证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

五粮液(000858)

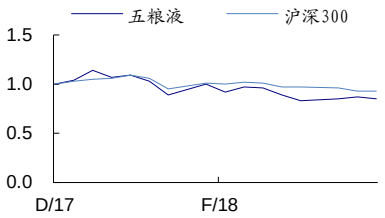
买入

2017 年年报及 2018 年一季报点评

（维持评级）

2018 年 05 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	3,882/3,796
总市值/流通(百万元)	263,872/258,037
上证综指/深圳成指	3,082/10,324
12 个月最高/最低(元)	93.18/40.96

相关研究报告:

《五粮液-000858-2017 年三季报点评：业绩符合预期，内外改善带来变革》 ——2017-10-27

《五粮液-000858-2017 年中报点评：低基数高增长，量价齐升可期》 ——2017-08-28

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码：S0980517080001
联系人：郭尉
电话： 15210587234
E-MAIL： guowei1@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。

财报点评

Q1 业绩超预期，量价积极提效增利

● **Q1 业绩超预期，回款现金流乐观**

2017 年实现营收 301.87 亿元，同增 22.99%，归母净利润 96.74 亿元，同增 42.58%，实现 EPS 为 2.55 元；17Q4 收入 82.09 亿元，同增 19.94%，归母净利润 27.09 亿元，同增 60.94%；18Q1 实现收入 138.98 亿元，同增 36.80%，归母净利润 49.71 亿元，同增 38.35%，业绩超预期。在 Q1 集中打春节货款及承兑汇票使用下，期末预收款及应收票据分别为 58 亿及 172 亿，分别较年初环增 11 亿、60 亿，Q1 销售收现 104 亿元同增 35.16%，经营净现金流 24 亿元同增 30%，与收入增速匹配。2017 年计划每 10 股派现金 13 元，分红率 52.16%同增 1.8pct。2018 年收入目标增长 26%，长期愿景指引十三五末收入超 600 亿、五粮液市场投放量 3 万吨。

● **税率回稳费率下降，毛利率净利率提升**

2017 年公司消费税率 8.7%同增 3.2pcts，18Q1 营业税金率 14.07%同增 6.6pcts，去年 5 月 1 日消费税基提高后近 3 个季度营业税金率均保持在 14.1-14.2%,消费税已回归合理范围。在提价及产品升级影响下，17 年毛利率 72%同增 1.8pcts,18Q1 毛利率 73.2%同增 2.7pcts; 2017 年销售费用率 12%同减 7.1pcts，18Q1 亦同减 3.6pct 至 7.2pcts，渠道管控调整下有效节省市场投入；17 年管理费用率 7.5%同减 1.2pcts，18Q1 亦同减 1.4%至 4.3%。综合影响，17 年净利率 33.4%同增 4.7pcts，18Q1 净利率 37.5%同增 0.7pct。

● **量价齐升拉动收入，产品矩阵完善**

2017 年酒类收入 281 亿，同比增长 23.73%，毛利率 76.71%同增 1.31pcts；其中高价位酒收入 214 亿元同增 22.84%，毛利率 85.17%同增 1.77pcts，17 年五粮液系列销量约 1.8 万吨同增约 12%，提价贡献增长约 15%；今年销量计划达 2 万吨，目前按计划内外价格 739/839 元 1:1 匹配均价达 789 元，18Q1 五粮液产品发货量约 6000 吨，回款完成全年 50%，动销占全年投放量的 30%左右，社会库存较低，一批价维持在 810 元左右，随着公司加强对渠道和票据政策的调整管控，不断优化供需关系，批价仍有提升空间；2017 年中低价位酒收入 67 亿元同增 26.66%，毛利率 49.7%同增 0.65pct。公司按照“向核心品牌、向自营品牌、向中高价位品牌聚焦”的原则突出打造全国性战略大单品和区域性重点产品，形成“4+4”的系列酒品牌矩阵，有望保持高速增长，计划系列酒全年完成百亿目标。（下页续）

风险因素：行业景气度波动；渠道拓展缓慢；量价表现不达预期

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24544	30187	39622	50788	63041
(+/-%)	13.32%	22.99%	31.26%	28.18%	24.13%
净利润(百万元)	6785	9674	12988	17010	21145
(+/-%)	9.85%	42.58%	34.26%	30.96%	24.31%
摊薄每股收益(元)	1.75	2.49	3.35	4.38	5.45
EBIT Margin	35.0%	41.2%	43.3%	44.6%	44.9%
净资产收益率(ROE)	14.4%	18.1%	21.1%	24.4%	26.5%
市盈率(PE)	38.9	27.3	20.3	15.5	12.5
EV/EBITDA	24.8	17.2	13.0	9.7	7.6
市净率(PB)	5.6	4.9	4.3	3.8	3.3

● **推进百城千县万店，定增落地激励提效**

销售端进一步推进百城千县万店工程，目前已在全国 46 个重点城市建设了 7000 余家核心终端网点，17 年专卖店达千余家，预计 18 年将新增 500-600 家专卖店下沉渠道及布局空白区域，2017 年公司前五大客户占比 11%同减 2pcts。同时推出“五粮 e 店”终端模式，建设零售化、连锁化和线上线下一体化的五粮液新零售终端模式。定增 4 月落地，实现管理层及经销商利益绑定，有利于内外齐心，调动主观能动性提升运营效率和质量，盈利能力将不断优化。

盈利预测与估值。Q1 业绩实现开门红，定增落地强化内外激励，业绩稳健增长，预计 2018-20 年摊薄后 EPS3.35/4.38/5.45 元，对应 20.3/15.5/12.5 倍 PE，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	36393	42083	46214	52987
应收款项	11298	16246	19059	24764
存货净额	10558	13648	16418	20779
其他流动资产	219	407	373	592
流动资产合计	58468	72385	82064	99122
固定资产	5293	5553	5539	5525
无形资产及其他	399	399	399	399
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	863	863	863	863
资产总计	65431	79268	88868	105912
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	3768	3887	5621	6142
其他流动负债	6989	12063	11037	16506
流动负债合计	10757	15950	16658	22648
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	10757	15950	16658	22648
少数股东权益	1340	1896	2624	3528
股东权益	54674	63318	72210	83264
负债和股东权益总计	65431	79268	88868	105912

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	2.49	3.35	4.38	5.45
每股红利	1.30	1.74	2.28	2.83
每股净资产	13.74	15.82	17.93	20.54
ROIC	58%	69%	78%	80%
ROE	18%	21%	24%	27%
毛利率	72%	74%	75%	75%
EBIT Margin	41%	43%	45%	45%
EBITDA Margin	43%	44%	45%	45%
收入增长	23%	31%	28%	24%
净利润增长率	33%	34%	35%	35%
资产负债率	16%	20%	19%	21%
息率	1.9%	2.6%	3.4%	4.2%
P/E	27.3	20.3	15.5	12.5
P/B	4.9	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	17.2	13.0	9.7	7.6

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	30187	39622	50788	63041
营业成本	8450	10323	12822	15863
营业税金及附加	3495	5072	6501	8069
销售费用	3625	4358	5434	6619
管理费用	2269	2774	3454	4287
财务费用	(887)	(883)	(993)	(1116)
投资收益	68	0	0	0
资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	13232	17979	23570	29319
营业外净收支	85	80	80	80
利润总额	13318	18059	23650	29399
所得税费用	3287	4515	5913	7350
少数股东损益	412	556	728	905
归属于母公司净利润	9674	12988	17010	21145

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	9674	12988	17010	21145
资产减值准备	6	0	0	0
折旧摊销	550	80	80	14
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	(887)	(883)	(993)	(1116)
营运资本变动	555	58	(2072)	66
其它	(135)	(2595)	(2102)	(3516)
经营活动现金流	9763	9648	11923	16592
资本开支	(216)	0	0	0
其它投资现金流	15	60	60	60
投资活动现金流	(201)	60	60	60
权益性融资	0	1853	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(3618)	(5871)	(7852)	(9879)
其它融资现金流	(22)	0	(0)	0
融资活动现金流	(3639)	(4018)	(7852)	(9879)
现金净变动	5923	5690	4131	6773
货币资金的期初余额	34666	36393	42083	46214
货币资金的期末余额	36393	42083	46214	52987
企业自由现金流	7243	9774	12059	16749
权益自由现金流	7908	10436	12804	17586

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 ±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 ±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。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032