公司研究

证券研究报告

公司半年度点评报告

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

# 五粮液（000858）:

## 严格控货助推价格上涨，聚焦策略提高销售效率


**分析师:**

黄婧

执业证书编号：S1380113110004

联系电话：010-88300846

邮箱：huangjing@gkzq.com.cn


**公司评级**

当前价格：63.40

合理价格：73.60

上次评级：推荐

本次评级：推荐

**公司基本数据**

总股本（百万股）：388,160.80

流通股本（百万股）：379,577.09

流通 A 股市值（亿元）：2461

每股净资产（元）：14.05

资产负债率（%）：22.91

**一年内股价与大盘走势对比**

**相关报告**

2018 年 8 月 30 日

**内容提要:**

- **市场需求继续向好，营销策略顺利推进。**公司业绩高速增长主要归功于消费升级下普五销售量的快速提升及公司品牌聚焦策略的顺利推进。2018 Q1公司销售商品、提供劳务收到的现金大幅上涨35.16%，年初春节旺季需求向好，经销商打款积极，而经历了近期的停货，中秋国庆旺季公司动销率可期。
- **严控发货节奏，盈利能力加速增强。**公司上半年实现净利润同比增长55.10%，超市场预期。实现酒类毛利率连续三年上升、ROE连续四年上涨，且增速持续加快。盈利能力不断增强主要是公司严控发货节奏确保价格稳步上涨所致。
- **淡季大力度提升品牌，销售费用上涨但费用率下降；新税基影响基本消化完毕。**产品涨价带来的经销商利润增厚，公司返利补贴减少，销售费用率连续六个季度下降。二季度税金及附加同比增速放缓。
- **投资策略方面，**整体来看，公司通过严控发货节奏动销率健康、需求继续向好，出厂价与批价在旺季继续上扬为大概率事件，量价齐升可期，维持推荐评级。
- **风险提示：** 食品安全问题；公司经营业绩低于预期；中国宏观经济数据不及预期；国内外资本市场波动风险。

财务数据及盈利预测

| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 30187 | 39892 | 47280 | 54906 |
| （+/-） | 23.0% | 32.2% | 18.5% | 16.1% |
| 营业利润（百万元） | 13301 | 17388 | 20620 | 24041 |
| （+/-） | 44.0% | 30.7% | 18.6% | 16.6% |
| 每股收益（元） | 2.5 | 3.2 | 3.8 | 4.5 |
| 市盈率（倍） | 25.36 | 19.81 | 16.68 | 14.09 |

注：当前价格为 2018 年 8 月 30 日收盘价

**事件：**公司披露2018半年报，上半年公司实现营业收入214.21亿元，同比增长37.13%；实现归属上市公司股东净利润71.10亿元，同比增长43.02%，扣非净利润70.87亿元，同比增长42.90%；每股收益1.86元。其中Q2营收75.24亿元，同比增长37.73%，Q2净利润21.39亿元，同比增长55.19%。

**点评：**

**1、 市场需求继续向好，营销策略进展顺利**

公司2018H1实现营业收入214.21亿元，同比增长37.13%，其中2018Q1、Q2分别实现营收138.98亿元、75.24亿元，同比增长36.8%、37.73%，业绩持续高增长，淡季增速略快于一季度旺季。

公司业绩高速增长主要归功于消费升级下普五及系列酒销售量的快速提升及公司品牌聚焦策略的顺利推进。公司坚持"强品牌、拓渠道、拉动销"的营销思路，持续实施"优质投放"，将有限的产品资源向重点市场、核心终端和"百城千县万店"工程取得成效的市场倾斜。上半年还启动了公司高层"走访大企业"活动，营销效率显著提升，支持业绩快速增长。我们估计2018年上半年，公司高档酒收入增速超30%，客户订单已经超过全年计划量，约为1.4万吨左右，同比增长超25%；系列酒收入增速在50%以上。

2018H1销售商品、提供劳务收到的现金同比上涨19%，其中Q1大幅上涨35.16%，主要系公司营收增长及酒类产品经销商预付款增加所致，可见年初春节旺季需求向好，经销商打款积极，而经历了近期的停货，中秋国庆旺季公司动销率可期。

**2、 严控发货节奏，盈利能力加速增强**

公司上半年实现净利润22.50亿元，同比增长55.10%，超市场预期。酒类毛利率76.53%，同比提升1.29%，实现连续三年上升。ROE12.86%，同比提升2.47个百分点，连续四年上涨，且增速持续加快。盈利能力不断增强主要是公司严控发货节奏确保价格稳步上涨所致。普五一季度一批价大约在790—810元之间，公司6月底停货后价格上行，目前渠道库存约一个月左右水平，一批价在830元左右，部分地区达840元。经销商对下半年的价格走势普遍比较乐观，认为四季度批价大概率会攀升至880—900元，利润进一步增厚可期。

### 3、 淡季大力度提升品牌，销售费用上涨但费用率下降；新税基影响基本消化完毕

2018H1销售费用同比下降0.8%，Q2同比上涨6.97%，环比上涨14.95%，主要是由于公司淡季围绕品牌提升和价值重塑举办一系列活动，意在提升传统户外媒体利用率和覆盖率。值得注意的是，由于产品涨价带来的经销商利润增厚，公司返利补贴减少，销售费用率连续六个季度下降。此外，由于消费税税基提高，2018H1公司税金及附加达30.27亿元，同比上涨111.86%，尤其一季度同比增长156.54%。但二季度该科目同比上涨60.78%，增速放缓，新政对公司影响基本消化完毕。

整体来看，公司通过严控发货节奏动销率健康、需求继续向好，出厂价与批价在旺季继续上扬为大概率事件，量价齐升可期。我们预计2018-2020年EPS为3.2元、3.8元、4.5元，当前股价对应2018-2020年PE为19.8倍、16.7倍、14.1倍，维持买入评级。

## 风险提示

食品安全问题；公司经营业绩低于预期；中国宏观经济数据不及预期；国内外资本市场波动风险。

## 盈利预测:

| 报表预测 | | | | 单位：百万元 |
|---|---|---|---|---|
| 利润表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 30187 | 39892 | 47280 | 54906 |
| 减：营业成本 | 8450 | 10591 | 12383 | 14281 |
| 营业税金及附加 | 3495 | 5665 | 6619 | 7687 |
| 营业费用 | 3625 | 4201 | 5201 | 6040 |
| 管理费用 | 2269 | 2844 | 3333 | 3843 |
| 财务费用 | -891 | -797 | -876 | -986 |
| 营业利润 | 13301 | 17388 | 20620 | 24041 |
| 利润总额 | 13318 | 17388 | 20620 | 24041 |
| 减：所得税 | 3269 | 4347 | 5155 | 6010 |
| 净利润 | 10049 | 13041 | 15465 | 18031 |
| 减：少数股东损益 | 412 | 535 | 634 | 740 |
| 归母股东净利润 | 9636 | 12506 | 14830 | 17291 |
| 资产负债表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 36393 | 35499 | 50801 | 61966 |
| 应收和预付款项 | 11517 | 13941 | 16453 | 18938 |
| 存货 | 10558 | 15837 | 17104 | 17104 |
| 长期股权投资 | 863 | 863 | 863 | 863 |
| 固定资产和在建工程 | 5566 | 4389 | 3124 | 1862 |
| 无形资产和开发支出 | 401 | 349 | 297 | 246 |
| 其他非流动资产 | 133 | 67 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 65431 | 70944 | 88643 | 100980 |
| 应付和预收款项 | 10757 | 7710 | 13232 | 10287 |
| 长期借款 | 0 | 400 | 2900 | 6900 |
| 负债合计 | 10757 | 8110 | 16132 | 17187 |
| 股本 | 3796 | 3796 | 3796 | 3796 |
| 资本公积 | 953 | 953 | 953 | 953 |
| 留存收益 | 48585 | 56210 | 65252 | 75794 |
| 归属母公司股东权益 | 53334 | 60959 | 70001 | 80544 |
| 少数股东权益 | 1340 | 1875 | 2510 | 3249 |
| 股东权益合计 | 54674 | 62834 | 72511 | 83793 |
| 负债和股东权益合计 | 65431 | 70944 | 88643 | 100980 |
| 现金流量表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 经营性现金净流量 | 9763 | 3061 | 17918 | 13158 |
| 投资性现金净流量 | -201 | -271 | -204 | -230 |
| 筹资性现金净流量 | -3639 | -3684 | -2413 | -1762 |
| 现金流量净额 | 5923 | -894 | 15301 | 11166 |

| 财务和估值数据摘要 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 30187 | 39892 | 47280 | 54906 |
| *增长率(%)* | 23.0% | 32.2% | 18.5% | 16.1% |
| 归属母公司股东净利润 | 9636 | 12506 | 14830 | 17291 |
| *增长率(%)* | 42.0% | 29.8% | 18.6% | 16.6% |
| 每股收益(EPS) | 2.48 | 3.22 | 3.82 | 4.45 |
| 每股股利(DPS) | 0.88 | 1.26 | 1.49 | 173.9% |
| 每股经营现金流 | 2.52 | 0.79 | 4.62 | 3.39 |
| 销售毛利率 | 72.0% | 73.5% | 73.8% | 74.0% |
| 销售净利率 | 33.3% | 32.7% | 32.7% | 32.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 18.1% | 20.5% | 21.2% | 21.5% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 57.8% | 67.0% | 52.6% | 68.9% |
| 市盈率(P/E) | 25.65 | 19.76 | 16.67 | 14.30 |
| 市净率(P/B) | 4.63 | 4.05 | 3.53 | 3.07 |
| 股息率(分红/股价) | 0.014 | 0.020 | 0.023 | 0.027 |

| 财务分析和估值指标汇总 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 毛利率 | 72.01% | 73.45% | 73.81% | 73.99% |
| 三费/销售收入 | 16.58% | 15.66% | 16.20% | 16.20% |
| ROE | 18.07% | 20.52% | 21.19% | 21.47% |
| 销售收入增长率 | 22.99% | 32.15% | 18.52% | 16.13% |
| EBIT（百万元） | 12431 | 16591 | 19744 | 23055 |
| EBITDA（百万元） | 12981 | 18157 | 21330 | 24599 |
| 净利润（百万元） | 9636 | 12506 | 14830 | 17291 |
| EPS（倍） | 2.5 | 3.2 | 3.8 | 4.5 |
| BPS（倍） | 13.7 | 15.7 | 18.0 | 20.8 |
| PE（倍） | 25.36 | 19.81 | 16.68 | 14.09 |
| EV/EBIT | 16.7 | 12.6 | 10.0 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 11.5 | 9.2 | 7.7 |
| 股息率 | 0.014 | 0.020 | 0.023 | 0.027 |

数据来源：wind，国开证券研究部，其中PE、PS、PB中价格指2018年8月30日收盘价格。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

- **行业投资评级**

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

- **短期股票投资评级**

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

- **长期股票投资评级**

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层