

业绩预告符合预期，改革红利持续释放 买入（维持）

2019年08月06日

证券分析师 杨默曦

执业证号：S0600518110001

021-60199793

yangmx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	40,030	48,532	58,225	69,417
同比（%）	32.6%	21.2%	20.0%	19.2%
归母净利润（百万元）	13,384	17,373	21,321	26,104
同比（%）	38.4%	29.8%	22.7%	22.4%
每股收益（元/股）	3.45	4.48	5.49	6.72
P/E（倍）	33.92	26.13	21.29	17.39

事件

公司发布19H1业绩预告，19H1公司实现营业收入271.5亿元，同比增长26.5%，归母净利润约93亿元，同比增长31%；对应19Q2收入96亿元，同比增速27%，归母净利润28亿元，同比增速32%。

投资要点

- 业绩符合预期，控盘分利导入顺利：**根据业绩预告，公司预计19Q2可实现营收96亿元，同增27%，主要是产品结构调整、核心产品五粮液量价增长推动，符合市场预期。五粮液自5月换包装后提价，第八代普五出厂价上调至889元（+12.7%），且严控配额，剩余配额仅5250吨，Q2走访多数终端显示渠道库存紧张，公司对量价把控得力，普五库存均不到1月，且批价持续走高。草根调研反馈，第七代五粮液批价稳定在930-950元，渠道盈利水平显著回升，推力加速；第八代普五批价959元，渠道亦反映顺价后推力愈足。控盘分利除了渠道价盘的拉升外，更通过扫码系统实现库存管控、货物流向监管、消费者数据收集等功能，按月按比例发货，为长久发展护航。
- 改革红利推进，人员扩张系列酒整合。**从6月11日五粮液提出系列酒“三合一”不到一个月时间，公司系列酒整合继续推进。7月初五粮液系列酒公司管理架构搭建完毕，邹涛任五粮浓香系列酒公司董事长，五粮浓香系列酒公司川渝、河南、山东、江苏等核心大区负责人分别由系列酒公司董事、总经理、副总经理兼任，非核心大区负责人也几乎由原系列酒、特头曲、五粮醇公司副总担任。公司同时发布销售人员招聘计划，加码系列酒建设。我们认为，五粮液系列酒整合目的是为了解决系列酒板块缺乏统一规划、营销模式落后、品牌过多过杂等情况。整合完毕后，五粮液系列酒将确保辨识度上与主品牌有区分，并进一步“做强自营品牌、做大区域品牌、做优总经销品牌”，打造五粮浓香系列酒“4+4”品牌矩阵与主品牌协同发展（五粮春、五粮醇、尖庄、五粮特头曲4款传统的全国性经典战略大单品，并选择打造“五粮人家”、“友酒”、“百家宴”、“火爆”4款具有渠道特色的个性化重点产品）。销售人员层面，公司大幅招兵买马，有望持续加强厂商对渠道的掌控力。
- 盈利预测与投资评级：**预计19-21年公司营收分别为485/582/694亿，同比+21/20/19%；归母净利为174/213/261亿，同比+30/23/22%，PE分别为26/21/17X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**需求回落风险，白酒竞争加剧风险，宏观经济增长不达预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	116.95
一年最低/最高价	45.27/130.29
市净率(倍)	6.49
流通A股市值(百万元)	443915.12

基础数据

每股净资产(元)	18.02
资产负债率(%)	23.98
总股本(百万股)	3881.61
流通A股(百万股)	3795.77

相关研究

- 《五粮液(000858): 供销两旺开门红, 控盘分利进行时》 2019-04-29
- 《五粮液(000858): 圆满收官, 更上层楼》 2019-03-28
- 《五粮液(000858): 收入符合预期, 全年目标完成无虞》 2018-10-29

五粮液三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	78,110	91,322	108,265	132,811	营业收入	40,030	48,532	58,225	69,417
现金	48,960	59,580	68,460	88,818	减:营业成本	10,487	11,769	13,577	15,638
应收账款	16,262	17,266	22,958	24,999	营业税金及附加	5,908	7,163	8,594	10,246
存货	11,795	13,292	15,648	17,686	营业费用	3,778	4,222	5,007	5,762
其他流动资产	1,093	1,184	1,199	1,307	管理费用	2,340	2,427	2,795	3,193
非流动资产	7,984	9,452	10,880	12,356	财务费用	-1,085	-1,118	-1,321	-1,656
长期股权投资	919	1,049	1,187	1,326	资产减值损失	11	0	0	0
固定资产	5,262	6,605	7,920	9,244	加:投资净收益	101	73	82	82
在建工程	352	382	415	437	其他收益	0	0	0	0
无形资产	413	423	413	404	营业利润	18,718	24,142	29,655	36,317
其他非流动资产	1,038	993	946	945	加:营业外净收支	-112	12	4	-20
资产总计	86,094	100,774	119,146	145,167	利润总额	18,607	24,153	29,659	36,297
流动负债	20,708	23,764	24,332	27,898	减:所得税费用	4,568	5,930	7,295	8,917
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	654	849	1,042	1,276
应付账款	3,152	3,907	4,236	5,144	归属母公司净利润	13,384	17,373	21,321	26,104
其他流动负债	17,555	19,856	20,096	22,754	EBIT	17,138	22,525	27,738	33,938
非流动负债	267	267	267	267	EBITDA	17,701	23,123	28,509	34,838
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	267	267	267	267	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	20,975	24,031	24,599	28,165	每股收益(元)	3.45	4.48	5.49	6.72
少数股东权益	1,632	2,482	3,524	4,800	每股净资产(元)	16.36	19.13	23.45	28.91
归属母公司股东权益	63,487	74,262	91,023	112,201	发行在外股份(百万股)	3882	3882	3882	3882
负债和股东权益	86,094	100,774	119,146	145,167	ROIC(%)	20.3%	22.8%	22.9%	22.8%
					ROE(%)	21.6%	23.7%	23.7%	23.4%
					毛利率(%)	73.8%	75.7%	76.7%	77.5%
					销售净利率(%)	33.4%	35.8%	36.6%	37.6%
					资产负债率(%)	24.4%	23.8%	20.6%	19.4%
					收入增长率(%)	32.6%	21.2%	20.0%	19.2%
					净利润增长率(%)	38.4%	29.8%	22.7%	22.4%
					P/E	33.92	26.13	21.29	17.39
					P/B	7.15	6.11	4.99	4.05
					EV/EBITDA	22.99	17.17	13.65	10.63

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

