

净利高增，期待旺季动销表现

五粮液(000858.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

五粮液发布2018半年报。2018上半年公司实现营业收入214.21亿元,同比增加37.13%;实现归母净利润71.10亿元,同比上升43.02%,扣非后归属利润70.87亿元,同比增加42.90%;基本每股收益1.83元。

2. 我们的分析与判断

(一) 二季度收入、净利润表现亮眼

2017年,白酒制造业产量、收入、利润总额保持了稳步增长的态势;但行业产能仍然过剩,挤压式增长的竞争格局将长期存在。公司认为,当前白酒行业的竞争格局,总体而言,体现为三个基本形成:一是白酒行业强复苏的发展态势基本形成;二是行业向名优品牌集中的发展态势基本形成;三是白酒消费从政务消费向商务消费、民间消费转型的发展态势基本形成。

2018H1 四川省酿酒总产量同比有所下降。据国家统计局发布的行业数据,2018年上半年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量492.9万千升,同比增长5.8%;累计完成主营业务收入2865.24亿元,同比增长15.82%;累计实现利润总额631.17亿元,同比增长37.11%;四川省完成酿酒总产量188.26万千升,同比下降14.81%。

二季度收入、净利润增速表现亮眼。2018Q1、Q2公司分别完成营业收入138.98、75.24亿元,同比增速分别为36.80、37.73%。从历年数据看,考虑到春节消费旺季的作用,公司收入季节性明显,一四季度收入规模最大;但近年来,二、三季度,淡季不淡,收入增速有明显提升。2018Q1、Q2公司完成归母净利润49.71、21.39亿元,同比增长38.35、55.20%,完成扣非归母净利润49.60、21.27亿元,同比增长38.22、55.15%,2018Q2单季净利润增速亮眼。

(二) 品质优势、产销两旺

公司2018年经营目标,力争实现营业总收入26%的增长。从2018H1收入及动销情况来看,经营目标完成有望。

公司主要产品五粮液酒是我国浓香型白酒的典型代表,拥有独有的650年明代古窖、独有的自然生态环境、独有的五种粮食配方、独有的纯粮固态发酵工艺、独有的中庸和谐品质、独有的“十里酒城”规模等六大优势。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhoying_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

市场数据

2018-08-31

A股收盘价(元)	61.90
A股一年内最高价(元)	93.18
A股一年内最低价(元)	50.65
上证指数	2725.25
市盈率	24.84
总股本(万股)	388160.80
实际流通A股(万股)	379577.09
限售的流通A股(万股)	8583.71
流通A股市值(亿元)	2349.58

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

六大独特优势，全价位系列产品，良好匹配不同层次消费需求。公司位于“中国白酒金三角”核心区域，拥有得天独厚的自然生态环境，传承了上百年的国家非物质文化遗产传承项目—五粮液酒传统酿造技艺，拥有数万口上至明初古窖（1368 年连续使用至今达 650 年）下至几十年不等的地穴式发酵窖池，拥有国内最大的单体酿酒生产车间。经过近几十年的发展，公司已形成了独有的“十里酒城”规模，具备年产二十万吨纯粮固态发酵白酒能力，拥有高中低全价位系列酒产品，可满足不同层次的消费需求。

“1+3”“4+4”品牌战略，提升五粮液及系列酒竞争力。公司致力于构建更加清晰的“1+3”产品体系，确立了围绕 52 度水晶瓶五粮液打造高端化、国际化、时尚化三个维度的五粮液品牌战略；并且形成“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。

图 1：公司产品图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

动销良好，控货确保旺季市场供应。公司预计 2018 年五粮液整体投放量为 2 万吨，其中，截止 2018 年 6 月下旬，52 度新品五粮液的客户订单目前已超过全年计划量。因此，公司从 6 月 23 日发布《关于暂缓接受 52 度新品五粮液订单的通知》，暂缓接受 500mL 装 52 度新品五粮液酒订单，具体恢复接受订单时间待定。7 月 30 日上午，五粮液在南京召开专题会议暨华东营销中心五粮液经销商联谊会工作会议。会上表示，由于五粮液“优中选优”生产工艺的严格要求，且今年 52 度新品五粮液客户订单超过全年计划量，市场可供量不多。此外，会议强调将进一步通过加强管理来合理规划渠道销售，确保市场供应。

公司努力确保十三五末五粮液市场投放量可达 3 万吨。公司已于 2017 年启动建设 10 万

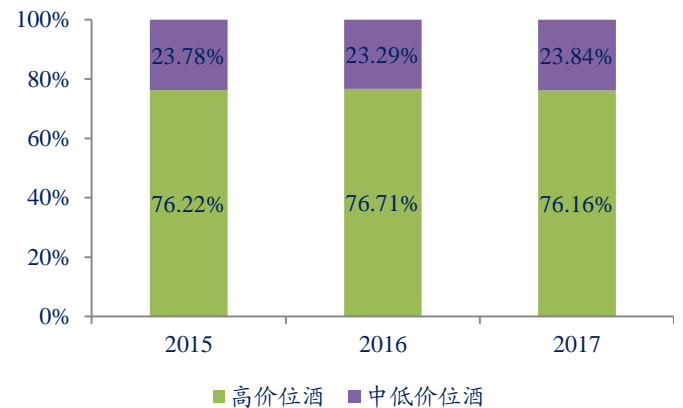
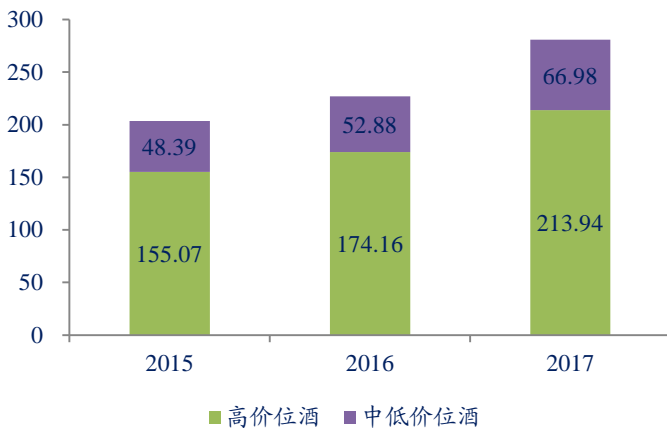
吨酿酒生产技改项目一期工程及 30 万吨陶坛陈酿酒库一期工程项目，确保“十三五”末五粮液的市场投放量达 3 万吨，并且未来将实现原酒储存三年后再包装投放市场，充分释放白酒的时间价值。

通过生产工艺调整改善，提质增效，2018H1 公司一级酒产量实现大幅增长。2018 上半年，公司大力弘扬纯粮固态发酵的传统工艺，进一步发挥五粮酿造优势，品质上精益求精。公司坚持以“增强供给力”为目的，加大调整力度，实现提质增效新突破。一是深入调研分析，采取多重措施推动生产系统良性运行；二是强化过程管理，构筑生产系统坚实保障；三是重视技能培训，保证生产工艺有力传承。上半年，公司一级酒产量大幅增长。

白酒主营突出，高价位酒近年来占酒类收入 77%左右，高、中低系列均衡发展。公司 2016H1、2017H1、2018H1 酒类收入占公司营业收入的 93.38%、94.58%、94.55%，主营业务突出。公司 2015-2017 年酒类收入占公司营业收入的 93.94%、92.51%、93.06%；公司高价位酒和中低价位酒均衡发展，2015-2017 年高价位酒占公司酒类收入均在 77%左右。

图 2: 公司酒类收入规模 (亿元)

图 3: 公司酒类收入构成 (%)



注：高价位酒指公司酒类产品（500ml/瓶）销售含税价格在 120 元及以上的主要产品 资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

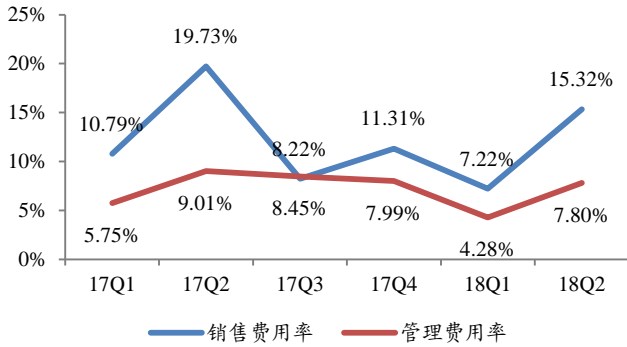
（三）2018Q2 净利率同比提升超 3PCT

2018 年上半年公司销售费用率为 10.06%，比去年同期下降 3.85 个百分点，管理费用率为 5.52%，比去年同期下降 1.37 个百分点。2018 年二季度公司销售费用率明显高于一季度，但是较去年同期有所下降。

从盈利能力指标来看，2018 年上半年公司毛利率 72.84%，同比上升 1.19 个百分点，净利率 33.19%，同比上升 1.37 个百分点，盈利能力在高基数基础上仍有所加强。分季度来看，公司 2018 年 Q1、Q2 毛利率分别为 73.19%、72.18%，分别同比变动 2.66%、-1.55PCT，Q1、Q2 净利率分别为 35.77%、28.43%，分别同比增加 0.40%、3.20PCT。就历年分季度数据来看，公司总体毛利率较为平稳，最近 6 个季度有 5 个季度维持在 70%以上水平；2018Q2 单季的净利率较

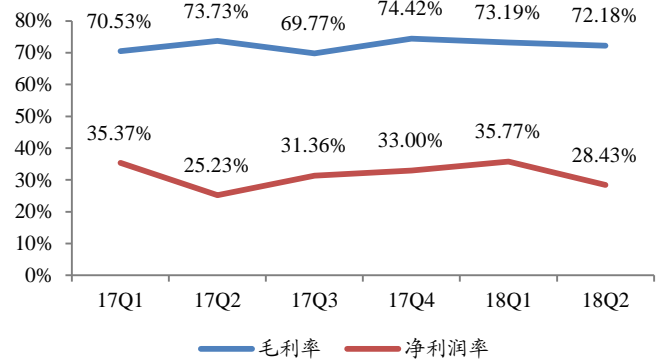
一季度有所下降，但是同比去年同期仍有 3 个百分点的增长。

图 4: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 投资建议

我们给予公司 2018-2020EPS 为 3.33、4.20、5.16 元，对应 PE 倍数为 19、15、12，予以“推荐”评级。

4. 风险提示

原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险；食品安全风险；宏观经济及政策风险。

附录

表 1:公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	21659.29	24543.79	30186.78	38750.77	47694.45	57180.87
营业收入增长率	3.08%	13.32%	22.99%	28.37%	23.08%	19.89%
归属净利润（百万元）	6176.12	6784.53	9673.72	12911.52	16304.66	20030.28
净利润增长率	5.85%	9.85%	42.58%	33.47%	26.28%	22.85%
EPS（元）（摊薄）	1.59	1.75	2.49	3.33	4.20	5.16
P/E	40	36	25	19	15	12

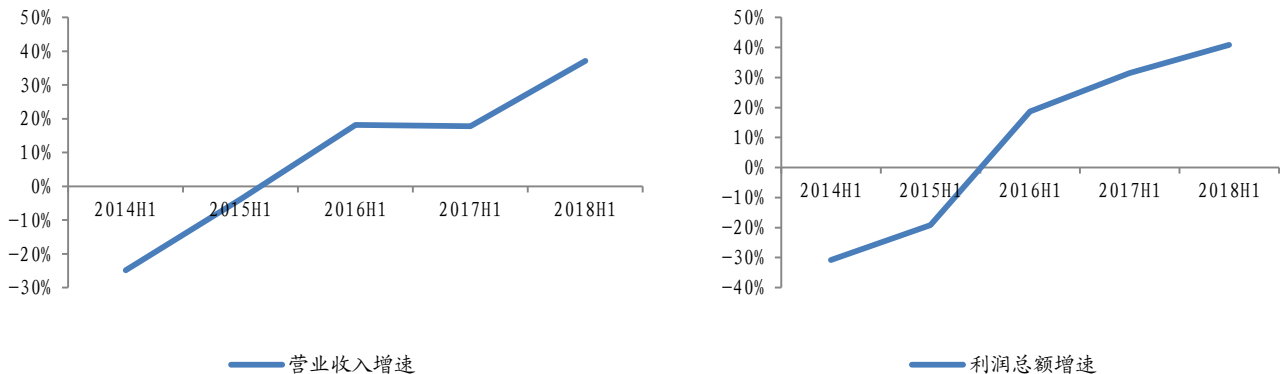
资料来源：公司数据，中国银河证券研究院（PE 对应 2018 年 8 月 31 日收盘价）

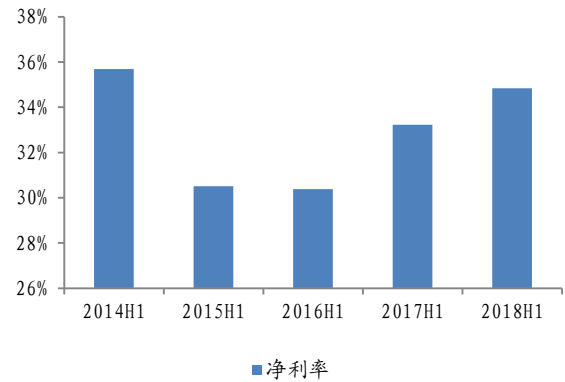
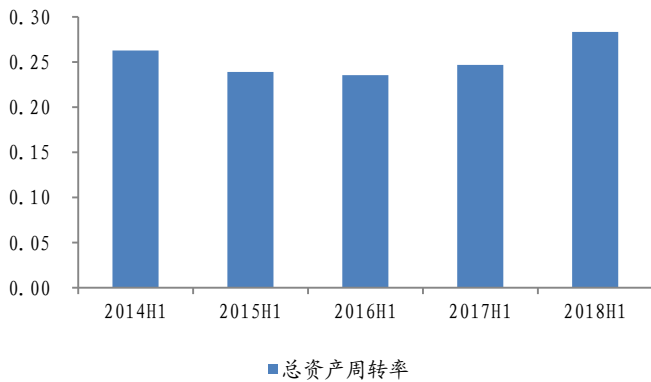
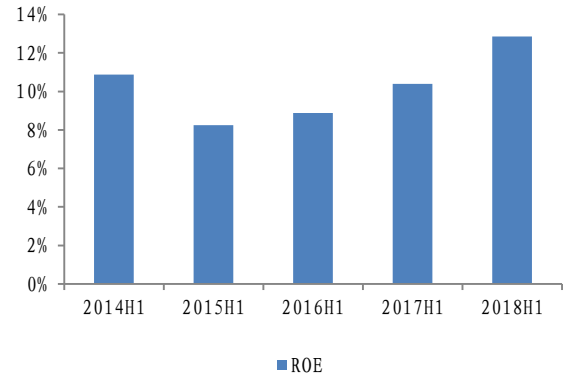
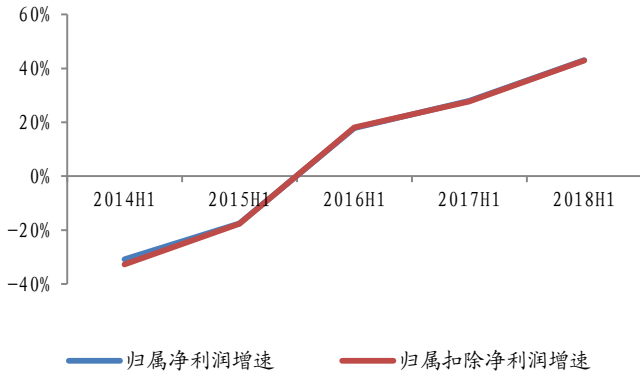
表 2:关键财务指标（半年度比较）

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
成长能力					
营业收入增速	-24.85%	-3.83%	18.19%	17.85%	37.13%
利润总额增速	-30.82%	-19.14%	18.66%	31.44%	40.86%
归属净利润增速	-30.90%	-17.60%	17.87%	27.91%	43.02%
归属扣除净利润增速	-32.74%	-17.64%	18.05%	27.71%	42.90%
盈利、营运能力					
ROE	10.88%	8.26%	8.88%	10.39%	12.86%
总资产周转率	0.26	0.24	0.24	0.25	0.28
净利率	35.69%	30.50%	30.38%	33.22%	34.84%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6: 成长能力、盈利能力和营运能力指标（半年度）





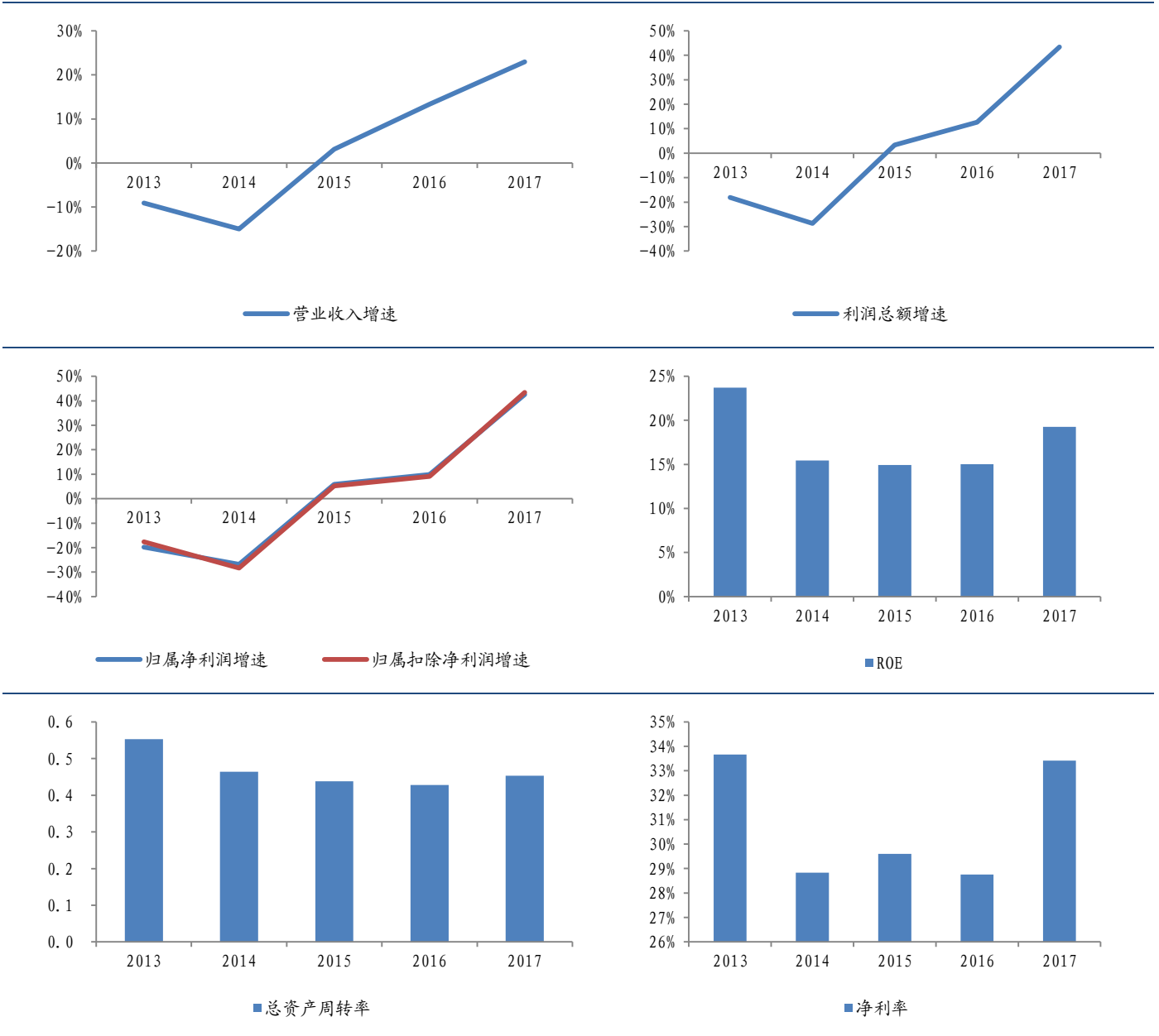
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3:关键财务指标 (年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017
成长能力					
营业收入增速	-9.13%	-15.00%	3.08%	13.32%	22.99%
利润总额增速	-18.14%	-28.73%	3.39%	12.67%	43.42%
归属净利润增速	-19.75%	-26.81%	5.85%	9.85%	42.58%
归属扣除净利润增速	-17.64%	-28.30%	5.17%	9.09%	43.40%
盈利、营运能力					
ROE	23.71%	15.45%	14.93%	15.01%	19.27%
总资产周转率	0.55	0.46	0.44	0.43	0.45
净利率	33.67%	28.83%	29.60%	28.75%	33.41%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 4: 公司十大股东明细 (2018 中报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	宜宾市国有资产经营有限公司	1,366,548,020	35.2100	A 股流通股
2	四川省宜宾五粮液集团有限公司	761,823,343	19.6300	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	246,040,874	6.3400	A 股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	94,414,201	2.4300	A 股流通股
5	中央汇金资产管理有限责任公司	40,192,100	1.0400	A 股流通股
6	宜宾五粮液股份有限公司-第一期员工持股计划	23,696,280	0.6100	限售流通 A 股

7	中国农业银行股份有限公司-易方达消费行业股票型证券投资基金	20,218,241	0.5200	A 股流通股
8	国泰君安证券资管-中国银行-国泰君安君享五粮液 1 号集合资产管理计划	19,414,047	0.5000	限售流通 A 股
9	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	16,984,557	0.4400	A 股流通股
10	招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	16,775,629	0.4300	A 股流通股
	合 计	2,606,107,292	67.1500	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 5:公司十大流通股东明细 (2018 中报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	宜宾市国有资产经营有限公司	1,366,548,020	35.2057	A 股流通股
2	四川省宜宾五粮液集团有限公司	761,823,343	19.6265	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	246,040,874	6.3386	A 股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	94,414,201	2.4323	A 股流通股
5	中央汇金资产管理有限责任公司	40,192,100	1.0354	A 股流通股
6	中国农业银行股份有限公司-易方达消费行业股票型证券投资基金	20,218,241	0.5209	A 股流通股
7	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	16,984,557	0.4376	A 股流通股
8	招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	16,775,629	0.4322	A 股流通股
9	中国平安人寿保险股份有限公司-万能-个险万能	15,157,117	0.3905	A 股流通股
10	UBS AG	14,946,676	0.3851	A 股流通股
	合 计	2,593,100,758	66.8048	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业、社会服务行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事消费类行业研究工作。清华大学硕士。

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为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn