



2019-03-28

公司点评报告

买入/维持

五粮液(000858)

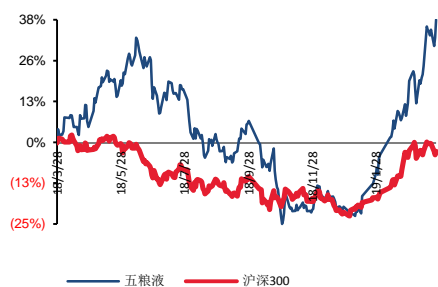
目标价: 111 元

昨收盘: 87.98 元

日常消费 食品、饮料与烟草

变革红利初现，量价稳步双升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,796/3,796
总市值/流通(百万元)	333,969/333,952
12 个月最高/最低(元)	87.98/47.49

相关研究报告:

五粮液(000858)《需求正常价格平稳，变化支撑未来增长》
--2018/10/29

五粮液(000858)《上半年业绩高歌猛进，下半年持续是关键》
--2018/08/28

证券分析师：黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师：蔡雪显

电话: 010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517050002

事件: 公司公布 2018 年年报, 实现收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 400.30、133.84、133.99 亿元, 分别同比增长 32.61%、38.36%、38.96%, EPS 为 3.45 元/股。单四季度收入 107.80 亿元, 同比增长 31.32%, 归母净利润为 38.90 亿元, 同比增长 43.59%。符合此前业绩预告。分红方案: 每 10 股派 17 元(含税)。

收入、投放量均达年初目标，预收款达 13 年后峰值水平

收入拆分来看, 酒类收入 377.52 亿、非酒类收入 22.78 亿, 其中高价位酒收入 301.89 亿, 中低价位酒 75.63 亿, 分别增长 41.11%、12.90%。高端酒估计投放量略超 2 万吨, 量增贡献 20%、提价贡献 10 个百分点以上。整体系列酒估计收入完成年初百亿目标。高端酒投放量、系列酒收入规模等各项指标均达成年初计划。

年末应收票据 161.35 亿, 同比、环比分别增加 49.47、18.15 亿元, 预收款 67.07 亿, 同比、环比分别增加 20.61、42.67 亿, 这个和春节前销售政策支持经销商承兑汇票以及鼓励现金回款都有关系。预收款达到 2013 年到现在的峰值水平, 也体现了五粮液经销商对于未来动销的信心。受益于此, 经营活动产生的现金流量净额 84.4 亿元创历史新高。

毛利率提升、费用率下降，净利率持续提升

高价位酒毛利率 84.31% 下降 0.86 个点, 或与高价位酒中低毛利产品占比提升有关; 而中低价位酒毛利率为 50.77% 增加 1.07 个点, 也与产品价格梳理、提升产品结构有关。整体酒类毛利率 77.59% 提升 0.88 个点。全年税金比例 14.76% 增加 3.18 个点, 提价策略下销售费用率 9.44% 下降 2.57 个点, 管理费用率 5.85% 下降 1.67 个点, 财务费用略微上升 0.24 个点, 净利率提升 1.39 个点至 33.43%。下半年消费税率 13.11% 同比仅增加不到一个点, 因基数恢复正常同比增幅收窄。

春节需求旺盛，节后批价稳步上涨，渠道信心大增

公司计划 2019 年市场投放五粮液 2.3 万吨, 同比量增 15%。其中经典装五粮液 1.5 万吨, 1618+低度+交杯共 0.8 万吨、量增较多放在这部分产品上, 为第八代经典五粮液的上市减轻市场压力。1.5 万吨中 56% 即 8400 吨为第七代普五(出厂价 789), 目前已完成打款, 平均每户经销商未发货量不足一个月, 第七代五粮液收藏版(出厂价 859) 执

行配额 9%，第八代经典五粮液（879-889）配额为 35%、6 月上市、即下半年配额只有 5250 吨，新版上市投放量上压力不大。

今年以来，经过春节旺季需求的验证，渠道逐步打消去年下半年对于经济的极度悲观，信心扭转。目前普五动销顺畅，经销商库存普遍较低，批价稳步上升，较节前的最低时 780-790 上升到 820 附近，华东传统强势市场已接近 830，渠道信心大增。新版五粮液出厂价较老版上涨 90-100 元，将实施数字化营销控盘分利模式，旨在更加精准的管控物流向及渠道利润投向，从而增厚渠道利润。目前稳步上涨的批价，将更顺畅的对接未来新品的上市。

盈利预测与评级：

2019 年集团要实现千亿目标，股份公司收入目标 500 亿、增速 25%，普五开门红为全年的增长打下良好的基础。我们认为公司当前改革决心大，改革过程不是一蹴而就，从今年以来公司管理市场的方式上可以看到更为务实，反应效率也在提升。春节过后营销改革将原 7 大营销中心细化为 21 个营销战区，配合未来控盘分利模式，渠道管控也将更为细化。我们预计今年的收入增量主要还是来自于高端酒，系列酒整体经过去年的快速增长后，今年将进入提升增长质量和调整结构的年份，预计系列酒整体增速较为平稳。预测 2019~2021 年收入增速为 24.9%、12%、10%，利润增速为 28.6%、15.3%、13.1%，EPS 为 4.44、5.11、5.78，给予今年 25 倍 PE，目标价 111 元。

风险提示

经济出现较大下滑，公司高端酒销售放缓

■ 主要财务指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	400.30	500	560	616
同比增长	32.61%	24.9%	12.0%	10.0%
净利润(百万元)	133.84	172	198	224
同比增长	38.36%	28.6%	15.3%	13.1%
摊薄每股收益(元)	3.45	4.44	5.11	5.78
PE	26	20	17	15
资料来源：Wind，太平洋证券				

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。