04%	32.88%
实收资本(或股本)	3796	3796	3882	3882	3882	营业利润增长	12.02%	44.79%	35.48%	35.32%	37.42%
资本公积	953	953	953	953	953	归属于母公司净利润	38.03%	42.58%	38.03%	35.21%	37.46%
未分配利润	32975	37675	29878	29453	24316	获利能力					
归属母公司股东权	47077	53334	64028	88490	117563	毛利率(%)	70.20%	72.01%	73.95%	75.05%	73.65%
负债和所有者权	62174	70923	83164	111146	145494	净利率(%)	28.75%	33.41%	34.07%	35.19%	36.37%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
经营活动现金流	11697	9766	12610	13651	14851	偿债能力					
净利润	7057	10086	13717	18562	25496	资产负债率(%)	22%	23%	21%	18%	17%
折旧摊销	916.48	874.81	586.00	599.00	561.00	流动比率	3.98	3.96	4.97	5.51	6.02
财务费用	-766	-891	-951	-1211	-1355	速动比率	3.31	3.30	4.21	4.69	5.09
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.45	0.52	0.54	0.55
投资活动现金流	-161	-201	-480	-291	-291	应收账款周转率	229	278	281	258	260
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.20	11.37	12.97	15.24	15.14
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	33	68	30	14	14	每股收益(最新摊薄)	1.79	2.55	3.44	4.65	6.39
筹资活动现金流	-3194	-3639	-2601	-4906	-5361	每股净现金流(最新)	2.20	1.56	1.84	2.57	2.41
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	12.40	14.05	16.50	22.80	30.29
长期借款增加	-927	-1003	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	86	82	0	P/E	38.04	26.68	19.76	14.62	10.63
资本公积增加	0	0	0	1772	0	P/B	5.48	4.84	4.12	2.98	2.24
现金净增加额	8342	5926	9529	8454	9199	EV/EBITDA	23.80	16.28	11.00	7.57	4.82

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

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。