

五粮液 (000858)

证券研究报告

2018年08月29日

业绩超预期，战略聚焦带来收入利润高弹性

事件：五粮液发布 2018 年半年度报告，2018H1 公司实现营收 214.21 亿元，同比增长 37.13%；归母净利润 71.10 亿元，同比增长 43.02%。EPS 为 1.86。

点评：

营收、净利增速创新高，业绩超预期。公司上半年业绩超市场预期。其中 2018Q2 实现收入 75.24 亿元，同比增长 37.73%，实现归母净利润 21.39 亿元，同比增长 55.20%。收入的增加主要受益于报告期内酒类产品销售量的增加。2018H1 公司酒类产品收入 202.54 亿元，同比增加 37.09%，营收占比达 94.55%，环比上涨 1.49ppt。报告期内公司毛利率 72.84%，同比提升 1.19ppt。销售期间费用率同比降低 4.95ppt，目前仅为 13.12%，带来净利率的提升。2018H1 净利率上涨 1.62ppt 达 34.84%，2018Q2 净利率上涨 3.35ppt 达 29.91%。随着公司国改的持续推进，费用管控能力将得到进一步强化，净利率有较大的上升空间。

收入弹性大，18 年四百亿值得期待。2018H1 公司预收账款比 2017 年底减少 2.27 亿元，环比降低 4.89%，较 2017H1 减少 10.92 亿元，同比降低 19.81%。我们以预收账款较去年增加与当期营业收入之和作为公司的实际收入，2018H1 五粮液实际收入 211.94 亿元，同比增长 42.88%，实际收入增速高于 37.13% 的报表收入增速约 6ppt，收入弹性大。在五粮液“1+3”高端品牌战略、系列酒品牌“4+4”产品策略以及精简产品结构策略的持续推进下，公司产品性价比将逐步提升，带来复购率正向循环，未来收入有望继续加速。全年营收 400 亿元值得期待。

批价稳健提升，助力业绩靓丽启航。五粮液当前的批价和市场成交价格均得到了提升。春节后普五的一批价大约在 790—810 元之间，现在的批价是 830 元左右，华东、安徽等部分市场的批价已经达到 859 元，预计中秋全国批价有望达到 850-860 元。批价的提升，使得渠道利润得到优化，提升了经销商的信心与积极性。结合公司通过定增深度绑定大商利益以及优化系列酒提升小商利润，公司营销动能得到充分强化。随着中秋、国庆销售旺季的到来，公司业绩将靓丽启航。

终端+国改，催生利润空间。公司已在全国 46 个重点城市建立了 7000 多家核心终端网点，专卖店已超 1000 家，预计 18 年继续增加 500-600 家专卖店。随着“百城千县万店”工程的稳步推进以及“五粮 e 店”新零售网络全国化布局的加速，公司将迎来产品覆盖度以及终端掌控能力的双升级。协同强力度的国企改革带来的优质品率的攀升，未来优质品率有望翻倍，达到 30-40% 的水平，为公司带来更大的利润空间。

盈利预测：预计公司 18-20 年净利润分别为 131.5、175.6、222.6 亿元，同比增速 36%、34%、27%，EPS 为 3.39、4.53、5.74 元。考虑公司品牌地位、加强终端渠道建设、产品带腰部优势、以及改革进程加快，业绩弹性较大，给予公司 19 年 25 倍市盈率，12 个月目标价 113.3 元，70% 以上空间。

风险提示：食品安全问题、改革不达预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	24,543.79	30,186.78	40,752.15	54,041.43	68,621.81
增长率(%)	13.32	22.99	35.00	32.61	26.98
EBITDA(百万元)	8,998.40	12,899.26	17,642.08	23,775.39	30,297.72
净利润(百万元)	6,784.53	9,673.72	13,146.81	17,564.27	22,261.05
增长率(%)	9.85	42.58	35.90	33.60	26.74
EPS(元/股)	1.75	2.49	3.39	4.53	5.74
市盈率(P/E)	36.79	25.80	18.98	14.21	11.21
市净率(P/B)	5.30	4.68	4.17	3.64	3.14
市销率(P/S)	10.17	8.27	6.12	4.62	3.64
EV/EBITDA	10.74	20.40	12.36	8.51	6.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	64.30 元
目标价格	113.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,881.61
流通 A 股股本(百万股)	3,795.77
A 股总市值(百万元)	249,587.39
流通 A 股市值(百万元)	244,068.07
每股净资产(元)	14.74
资产负债率(%)	27.21
一年内最高/最低(元)	93.18/50.65

作者

刘鹏	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516070001	
liupeng1@tfzq.com	
刘宸倩	联系人
liuchengqian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《五粮液-公司点评:产品新突破，平台化优势强化》2018-06-25
- 《五粮液-公司专题研究:五粮液全面起飞深度研究系列一：直控终端》2018-04-24
- 《五粮液-公司点评:品牌带动性价比凸显，国改推动活力激发》2018-02-13



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	34,665.92	40,591.80	32,637.95	49,150.45	40,540.45
应收账款	126.49	130.70	293.63	233.01	422.96
预付账款	271.65	198.06	686.65	420.58	939.81
存货	9,257.37	10,557.80	17,272.87	19,892.83	28,557.86
其他	10,183.12	11,801.34	18,849.76	21,096.96	28,793.89
流动资产合计	54,504.54	63,279.70	69,740.86	90,793.83	99,254.98
长期股权投资	794.64	862.85	862.85	862.85	862.85
固定资产	5,431.46	5,292.87	5,125.20	4,910.49	4,667.57
在建工程	292.88	271.65	162.99	97.80	58.68
无形资产	402.45	399.36	385.76	372.16	358.55
其他	748.43	816.18	718.67	657.34	660.72
非流动资产合计	7,669.87	7,642.93	7,255.47	6,900.64	6,608.38
资产总计	62,174.41	70,922.63	76,996.32	97,694.47	105,863.36
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,695.92	5,481.34	4,038.75	10,055.70	8,759.84
其他	9,991.97	10,486.69	10,904.60	16,253.95	13,949.58
流动负债合计	13,687.89	15,968.03	14,943.35	26,309.65	22,709.42
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	280.66	280.27	264.93	275.29	273.50
非流动负债合计	280.66	280.27	264.93	275.29	273.50
负债合计	13,968.55	16,248.30	15,208.28	26,584.94	22,982.91
少数股东权益	1,129.13	1,340.24	1,869.08	2,589.00	3,507.83
股本	3,795.97	3,795.97	3,881.61	3,881.61	3,881.61
资本公积	953.26	953.26	953.06	952.86	952.86
留存收益	43,280.76	49,538.11	56,037.36	64,638.92	75,491.01
其他	(953.26)	(953.26)	(953.06)	(952.86)	(952.86)
股东权益合计	48,205.86	54,674.33	61,788.05	71,109.53	82,880.45
负债和股东权益总	62,174.41	70,922.63	76,996.32	97,694.47	105,863.36

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	7,056.77	10,085.97	13,146.81	17,564.27	22,261.05
折旧摊销	573.44	550.41	290.64	293.93	295.89
财务费用	(0.15)	0.17	(750.00)	(730.00)	(700.00)
投资损失	(33.43)	(68.21)	(50.00)	(10.00)	(30.00)
营运资金变动	3,870.10	1,032.14	(15,358.42)	6,896.90	(20,676.81)
其它	230.03	(1,834.31)	528.84	719.92	918.83
经营活动现金流	11,696.76	9,766.18	(2,192.13)	24,735.01	2,068.96
资本支出	185.58	394.89	15.34	(10.36)	1.79
长期投资	(107.37)	68.21	0.00	0.00	0.00
其他	(239.48)	(663.98)	34.86	20.56	28.21
投资活动现金流	(161.26)	(200.88)	50.20	10.20	30.00
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	765.92	890.51	835.44	729.80	700.00
其他	(3,959.84)	(4,529.75)	(6,647.36)	(8,962.51)	(11,408.96)
筹资活动现金流	(3,193.93)	(3,639.24)	(5,811.92)	(8,232.71)	(10,708.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	8,341.57	5,926.05	(7,953.86)	16,512.51	(8,610.00)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	24,543.79	30,186.78	40,752.15	54,041.43	68,621.81
营业成本	7,314.25	8,450.09	11,410.60	15,401.81	19,907.19
营业税金及附加	1,941.17	3,494.70	4,564.24	5,852.69	7,326.06
营业费用	4,694.55	3,625.40	4,494.96	5,350.10	6,433.29
管理费用	2,143.70	2,269.02	2,974.91	3,959.62	4,975.29
财务费用	(765.86)	(890.51)	(750.00)	(730.00)	(700.00)
资产减值损失	12.20	5.63	6.00	5.75	8.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.43	68.21	50.00	10.00	30.00
其他	(66.86)	(210.30)	(100.00)	(20.00)	(60.00)
营业利润	9,237.21	13,374.54	18,101.44	24,211.47	30,701.83
营业外收入	118.91	45.13	40.00	30.00	25.00
营业外支出	18.72	27.98	28.00	24.00	25.00
利润总额	9,337.41	13,391.69	18,113.44	24,217.47	30,701.83
所得税	2,280.65	3,305.72	4,437.79	5,933.28	7,521.95
净利润	7,056.77	10,085.97	13,675.65	18,284.19	23,179.88
少数股东损益	272.23	412.25	528.84	719.92	918.83
归属于母公司净利润	6,784.53	9,673.72	13,146.81	17,564.27	22,261.05
每股收益(元)	1.75	2.49	3.39	4.53	5.74

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.32%	22.99%	35.00%	32.61%	26.98%
营业利润	12.02%	44.79%	35.34%	33.75%	26.81%
归属于母公司净利润	9.85%	42.58%	35.90%	33.60%	26.74%
获利能力					
毛利率	70.20%	72.01%	72.00%	71.50%	70.99%
净利率	27.64%	32.05%	32.26%	32.50%	32.44%
ROE	14.41%	18.14%	21.94%	25.63%	28.05%
ROIC	37.13%	73.49%	98.72%	62.35%	106.32%
偿债能力					
资产负债率	22.47%	22.91%	19.75%	27.21%	21.71%
净负债率	-37.70%	-37.86%	-39.40%	-24.51%	-27.23%
流动比率	3.98	3.96	4.67	3.45	4.37
速动比率	3.31	3.30	3.51	2.69	3.11
营运能力					
应收账款周转率	194.12	234.75	192.08	205.23	209.22
存货周转率	2.73	3.05	2.93	2.91	2.83
总资产周转率	0.43	0.45	0.55	0.62	0.67
每股指标(元)					
每股收益	1.75	2.49	3.39	4.53	5.74
每股经营现金流	3.01	2.52	-0.56	6.37	0.53
每股净资产	12.13	13.74	15.44	17.65	20.45
估值比率					
市盈率	36.79	25.80	18.98	14.21	11.21
市净率	5.30	4.68	4.17	3.64	3.14
EV/EBITDA	10.74	20.40	12.36	8.51	6.99
EV/EBIT	11.40	21.21	12.57	8.62	7.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com