

2019年03月28日

五粮液 (000858.SZ)

变革驶入快车道，降维势能释放不可小觑

■事件：公司披露2018年报。2018年公司实现营业收入400.3亿元，同比上升32.6%；实现归属上市公司股东净利润133.8亿元，同比上升38.4%；基本每股收益3.47元。其中Q4营收107.8亿元，同比上升31.3%；Q4归母净利润38.9亿元，同比上升43.6%；预收款67.1亿元，同比增长44.4%，超市场预期。

■2018年完美收官，五粮液酒收入再创新高。2018年公司高价酒收入302亿元，同比增长41%，超市场预期。我们认为，高增长主要系：1)量：据五粮液酒销量超过2万吨，同比增速超过20%；2)价：部分经销商由于计划内配额执行完毕，使用计划外价格拿货；下半年1618、低度等产品提高供货价，造成五粮液酒吨价提升。3)战略聚焦：回收开发买断产品，聚焦战略对公司经营有正面作用。2018年公司酒类销售量19.16万吨，吨酒价格为19.7万元，同比大幅提升26%。

■回顾2018，改革行在途中。2017年以来，公司在管理团队建设、渠道深耕、品牌建设等开始进行多方面、深层次的改革。人员方面，在年龄、教育水平等多方面改善团队人员的综合能力，致力于打造一支极具执行力的销售新军。渠道方面，增加经销商100余家，新设专卖店近300家，经销商结构有效改善。品牌方面，聚焦普五大单品，回收买断贴牌产品，为公司远期发展扫清道路。

■展望2019，新五粮液值得期待。2019年公司着眼于“补短板、拉长板，升级新动能”，目前改革已经驶入快车道。1)补营销短板：决策点下移，降维势能释放不可小觑。公司将中心制转变为营销战区制，“以省为基础，以市场容量、市场潜力、竞争态势三个维度，构建单省营销战区或多省合一的营销战区。决策点下移，五粮液团队越来越靠近渠道终端，今年伊始，五粮液营销端的变革速度和效果不断刷新我们的认知。2)拉品牌长板：超高端新品树形象，持续挖掘品牌内在价值。春季糖酒会，公司发布501五粮液明池酿造和清池酿造产品，致力于营造品牌的高品质、稀缺感。同时，公司亦与权威机构进行合作，未来将进一步深入挖掘品牌的内在价值。3)新普五即将上市，昔日中国酒王向千元价格带进发。五粮液强品牌力背书，宽护城河效应明显，目前渠道端变化日新月异，决策点下移，降维势能释放不可小觑。在白酒行业外部消费环境逐渐改善的背景下，新普五有望向千元价格带进发，昔日“中国酒王”未来发展值得期待。

■投资建议：看好公司管理能力的改善和渠道端降维势能的释放，略微调整2019-2020年每股收益至4.20元、4.95元，对应PE分别为21x、18x，给予公司2019年25倍市盈率，上调目标价至105元，维持买入-A评级。

■风险提示：经济增速放缓影响白酒动销；公司渠道改革效果不及预期。

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 买入-A

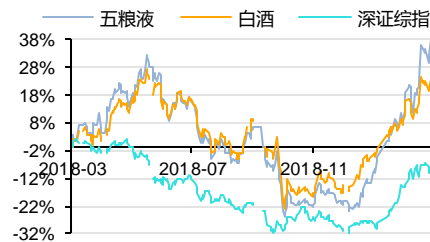
维持评级

6个月目标价：105.00元
股价(2019-03-27) 87.98元

交易数据

总市值(百万元)	341,503.87
流通市值(百万元)	333,951.71
总股本(百万股)	3,881.61
流通股本(百万股)	3,795.77
12个月价格区间	47.49/87.98元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.08	44.55	35.45
绝对收益	23.46	75.43	28.05

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

符蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060003
furong1@essence.com.cn

相关报告

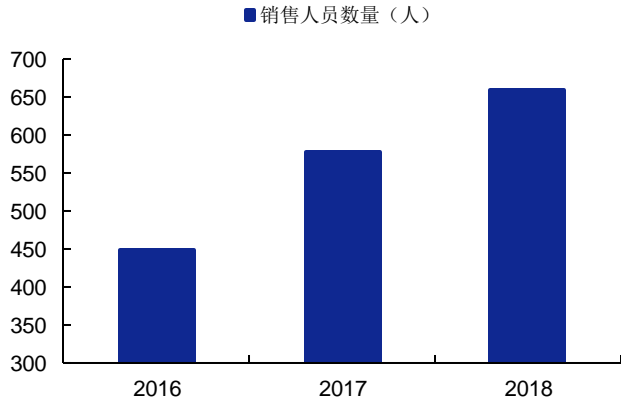
周观点：浅析五粮液春节动销超预期原因	2019-01-27
五粮液：补短板，拉长板，改革值得期待	2018-12-25
专题：五粮液“涨价”与茅台“放量”风波	2018-12-02
五粮液：改革行在途中，稳增长成新常态	2018-10-28
五粮液：业绩再超预期，改革行在途中	2018-08-28

摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	30,186.8	40,030.2	47,615.5	54,181.9	61,653.7
净利润	10,086.0	14,122.7	17,075.9	20,154.5	23,153.9
每股收益(元)	2.49	3.47	4.20	4.95	5.69
每股净资产(元)	14.09	16.78	21.18	26.37	32.33

盈利和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	35.3	25.4	21.0	17.8	15.5
市净率(倍)	6.2	5.2	4.2	3.3	2.7
净利润率	33.4%	35.3%	35.9%	37.2%	37.6%
净资产收益率	18.1%	21.2%	20.4%	19.4%	18.2%
股息收益率	1.6%	2.2%	2.7%	3.1%	10.3%
ROIC	17.3%	20.6%	19.7%	18.5%	17.1%

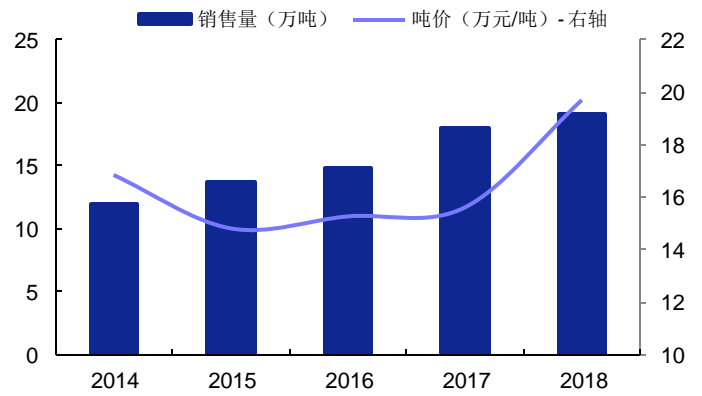
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

图 1：2016 年以来销售人员数量持续提升



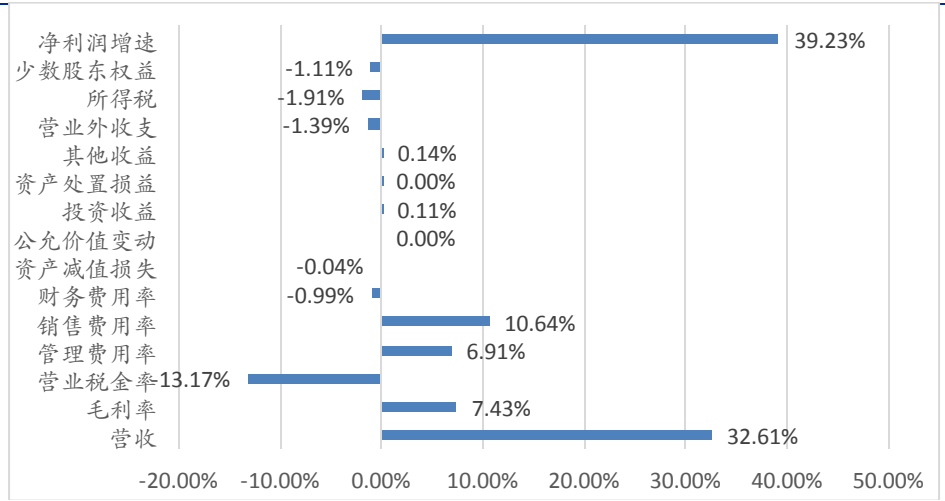
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：2018 年公司吨酒价格提升明显



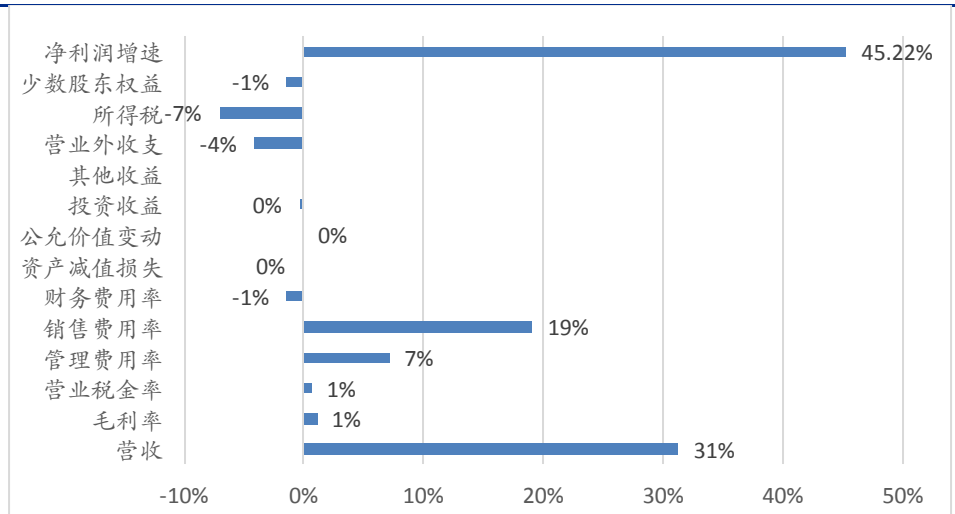
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：2018 年净利润增速贡献拆分



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 4：2018Q4 净利润增速贡献拆分



资料来源：wind,安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30,186.8	40,030.2	47,615.5	54,181.9	61,653.7	成长性					
减:营业成本	8,450.1	10,486.8	10,751.2	12,126.8	13,799.2	营业收入增长率	23.0%	32.6%	18.9%	13.8%	13.8%
营业税费	3,494.7	5,908.5	6,999.5	7,964.7	9,063.1	营业利润增长率	44.8%	40.6%	20.8%	17.9%	14.8%
销售费用	3,625.4	3,778.4	5,713.9	5,960.0	6,781.9	净利润增长率	42.9%	40.0%	20.9%	18.0%	14.9%
管理费用	2,269.0	2,340.5	2,952.2	3,359.3	3,822.5	EBITDA 增长率	42.9%	40.2%	20.4%	16.1%	13.3%
财务费用	-890.5	-1,085.0	-1,310.6	-1,812.8	-2,366.5	EBIT 增长率	46.1%	41.9%	21.0%	16.9%	13.8%
资产减值损失	5.6	10.9	10.9	10.9	10.9	NOPLAT 增长率	45.6%	42.3%	21.0%	16.9%	13.8%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	13.3%	19.0%	26.1%	24.4%	22.6%
投资和汇兑收益	68.2	100.9	100.9	100.9	100.9	净资产增长率	13.4%	19.1%	26.2%	24.5%	22.6%
营业利润	13,374.5	18,802.5	22,710.9	26,785.3	30,754.9	利润率					
加:营业外净收支	45.1	43.8	43.8	43.8	43.8	毛利率	72.0%	73.8%	77.4%	77.6%	77.6%
利润总额	13,391.7	18,690.9	22,599.4	26,673.7	30,643.4	营业利润率	44.3%	47.0%	47.7%	49.4%	49.9%
减:所得税	3,305.7	4,568.2	5,523.4	6,519.2	7,489.4	净利润率	33.4%	35.3%	35.9%	37.2%	37.6%
净利润	10,086.0	14,122.7	17,075.9	20,154.5	23,153.9	EBITDA/营业收入	42.7%	45.2%	45.7%	46.6%	46.4%
						EBIT/营业收入	40.9%	43.8%	44.5%	45.7%	45.7%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	64	47	38	30	23
货币资金	40,591.8	48,960.0	67,618.0	88,188.3	111,603.0	流动营业资本周转天数	77	68	60	50	44
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	702	636	662	719	770
应收帐款	109.6	127.3	151.5	16,134.6	16,134.6	应收帐款周转天数	134	108	108	108	108
应收票据	11,188.2	16,134.6	16,134.6	172.3	196.1	存货周转天数	450	405	405	405	405
预付帐款	198.1	220.9	226.5	255.5	290.7	总资产周转天数	794	706	721	766	810
存货	10,557.8	11,795.5	12,092.9	13,640.2	15,521.2	投资资本周转天数	617	541	559	615	667
其他流动资产	634.3	871.8	871.8	871.8	871.8	投资回报率					
可供出售金融资产	1.2	1.2	0.0	0.0	0.0	ROE	18.1%	21.2%	20.4%	19.4%	18.2%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	17.4%	20.3%	20.3%	19.6%	18.7%
长期股权投资	862.9	919.5	919.5	919.5	919.5	ROIC	17.3%	20.6%	19.7%	18.5%	17.1%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
固定资产	5,292.6	5,261.3	4,702.6	4,203.2	3,757.0	销售费用率	12.0%	9.4%	12.0%	11.0%	11.0%
在建工程	273.4	352.0	352.0	352.0	352.0	管理费用率	7.5%	5.8%	6.2%	6.2%	6.2%
无形资产	399.4	412.7	412.7	412.7	412.7	财务费用率	-2.9%	-2.7%	-2.8%	-3.3%	-3.8%
其他非流动资产	811.9	1,035.8	1,035.8	1,035.8	1,035.8	三费/营业收入	16.6%	12.6%	15.4%	13.9%	13.4%
资产总额	70,922.6	86,094.3	104,520.5	126,188.7	151,097.2	偿债能力					
短期债务	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产负债率	22.9%	24.4%	21.4%	18.9%	16.9%
应付帐款	3,137.9	3,152.4	3,231.9	3,645.4	4,148.1	负债权益比	29.7%	32.2%	27.2%	23.3%	20.4%
应付票据	629.7	413.9	413.9	413.9	413.9	流动比率	3.96	3.77	4.40	5.06	5.71
其他流动负债	5,211.3	7,849.4	7,849.4	7,849.4	7,849.4	速动比率	3.3	3.2	3.8	4.5	5.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-13.9	-16.1	-16.2	-13.7	-11.9
其他非流动负债	280.3	267.0	267.0	267.0	267.0	分红指标					
负债总额	16,248.3	20,974.8	22,325.2	23,838.8	25,593.4	DPS(元)	1.39	1.90	2.35	2.77	9.08
少数股东权益	1,340.2	1,632.2	2,423.4	3,357.3	4,430.2	分红比率	52.2%	52.2%	52.2%	52%	152%
股本	3,796.0	3,881.6	3,796.0	3,796.0	3,881.6	股息收益率	1.6%	2.2%	2.7%	3.1%	10.3%
留存收益	48,584.9	56,923.0	48,584.9	48,584.9	56,923.0						
股东权益	54,674.3	65,119.4	82,195.4	102,349.9	125,503.8						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	10,086.0	14,122.7	17,075.9	20,154.5	23,153.9
加:折旧和摊销	550.4	563.1	559.8	500.3	447.2
资产减值准备	5.3	-4.1	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	-890.5	-1,085.0	-1,310.6	-1,812.8	-2,366.5
投资损失	68.2	100.9	100.9	100.9	100.9
少数股东损益	412.2	654.4	791.2	933.9	1,072.9
营运资金的变动	569.1	1,722.4	-1,023.2	83.5	185.5
经营活动产生现金流量	9,108.5	11,777.5	17,247.5	18,657.6	20,948.4
投资活动产生现金流量	-455.3	-803.4	99.9	99.9	99.9
融资活动产生现金流量	-2,727.4	-2,605.9	1,310.6	1,812.8	2,366.5

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	2.49	3.47	4.20	4.95	5.69
BVPS(元)	14.09	16.78	21.18	26.37	32.33
PE(X)	35.3	25.4	21.0	17.8	15.5
PB(X)	6.2	5.2	4.2	3.3	2.7
P/FCF	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/S	11.3	8.5	7.2	6.3	5.5
EV/EBITDA	26.5	18.9	15.7	13.5	11.9
CAGR(%)	22.7%	24.7%	21.5%	15.5%	13.8%
PEG	1.6	1.0	1.0	1.1	1.1
ROIC/WACC	1.6	2.0	1.8	1.6	1.5
REP	3.87	2.67	2.31	2.04	1.84

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏毓、符蓉声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034