新时代证券 New Times Securities

改革红利再释放，2019 年去库存提价稳增长，新品蓄势待发

年报点评报告

陈文倩（分析师） 010-83561313 chenwenqian@xsdzq.cn 证书编号：S0280515080002
王言海（联系人） wangyanhai@xsdzq.cn 证书编号：S0280118100002
王萌（联系人） wangmeng@xsdzq.cn 证书编号：S0280117090007

● 事件：
公司发布 2018 年年报，2018 年全年实现营收 400.30 亿元，同比增长 32.61%；归母净利润 133.84 亿元，同比增长 38.36%。其中 Q4 实现营收 107.80 亿元，同比增长 31.32%，归母净利润 38.90 亿元，同比增长 43.59%。全年超额完成 2018 年初 26%的营收增长规划，2019 年营收目标 500 亿元，保持 25%左右的增长。公司同时公布 2018 年度现金分配方案，每 10 股派发现金红利 17 元（含税），拟分配现金 65.99 亿元。

● 产品结构持续向高价位五粮液系列集中：
公司酒类营收 377.52 亿元，占比 94.31%，同比增长 34.39%。高价位酒（120 元以上）实现营收 301.89 亿元，占比 75.42%，同比增长 41.11%；中低价位酒实现营收 75.63 亿元，占比 18.89%，同比增长 12.90%，进一步被压缩。根据微酒报道，五粮液 2019 年全年配额量 2.3 万吨，量增 15%左右，其中 1.5 万吨普五。截至 3 月 18 日，普五已发货 7800 吨，普五（收藏版）限量 1000 吨左右，提价至 859 元，下半年第八代普五 5250 吨，计划开票价 879-889 元，整体价增 5%左右（暂不考虑增值税调减影响）。

● 返点政策致预收款激增，经营现金流良好，票据打款政策持续：
2018Q4 预收款总额 67.07 亿元，同比 46.46 亿元净增 20.61 亿元，环比 Q3 增加 42.67 亿元，主要原因是春节提前，凡按要求在 2019 年 1 月 25 日前打款即可享受 2%返点政策，经销商打款积极；经营现金流净额 123.17 亿元，同比增长 26.12；受经销商票据打款影响，应收票据 161.35 亿元，同比大幅增长 44%。

● 去库存提价稳增长，数字化保障“控盘分利”：
2019 年春节公司依托市场化策略将经销商库存降至合理档位，为第八代普五提价导入奠定良好基础。公司以服务消费者为核心，将借助数字化手段，依托新普五扫码分利系统，逐步梳理清厂商和终端的责任关系，打掉网状结构，实现控盘分利。

● 毛利率提升，期间费用率下降，盈利能力提升：
公司 2018 年毛利率 73.80%，同比提升 1.79pcts；实现净利率 35.07%，同比提升 1.66pcts。酒类业务毛利率 77.59%，同比提升 0.88pcts。期间费用率 12.79%，同比降低 3.79pcts，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别变动-2.57%、-1.46%、0.24%。

● 盈利预测与估值：
预计公司 2019~2021 年实现归母净利 174.28/207.65/237.01 亿元，同比增长 30.2%/19.1%/14.1%，对应 EPS 为 4.49/5.35/6.11 元。当前股价对应 2019~2021 年的 PE 为 18.8/15.8/13.8 倍，公司去库存提价稳增长，新品蓄势待发，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：宏观经济下滑风险、改革不达预期、茅台价格走低风险，高端白酒需求缩减风险。

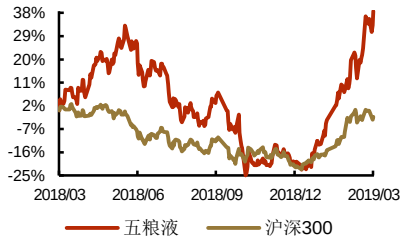
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30187	40,030	50,038	58,694	67,029
增长率(%)	23.0	32.6	25.0	17.3	14.2
净利润(百万元)	9674	13,384	17,428	20,765	23,701
增长率(%)	42.6	38.4	30.2	19.1	14.1
毛利率(%)	72.0	73.8	74.9	76.0	76.2
净利率(%)	32.0	33.4	34.8	35.4	35.4
ROE(%)	18.4	21.6	21.8	21.2	20.0
EPS(摊薄/元)	2.49	3.45	4.49	5.35	6.11
P/E(倍)	33.9	24.5	18.8	15.8	13.8
P/B(倍)	6.2	5.2	4.1	3.3	2.7

强烈推荐（维持评级）

市场数据	时间 2019.03.27
收盘价(元):	87.98
一年最低/最高(元):	46.06/89.95
总股本(亿股):	38.82
总市值(亿元):	3,415.04
流通股本(亿股):	37.96
流通市值(亿元):	3,339.52
近 3 月换手率:	55.77%

股价一年走势



收益涨幅（%）

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	25.89	49.35	32.4
绝对	27.66	74.53	28.05

相关报告

《二次创业，改革红利逐步释放，中报业绩符合预期》2018-08-27

《品牌高溢价，改革攻坚，前景光明》2018-07-16

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	63280	78110	99144	115157	141516
现金	40592	48960	63141	72592	80770
应收账款	110	127	169	179	218
其他应收款	21	0	26	5	31
预付账款	198	221	303	312	390
存货	**10558**	**11795**	**14646**	**12186**	**15558**
其他流动资产	11801	17006	20860	29884	44549
非流动资产	7643	7984	9757	10923	11773
长期投资	863	919	1027	1139	1264
固定资产	5293	5262	6892	7961	8728
无形资产	399	413	422	411	403
其他非流动资产	**1088**	**1390**	**1416**	**1412**	**1379**
资产总计	**70923**	**86094**	**108901**	**126080**	**153289**
流动负债	15968	20708	25348	23770	29090
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3138	3152	4381	4068	5501
其他流动负债	**12830**	**17555**	**20967**	**19702**	**23590**
非流动负债	280	267	267	267	267
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	**280**	**267**	**267**	**267**	**267**
负债合计	**16248**	**20975**	**25615**	**24037**	**29357**
少数股东权益	1340	1632	2371	3274	4325
股本	3796	3882	3882	3882	3882
资本公积	953	2683	2683	2683	2683
留存收益	48585	56923	68253	82391	99507
归属母公司股东权益	53334	63487	80915	98769	119607
负债和股东权益	**70923**	**86094**	**108901**	**126080**	**153289**

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	9766	12317	15171	12700	11089
净利润	10086	14039	18167	21668	24752
折旧摊销	550	0	608	788	944
财务费用	-891	-1085	-1331	-1551	-1672
投资损失	-68	-101	-59	-65	-73
营运资金变动	-742	0	-2213	-8139	-12861
其他经营现金流	830	-535	0	0	0
投资活动现金流	-201	-332	-2322	-1888	-1721
资本支出	**216**	**381**	**1666**	**1054**	**725**
长期投资	0	8	-107	-125	-125
其他投资现金流	15	58	-763	-960	-1121
筹资活动现金流	-3639	-3618	1331	-1360	-1190
短期借款	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	86	0	0	0
资本公积增加	0	1729	0	0	0
其他筹资现金流	**-3639**	**-5433**	**1331**	**-1360**	**-1190**
现金净增加额	**5926**	**8368**	**14181**	**9452**	**8178**

利润表（百万元）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**30187**	**40030**	**50038**	**58694**	**67029**
营业成本	8450	10487	12559	14087	15953
营业税金及附加	3495	5908	7386	8663	9894
营业费用	3625	3778	4723	5540	6327
管理费用	2269	2340	2926	3432	3919
财务费用	-891	-1085	-1331	-1551	-1672
资产减值损失	6	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	68	101	59	65	73
营业利润	13375	18718	23941	28695	32788
营业外收入	**45**	**44**	**44**	**44**	**44**
营业外支出	28	155	57	65	76
利润总额	13392	18607	23928	28674	32756
所得税	**3306**	**4568**	**5761**	**7006**	**8005**
净利润	10086	14039	18167	21668	24752
少数股东损益	**412**	**654**	**739**	**903**	**1051**
归属母公司净利润	9674	13384	17428	20765	23701
EBITDA	**12724**	**17138**	**22854**	**27426**	**31400**
EPS（元）	2.49	3.45	4.49	5.35	6.11

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	23.0	32.6	25.0	17.3	14.2
营业利润(%)	44.8	40.0	27.9	19.9	14.3
归属于母公司净利润(%)	42.6	38.4	30.2	19.1	14.1
获利能力					
毛利率(%)	72.0	73.8	74.9	76.0	76.2
净利率(%)	32.0	33.4	34.8	35.4	35.4
ROE(%)	18.4	21.6	21.8	21.2	20.0
ROIC(%)	17.1	20.3	20.8	20.3	19.2
偿债能力					
资产负债率(%)	22.9	24.4	23.5	19.1	19.2
净负债比率(%)	-74.2	(75.2)	(75.8)	(71.1)	-65.2
流动比率	4.0	3.8	3.9	4.8	4.9
速动比率	3.3	3.2	3.3	4.3	4.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	277.9	337.9	337.9	337.9	337.9
应付账款周转率	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.49	3.45	4.49	5.35	6.11
每股经营现金流(最新摊薄)	2.33	2.82	3.91	3.27	2.86
每股净资产(最新摊薄)	13.74	16.36	20.85	25.45	30.81
估值比率					
P/E	33.89	24.50	18.81	15.79	13.83
P/B	6.15	5.16	4.05	3.32	2.74
EV/EBITDA	22.71	16.4	11.7	9.4	8.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓　销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/