

2019年09月01日

五粮液 (000858.SZ)

## 中报继续高增长，量价齐升趋势确立

**事件：**公司披露 2019 年半年报，上半年实现营业收入 271.51 亿元，同比增长 26.75%；实现归属上市公司股东净利润 93.36 亿元，同比增长 31.30%；Q2 公司营业收入 95.61 亿元、归属上市公司净利润 28.61 亿元，分别同比增长 27.08%、33.72%。

■ **半年报继续高增长，略超预期，主要系高价位酒贡献，Q3 第八代五粮液将成为业绩贡献主力。**在 Q1 超预期增长的基础上 Q2 延续了这一趋势，收入增速在高端酒当中居第一位。由于系列酒正在清理品牌，重新梳理组织架构和调研市场，处于调整期，上半年收入增长预计主要由高价位酒尤其五粮液主品牌拉动。但 Q2 毛利率同比下降约 2 个百分点，我们预计主要是季度确认和结算差异，总体看，上半年毛利率同比提升 0.98pct。公司第八代普五出厂价较第七代提价约 100 元 (+13%) 并于 6 月投放市场，Q2 贡献有限，Q3 开始按月打款，预计 Q3 对毛利率继续有提振。

■ **经营现金流稳健，预收款微降。**上半年销售商品收到现金 279.65 亿元，同比增长 62.48%，高于收入增速；半年末预收款余额 43.54 亿元，环比 Q1 末微降 5.0 亿元(公司 Q1 即完成第七代五粮液年度计划量的打款，Q2 正常发货稳步确认)；应收票据余额逐季减少，源于收入确认以及按月打款政策下经销商资金回笼后现金压力减小，上半年公司经营现金流情况整体良好。

■ **强有力执行团队推动营销深度变革，确立量价齐升趋势。**以集团李曙光董事长+股份公司刘中国董事长和邹涛常务副总经理为核心，已经打造五粮液近年来最强管理和执行团队。今年来五粮液先后推进了销售组织架构再造、普五产品升级和数字化营销网络体系建设，并在 6 月开始对系列酒进行改革“复制”，叠加高端基本面景气，公司把握机遇，确立了五粮液“量价齐升”新趋势。第八代普五批价目前在 980-1000 元之间，较年初第七代的 820 元左右涨幅明显。同期我们看到五粮液渠道库存低，发货有序，我们认为在茅台价格高企常规背景下，公司在品牌打造，渠道管控，消费者触及方面工作落实，五粮液的真实需求正在释放。在赚钱效应下，渠道和公司形成合力，良性发展持续可期。

■ **投资建议：**公司持续兑现较高的业绩预期，外部经营基本面维持（例如高端酒整体价格方向稳定）假设下，我们预测 2019-2020 年公司每股收益分别为 4.51 元、5.59 元，调高 6 个月目标价至 168.00 元，相当于 2020 年 30x 市盈率。

■ **风险提示：**宏观承压，高端酒需求存放缓风险；其他不可预期的政策影响。

| (百万元)        | 2017        | 2018        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入         | 30,186.8    | 40,030.2    | 50,038.0     | 59,883.2     | 69,764.4     |
| 净利润          | 9,673.7     | 13,384.2    | 17,508.5     | 21,682.7     | 26,135.5     |
| 每股收益(元)      | 2.49        | 3.45        | 4.51         | 5.59         | 6.73         |
| 每股净资产(元)     | 13.74       | 16.36       | 18.61        | 21.35        | 24.65        |
| <b>盈利和估值</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 市盈率(倍)       | 56.8        | 41.0        | 31.4         | 25.3         | 21.0         |
| 市净率(倍)       | 10.3        | 8.7         | 7.6          | 6.6          | 5.7          |
| 净利润率         | 32.0%       | 33.4%       | 35.0%        | 36.2%        | 37.5%        |
| 净资产收益率       | 18.1%       | 21.1%       | 24.2%        | 26.2%        | 27.3%        |
| 股息收益率        | 0.9%        | 1.2%        | 1.6%         | 2.0%         | 2.4%         |
| ROIC         | 73.5%       | 100.3%      | 112.2%       | 47.3%        | 68.9%        |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

白酒

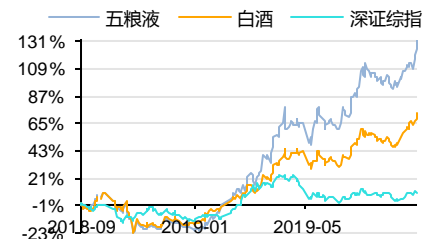
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**168.00 元**  
股价 (2019-08-30) **141.50 元**

### 交易数据

|           |                |
|-----------|----------------|
| 总市值(百万元)  | 549,247.53     |
| 流通市值(百万元) | 537,101.58     |
| 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 | 47.49/141.50 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
|------|-------|-------|--------|
| 相对收益 | 16.72 | 36.51 | 115.35 |
| 绝对收益 | 17.22 | 39.6  | 126.09 |

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001

sucheng@essence.com.cn

021-35082778

### 相关报告

|                           |            |
|---------------------------|------------|
| 五粮液：全新的五粮液值得期待/苏铖         | 2019-04-28 |
| 五粮液：变革驶入快车道，降维势能释放不可小觑/苏铖 | 2019-03-28 |
| 五粮液：补短板，拉长板，改革值得期待/苏铖     | 2018-12-25 |
| 五粮液：改革行在途中，稳增长成新常态/苏铖     | 2018-10-28 |
| 五粮液：业绩再超预期，改革行在途中/苏铖      | 2018-08-28 |

## 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  | 50,038.0 | 59,883.2 | 69,764.4  | 成长性         |         |         |         |         |         |
| 减:营业成本     | 8,450.1  | 10,486.8  | 12,969.2 | 14,926.4 | 16,757.1  | 营业收入增长率     | 23.0%   | 32.6%   | 25.0%   | 19.7%   | 16.5%   |
| 营业税费       | 3,494.7  | 5,908.5   | 7,385.7  | 8,838.8  | 10,297.3  | 营业利润增长率     | 44.8%   | 40.0%   | 25.2%   | 23.6%   | 20.4%   |
| 销售费用       | 3,625.4  | 3,778.4   | 4,683.3  | 5,298.5  | 5,908.0   | 净利润增长率      | 42.6%   | 38.4%   | 30.8%   | 23.8%   | 20.5%   |
| 管理费用       | 2,269.0  | 2,340.5   | 2,719.0  | 2,966.4  | 3,225.9   | EBITDA 增长率  | 43.4%   | 40.4%   | 27.3%   | 24.2%   | 20.1%   |
| 财务费用       | (890.5)  | (1,085.0) | (935.2)  | (911.6)  | (1,096.9) | EBIT 增长率    | 46.5%   | 41.9%   | 27.8%   | 24.7%   | 20.4%   |
| 资产减值损失     | 5.6      | 10.9      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | NOPLAT 增长率  | 46.9%   | 41.5%   | 27.5%   | 24.7%   | 20.4%   |
| 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     | 3.7%    | 14.0%   | 195.9%  | -17.4%  | 43.6%   |
| 投资和汇兑收益    | 68.2     | 100.9     | 220.0    | 196.4    | 205.7     | 净资产增长率      | 13.4%   | 19.1%   | 13.7%   | 14.5%   | 15.3%   |
| 营业利润       | 13,374.5 | 18,718.4  | 23,436.1 | 28,961.0 | 34,878.9  | 利润率         |         |         |         |         |         |
| 加:营业外净收支   | 17.2     | (111.6)   | (22.4)   | (70.8)   | (52.3)    | 毛利率         | 72.0%   | 73.8%   | 74.1%   | 75.1%   | 76.0%   |
| 利润总额       | 13,391.7 | 18,606.8  | 23,413.7 | 28,890.2 | 34,826.5  | 营业利润率       | 44.3%   | 46.8%   | 46.8%   | 48.4%   | 50.0%   |
| 减:所得税      | 3,305.7  | 4,568.2   | 5,764.0  | 7,102.5  | 8,567.8   | 净利润率        | 32.0%   | 33.4%   | 35.0%   | 36.2%   | 37.5%   |
| 净利润        | 9,673.7  | 13,384.2  | 17,508.5 | 21,682.7 | 26,135.5  | EBITDA/营业收入 | 42.7%   | 45.2%   | 46.1%   | 47.8%   | 49.3%   |
|            |          |           |          |          |           | EBIT/营业收入   | 41.1%   | 44.0%   | 45.0%   | 46.8%   | 48.4%   |
|            |          |           |          |          |           | 运营效率        |         |         |         |         |         |
|            |          |           |          |          |           | 固定资产周转天数    | 64      | 47      | 38      | 30      | 24      |
|            |          |           |          |          |           | 流动资产周转天数    | 77      | 68      | 168     | 207     | 201     |
|            |          |           |          |          |           | 流动负债周转天数    | 702     | 636     | 575     | 560     | 567     |
|            |          |           |          |          |           | 应收账款周转天数    | 2       | 1       | 3       | 3       | 3       |
|            |          |           |          |          |           | 存货周转天数      | 118     | 101     | 104     | 98      | 96      |
|            |          |           |          |          |           | 总资产周转天数     | 794     | 706     | 631     | 605     | 604     |
|            |          |           |          |          |           | 投资资本周转天数    | 155     | 128     | 215     | 246     | 232     |
|            |          |           |          |          |           | 投资回报率       |         |         |         |         |         |
|            |          |           |          |          |           | ROE         | 18.1%   | 21.1%   | 24.2%   | 26.2%   | 27.3%   |
|            |          |           |          |          |           | ROA         | 14.2%   | 16.3%   | 19.8%   | 19.5%   | 21.5%   |
|            |          |           |          |          |           | ROIC        | 73.5%   | 100.3%  | 112.2%  | 47.3%   | 68.9%   |
|            |          |           |          |          |           | 费用率         |         |         |         |         |         |
|            |          |           |          |          |           | 销售费用率       | 12.0%   | 9.4%    | 9.4%    | 8.8%    | 8.5%    |
|            |          |           |          |          |           | 管理费用率       | 7.5%    | 5.8%    | 5.4%    | 5.0%    | 4.6%    |
|            |          |           |          |          |           | 财务费用率       | -2.9%   | -2.7%   | -1.9%   | -1.5%   | -1.6%   |
|            |          |           |          |          |           | 三费/营业收入     | 16.6%   | 12.6%   | 12.9%   | 12.3%   | 11.5%   |
|            |          |           |          |          |           | 偿债能力        |         |         |         |         |         |
|            |          |           |          |          |           | 资产负债率       | 22.9%   | 24.4%   | 17.0%   | 24.3%   | 19.9%   |
|            |          |           |          |          |           | 负债权益比       | 29.7%   | 32.2%   | 20.5%   | 32.1%   | 24.9%   |
|            |          |           |          |          |           | 流动比率        | 3.96    | 3.77    | 5.47    | 3.88    | 4.79    |
|            |          |           |          |          |           | 速动比率        | 3.30    | 3.20    | 4.31    | 3.31    | 3.89    |
|            |          |           |          |          |           | 利息保障倍数      | (13.94) | (16.23) | (24.06) | (30.77) | (30.80) |
|            |          |           |          |          |           | 分红指标        |         |         |         |         |         |
|            |          |           |          |          |           | DPS(元)      | 1.30    | 1.70    | 2.26    | 2.85    | 3.43    |
|            |          |           |          |          |           | 分红比率        | 52.2%   | 49.3%   | 50.0%   | 51.0%   | 51.0%   |
|            |          |           |          |          |           | 股息收益率       | 0.9%    | 1.2%    | 1.6%    | 2.0%    | 2.4%    |

## 资产负债表

|          | 2017     | 2018     | 2019E    | 2020E     | 2021E     |
|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 货币资金     | 40,591.8 | 48,960.0 | 28,475.1 | 47,007.0  | 43,815.2  |
| 交易性金融资产  | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       |
| 应收账款     | 130.7    | 158.2    | 675.8    | 322.3     | 840.4     |
| 应收票据     | 11,188.2 | 16,134.6 | 34,289.0 | 40,954.5  | 47,759.5  |
| 预付账款     | 198.1    | 220.9    | 219.5    | 211.3     | 199.8     |
| 存货       | 10,557.8 | 11,795.5 | 17,233.2 | 15,379.8  | 21,680.0  |
| 其他流动资产   | 613.1    | 840.9    | 727.0    | 784.0     | 755.5     |
| 可供出售金融资产 | 1.2      | 1.2      | 1.2      | 1.2       | 1.2       |
| 持有至到期投资  | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       |
| 长期股权投资   | 862.9    | 919.5    | 919.5    | 919.5     | 919.5     |
| 投资性房地产   | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       |
| 固定资产     | 5,292.9  | 5,262.2  | 5,167.9  | 4,930.5   | 4,563.9   |
| 在建工程     | 271.7    | 350.2    | 315.2    | 290.6     | 273.4     |
| 无形资产     | 399.4    | 412.7    | 397.2    | 381.8     | 366.4     |
| 其他非流动资产  | 815.0    | 1,038.4  | 797.1    | 783.6     | 817.1     |
| 资产总额     | 70,922.6 | 86,094.3 | 89,217.7 | 111,966.2 | 121,992.0 |
| 短期债务     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       |
| 应付账款     | 5,481.3  | 5,737.7  | 8,242.4  | 7,786.9   | 10,242.3  |
| 应付票据     | 629.7    | 413.9    | 965.9    | 570.8     | 1,183.2   |
| 其他流动负债   | 9,857.0  | 14,556.2 | 5,718.5  | 18,585.7  | 12,607.9  |
| 长期借款     | 0.0      | 0.0      | 0.0      | 0.0       | 0.0       |
| 其他非流动负债  | 280.3    | 267.0    | 276.0    | 274.4     | 272.5     |
| 负债总额     | 16,248.3 | 20,974.8 | 15,202.8 | 27,217.8  | 24,305.9  |
| 少数股东权益   | 1,340.2  | 1,632.2  | 1,773.4  | 1,882.3   | 2,013.6   |
| 股本       | 3,796.0  | 3,881.6  | 3,881.6  | 3,881.6   | 3,881.6   |
| 留存收益     | 49,538.1 | 59,605.7 | 68,359.9 | 78,984.5  | 91,790.9  |
| 股东权益     | 54,674.3 | 65,119.4 | 74,014.9 | 84,748.4  | 97,686.1  |

## 现金流量表

|            | 2017      | 2018      | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
|------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 净利润        | 10,086.0  | 14,038.7  | 17,508.5   | 21,682.7   | 26,135.5   |
| 加:折旧和摊销    | 550.4     | 563.1     | 545.2      | 577.7      | 599.5      |
| 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       | 0.2       | (0.2)     | (935.2)    | (911.6)    | (1,096.9)  |
| 投资损失       | (68.2)    | (100.9)   | (120.0)    | (96.4)     | (105.7)    |
| 少数股东损益     | 412.2     | 654.4     | 141.2      | 108.9      | 131.3      |
| 营运资金的变动    | 1,032.1   | 170.1     | (29,525.6) | 7,520.7    | (16,529.0) |
| 经营活动产生现金流量 | 9,766.2   | 12,317.4  | (12,385.9) | 28,882.1   | 9,134.6    |
| 投资活动产生现金流量 | (200.9)   | (331.6)   | (280.0)    | (203.6)    | (94.3)     |
| 融资活动产生现金流量 | (3,639.2) | (3,617.9) | (7,819.0)  | (10,146.6) | (12,232.2) |

## 业绩和估值指标

|           | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS(元)    | 2.49  | 3.45  | 4.51  | 5.59  | 6.73  |
| BVPS(元)   | 13.74 | 16.36 | 18.61 | 21.35 | 24.65 |
| PE(X)     | 56.8  | 41.0  | 31.4  | 25.3  | 21.0  |
| PB(X)     | 10.3  | 8.7   | 7.6   | 6.6   | 5.7   |
| P/FCF     | 59.7  | 47.6  | -45.3 | 18.6  | 54.7  |
| P/S       | 18.2  | 13.7  | 11.0  | 9.2   | 7.9   |
| EV/EBITDA | 20.4  | 8.2   | 22.6  | 17.6  | 14.7  |
| CAGR(%)   | 29.3% | 23.2% | 35.7% | 29.3% | 23.2% |
| PEG       | 1.9   | 1.8   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |
| ROIC/WACC | 6.6   | 9.0   | 10.1  | 4.3   | 6.2   |
| REP       | 3.0   | 1.1   | 1.2   | 3.2   | 1.5   |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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

苏铖声明，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。

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    |
|       | 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     |
|       | 苏梦  | 021-35082790  | sumeng@essence.com.cn     |
|       | 孙红  | 18221132911   | sunhong1@essence.com.cn   |
|       | 秦紫涵 | 021-35082799  | qinzh1@essence.com.cn     |
|       | 王银银 | 021-35082985  | wangyy4@essence.com.cn    |
| 北京联系人 | 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  |
|       | 王帅  | 010-83321351  | wangshuai1@essence.com.cn |
|       | 曹琰  | 15810388900   | caoyan1@essence.com.cn    |
|       | 夏坤  | 15210845461   | xiakun@essence.com.cn     |
| 深圳联系人 | 袁进  | 010-83321345  | yuanjin@essence.com.cn    |
|       | 胡珍  | 0755-82528441 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-23991945 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 聂欣  | 0755-23919631 | niexin1@essence.com.cn    |
|       | 杨萍  | 13723434033   | yangping1@essence.com.cn  |
|       | 巢莫雯 | 0755-23947871 | chaomw@essence.com.cn     |
|       | 黄秋琪 | 0755-23987069 | huangqq@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