

# 稳增长动力强，五粮液改革红利持续释放

——五粮液（000858）

2019年02月18日

强烈推荐/维持

五粮液

财报点评

刘畅	分析师	执业证书编号：S1480517120001
	liuchang_yjs@dxzq.net.cn	010-66554017

## 事件：

1. 公司发布业绩预告，2018年预计实现营收398.25-402.24亿元，同比增长31.93% - 33.25%；归属上市公司股东净利润为132.9-135.17亿元，同比增长37.39%-39.73%，基本每股收益3.45-3.51元。
2. 2019年2月18日，五粮液召开营销改革工作会。

## 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：

➤ **超预期，全年业绩增速持续高增，19增长确定性较强。** 营收方面，公司预计全年营收398.25-402.24亿元，同比增长31.93% - 33.25%。Q4单季度实现营收105.75 - 109.74亿元，同比增长28.82% - 33.68%。公司Q3增速有所减缓，但从全年来看，宏观经济环境对公司业绩的影响不大。利润方面，公司预计全年实现归母净利132.90-135.17亿元，同比增长37.39%-39.73%；单Q4实现归母净利37.96 - 40.23亿元，同比增长40.13% - 48.50%。18Q3费用率略增对公司影响不大，全年来看因渠道下沉、补贴顺价等举措，销售费用率或略有增长，公司费用率或将与去年持平，继续维持在15%左右。正如我们的预期，2019年公司增长的确性仍然较强。

- **春节备货情况好于预期, 批价回升经销商备货积极。**春节期间大本营西南和重点地区华东销量明显上涨, 华中华北地区一般, 库存在一个月上下, 部分地区不足一个月, 在公司促销政策影响下, 批价止跌回升至 800-860 元之间, 经销商备货积极, 全国动销情况良好, 部分地区实现 20% 增长, 预计 19Q1 公司将取得 15% 以上的业绩增长, 好于预期。
- **高端酒发力, 全年毛利率有望再创新高, 产品结构或将得到拉升。**公司 18 前三季度销售毛利率创下自 2014Q3 以来的新高。根据草根调研反馈, 公司高端产品普五、1618 等在五粮液主要销售地区旺季增长均保持强劲势头, 预计普五和其他五粮液 18 全年营收增长在 30% 以上, 五粮系营收增长接近 25%, 高端发力, 毛利率或将再创新高。升级版五粮液的出现, 从产品提价和产品结构两个侧面发力。我们看好升级版五粮液的推出。2019 年, 公司预计实现 2.3 万吨的高端产品销量, 主要基于高端系列产品投入市场带来的销售增加, 以及实施数字化转型、渠道深耕后带来的一部分市场增量, 产品结构将得到持续拉升。
- **渠道改革深入, 新模式值得期待。**据悉, 五粮液营销改革工作会召开, 或将讨论撤销全国八大营销中心, 实行省区制的渠道改革决定。取消营销中心实行公司统管, 对削减企业内部交易成本的和提升公司渠道控制力是很好的举措; 如果公司在改革之后将原八区业务骨干进行逐级下沉, 与经销商一起开拓市场承担费用, 这对经销商来说是欢迎的, 公司的渠道力很有可能再上一个台阶, 实现质的飞跃。2019 年成为五粮液新一轮渠道改革的元年, 我们看好公司的渠道改革措施, 并将持续关注。

## 结论:

2018 年公司业绩持续稳定增长, 预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 398.92/475.42/570.16 亿元, 同比增长 32.15%/19.18%/19.93%, 净利润分别为 139.98/174.17/214.97 亿元, 同比增长 38.79%/24.43%/23.42%, 对应 EPS 分别为 3.53/4.40/5.45, 给予 25X 估值, 对应目标价 88.25 元, 给予“强烈推荐”评级。给予“强烈推荐”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	85502	99661	119580	<b>营业收入</b>	24544	30187	39892	47542	57016
货币资金	34666	40592	54993	64734	78117	<b>营业成本</b>	7314	8450	11535	12991	15301
应收账款	108	110	160	182	223	营业税金及附加	1941	3495	3887	4586	5445
其他应收款	19	21	28	33	40	营业费用	4695	3625	5189	6372	7508
预付款项	272	198	100	-12	-142	管理费用	2144	2269	2436	2465	2493
存货	9257	10558	14506	16284	19210	财务费用		-891	-917	-989	-1059
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	12.20	5.63	5.63	7.82	6.36
<b>非流动资产合计</b>	7670	7643	6900	6206	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	853	837	851	投资净收益	33.43	68.21	45.26	48.97	54.15
固定资产	5431	5293	4764	4169	3549	<b>营业利润</b>	9237	13375	17802	22159	27377
无形资产	402	399	359	319	280	营业外收入	118.91	45.13	76.73	80.26	67.37
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	18.72	27.98	23.86	23.52	25.12
<b>资产总计</b>	62174	70923	92322	105787	125039	<b>利润总额</b>	9337	13392	17854	22216	27419
<b>流动负债合计</b>	13688	15968	28480	30489	35883	所得税	2281	3306	3857	4799	5923
短期借款	0	0	11221	11859	14306	<b>净利润</b>	7057	10086	13998	17417	21497
应付账款	2171	3138	3801	4519	5183	少数股东损益	272	412	306	330	350
预收款项	6299	4646	7052	7184	8983	归属母公司净利润	6785	9674	13692	17087	21147
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	9388	13359	17567	21858	27008
<b>非流动负债合计</b>	281	280	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	1.79	2.55	3.53	4.40	5.45
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	28480	30489	35883	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1129	1340	1647	1977	2326	营业收入增长	13.32%	22.99%	32.15%	19.18%	19.93%
实收资本(或股本)	3796	3796	3882	3882	3882	营业利润增长	12.02%	44.79%	33.10%	24.48%	23.55%
资本公积	953	953	953	953	953	归属于母公司净利润	41.53%	42.58%	41.53%	24.80%	23.76%
未分配利润	32975	37675	29094	19880	7550	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	47077	53334	61995	73121	86629	毛利率(%)	70.20%	72.01%	71.65%	73.21%	73.69%
<b>负债和所有者权</b>	62174	70923	92322	105787	125039	净利率(%)	28.75%	33.41%	35.09%	36.64%	37.70%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位: 百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
<b>经营活动现金流</b>	11697	9766	7169	14064	17477	<b>偿债能力</b>					
净利润	7057	10086	13998	17417	21497	资产负债率(%)	22%	23%	31%	29%	29%
折旧摊销	916.48	874.81	0.00	688.53	690.30	流动比率	3.98	3.96	3.00	3.27	3.33
财务费用	-766	-891	-917	-989	-1059	速动比率	3.31	3.30	2.49	2.73	2.80
应收账款减少	0	0	-50	-22	-42	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	2406	132	1799	总资产周转率	0.43	0.45	0.49	0.48	0.49
<b>投资活动现金流</b>	-161	-201	125	11	40	应收账款周转率	229	278	296	278	282
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.20	11.37	11.50	11.43	11.75
长期股权投资减少	0	0	11	16	-14	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	33	68	45	49	54	每股收益(最新摊薄)	1.79	2.55	3.53	4.40	5.45
<b>筹资活动现金流</b>	-3194	-3639	7107	-4333	-4134	每股净现金流(最新)	2.20	1.56	3.71	2.51	3.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	12.40	14.05	15.97	18.84	22.32
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	86	0	0	P/E	44.20	31.00	22.39	17.94	14.50
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.37	5.62	4.95	4.19	3.54
<b>现金净增加额</b>	8342	5926	14401	9742	13383	EV/EBITDA	28.24	19.40	14.96	11.61	8.99

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。