

# 初心不改，道阻且长，五粮液奋力以拼搏

## ——五粮液（000858）跟踪报告

2018年08月08日

强烈推荐/维持

五粮液

事件点评

### 近期跟踪：

**政策方面：**4月，《中共宜宾市委、宜宾市人民政府关于进一步支持五粮液集团公司做强做优做大的实施意见》的规划，计划五粮液集团2019年销售收入要突破1000亿元，2022年销售收入突破1300亿元，2025年进入世界500强。

**收入方面：**公司2018Q1实现营业收入138.98亿元，同比增长36.8%；实现归母净利49.71亿元，同比增长38.35%；销售期间费用率大幅下降至9.6%；EPS为1.31元。根据我们调研情况显示，二季度销售保持了一季度良好的势头。

**产品方面：**2018年新品五粮液合同需求远超供给量，7月30日华东营销中心工作会确认了52度新品五粮液的客户订单超过全年计划量，市场可供量不多。

**批价方面：**2018年5-6月五粮液批价约810-820元，6月23日暂停接受新五粮液订单，6月下旬-7月部分地区批价上升至约820元-830元，市场信心得到强化。

**管理层方面：**7月，五粮液集团任命党委副书记邹涛为五粮液集团副董事长、常务副总经理。协助五粮液股份公司董事长刘中国分管销售工作，分管市场部、销售服务部、七大营销中心、品牌保护部。

### 刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

### 范垄基

010-66554025

fanlj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517070001

### 交易数据

52周股价区间(元)	64.34-56
总市值(亿元)	2497.43
流通市值(亿元)	2442.2
总股本/流通A股(万股)	388161/379577
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.73

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《五粮液（000858）：改革顺利推进，业绩持续向好》2018-05-02
- 2、《五粮液（000858）：定增落地，改革无忧》2018-04-20
- 3、《五粮液（000858）：策马扬鞭，五粮液“大坝”理论看市值成长空间》2018-04-13
- 4、《五粮液（000858）半年报点评：消费税从严征收不影响业绩核心》2017-08-29

## 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%

## 东兴观点:

- **主营突出, 酒业规划高增长, 行业并购或将展开。**按照《中共宜宾市委、宜宾市人民政府关于进一步支持五粮液集团公司做强做优做大的实施意见》的规划, 五粮液集团 2019 年销售收入要突破 1000 亿元, 2022 年销售收入突破 1300 亿元, 2025 年进入世界 500 强; 对酒业要求 2020 年销售收入 600 亿元以上, 占集团收入百分比由三分之一提高至三分之二, 较 2017 年增加 125%。粗略估算, 酒业销售收入年均增长需要达到 32% 以上才能达成该目标, 而集团上市公司主体, 宜宾五粮液股份有限公司 2018、2019、2020 年三年销售收入年均增速也大致应在 32% 以上, 营业总收入增速应保持在 32%-35% 的高速增长区间。我们之前的五粮液深度报告《策马扬鞭, 五粮液“大坝”理论看市值成长空间》中也提到, 白酒整合看川酒, 川酒并购推五粮液, 千亿目标不排除通过并购完成的方式。
- **渠道改革井然有序, 渠道信心逐步恢复。**根据调研统计, 二季度“百城千县万店”工程已超过 1100 家, 预计 2018 年全年将增加专卖店 500-600 家, 重点填补市县空白, 达到 1600 家左右。线上普及“五粮 e 店”, 数字化供应链平台作为渠道库存管理和批价控制的重要措施, 全渠道互联网营销平台作为连接公司、经销商、终端、消费者四个商品流通相关方的信息传递与反馈系统, 已进入初步开发阶段。未来将大大增强对于渠道库存控制和产品价格梳理的能力, 经销商对于公司的不断努力的尝试给予支持和理解, 对于未来的价格有信心。
- **产品梳理效果显著, “五粮液”+“五粮系”品牌概念进一步深化。**继续推进五粮液“1+3”和五粮系“4+4”产品战略。2018 年 7 月 30 日华东营销中心工作会确定了 52 度新品五粮液的客户订单超过全年计划量, 市场可供量不多, 五粮液水晶瓶升级初见成效。2018 年公司股东大会确定系列酒百亿目标, 其中核心产品增长 50%, 公司明确提出, 十三五期间要培育出一个 20 亿元、两到三个 10 亿元、5-10 个过亿元品牌。我们认为, 绵柔尖庄、五粮春有望冲击 20 亿大单品, 五粮头特曲、五粮醇有望成为 10 亿单品, 五粮人家、友酒、百家宴、火爆具有成为过亿单品的潜力。
- **高管层主要岗位人事调整, 实际意义将逐步放大。**2018 年 7 月, 五粮液集团任命党委副书记邹涛为五粮液集团副董事长、常务副总经理。协助五粮液股份公司董事长刘中国分管销售工作。2017 年初, 邹涛由四川省纪委监委调任五粮液集团公司党委委员、副书记, 上任后频繁造访泸州老窖、剑南春、郎酒等

白酒企业，其十分关注五粮液系列酒的发展，对白酒行业有着较深入的研究和理解，有能力协助好董事长的工作，我们判断未来将逐步发挥更大的作用，凝聚管理层。

### 结论：

我们在二季度的深度报告《策马扬鞭，五粮液“大坝”理论看市值成长空间》中讲五粮液比作“大坝”，品牌力和渠道力作为水库的两道“闸门”，限制着五粮液市值潜在势能的发挥，随着多措施渠道改革的深入和产品梳理品牌成长的加速，我们认为五粮液的两道“闸门”在先后打开。现阶段我们重点推荐五粮液，目前处于估值洼地，近三年增速完全可以匹配，同时管理团队的梳理有助于未来更加顺畅的打开这两道“闸门”，川酒并购也是可以有所预期的。

我们预计2018-2020年公司收入为407.2/511.8/640.7亿元，同比增长34.9%/25.7%/25.1%，归属上市公司的净利润分别为135.3/178.6/227.5亿元，同比增长34.2%/32.0%/27.3%，对应EPS分别为3.38/4.47/5.69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101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
<b>流动资产合计</b>	54505	63280	87201	109140	138276	<b>营业收入</b>	24544	30187	40716	51184	64007
货币资金	34666	40592	57508	72293	90405	<b>营业成本</b>	7314	8450	10585	12967	17672
应收账款	108	110	179	225	281	营业税金及附加	1941	3495	4601	5630	6401
其他应收款	19	21	29	36	45	营业费用	4695	3625	4642	5733	7061
预付款项	272	198	198	198	198	管理费用	2144	2269	3013	3583	3200
存货	9257	10558	13397	16411	22367	财务费用	-766	-891	23	-316	-368
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12.20	5.63	5.00	5.00	5.00
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	9237	13375	17877	23597	30050
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
<b>资产总计</b>	62174	70923	94062	115299	143735	<b>利润总额</b>	9337	13392	17908	23638	30091
<b>流动负债合计</b>	13688	15968	17402	20254	24402	所得税	2281	3306	4374	5774	7345
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	7057	10086	13534	17865	22746
应付账款	2171	3138	3099	3797	5174	少数股东损益	272	412	400	508	678
预收款项	6299	4646	6274	8322	10882	归属母公司净利润	6785	9674	13134	17357	22068
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	9388	13359	18602	23982	30383
<b>非流动负债合计</b>	281	280	153	153	153	<b>EPS (元)</b>	1.79	2.55	3.38	4.47	5.69
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	13969	16248	17555	20407	24555	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1129	1340	1740	2248	2926	营业收入增长	13.32%	22.99%	34.88%	25.71%	25.05%
实收资本(或股	3796	3796	3882	3882	3882	营业利润增长	12.02%	44.79%	33.67%	31.99%	27.35%
资本公积	953	953	953	953	953	归属于母公司净利润	35.77%	42.58%	35.77%	32.15%	27.14%
未分配利润	32975	37675	29878	29453	24316	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	47077	53334	63728	87227	112509	毛利率(%)	70.20%	72.01%	74.00%	74.67%	72.39%
<b>负债和所有者权</b>	62174	70923	82949	109808	139916	净利率(%)	28.75%	33.41%	33.24%	34.90%	35.54%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E							
<b>经营活动现金流</b>	11697	9766	12610	13651	14851	<b>偿债能力</b>					
净利润	7057	10086	13534	17865	22746	资产负债率(%)	22%	23%	21%	19%	18%
折旧摊销	916.48	874.81	586.00	599.00	561.00	流动比率	3.98	3.96	5.01	5.39	5.67
财务费用	-766	-891	-951	-1211	-1355	速动比率	3.31	3.30	4.24	4.58	4.75
应收账款减少	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.45	0.53	0.53	0.51
<b>投资活动现金流</b>	-161	-201	-475	-291	-291	应收账款周转率	229	278	283	254	253
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.20	11.37	13.06	14.85	14.27
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	33	68	30	14	14	每股收益(最新摊薄)	1.79	2.55	3.38	4.47	5.69
<b>筹资活动现金流</b>	-3194	-3639	-2601	-4906	-5361	每股净现金流(最新	2.20	1.56	1.75	2.76	2.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	12.40	14.05	16.42	22.47	28.99
长期借款增加	-927	-1003	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	86	82	0	P/E	37.20	26.09	19.65	14.87	11.69
资本公积增加	0	0	0	1772	0	P/B	5.36	4.73	4.05	2.96	2.29
<b>现金净增加额</b>	8342	5926	9534	8454	9199	EV/EBITDA	23.19	15.85	10.78	7.75	5.52

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。