

强烈推荐-A (维持)

五粮液 000858.SZ

目标估值: 117 元
当前股价: 102.27 元
2019 年 04 月 28 日

强势开局奠基, 唯待改革添力

基础数据

上证综指	3086
总股本 (万股)	388161
已上市流通股 (万股)	379577
总市值 (亿元)	3970
流通市值 (亿元)	3882
每股净资产 (MRQ)	18.0
ROE (TTM)	21.3
资产负债率	%
主要股东	宜宾市国有资产经营
主要股东持股比例	35.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	23	87	44
相对表现	18	64	40



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《五粮液 (000858): 春华望秋实 岁物待丰成—18 年年报点评暨 19 春糖见闻之二》2019-03-28
- 2、《五粮液 (000858) —营销改革落地, 普五蓄势提价》2019-03-04
- 3、《五粮液 (000858) —来年目标积极, 期待改革加速》2018-12-21

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn
S1090519040003

公司一季度收入利润符合乐观预期, 19 年开门红顺利达成, 现金流靓丽, 受打款政策改变影响, 预收账款同比略降, 报表质量优异, 改革过程中余量充足。公司年初控盘分利切中改革要点, 提价后顺价销售概率高, 当前进入改革落地关键时间点, 期待公司强化团队执行力, 更大程度释放改革红利。暂维持 19-20 年 EPS 预测 4.24、5.08 元, 在公司改革持续深化背景下, 估值折价有望改善, 给予 20 年 23 倍 PE, 上调目标价至 117 元, 重申“强烈推荐-A”投资评级。

□ 一季度收入利润符合乐观预期, 开门红顺利达成, 现金流靓丽, 备足余量。

公司 19Q1 收入 175.9 亿元, 归母净利润 64.8 亿元, 分别同比增长 26.6% 和 30.3%, 符合市场乐观预期, 开门红顺利达成。现金流情况靓丽, 一季度销售回款 177.0 亿元, 同比高增 69.9%, 应收票据 158.9 亿元, 同比基本持平。预收账款 48.5 亿元, 同比下降 15.9%, 草根调研反馈, 与去年按照全年计划打款政策不同, 公司今年年初要求经销商仅按照 1-5 月份计划打款, 6 月份以后的新品五粮液由于尚未分配好各家额度, 经销商尚未开始打款, 即使如此, 预收账款仍维持高位, 为年内新品推出、改革推进备足余量。一季度经营性净现金流/净利润高达 122.4%, 现金流质量较高。

□ 高端产品放量驱动毛利率提升, 费用率维持平稳。19Q1 毛利率 75.8%, 同比提升 2.6pcts, 由于收藏版一季度仍未发货 (提价至 859 元), 预计仍系五粮液系列放量驱动为主。销售费用 12.7 亿元, 同比增长 27%, 销售费用率 13.9%, 同比基本持平, 预计后续营销改革深化, 销售团队人员到位后, 销售费用率将稳中略升, 管理费用率 4.5% (还原研发费用科目调整口径), 同比略升 0.2pct, 净利率升至 36.8%。

营销改革厉行推进, 新品有望实现顺价销售, 静待改革红利持续释放。糖酒会后, 公司营销改革连续强力推进, (1) 系列政策配套出台, 厉行推进普五批价回升, 有望推动新品顺价销售。在控制发货背景下, 4 月以来五粮液批价加速上升至 850 元左右, 我们认为以五粮液品牌实力, 在千元之内提价能否顺利, 更多是取决于渠道而非消费者, 公司年初提出的控盘分利方案切中改革要点, 经销商返利的全面取消将有助于减少低价甩货的现象, 提价后的顺价销售概率明显提升。(2) 系列酒年内分类分批清理系列酒方案出台。年内分类分步推进整改和清退工作已给出时间表, 围绕“4+4”彻底重塑清晰的品牌和产品结构。(3) 全国公开招聘市场业务人员, 团队搭建加速营销改革落地。

公司近期下发全国公开招聘市场营销业务人员公告, 拟对标一线高薪酒企标准招聘战区及基层团队人员。当前改革进入落地关键期, 管理层推进雷厉风行, 顺利落地值得期待, 为后续新品顺价、量价均衡提供保障。

投资建议: 开门红奠基全年, 改革有望再添力, 上调目标价至 117 元, 重申

□ 强烈推荐。我们 3 月以来连续发布报告分析并强调五粮液改革推进加速, 及业绩预期有望上调的潜力, 在近期改革政策落地及一季报均得到验证, 唯期待改革红利能够持续释放, 实现新品顺价、量价均衡。我们暂维持 19-20 年 EPS 预测 4.24、5.08 元, 在公司改革持续深化背景下, 估值折价有望改善, 给予 20 年 23 倍 PE, 给予 20 年 23 倍 PE, 上调目标价至 117 元, 重申强烈推荐。

风险提示: 竞品放量影响、提价不达预期、整体需求不达预期。

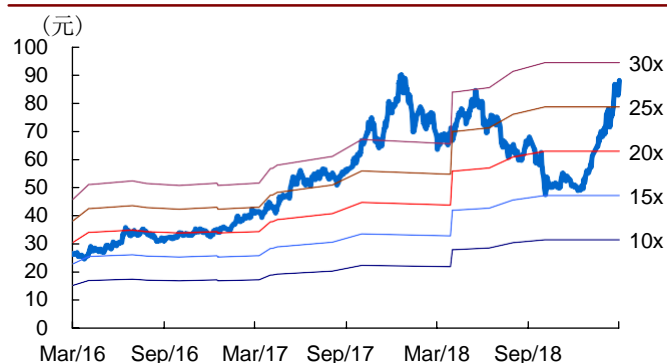
□

表 1、五粮液单季度利润表

单位: 百万元	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	2017	2018
一、营业总收入	5462	6356	8209	13898	7524	7829	10780	17590	30187	40030
二、营业总成本	3462	3670	4603	7014	4645	4523	5342	8432	16954	21524
其中: 营业成本	1435	1922	2100	3726	2093	1941	2727	4260	8450	10487
营业税金及附加	667	902	1164	1955	1072	1373	1509	2453	3495	5908
营业费用	1078	522	929	1003	1153	921	701	1274	3625	3778
管理费用	492	537	656	595	587	532	667	777	2269	2340
研发费用						23	21	22	0	84
财务费用	(211)	(212)	(251)	(264)	(262)	(268)	(291)	(353)	(891)	(1085)
资产减值损失	1	0	4	0	3	0	8	0	6	11
三、其他经营收益	22	0	120	10	57	16	129	25	142	212
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	22	0	46	0	50	0	51	0	68	101
其他收益			70	10	8	16	72	24	70	106
资产处置收益			4	(0)	(0)	(0)	6	0	4	5
四、营业利润	2023	2686	3726	6894	2936	3322	5567	9183	13375	18718
加: 营业外收入	29	19	(22)	15	37	23	(31)	5	45	44
减: 营业外支出	9	6	8	5	21	10	119	115	28	155
五、利润总额	2043	2698	3697	6903	2952	3335	5416	9073	13392	18607
减: 所得税	593	623	876	1689	702	835	1341	2261	3306	4568
六、净利润	1451	2075	2821	5214	2250	2500	4075	6812	10086	14039
减: 少数股东损益	72	82	112	243	111	115	185	337	412	654
七、归属母公司所有者	1378	1993	2709	4971	2139	2384	3890	6475	9674	13384
EPS	0.36	0.53	0.71	1.31	0.55	0.61	1.00	1.67	2.55	3.47
主要比率										
毛利率	73.7%	69.8%	74.4%	73.2%	72.2%	75.2%	74.7%	75.8%	72.0%	73.8%
主营税金率	12.2%	14.2%	14.2%	14.1%	14.2%	17.5%	14.0%	13.9%	11.6%	14.8%
营业费率	19.7%	8.2%	11.3%	7.2%	15.3%	11.8%	6.5%	7.2%	12.0%	9.4%
管理费率	9.0%	8.4%	8.0%	4.3%	7.8%	7.1%	6.4%	4.5%	7.5%	6.1%
营业利润率	37.0%	42.3%	45.4%	49.6%	39.0%	42.4%	51.6%	52.2%	44.3%	46.8%
实际税率	29.0%	23.1%	23.7%	24.5%	23.8%	25.0%	24.8%	24.9%	24.7%	24.6%
净利率	25.2%	31.4%	33.0%	35.8%	28.4%	30.5%	36.1%	36.8%	32.0%	33.4%
YoY										
收入增长率	23.3%	43.0%	19.9%	36.8%	37.7%	23.2%	31.3%	26.6%	23.0%	32.6%
营业利润增长率	52.1%	61.5%	63.3%	39.6%	45.1%	23.7%	49.4%	33.2%	44.8%	40.0%
净利润增长率	40.1%	64.1%	60.9%	38.3%	55.2%	19.6%	43.6%	30.3%	42.6%	38.4%

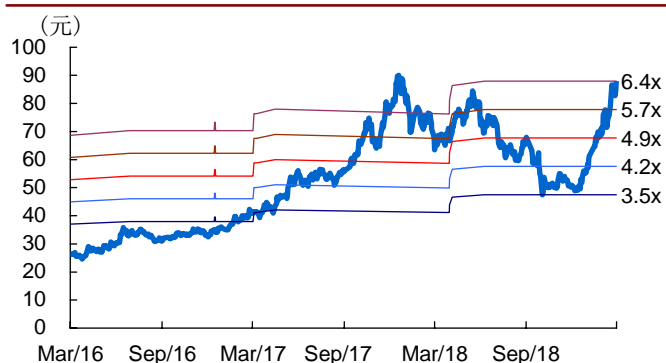
资料来源: 公司报表

图 1: 五粮液历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 五粮液历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《五粮液（000858）：春华望秋实，岁物待丰成——18 年年报点评暨 19 春糖见闻之二》2019-03-28
- 2、《五粮液（000858）——营销改革落地，普五蓄势提价》2019-03-04
- 3、《五粮液（000858）——来年目标积极，期待改革加速》2018-12-21
- 4、《五粮液（000858）——收入稳健增长，期待改革加码》2018-10-29
- 5、《五粮液（000858）——报表再度高增，静待改革深化》2018-08-28
- 6、《五粮液（000858）——改革攻坚，戮力前行》2018-06-12
- 7、《五粮液（000858）——改革红利释放，高增长可看全年》2018-04-30
- 8、《五粮液（000858）——2018 年春季糖酒会见闻录之二》2018-04-01
- 9、《五粮液（000858）——估值折价之谜》2017-05-29

再次建议阅读本篇五粮液深度报告，详细阐述造成五粮液估值折价的四大因素，以及当前五粮液各项改革措施，并对五粮液做远景展望及投资建议。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	63280	78110	91281	104921	121036
现金	40592	48960	58359	68199	79644
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11188	16135	18178	20445	23091
应收款项	110	127	278	322	373
其它应收款	21	0	45	51	60
存货	10558	11795	13316	14660	16451
其他	811	1093	1105	1244	1417
非流动资产	7643	7984	7013	6882	6765
长期股权投资	863	919	868	868	868
固定资产	5293	5261	5178	5102	5033
无形资产	399	413	371	334	301
其他	1088	1391	595	578	563
资产总计	70923	86094	98293	111803	127801
流动负债	15968	20708	22586	23863	25564
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3138	3152	1329	1464	1642
预收账款	4646	6707	7585	8351	9371
其他	8184	10849	13672	14049	14551
长期负债	280	267	151	151	151
长期借款	0	0	0	0	0
其他	280	267	151	151	151
负债合计	16248	20975	22737	24014	25715
股本	3796	3882	3882	3882	3882
资本公积金	953	2683	2683	2683	2683
留存收益	48585	56923	66764	78281	91732
少数股东权益	1340	1632	2228	2944	3790
归属于母公司所有者权益	53334	63487	73328	84845	98297
负债及权益合计	70923	86094	98293	111803	127801

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	9766	12317	14905	17095	19913
净利润	9674	13384	16440	19736	23320
折旧摊销	550	563	547	531	517
财务费用	(891)	(1085)	(1073)	(1266)	(1700)
投资收益	(68)	(101)	(80)	(100)	(100)
营运资金变动	150	(907)	(1911)	(2526)	(2973)
其它	350	462	982	718	849
投资活动现金流	(201)	(332)	56	(400)	(400)
资本支出	(216)	(381)	(400)	(400)	(400)
其他投资	15	50	456	0	0
筹资活动现金流	(3639)	(3618)	(5562)	(6854)	(8068)
借款变动	(1181)	(1734)	0	0	0
普通股增加	0	86	0	0	0
资本公积增加	0	1729	0	0	0
股利分配	(3416)	(4871)	(6599)	(8220)	(9868)
其他	958	1173	1037	1366	1800
现金净增加额	5926	8368	9399	9840	11445

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	30187	40030	47837	55257	64141
营业成本	8450	10487	11860	13057	14652
营业税金及附加	3495	5908	6936	8012	9301
营业费用	3625	3778	4994	5768	6824
管理费用	2269	2340	2535	2763	3207
财务费用	(891)	(1085)	(1073)	(1266)	(1700)
资产减值损失	6	11	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	68	101	80	100	100
营业利润	13375	18718	22544	26979	31893
营业外收入	45	44	90	90	90
营业外支出	28	155	40	40	40
利润总额	13392	18607	22594	27029	31943
所得税	3306	4568	5557	6577	7777
净利润	10086	14039	17036	20452	24166
少数股东损益	412	654	596	716	846
归属于母公司净利润	9674	13384	16440	19736	23320
EPS (元)	2.55	3.45	4.24	5.08	6.01

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	23%	33%	20%	16%	16%
营业利润	45%	40%	20%	20%	18%
净利润	43%	38%	23%	20%	18%
获利能力					
毛利率	72.0%	73.8%	75.2%	76.4%	77.2%
净利率	32.0%	33.4%	34.4%	35.7%	36.4%
ROE	18.1%	21.1%	22.4%	23.3%	23.7%
ROIC	17.2%	20.4%	21.4%	22.1%	22.4%
偿债能力					
资产负债率	22.9%	24.4%	23.1%	21.5%	20.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.0	3.8	4.0	4.4	4.7
速动比率	3.3	3.2	3.5	3.8	4.1
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	277.9	337.9	235.8	184.2	184.6
应付帐款周转率每	3.2	3.3	5.3	9.3	9.4
股资料 (元)					
每股收益	2.55	3.45	4.24	5.08	6.01
每股经营现金	2.57	3.17	3.84	4.40	5.13
每股净资产	14.05	16.36	18.89	21.86	25.32
每股股利	1.28	1.70	2.12	2.54	3.00
估值比率					
PE	40.1	29.7	24.1	20.1	17.0
PB	7.3	6.3	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	27.7	19.8	16.3	13.7	11.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。