

## 食品饮料

2017年03月31日

## 五粮液 (000858)

——收入利润完成全年任务 未来受益茅台提价内部改善

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：2017年03月30日

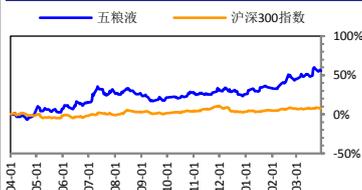
收盘价(元)	42.73
一年内最高/最低(元)	44.58/25.71
市净率	3.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	162193
上证指数/深证成指	3210.24 / 10348.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	12.4
资产负债率%	22.47
总股本/流通A股(百万)	3796/3796
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《五粮液(000858)点评：加大力控货挺价 淡季价格将保持坚挺 维持买入》 2017/02/17

《五粮液(000858)点评：定增顺利过会 估值优势明显 维持买入》 2016/12/15

## 证券分析师

吕昌 A0230516010001  
lvchang@swsresearch.com

## 联系人

周彪  
(8621)23297818×010-66500562  
zhoubiao@swsresearch.com

## 投资要点：

**事件：**公司发布2016年年报，营业收入245亿，同比增长13%，归母净利润68亿，同比增长10%，EPS为1.79元。收入符合预期，利润低预期8个百分点，但基本完成16全年双10%的增长目标。16Q4营业收入68.4亿，同比增长4.8%，归母净利润16.8亿，同比增长7%。利润分配方案为10派9元(含税)，分红率为50%。2017年实现营业总收入和利润总额10%或以上增长。

**投资评级与估值：**略下调17-18年盈利预测(前次为2.28、2.74元)，预测17-19年EPS为2.12、2.55、3.11元，同比增长19%、20%、22%，对应17-19年PE分别为20、17、14倍，维持“买入”评级。公司的逻辑主要有：1、受益行业复苏及茅台提价，五粮液批价及出厂价进入上升通道，并且近期随着茅台批价上涨超预期，五粮液性价比显现；2、提价挺价策略成功，提价保证收入增长，进一步解决并改善渠道盈利的核心问题3、国企改革迈出关键一步，公司通过非公开发行股份绑定管理层和核心经销商利益，有利于公司中长期经营效率提升带来盈利改善。

**提价拉动收入增长 收入整体符合预期 预收款环比Q3基本持平 维持高位。**收入增长主要靠直接提价。16年3月，普五出厂价每瓶提价20元至679元，并取消每瓶30元的返利；9月15日起，普五出厂价调整为739元/瓶，五粮液1618、低度系列等产品也将根据市场供需情况，适时出台调整措施。16Q3预收款为67亿，而16Q4预收款为63亿，环比略降6%，同比增长216%，主要是8月宣布提价使得三季度末基本完成打款任务所致，四季度略降实属正常。从产品结构来看，高端产品174亿，同比增长12%；中低端产品53亿，同比增长9%。公司前五名的大商贡献32亿，占比13%，同比下降近9个百分点，表明公司受大商的影响正逐渐减小。

**市场投入明显加大致费用率增加 产品提价使毛利率稳步提升。**16年销售费用47亿，同比增长32%；16Q4销售费用17亿，同比增长21%，全年销售费率19.1%，同比提高2.6个百分点，表明公司开始重视市场，加大渠道推力。酒类毛利率75.4%，同比提升2.2个百分点，高端酒毛利率83.4%，同比提升1.7个百分点，我们测算由提价使毛利率提高1个百分点左右。本期营业税金及附加的收入占比为7.9%，同比略降0.3个百分点。全年净利率28.7%，同比略下降0.9个百分点。

**茅五批价差距已拉大到近500元为14年来最大 五粮液性价比显现。**今年年后，茅台一批价格经过短暂调整即反弹，目前已经接近1300元，茅台批价上涨超预期，市场对于茅台今年一批价格继续上涨已经形成一致预期。茅台全年“紧平衡”“无淡季”，缺货成为常态，我们推测今年中秋及春节茅台供不应求可能进一步加剧。五粮液品牌影响力仅次于茅台，将会直接受益，目前茅台及五粮液一批价差已拉大到接近500元，为2014年来最高。在这样的背景下，我们预计五粮液下半年将再次提价，全年销量也有可能好于市场及厂家年初预期。

**股价表现的催化剂：**出厂价及一批价上涨

**核心风险假设：**经济下行影响高端白酒

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659	24,544	28,145	32,671	38,562
同比增长率(%)	3.08	13.32	14.67	16.08	18.03
净利润(百万元)	6,176	6,785	8,042	9,668	11,816
同比增长率(%)	5.85	9.85	18.53	20.22	22.22
每股收益(元/股)	1.63	1.79	2.12	2.55	3.11
毛利率(%)	69.2	70.2	75.1	76.5	78.0
ROE(%)	14.3	14.4	14.6	14.9	15.4
市盈率	26	24	20	17	14



申万宏源研究微信服务号

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,011	21,659	24,544	28,145	32,671	38,562
营业收入同比增长率 (yoy)	-15.00%	3.08%	13.32%	14.70%	16.10%	18.00%
减: 营业成本	5,772	6,672	7,314	6,997	7,662	8,487
毛利率 (%)	72.53%	69.20%	70.20%	75.10%	76.50%	78.00%
减: 营业税金及附加	1,517	1,785	1,941	2,226	2,584	3,050
主营业务利润	13,722	13,203	15,288	18,922	22,425	27,025
主营业务利润率 (%)	65.31%	60.96%	62.29%	67.20%	68.60%	70.10%
减: 销售费用	4,309	3,568	4,695	5,383	6,249	7,376
减: 管理费用	2,047	2,129	2,144	2,458	2,854	3,368
减: 财务费用	-658	-732	-766	0	0	0
经营性利润	8,024	8,238	9,216	11,081	13,322	16,281
经营性利润同比增长率 (yoy)	-29.86%	2.66%	11.87%	20.20%	20.20%	22.20%
经营性利润率 (%)	38.19%	38.03%	37.55%	39.40%	40.80%	42.20%
减: 资产减值损失	6	26	12	0	0	0
加: 投资收益及其他	14	34	33	0	0	0
营业利润	8,032	8,246	9,237	11,081	13,322	16,281
加: 营业外净收入	-16	41	100	0	0	0
利润总额	8,016	8,287	9,337	11,081	13,322	16,281
减: 所得税	1,958	1,877	2,281	2,716	3,266	3,991
净利润	6,058	6,410	7,057	8,365	10,056	12,290
少数股东损益	223	234	272	323	388	474
归属于母公司所有者的净利润	5,835	6,176	6,785	8,042	9,668	11,816
净利润同比增长率 (yoy)	-26.81%	5.85%	9.85%	18.50%	20.20%	22.20%
全面摊薄总股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
每股收益 (元)	1.54	1.63	1.79	2.12	2.55	3.11
归属母公司所有者净利润率 (%)	27.77%	28.51%	27.64%	28.60%	29.60%	30.60%
ROE	14.80%	14.25%	14.41%	14.60%	14.90%	15.40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。