

控货挺价收效良好，业绩维持稳健增长

五粮液(000858.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 事件

五粮液发布2018年三季报。2018年前三季度公司实现营业收入292.50亿元,同比增长33.09%;实现归母净利润94.94亿元,同比增长36.32%,扣非后归母净利润94.45亿元,同比增长35.90%;实现基本每股收益2.47元。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩高基数下维持稳健增长

2018年第三季度单季公司实现营业收入78.29亿元,同增23.17%;实现归母净利润23.84亿元,同增19.61%,扣非后归母净利润23.58亿元,同增18.47%。

三季度单季业绩在前期高增长基数上仍然维持了较大增长,但是增速较一、二季度有所下滑。2017年第三季度单季公司收入、归母净利润、扣非归母净利润同比增速分别为43.03%、64.12%、69.85%,今年在去年同期业绩增速已经很高的基础上仍然取得了约20%的增长。2018年一、二季度单季营业收入增速分别为36.80%、37.73%,归母净利润增速分别为38.35%、55.20%,三季度单季增速低于前两个季度。

(二) 预收账款有所下滑,控货挺价收效良好

三季度公司预收账款进一步下降,控货挺价对业绩形成正反馈。2017年末、2018年一、二、三季度末公司预收款项余额分别为46.46、57.72、44.19、24.40亿元,三季度该项目下滑较多,主要原因是公司前期控货挺价,预收账款下降与行业总体趋势也较为一致。

三季度单季公司毛利率提升较多。2018年三季度单季公司毛利率为75.20%,同比提升5.43PCT;前三季度公司总体毛利率为73.47%,同比提升2.36PCT,公司价格管理得当,毛利率稳中有升。

(三) 单季销售费率有所增加,全年预计稳定

三季度单季销售费率同比增长,前两个季度均同比下降,预计全年维持稳定。三季度单季公司销售费用率为11.77%,同比增加3.55PCT,2018年前三季度公司合计销售费用率为10.52%,同比下降1.75PCT,主要系前两个季度销售费率同比均有所下降,预计全年销售费率维持稳定。

3. 投资建议

我们给予公司2018-2020EPS为3.22、3.75、4.27元,对应PE倍数为15、13、11,维持“推荐”评级。

4. 风险提示

市场竞争风险;食品安全风险;宏观经济及政策风险。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhuying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

朱艺泓

☎: 010-83571395

✉: zhuyihong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130518090001

市场数据

2018-10-30

A股收盘价(元)	47.49
A股一年内最高价(元)	93.18
A股一年内最低价(元)	46.06
上证指数	2568.05
市盈率	19.06
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)	1802.61

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

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	45543.78	52275.15
营业收入增长率	3.08%	13.32%	22.99%	28.37%	17.53%	14.78%
归属净利润 (百万元)	6176.12	6784.53	9673.72	12505.22	14554.83	16570.67
净利润增长率	5.85%	9.85%	42.58%	29.27%	16.39%	13.85%
EPS (元) (摊薄)	1.59	1.75	2.49	3.22	3.75	4.27
P/E	30	27	19	15	13	11

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2018 年 10 月 30 日收盘价)

图 1: 公司 2010 年至今单季度销售和管理费用率变动

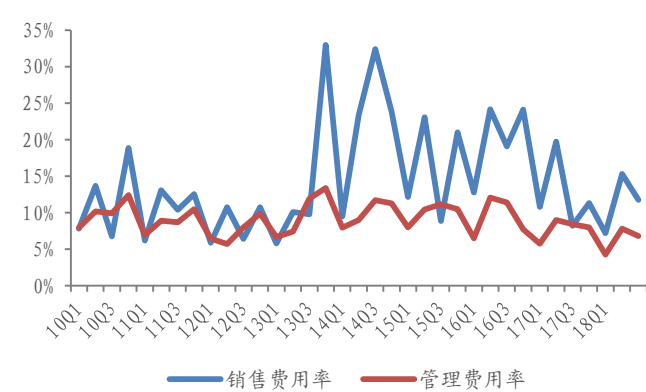
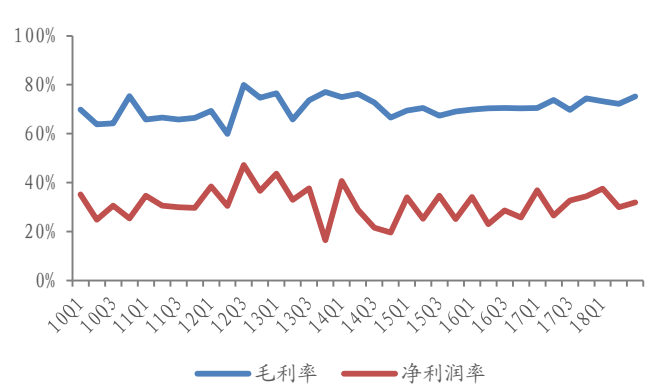


图 2: 公司 2010 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

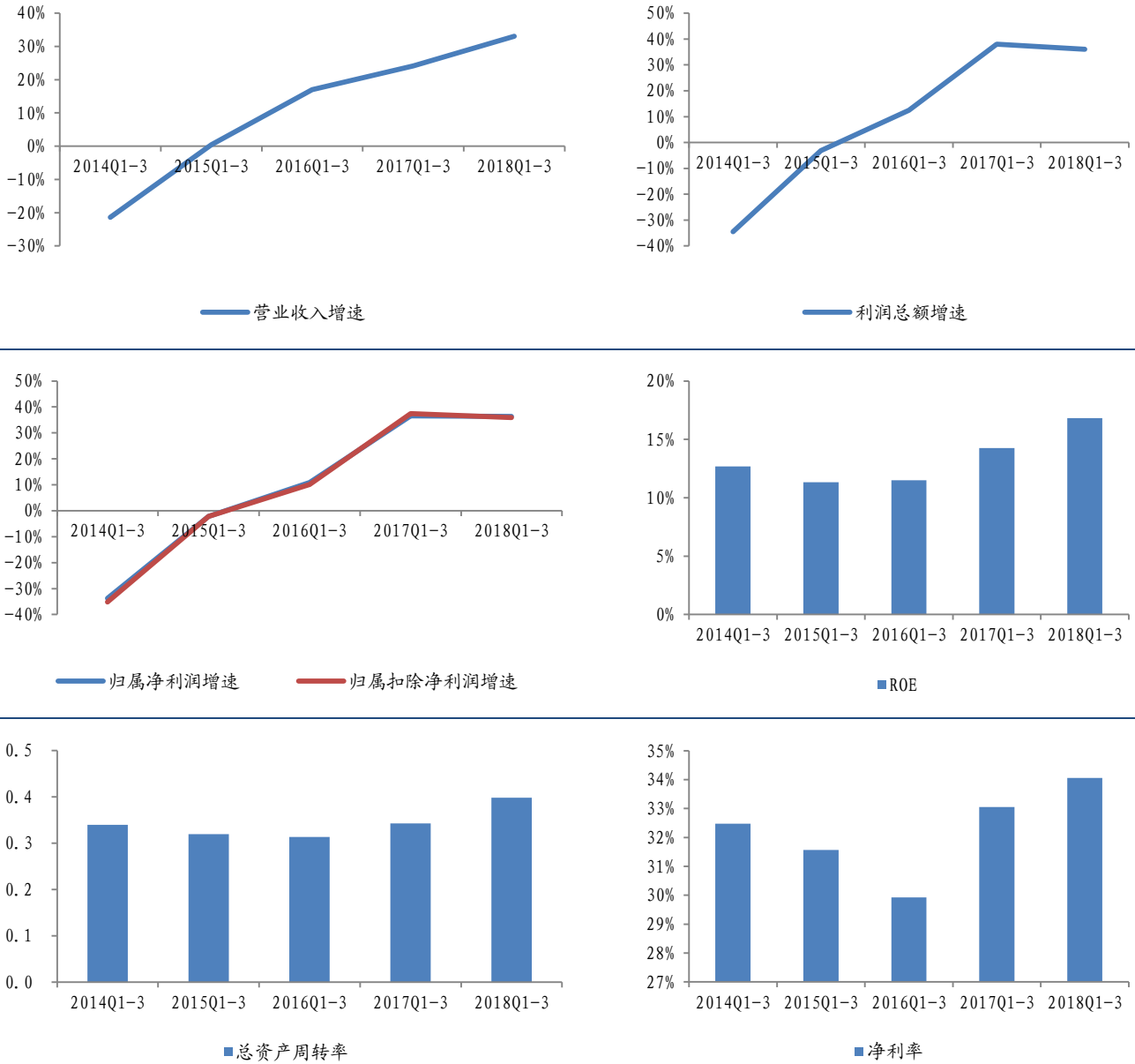
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (前三季度比较)

	2014Q1-3	2015Q1-3	2016Q1-3	2017Q1-3	2018Q1-3
成长能力					
营业收入增速	-21.38%	0.42%	16.97%	24.17%	33.09%
利润总额增速	-34.46%	-3.13%	12.43%	37.97%	36.06%
归属净利润增速	-33.74%	-2.22%	10.83%	36.53%	36.32%
归属扣除净利润增速	-35.22%	-2.18%	10.13%	37.48%	35.90%
盈利、营运能力					
ROE	12.68%	11.34%	11.50%	14.26%	16.81%
总资产周转率	0.34	0.32	0.31	0.34	0.40
净利率	32.48%	31.57%	29.93%	33.06%	34.06%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (前三季度)



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 4: 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 年三季报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	宜宾市国有资产经营有限公司	1,366,548,020	35.2100	0.0000	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	0.0000	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	308,559,969	7.9500	1.6100	A 股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	92,385,936	2.3800	-0.0500	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	0.0000	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	0.0000	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	22,601,539	0.5800	0.0600	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	0.0000	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	17,258,957	0.4400	0.0000	A 股流通股
10	阿布达比投资局	14,521,657	0.3700		A 股流通股
	合 计	2,667,001,848	68.7100		

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 年三季报)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	宜宾市国有资产经营有限公司	1,366,548,020	35.2057	0.0000	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	0.0000	A 股流通股
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	308,559,969	7.9493	1.6106	A 股流通股
4	中国证券金融股份有限公司	92,385,936	2.3801	-0.0523	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	0.0000	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	22,601,539	0.5823	0.0614	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	17,258,957	0.4446	0.0071	A 股流通股
8	阿布达比投资局	14,521,657	0.3741		A 股流通股
9	中国银行股份有限公司-易方达中小盘混合型证券投资基金	13,744,073	0.3541		A 股流通股
10	中国银行股份有限公司-招商中证白酒指数分级证券投资基金	13,171,432	0.3393		A 股流通股
	合 计	2,650,807,026	68.2915		

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。

朱艺泓，食品饮料行业分析师。

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到任何形式的补偿。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