

五粮液 (000858)

一季报再超预期，深层次改革效果值得期待

推荐 (维持)

现价: 102.27 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.wuliangye.com.cn
大股东	宜宾国有资产经营/35.21%
实际控制人	宜宾市政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	3,882
流通 A 股(百万股)	3,796
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	3,969.72
流通 A 股市值(亿元)	3,881.93
每股净资产(元)	16.36
资产负债率(%)	24.4

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

刘彪 投资咨询资格编号
S1060518070002
0755-33547353
LIUBIAO018@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

何沛滨 一般从业资格编号
S1060118100014
0755-33547894
HEPEIBIN951@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司发布19年一季报, 实现营收176亿元, 同增26.6%; 归母净利64.8亿元, 同增30.3%。

平安观点:

■ **1Q19 收入、净利均略超市场预期。** 收入超预期或因五粮液酒实际出货量较多, 并带动了净利超预期。

■ **估计 1Q19 报表确认五粮液酒销量同增约 20-25%。** 根据我们草根调研估算, 酒厂 1Q19 普五投放量或已超全年计划量的 40%, 1618、低度等投放进度更快, 虽开发产品当季发货很少, 但五粮液酒整体销量增速或达 20-25%。从报表数据来看, 估计确认销量超 1.1 吨, 大幅超越茅台的约 0.9 万吨。因 1618、低度均价上升, 故五粮液酒整体均价估计有中小个位数增长。1Q19 预收款余额 48 亿元, 同比、环比分别降 9 亿、19 亿, 考虑公司仅收完上半年普五的钱, 基本算正常, 但也意味着 2 季度公司必须再次收钱。

■ **毛利率上升, 费用率稳中略升。** 1Q19 毛利率同比上升 2.6Pct, 应是受益于五粮液酒占比上升、及 1618 等提价。销售费用率、管理费用率稳中略升, 分别为 7.24%、4.41%, 基本正常。

■ **春糖至今控量挺价效果良好, 多项深层次改革效果值得期待。** 春节后, 酒厂加大了新版普五上市宣导, 尤其春糖会期间, 明确新版普五会涨价并随后开始控量, 普五批价从 3 月初的约 800 元/瓶附近涨至目前 860-890 元/瓶, 效果良好。4 月, 酒厂下文坚决砍掉“五粮液”的低价高仿产品, 并推动“五粮液”开发产品大涨价, 进一步减少低价酒的冲击, 经销商信心得到恢复, 这些改革的效果也值得期待。

■ **维持业绩预测和“推荐”评级。** 维持预计 19、20 年 EPS 为 4.53、5.04 元, 同比增约 31%、11%, 动态 PE 约 22.6、20.3 倍。五粮液相对茅台估值优势仍明显, 且改革效果值得期待, 维持“推荐”评级。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	30,187	40,030	49,108	53,687	58,433
YoY(%)	23.0	32.6	22.7	9.3	8.8
净利润(百万元)	9,674	13,384	17,589	19,559	21,803
YoY(%)	42.6	38.4	31.4	11.2	11.5
毛利率(%)	72.0	73.8	74.6	74.7	75.0
净利率(%)	33.4	35.1	37.4	38.0	39.0
ROE(%)	19.3	22.9	24.3	21.5	19.5
EPS(摊薄/元)	2.49	3.45	4.53	5.04	5.62
P/E(倍)	40.1	29.7	22.6	20.3	18.2
P/B(倍)	7.3	6.3	4.9	3.9	3.2

- **风险提示：**1)白酒行业景气度下行风险。白酒行业景气度与价格走势相关度很高，如果白酒价格下降，可能导致企业营收增速大幅放缓。2)管理层更换易导致业务波动风险。白酒企业受业务策略影响大，如更换管理层，可能会导致企业营收、利润大幅波动。3)政策风险。白酒行业需求、税率等受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

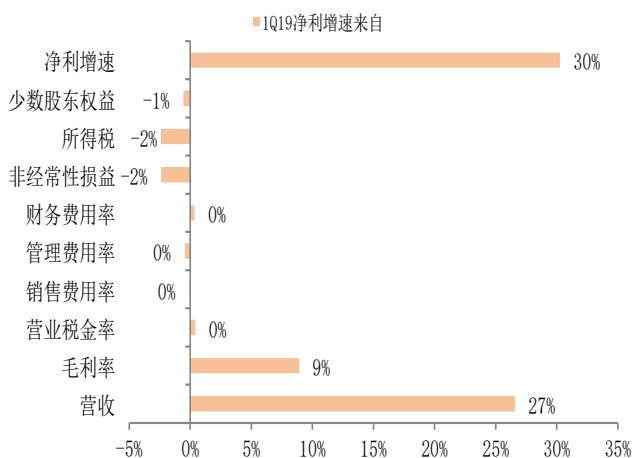
图表 1 一季报快读：1Q19营收、归母净利增26.6%、30.3%

单位：百万元，元/股

	1Q18	1Q19	QoQ
营业收入	13,898	17,590	26.6%
营业成本	3,726	4,260	14.3%
毛利率	73.2%	75.8%	2.6%
毛利	10,172	13,330	31.0%
营业税金及附加	1,955	2,453	25.5%
销售费用	1,003	1,274	27.0%
管理费用	595	777	30.5%
财务费用	-264	-353	-33.4%
资产减值损失	0	0	0.0%
公允价值变动收益	0	0	0.0%
投资收益	0	0	0.0%
营业利润	6,894	9,183	33.2%
营业利润率	49.6%	52.2%	2.6%
营业外收入	15	5	-64.8%
营业外支出	5	115	2120.3%
利润总额	6,903	9,073	31.4%
所得税	1,689	2,261	33.8%
所得税率	24.5%	24.6%	0.1%
少数股东权益	243	337	38.6%
归属于母公司净利润	4,971	6,475	30.3%
净利率	35.8%	36.8%	1.0%
EPS	1.28	1.67	30.3%

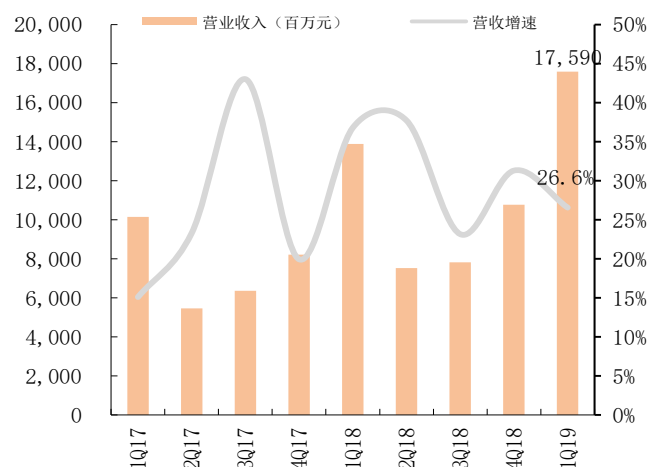
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表 2 1Q19 净利增长主要由收入增等因素共同推动



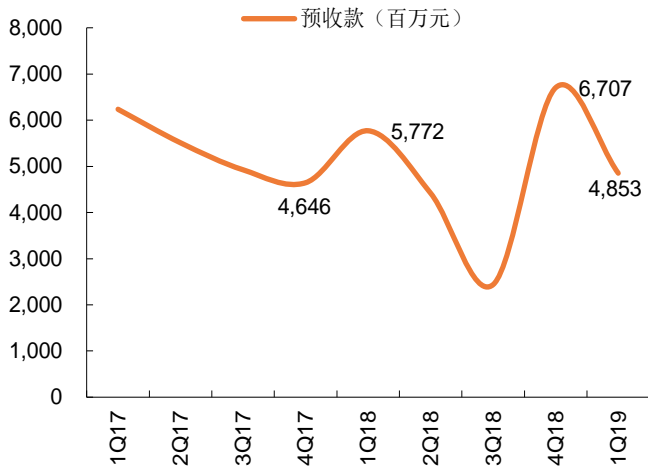
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表 3 1Q19 营收增 26.6%



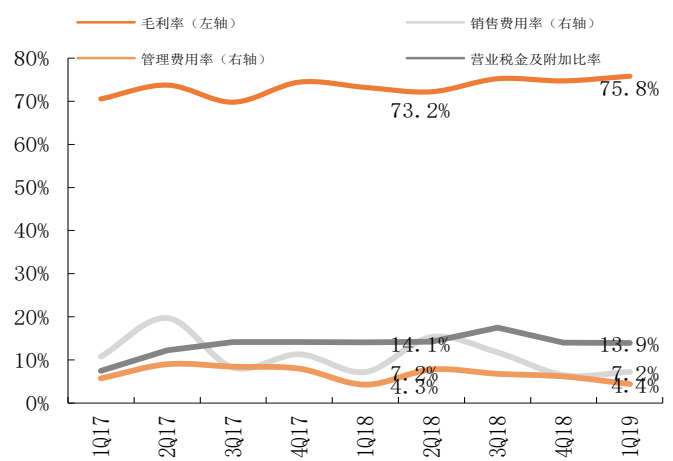
资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表 4 1Q19 末预收款余额约为 48.5 亿



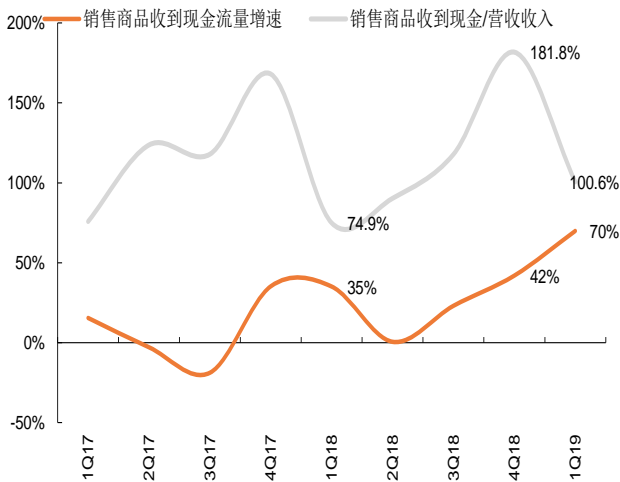
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 1Q19 毛利率、销售费用率分别为 75.8%、13.9%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 1Q19 销售商品收到现金增 70%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	78,110	100,828	123,475	148,585
现金	48,960	65,507	84,951	106,826
应收票据及应收账款	16,262	19,950	21,810	23,738
其他应收款	872	1,069	1,169	1,273
预付账款	221	263	286	308
存货	11,795	14,039	15,259	16,440
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	7,984	7,973	8,056	8,056
长期投资	919	919	919	919
固定资产	5,261	4,928	4,644	4,394
无形资产	413	414	416	417
其他非流动资产	1,391	1,711	2,077	2,325
资产总计	86,094	108,801	131,531	156,640
流动负债	20,708	25,041	27,344	29,685
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3,566	4,245	4,614	4,971
其他流动负债	17,142	20,797	22,730	24,715
非流动负债	267	267	267	267
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	267	267	267	267
负债合计	20,975	25,308	27,611	29,952
少数股东权益	1,632	2,416	3,285	4,250
股本	3,882	3,882	3,882	3,882
资本公积	2,683	2,683	2,683	2,683
留存收益	56,923	74,512	94,071	115,874
归属母公司股东权益	63,487	81,077	100,635	122,439
负债和股东权益	86,094	108,801	131,531	156,640

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	12,317	16,055	18,558	20,584
净利润	13,384	17,589	19,559	21,803
折旧摊销	654	784	869	965
财务费用	-1,085	-1,139	-1,498	-1,911
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	2,215	2,292	1,129	1,130
其他经营现金流	-2,851	-3,470	-1,500	-1,404
投资活动现金流	-332	-648	-612	-619
资本支出	532	151	214	267
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-864	-799	-826	-887
筹资活动现金流	-3,618	1,139	1,498	1,911
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-3,618	1,139	1,498	1,911
现金净增加额	8,368	16,547	19,444	21,875

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	40,030	49,108	53,687	58,433
营业成本	10,487	12,482	13,566	14,616
营业税金及附加	5,908	7,099	7,742	8,408
营业费用	3,778	4,174	4,508	4,869
管理费用	2,340	2,455	2,684	2,805
研发费用	84	92	102	112
财务费用	-1,085	-1,139	-1,498	-1,911
资产减值损失	11	0	0	0
其他收益	106	106	106	106
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	101	149	221	326
资产处置收益	5	5	5	5
营业利润	18,718	24,205	26,904	29,972
营业外收入	44	89	89	89
营业外支出	155	19	19	19
利润总额	18,607	24,276	26,975	30,043
所得税	4,568	5,903	6,547	7,274
净利润	14,039	18,373	20,428	22,768
少数股东损益	654	784	869	965
归属母公司净利润	13,384	17,589	19,559	21,803
EBITDA	18,099	24,619	27,261	30,242
EPS (元)	3.45	4.53	5.04	5.62

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	32.6	22.7	9.3	8.8
营业利润(%)	40.0	29.3	11.2	11.4
归属于母公司净利润(%)	38.4	31.4	11.2	11.5
获利能力				
毛利率(%)	73.8	74.6	74.7	75.0
净利率(%)	35.1	37.4	38.0	39.0
ROE(%)	22.9	24.3	21.5	19.5
ROIC(%)	32.6	24.3	21.4	19.4
偿债能力				
资产负债率(%)	24.4	23.3	21.0	19.1
净负债比率(%)	-74.8	-78.1	-81.5	-84.1
流动比率	3.77	4.03	4.52	5.01
速动比率	3.20	3.47	3.96	4.45
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.50	0.45	0.41
应收账款周转率	337.9	346.4	328.4	327.7
应付账款周转率	2.9	3.2	3.1	3.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.45	4.53	5.04	5.62
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	4.14	4.78	5.30
每股净资产(最新摊薄)	16.78	21.51	26.77	32.64
估值比率				
P/E	29.7	22.6	20.3	18.2
P/B	6.3	4.9	3.9	3.2
EV/EBITDA	21.7	16.0	14.5	13.1

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033