

收入保持快速增长, 预收款回落明显

投资要点

- 业绩总结:** 公司2018年前三季度实现收入293亿元, 同比+33%, 实现归母净利润95亿元, 同比+36%; 其中18Q3收入78亿元, 同比+23%, 归母净利润24亿元, 同比+20%, 符合预期。同时预收款同比-50%至24亿元, 环比-45%, 经营活动现金流净额同比-36%。
- 收入快速增长, 预收款回落明显。** 18Q3收入继续保持快速增长, 但增速有所放缓, 主因: 1、经济下行, 消费不景气; 2、二季度批价有所回落, 公司在6月份控货挺价(三季度批价上行20元左右), 影响了部分发货; 3、17Q3高基数。公司持续推动改革和渠道开拓, 厂商一体化协同推动市场和渠道发力, 加快门店陈列和消费者互动; 同时, 公司积极布局数字化系统建设, 未来精细化管理方面有望取得实质性进展。但值得重视的是预收款回落明显, 显示行业景气度下行, 收入增速放缓是大趋势。
- 毛利率上行, 税金及附加率增加, 盈利水平持续提升。** 基于提价和产品结构优化, 公司前三季度毛利率同比提升超过2个百分点至73.5%。前三季度税金及附加率增加4.4个百分点, 其中Q3增加超过3个百分点, 主要是17年二季度以来的消费税税基增加所致。三费率有所下降, 三季度有所上升, 前三季度三费率下降超过3个百分点至13.5%, 主要是销售费用率下降1.8个百分点, 管理费用率下降1.6个百分点; 值得重视的是, 18Q3单季度销售费用率上升将近4个百分点, 主要是公司加强市场投放, “百城千县万店”持续增强; 净利率提升1个百分点至34%。
- 行业面临压力, 批价有所下滑:** 经济和消费下行+竞争加剧, 白酒行业增速有所放缓。白酒行业经过2-3年景气上行, 持续提价后, 价格面临阶段性天花板; 同时, 量方面受名酒渠道渗透率提升、渠道补库存告一段落、费用前置争夺门店和消费者越发明显, 导致竞争加剧, 增速放缓态势明显。但值得重视的是, 长期来看, 名酒属于稀缺品, 市占率持续提升是长期逻辑。目前, 五粮液批价820元左右, 较18年春节前后高点回落30元左右。
- 盈利预测与评级。** 维持2018年盈利预测不变, 但基于经济增速放缓导致消费不景气和行业竞争加剧, 下调2019-2020年收入分别至451亿元、518亿元; 下调2019-2020年归母净利润分别至154亿元、182亿元, 调整后2018-2020年EPS分别为3.47元、4.07元、4.79元, 对应动态PE分别为16倍、13倍、11倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 白酒行业景气下行, 销售或不及预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	30186.78	39067.00	45075.85	51755.19
增长率	22.99%	29.42%	15.38%	14.82%
归属母公司净利润(百万元)	9673.72	13169.36	15441.22	18179.16
增长率	42.58%	36.14%	17.25%	17.73%
每股收益EPS(元)	2.55	3.47	4.07	4.79
净资产收益率ROE	18.45%	21.57%	21.97%	22.42%
PE	21	16	13	11
PB	3.77	3.25	2.83	2.45

数据来源: Wind, 西南证券

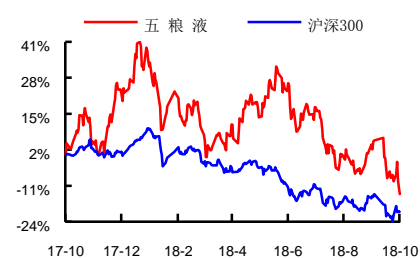
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	38.82
流通A股(亿股)	37.96
52周内股价区间(元)	54.3-91.75
总市值(亿元)	2,107.71
总资产(亿元)	761.24
每股净资产(元)	15.35

相关研究

- 五粮液(000858): 业绩略超预期, 二次创业前景光明 (2018-08-28)
- 五粮液(000858): 提价彰显信心, 看好明年量价齐升 (2017-12-04)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	30186.78	39067.00	45075.85	51755.19	净利润	10085.97	13689.57	16017.87	18838.50
营业成本	8450.09	10340.66	11461.42	12693.45	折旧与摊销	550.41	647.01	655.93	660.87
营业税金及附加	3494.70	4522.75	5218.39	5991.65	财务费用	-890.51	-1093.88	-1171.97	-1293.88
销售费用	3625.40	4414.57	5183.72	5796.58	资产减值损失	5.63	12.00	10.00	10.00
管理费用	2269.02	2918.30	3358.15	3829.88	经营营运资本变动	-571.62	-134.64	958.79	546.25
财务费用	-890.51	-1093.88	-1171.97	-1293.88	其他	586.29	-96.78	-40.00	-40.00
资产减值损失	5.63	12.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	9766.18	13023.29	16430.61	18721.74
投资收益	68.21	30.00	30.00	30.00	资本支出	155.96	-200.00	-100.00	-110.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-356.84	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-200.88	-200.00	-100.00	-110.00
营业利润	13374.54	17982.59	21046.14	24757.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	17.15	30.00	30.00	30.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	13391.69	18012.59	21076.14	24787.50	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3305.72	4323.02	5058.27	5949.00	支付股利	-3416.37	-4885.23	-6584.68	-7720.61
净利润	10085.97	13689.57	16017.87	18838.50	其他	-222.87	1123.88	1191.97	1313.88
少数股东损益	412.25	520.20	576.64	659.35	筹资活动现金流净额	-3639.24	-3761.35	-5392.71	-6406.73
归属母公司股东净利润	9673.72	13169.36	15441.22	18179.16	现金流量净额	5925.89	9061.94	10937.90	12205.01
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	40591.80	49653.74	60591.64	72796.65	成长能力				
应收和预付款项	11516.96	15370.13	17237.41	19253.71	销售收入增长率	22.99%	29.42%	15.38%	14.82%
存货	10557.80	13442.86	14326.77	15232.14	营业利润增长率	44.79%	34.45%	17.04%	17.63%
其他流动资产	613.14	793.51	915.55	1051.22	净利润增长率	42.93%	35.73%	17.01%	17.61%
长期股权投资	862.85	862.85	862.85	862.85	EBITDA 增长率	44.11%	34.53%	17.08%	17.51%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5564.24	5143.35	4613.54	4088.79	毛利率	72.01%	73.53%	74.57%	75.47%
无形资产和开发支出	400.98	388.03	375.08	362.13	三费率	16.58%	15.97%	16.35%	16.10%
其他非流动资产	814.85	831.68	848.50	865.33	净利率	33.41%	35.04%	35.54%	36.40%
资产总计	70922.63	86486.15	99771.36	114512.84	ROE	18.45%	21.57%	21.97%	22.42%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.22%	15.83%	16.05%	16.45%
应付和预收款项	13624.61	19829.49	23350.70	26612.61	ROIC	76.25%	103.52%	131.33%	175.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	43.18%	44.89%	45.55%	46.61%
其他负债	2623.69	3178.00	3508.81	3870.49	营运能力				
负债合计	16248.30	23007.49	26859.51	30483.10	总资产周转率	0.45	0.50	0.48	0.48
股本	3795.97	3795.97	3795.97	3795.97	固定资产周转率	5.63	7.66	9.64	12.45
资本公积	953.26	953.26	953.26	953.26	应收账款周转率	277.87	289.64	265.06	268.67
留存收益	48584.86	56868.99	65725.53	76184.08	存货周转率	0.85	0.86	0.83	0.86
归属母公司股东权益	53334.08	61618.22	70474.76	80933.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.44%	—	—	—
少数股东权益	1340.24	1860.45	2437.09	3096.44	资本结构				
股东权益合计	54674.33	63478.66	72911.85	84029.74	资产负债率	22.91%	26.60%	26.92%	26.62%
负债和股东权益合计	70922.63	86486.15	99771.36	114512.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.96	3.49	3.51	3.60
					速动比率	3.30	2.90	2.97	3.09
					股利支付率	35.32%	37.10%	42.64%	42.47%
					每股指标				
					每股收益	2.55	3.47	4.07	4.79
					每股净资产	14.40	16.72	19.21	22.14
					每股经营现金	2.57	3.43	4.33	4.93
					每股股利	0.90	1.29	1.73	2.03
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	13034.44	17535.73	20530.10	24124.49					
PE	21.31	15.65	13.35	11.34					
PB	3.77	3.25	2.83	2.45					
PS	6.83	5.28	4.57	3.98					
EV/EBITDA	12.65	8.88	7.05	5.49					
股息率	1.66%	2.37%	3.19%	3.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn