

# 成功换挡，五粮液持续稳增长确定性强

2018年10月30日

强烈推荐/维持

五粮液

财报点评

## ——五粮液（000858）三季度报点评

刘畅

分析师

执业证书编号：S1480517120001

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn 010-66554017

### 事件：

2018年前三季度公司营业收入292.50亿元，同比增长33.09%；实现归属于母公司所有者的净利润94.94亿元，同比增长36.32%，EPS为2.47元。

2018年第三季度单季公司营业收入78.29元，同比增长23.17%，实现归属于母公司所有者的净利润23.84亿元，同比增长19.61%，EPS为0.61元。

### 公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	10158.81	5462.32	6356.47	8209.18	13897.66	7523.52	7829.11
增长率（%）	15.11%	23.30%	43.03%	19.94%	36.80%	37.73%	23.17%
毛利率（%）	70.53%	73.73%	69.77%	74.42%	73.19%	72.18%	75.20%
期间费用率（%）	14.41%	24.88%	12.65%	16.77%	9.60%	19.63%	14.64%
营业利润率（%）	48.73%	37.31%	42.44%	44.93%	49.60%	39.03%	42.43%
净利润（百万元）	3739.21	1450.60	2075.17	2820.99	5213.97	2249.92	2499.57
增长率（%）	24.30%	42.45%	63.40%	60.27%	39.44%	55.10%	20.45%
每股盈利（季度，元）	0.95	0.36	0.53	0.71	1.31	0.55	0.61
资产负债率（%）	23.46%	22.74%	21.53%	22.91%	24.81%	27.21%	19.81%
净资产收益率（%）	7.20%	2.91%	4.00%	5.16%	8.71%	3.84%	4.09%
总资产收益率（%）	5.51%	2.25%	3.14%	3.98%	6.55%	2.80%	3.28%

### 观点：

- **收入利润略低于预期，公司未来稳增长确定性强。**2018年前三季度公司营业收入292.50亿元，同比增长33.09%，实现归属于母公司所有者的净利润94.94亿元，同比增长36.32%。18Q3公司营业收入78.29元，同比增长23.17%，实现归属于母公司所有者的净利润23.84亿元，同比增长19.61%。虽然18Q3略低于预期，但连续三个季度营收增长均突破30%，我们判断未来公司有能够实现稳增长态势。
- **预收款下降，应收票据同比上升，报表透明化趋势显现。**期末预收款24.40亿元，为11个季度以来的最低值，环比下降19.79亿元，考虑到公司释放了部分预收款，经过变动调整后，前三季度收入同增24.08%。前三季度，公司应收票据为143.20亿元，同比增长37.24%，较上年同期提高了3.02pct。公司年初制定了鼓励长期银行承兑汇票免贴息政策，使得应收票据项大幅上升，但基本为银行承兑汇票，

承兑风险相对较小。进入 2018 年, 白酒行业报表更加透明成为大趋势, 越来越透明的财务报表更能反映出公司当期真实的销售情况。

- **费用率略增, 毛利率创新高。**公司前三季度期间费用率 13.74%, 较前两个季度上升 0.62pct., 连续三个季度维持在 15% 以下的低水平区间; 销售费用率 10.52%, 上升 0.46pct.; 管理费用率 5.52%, 上升 1.24pct.; 前三季度净利率 34.06%, 下降 0.78pct., 毛利率 73.47%, 上升 0.63pct., 创下自 2014Q3 以来的新高, 或因高端五粮液销售较旺所致, 盈利能力有小幅提高。
- **新普五为提价拉开空间。**中秋旺季五粮液需求较为紧张, 普五终端价突破 860 元。在此基础上, 升级版五粮液的推出, 不仅为产品提价拉开了空间, 而且带动了产品结构的提升, 也表明公司在成长为行业龙头的过程中做出了现阶段应尽的努力。根据历史表现, 公司基本可以掌控提价、倒挂、补贴、顺价这一过程, 我们看好升级版五粮液的推出。

### 结论:

2018 年公司业绩将持续稳定增长, 我们预计 2018-2020 年营业收入分别为: 356.20 亿元、427.45 亿元和 512.94 亿元; 归属上市公司的净利润分别为: 124.67 亿元、153.88 亿元和 189.79 亿元, 对应 EPS 分别为 3.21 元、3.96 元和 4.89 元。给予公司 25 倍估值, 对应目标价 80.25 元。维持公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示:** 国家政策的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

**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	77564	91934	109483	<b>营业收入</b>	24544	30187	35620	42745	51294
货币资金	34666	40592	50310	60373	72448	<b>营业成本</b>	7314	8450	10250	11426	13081
应收账款	108	110	156	188	225	营业税金及附加	1941	3495	2817	3347	3976
其他应收款	19	21	25	30	36	营业费用	4695	3625	6813	8094	9616
预付款项	272	198	198	198	198	管理费用	2144	2269	3111	3659	4303
存货	9257	10558	12973	14462	16557	财务费用	-766	-891	-796	-818	-835
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12.20	5.63	95.00	80.00	70.00
<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	110.00	90.00	70.00
固定资产	5431	5293	4903	4242	3581	<b>营业利润</b>	9237	13375	13440	17046	21153
无形资产	402	399	359	319	280	营业外收入	118.91	45.13	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	18.72	27.98	8.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	62174	70923	84425	98093	114942	<b>利润总额</b>	9337	13392	13441	17049	21157
<b>流动负债合计</b>	13688	15968	24186	30907	39078	所得税	2281	3306	2258	2813	3491
短期借款	0	0	7101	11714	17275	<b>净利润</b>	7057	10086	11183	14236	17666
应付账款	2171	3138	3001	3346	3830	少数股东损益	272	412	0	10	20
预收款项	6299	4646	6071	7780	9832	归属母公司净利润	6785	9674	12467	15388	18979
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	9388	13359	13345	16930	21019
<b>非流动负债合计</b>	281	280	265	275	273	<b>EPS (元)</b>	1.79	2.55	3.21	3.96	4.89
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	24451	31182	39352	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1129	1340	1340	1350	1370	营业收入增长	13.32%	22.99%	18.00%	20.00%	20.00%
实收资本(或股本)	3796	3796	3882	3882	3882	营业利润增长	12.02%	44.79%	0.49%	26.83%	24.09%
资本公积	953	953	953	953	953	归属于母公司净利润	28.87%	42.58%	28.87%	23.43%	23.34%
未分配利润	32975	37675	27055	13947	-2221	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	47077	53334	59984	68087	78081	毛利率(%)	70.20%	72.01%	71.22%	73.27%	74.50%
<b>负债和所有者权</b>	62174	70923	85702	100546	118729	净利率(%)	28.75%	33.41%	31.40%	33.30%	34.44%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位: 百万元					<b>ROE(%)</b>					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	10.91%	13.64%	14.77%	15.69%	16.51%	
<b>经营活动现金流</b>	11697	9766	7011	11910	14668	<b>偿债能力</b>					
净利润	7057	10086	11183	14236	17666	资产负债率(%)	22%	23%	29%	31%	33%
折旧摊销	916.48	874.81	0.00	701.03	701.03	流动比率	3.98	3.96	3.21	2.97	2.80
财务费用	-766	-891	-796	-818	-835	速动比率	3.31	3.30	2.67	2.51	2.38
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	0.45	0.46	0.47
<b>投资活动现金流</b>	-161	-201	629	10	0	应收账款周转率	229	278	268	249	249
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.20	11.37	11.60	13.47	14.30
长期股权投资减少	0	0	1	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	33	68	110	90	70	每股收益(最新摊薄)	1.79	2.55	3.21	3.96	4.89
<b>筹资活动现金流</b>	-3194	-3639	2078	-1857	-2593	每股净现金流(最新)	2.20	1.56	2.50	2.59	3.11
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	12.40	14.05	15.45	17.54	20.12
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	27.35	19.18	15.22	12.33	9.99
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.94	3.48	3.16	2.79	2.43
<b>现金净增加额</b>	8342	5926	9718	10063	12075	EV/EBITDA	16.07	10.85	10.98	8.33	6.40

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。

## 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法律责任。

## 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。