

强烈推荐-A (维持)

五粮液 000858.SZ

目标估值: 55 元
 当前股价: 42.55 元
 2017 年 03 月 28 日

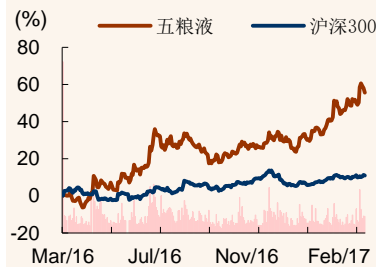
改善仍将绵延不断, 性价比仍然领先

基础数据

上证综指	3267
总股本 (万股)	379597
已上市流通股 (万股)	379576
总市值 (亿元)	1615
流通市值 (亿元)	1615
每股净资产 (MRQ)	12.0
ROE (TTM)	14.7
资产负债率	23.0%
主要股东	宜宾市国有资产经营
主要股东持股比例	36.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	32	63
相对表现	5	24	54



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《五粮液 (000858) 一量价齐升拐点临近, 最具性价比的选择 (更新)》2017-01-22
- 2、《五粮液 (000858) 一量价齐升拐点临近, 最具性价比的选择》2017-01-21
- 3、《五粮液 (000858) 一年度大会信号积极, 股价未含改善预期》2016-12-20

董广阳

021-68407471
 donggy1@cmschina.com.cn
 S1090512070001

杨勇胜

021-68407562
 yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

研究助理

李晓峥

021-68407571
 lixiaozheng@cmschina.com.cn

五粮液糖酒会三大信息点: 开局良好, 实现“超预期增长”; 推进精细化管理, 加强消费者沟通; 集团新董事长就任, 改革预期提高。我们预计随着行业继续向好, 茅台供求紧张, 五粮液自身管理和营销改善, 渠道利润空间打开将吸引更多需求, 暂维持 16-18 年 1.91 元、2.27 元和 2.70 元 EPS, 1 年目标价 55 元, 对应 2018 年 20 倍, 性价比依然领先, 继续强烈推荐。

- **糖酒会调研反馈: 开局良好, 信心十足。**我们糖酒会期间参加公司经销商大会并进行草根调研, 深刻感受到公司在经营上更加侧重渠道建设和终端市场开发, 经销商数量之多, 信心之足远好于去年糖酒会。市场营销上, 公司强化与电商合作、增加低度和 1618 招商 (一地一商)、重启专卖店、营销方式多元化 (品鉴会、城市电子屏、耀世之旅等), 全方位对接市场, 对接消费者。渠道积极性提高, 任务完成良好 (部分大商反映打款计划量减少, 但公司吸引了更多新经销商), 系列酒也持续壮大, 特头曲公司、系列酒公司均完成或超出目标。刘中国董事长表示春节销售“实现超预期增长”。
- **价升量稳, 任务完成过半, 奠定全年基础。**根据草根调研, 公司停货前打款量已接近全年计划 60%, 发货量低于打款量, 相比去年同期 70% 的打款量和 50% 的发货量稍低。但价格从去年 659 提升至今年的 739, 回款收入和发货价值与去年接近, 且渠道库存远低于去年同期水平 (去年同期库存预计有全年销量的 20%, 今年库存不到 10%)。华东等主要区域销量多有增长也与之印证, 批发价格由去年同期 610-620 回升至当前 760, 初步实现顺价。五粮液系列整体较去年价格提升 80 元, 对收入贡献超 15 亿和 7%, 加之整体量略有增加和系列酒增长, 全年收入增速确保 13-15%, 提价和费用管控带来的利润增长弹性更大。
- **竞品留出空间、市场营销强化, 价量拐点来临。提价之后持续增长的空间何在? 1) 行业角度:** 高端酒趋势向上 (消费升级、品牌集中、营销变革的长逻辑和投资、库存变化带来的短周期叠加) 背景下, 茅台供货紧张, 其批价年底大概率站稳 1300, 提出厂价也只是时间问题, 势必给五粮液留出更大的空间。**2) 公司角度:** 渠道开发和营销推广更贴近市场, 受众不断扩大, 内部管理 (集团新董事长上任后助于减少内耗、治理改善) 和关联交易也将完善, 现金利用率提升等。我们判断公司今年更多会以稳价为主, 使经销商有更大积极性, 17 年之后放量增长加之费用精细化投入, 收入利润增速仍可保持较快增长。
- **给予 1 年 55 元目标价, 性价比仍然领先, 维持“强烈推荐-A”。**五粮液过去 10 年在管理和营销体系上几无进展, 依赖于早期建立的品牌格局和渠道体系, 致使被茅台超越且差距越来越大。行业的大调整、混改的完成、新领导的就任, 给了五粮液历史最佳的改革机遇, 我们判断五粮液可改善的领域极多, 而后续改善将绵延不绝, 这利于业绩的持续和估值的提升。我们维持 16-18 年预测 EPS1.91 元、2.27 元和 2.70 元, 45 元的短期目标提前实现, 下一阶段面向 18 年 20 倍, 一年目标价 55 元, 仍接近 30% 空间, 性价比领先, 继续强烈推荐。
- **风险提示: 竞品策略变化, 行业不及预期。**

附：五粮液经销商大会纪要整理：

出席领导：集团总经理、股份公司董事长刘中国，集团党委副书记邹涛，股份公司副总经理彭智辅、朱忠玉等和近 800 名运营商会参加会议。

1、品牌营销：2017 年公司将对于“1+3+5”品牌组合的具体规划和实施计划，**五粮液品牌 1618，低度，交杯。再加 5 个特色产品，1 加 3 加 5，精品五粮液等属于自有品牌，其他总经销。**公司将以五粮液品牌打造的系统性为前提，从“产品打造”思维上升到“品牌打造”，在核心消费者中强化五粮液品牌形象，提高品牌的顾客价值感受。公司品牌建设要着重做好“广告宣传”、“消费者培育”以及“终端氛围营造”三个方面的工作。一是，公司要坚持“聚焦重点市场、聚焦重点时段、聚焦重点品牌”。二是，**2017 年公司将继续通过“小品会”、“大品会”以及“五粮液文化之旅”三种方式加强消费者培育，与核心消费圈层贴得更近，提高消费者对五粮液品牌的好感乃至忠诚度。**三、率先在小品会的举办场所、五粮液专卖店体系内的专柜、经销商自营或直供终端、部分常规销售终端，以及部分 KA 卖场终端开展氛围营造工作。

2、计划发货：五粮液计划管理，**短缺将是常态，需要更市场化的投入，投放节奏的把握。**2017 年核心，精品五粮液，1618，低度纳入核心管理，不断提升销售的质量。

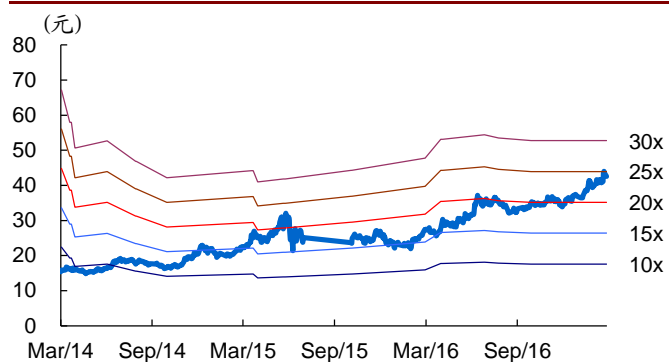
计划分配和执行，每一款产品的投入总量，每个客户量都严格分配。**1618 计划有一定增加，低度全年不再增加。关于执行，针对普五 1618，对于 10 吨以上客户，计划编制到月，月度合理库存要跟踪。对单月发货量较大的，每月 2.3 次发货。各中心对商家发货严格控制，对所有违规销售的货物，扣减将延续到 2018 年。**

KA 和电商价格必须控制，**1618 和低度，一地一商增加新客户。**低度经销商数量可以增加，但是投放量不变。**2017 年对专卖店重启，对专卖店体系的升级，展示和销售为目标，销售将是核心功能。**精装五粮液为专属产品，导入专卖店。电商和 ka 五粮液产品标杆，电商渠道推进渠道建设，也要继续深化合作关系，大力开展京东，苏宁，唯品会等合作。强化终端氛围的营造。

公司 2016 年全面完成了年初制定的任务，2016 年，集团公司 708 亿，同比增长 8%，利润，利税双百亿。股份公司收入，利润指标，任务完成情况比较好，目标任务的 120.24%，系列酒都实现增长，年末相比年初稳重有升，顺价销售的目标基本实现。

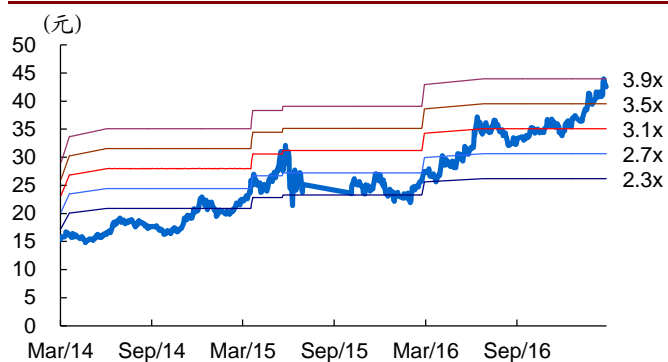
3、两个百亿平台的打造：2018 年华东率先收入 100 亿，三个系列酒 100 亿。3 个系列酒公司形成 2 到 3 个 10 亿品牌。2017 年华东中心 80 亿，其他中心 120 亿收入。**2017 年一季度即将结束，我们个品牌的产品都超预期增长，当前五粮液价格体系稳步提升，未来 4 到 6 个月有 70 到 90 上浮空间。**部分已经完成全年计划，已经开始 769 的增量计划。进一步规划，52 度五粮液价格体系和市场体系，产品布局，流程优化和梳理。合理的盈利区间，五粮液的合作伙伴提升盈利水平，强化管理，实施综合举措，围绕现有客户，实现有质量的销售，拼全公司之力，围绕市场、经销商、消费者。

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）—量价齐升拐点临近，最具性价比的选择》2017-01-21
- 2、《五粮液（000858）—年度大会信号积极，股价未含改善预期》2016-12-20

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	38500	44597	47708	52239	58449
现金	22382	26374	30491	33100	36482
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	7369	8665	9134	10371	12034
应收款项	123	107	144	163	189
其它应收款	20	19	23	26	30
存货	8091	8701	7287	7884	8919
其他	515	731	630	695	795
非流动资产	7909	7949	8563	8870	8546
长期股权投资	868	902	868	868	868
固定资产	5676	5348	6193	6551	6272
无形资产	422	412	371	333	300
其他	943	1288	1132	1117	1106
资产总计	46409	52547	56272	61109	66995
流动负债	5925	7968	7284	7526	7945
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	647	1058	815	882	998
预收账款	858	1994	2027	2193	2481
其他	4420	4915	4442	4451	4466
长期负债	151	234	151	151	151
长期借款	0	0	0	0	0
其他	151	234	151	151	151
负债合计	6076	8201	7435	7677	8096
股本	3796	3796	3796	3796	3796
资本公积金	953	953	953	953	953
留存收益	34681	38580	42794	47060	52135
少数股东权益	903	1016	1293	1623	2015
归属于母公司所有者权益	39430	43329	47543	51810	56884
负债及权益合计	46409	52547	56272	61109	66995

现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	795	6691	7723	6985	7890
净利润	5835	6176	7241	8611	10241
折旧摊销	653	619	613	693	724
财务费用	0	(0)	(853)	(954)	(1044)
投资收益	(14)	(34)	(14)	(14)	(14)
营运资金变动	(5978)	(167)	317	(1681)	(2411)
其它	299	97	419	331	394
投资活动现金流	(1187)	(394)	(1364)	(1000)	(400)
资本支出	(411)	(395)	(1400)	(1000)	(400)
其他投资	(776)	1	36	0	0
筹资活动现金流	(2989)	(2355)	(2242)	(3376)	(4108)
借款变动	(1088)	(927)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(2657)	(2278)	(3026)	(4344)	(5166)
其他	755	849	784	968	1058
现金净增加额	(3381)	3942	4117	2609	3382

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	21011	21659	24682	28025	32517
营业成本	5772	6672	7270	7866	8899
营业税金及附加	1517	1785	2034	2309	2679
营业费用	4309	3568	4017	4336	4869
管理费用	2047	2129	2352	2670	3098
财务费用	(658)	(732)	(853)	(954)	(1044)
资产减值损失	6	26	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	14	34	14	14	14
营业利润	8032	8246	9873	11807	14025
营业外收入	60	66	100	50	60
营业外支出	76	25	20	20	20
利润总额	8016	8287	9953	11837	14065
所得税	1958	1877	2435	2896	3431
净利润	6058	6410	7518	8940	10633
少数股东损益	223	234	277	330	392
归属于母公司净利润	5835	6176	7241	8611	10241
EPS (元)	1.54	1.63	1.91	2.27	2.70

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-15.0%	3.1%	14.0%	13.5%	16.0%
营业利润	-29.7%	2.7%	19.7%	19.6%	18.8%
净利润	-26.8%	5.8%	17.2%	18.9%	18.9%
获利能力					
毛利率	72.5%	69.2%	70.5%	71.9%	72.6%
净利率	27.8%	28.5%	29.3%	30.7%	31.5%
ROE	14.8%	14.3%	15.2%	16.6%	18.0%
ROIC	13.8%	13.1%	13.9%	15.3%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	13.1%	15.6%	13.2%	12.6%	12.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	6.5	5.6	6.5	6.9	7.4
速动比率	5.1	4.5	5.5	5.9	6.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
应收帐款周转率	211.8	188.4	197.0	182.7	184.5
应付帐款周转率	9.4	7.8	7.8	9.3	9.5
每股资料 (元)					
每股收益	1.54	1.63	1.91	2.27	2.70
每股经营现金	0.21	1.76	2.03	1.84	2.08
每股净资产	10.39	11.41	12.52	13.65	14.99
每股股利	0.60	0.80	1.14	1.36	1.62
估值比率					
PE	27.7	26.2	22.3	18.8	15.8
PB	4.1	3.7	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	20.2	19.9	16.7	14.0	11.8

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。

董广阳：食品饮料首席分析师，研发中心执行董事，大消费组长。食品专业本科，上海财经大学硕士，2008 年加入招商证券，9 年食品饮料研究经验。

杨勇胜：食品饮料资深分析师。武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，2011-2013 在申万研究所产业研究部负责消费品研究，2014 年加入招商证券。

李晓峰：数量经济学本科，上海财经大学数量经济学硕士，2015 年加入招商证券。

招商证券食品饮料研究团队以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 12 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中五年第一，2015、2016 年连续获新财富、金牛奖、水晶球等最佳分析师第一名。

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。