



国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 五粮液 (000858):

业绩高增长符合预期, 改革红利值得期待

2019年8月7日

分析师:

黄婧

执业证书编号: S1380113110004

联系电话: 010-88300846

邮箱: huangjing@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格: 121.28

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

公司基本数据

总股本(百万股): 3881.61

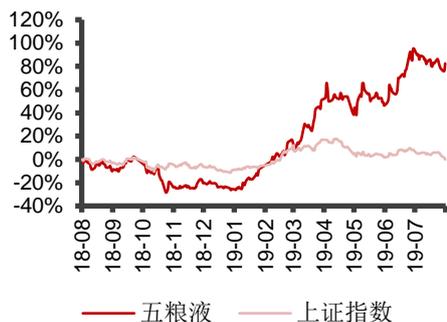
流通股本(百万股): 3795.77

流通A股市值(亿元): 4573.14

每股净资产(元): 21.08

资产负债率(%): 24.36

五粮液与上证综指涨跌幅走势



相关报告

- 1、五粮液(000858): 2018年超额完成目标, 改革顺利将提升业绩空间
- 2、五粮液(000858): 2018年业绩超预期, 期待2019年改革效果
- 3、行业增速整体放缓, 中低端增长可期: 白酒行业2019年度策略
- 4、五粮液(000858): 严格控货助推价格上升, 聚焦策略提高销售效率

**事件:** 公司公告2019年半年度主要业绩数据, 上半年实现营业收入271.5亿元左右, 同比约增26.5%, 归母净利润93亿元左右, 同比约增31%, 基本每股收益3.4元左右, 同比约增29%。

**业绩高增长符合预期, 吨价快速提升。**公司2019年二季度营收及归母净利润增速预计分别在27%、32%左右, 净利润增速超过营收增速, 且虽是淡季, 但两指标增速环比一季度均有所提升, 我们认为这主要是由于第八代五粮液导入顺利及产品结构持续升级所致。

通过2019年初对第七代五粮液的促销及收藏版的推出, 公司实现了库存的清理及价格的提升。在3月18日举行的五粮液品牌经销商营销工作会议上, 公司表示新版普五的出厂价格已经调至889元/瓶, 较此前第七代价格提升了12%左右。此外, 公司在2019年春糖会上推出战略性超高端产品“501”五粮液, 产品体系上移。当前普五一批价格上行至960元左右, 近两个月控制投放量是核心原因, 控货挺价意图明显。我们判断行业新一轮上升期仍未正式启动, 名优酒企的涨价主要由茅台中长期成品产量增长空间有限所致, 此时五粮液提升吨价、保证动销将大幅度提升经销商信心及公司品牌价值, 业绩确定性也随之增强。

**梳理产品、搭建数字化体系等工作稳步开展, 改革红利值得期待。**目前, 公司正在大力梳理产品体系。4月公司的“品牌宪法”正式出台, “高仿”系列酒产品将被分批清理, 6月原有三家系列酒公司合并为一, 预计五粮液“1+3”、系列酒“4+4”产品体系将更加清晰明确。同时, 公司的改革围绕着新普五的导入展开, 凭借产品的扫码积分系统实现渠道数字化转型, 在产品生产、物流、仓储、销售等环节实现全程可追溯, 提价、控盘分利及数字化赋能将提升渠道推力及终端掌控力。

**三季度或放量, 全年业绩确定性较强。**三季度或放量, 全年业绩确定性较强。2019年二季度是公司新产品的导入期, 为顺利提价公司进行了较为严格的控货, 目前渠道库存不足一个月, 预计终端零售价稳定在1000元/瓶以上后, 公司将在中秋国庆旺季放量, 以达成15%的销售增量目标。预计2019-21年营业收入分别同比增长26%/23%/18%, 归母净利分别同比增长30%/29%/22%, EPS分别为4.5元/5.8元/7.1元, 对应PE分别为27倍/24倍/20倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 食品安全问题; 公司经营业绩低于预期; 公司改革效果不及预期; 人民币汇率波动风险; 国内利率上调风险; 中国宏观经济数据不及预期; 美联储货币政策变化; 国内外资本市场波动风险。

|            | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 40030  | 50262  | 61992  | 73313  |
| (+/-)      | 32.61% | 25.56% | 23.34% | 18.26% |
| 归母净利润(百万元) | 13384  | 17438  | 22452  | 27503  |
| (+/-)      | 38.30% | 30.29% | 28.75% | 22.49% |
| 每股收益(元)    | 3.45   | 4.49   | 5.78   | 7.09   |

资料来源: Wind, 国开证券研究部

注: 收盘价日期为2019.8.6, 2019-2021年业绩为作者预测值。

**盈利预测:**

| 报表预测           |              | 单位: 百万元       |               |               |  |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 资产负债表          |              |               |               |               |  |
|                | 2018A        | 2019E         | 2020E         | 2021E         |  |
| 货币资金           | 48960        | 67284         | 91228         | 119918        |  |
| 应收账款及票据        | 16262        | 18590         | 22079         | 25710         |  |
| 存货             | 11795        | 12880         | 16677         | 18579         |  |
| 预付账款           | 221          | 318           | 350           | 400           |  |
| 其他流动资产         | 872          | 1005          | 1240          | 1466          |  |
| 流动资产合计         | <b>78110</b> | <b>100077</b> | <b>131574</b> | <b>166073</b> |  |
| 固定资产合计         | 5262         | 4777          | 4293          | 3809          |  |
| 无形资产           | 413          | 402           | 392           | 383           |  |
| 递延所得税资产        | 872          | 872           | 872           | 872           |  |
| 其他非流动资产        | 515          | 504           | 521           | 538           |  |
| <b>资产总计</b>    | <b>86094</b> | <b>107554</b> | <b>138575</b> | <b>172598</b> |  |
| 应付票据及应付账款      | 3566         | 3481          | 5212          | 5955          |  |
| 预收账款           | 6707         | 7539          | 10539         | 12463         |  |
| 应付职工薪酬         | 2769         | 3177          | 3805          | 4347          |  |
| 应交税费           | 5080         | 6534          | 8059          | 9531          |  |
| 其他流动负债         | 2585         | 3177          | 3805          | 4347          |  |
| 流动负债合计         | 20708        | 23907         | 31418         | 36643         |  |
| <b>负债合计</b>    | <b>20975</b> | <b>24174</b>  | <b>31685</b>  | <b>36910</b>  |  |
| 归属于母公司的所有者权益   | 63487        | 80926         | 103378        | 130881        |  |
| 少数股东权益         | 1632         | 2454          | 3512          | 4808          |  |
| <b>股东权益</b>    | <b>65119</b> | <b>83379</b>  | <b>106890</b> | <b>135688</b> |  |
| <b>负债及股东权益</b> | <b>86094</b> | <b>107554</b> | <b>138575</b> | <b>172598</b> |  |
| 现金流量表          |              |               |               |               |  |
|                | 2018A        | 2019E         | 2020E         | 2021E         |  |
| 经营活动现金流净额      | 12317        | 18430         | 24030         | 28778         |  |
| 资本性支出          | -206         | -206          | -186          | -187          |  |
| 投资活动现金流净额      | -332         | -106          | -86           | -87           |  |
| <b>现金净流量</b>   | <b>8368</b>  | <b>18324</b>  | <b>23944</b>  | <b>28691</b>  |  |

| 财务和估值数据摘要    |              | 单位: 百万元      |              |              |  |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
|              | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |  |
| <b>营业收入</b>  | <b>40030</b> | <b>50262</b> | <b>61992</b> | <b>73313</b> |  |
| 营业成本         | 10487        | 12706        | 15218        | 17388        |  |
| 毛利           | 29543        | 37556        | 46774        | 55925        |  |
| % 营业收入       | 74%          | 75%          | 75%          | 76%          |  |
| 税金及附加        | 5908         | 7037         | 8679         | 10264        |  |
| % 营业收入       | 15%          | 14%          | 14%          | 14%          |  |
| 销售费用         | 3778         | 4524         | 5889         | 7331         |  |
| % 营业收入       | 9%           | 9%           | 10%          | 10%          |  |
| 管理费用         | 2340         | 3267         | 3100         | 2933         |  |
| % 营业收入       | 6%           | 7%           | 5%           | 4%           |  |
| 研发费用         | 84           | 151          | 155          | 183          |  |
| % 营业收入       | 0%           | 0%           | 0%           | 0%           |  |
| 财务费用         | -1085        | -1744        | -2378        | -3167        |  |
| % 营业收入       | -3%          | -3%          | -4%          | -4%          |  |
| <b>营业利润</b>  | <b>18718</b> | <b>24567</b> | <b>31517</b> | <b>38568</b> |  |
| % 营业收入       | 47%          | 49%          | 51%          | 53%          |  |
| 营业外收支        | -112         | -220         | -170         | -170         |  |
| <b>利润总额</b>  | <b>18607</b> | <b>24347</b> | <b>31347</b> | <b>38398</b> |  |
| % 营业收入       | 46%          | 48%          | 51%          | 52%          |  |
| 所得税费用        | 4568         | 6087         | 7837         | 9600         |  |
| 净利润          | 14039        | 18260        | 23510        | 28799        |  |
| <b>归母净利润</b> | <b>13384</b> | <b>17438</b> | <b>22452</b> | <b>27503</b> |  |
| 少数股东损益       | 654          | 822          | 1058         | 1296         |  |
| EPS (元/股)    | 3.45         | 4.49         | 5.78         | 7.09         |  |

| 基本指标             |       |       |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
|                  | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| <b>EPS (元)</b>   | 28.02 | 34.95 | 39.89 | 47.58 |
| <b>PE (倍)</b>    | 21.05 | 27.38 | 23.99 | 20.11 |
| <b>PEG</b>       | 0.70  | 1.11  | 1.70  | 1.04  |
| <b>PB (倍)</b>    | 6.57  | 7.67  | 5.81  | 4.51  |
| <b>EV/EBITDA</b> | 11.98 | 17.96 | 15.35 | 12.35 |
| <b>ROE</b>       | 31%   | 28%   | 24%   | 22%   |

数据来源: wind, 国开证券研究部

注: 收盘价格日期为2019年8月6日, 2019-2021年业绩为作者预测值。

## 分析师简介承诺

黄婧，行业分析师，英国格拉斯哥大学社会学、理学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街 29 号国家开发银行 8 层