

公司研究/年报点评

2017年04月01日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 42.73  
合理价格区间(元): 44.1-48.3

**贺琪** 执业证书编号: S0570515050002  
研究员 0755-22660839  
heqi@htsc.com

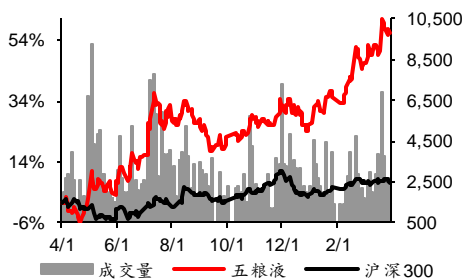
**王楠** 执业证书编号: S0570516040004  
研究员 010-63211166  
wangnan2@htsc.com

**李晴**  
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1 《五粮液(000858):预收账款超预期,定增落地迎春季行情》2016.10
- 2 《五粮液(000858):多举措推动核心品牌顺利提价》2016.08
- 3 《五粮液(000858):受益于白酒行业企稳,业绩小幅回升》2016.03

股价走势图



资料来源: Wind

# 收入高增长, 挺价策略顺利实施

## 五粮液(000858)

**16年收入245亿元, 同比+13.32%; 净利67.84亿, 同比+9.85%**

五粮液发布2016年年报, 2016年公司实现营业收入245亿元, 同比增加13.32%; 实现归母净利润67.84亿元, 同比增加9.85%。公司收入增速超预期, 利润增速略低于市场预期。16年公司销售费用为46.95亿元, 较上年35.68亿元增长31.57%, 销售费用率为19.1%, 较上年增长2.7个百分点, 与去年659元、679元打款时的费用返利有关。第四季度单季, 公司实现营业收入68.4亿元, 同比增加4.8%; 单季实现净利润17.6亿元, 同比增加7.8%。

**吨酒价格增长4.69%, 酒类业务毛利率上升2.19个百分点**

分产品来看, 2016年公司高价位酒贡献收入174.16亿元, 同比增长12.3%; 中低价位酒贡献收入52.88亿元, 同比增长9.3%。高价位酒在酒类销售收入中占比为76.7%, 与上年持平; 其他业务中, 塑料制品收入占比由2015年的4.7%上升至6.4%。2016年, 公司毛利率为70.12%, 较上年增长1个百分点; 其中酒类业务毛利率为75.4%, 较上年增长2.19个百分点, 高端酒毛利率上涨1.71个百分点, 中低价酒毛利率增加3.02个百分点。毛利率的上涨主要受益于吨酒价格的提升, 16年吨酒收入同比增长4.68%, 达到16.5万元/吨。

**16年已实现顺价销售, 茅台价格上涨让出有利空间**

2016年公司以品牌力和价格的提升为核心工作, 年内两度调高出厂价, 当前出厂价为739元, 一批价在760-780元。年报披露公司预收款余额为62.98亿元, 较三季报的67.23亿元下降4.25亿元, 主要由于公司宣布9月15日之后打款按照739元执行, 三季度五粮液预收账款基数较高。全年根据预收款叠加收入估算公司实际进账282亿元, 同比增长25%。16年公司已经实现顺价销售, 挺价策略进展顺利, 当前库存水平较低, 部分经销商已经开始执行计划外769元的价格打款。同时, 17年茅台大概率出现量价平衡, 渠道反馈供货紧张, 茅台价格站稳高位将给五粮液留出涨价空间。

**17年业绩目标为收入利润10%或以上增长, 维持“增持”评级**

公司制定的16年业绩目标为“收入较上年增长不低于10%; 利润总额力争较上年同期增长达10%”, 该业绩目标已圆满完成。17年公司经营目标为“力争实现营业收入和利润总额10%或以上增长”。我们认为公司员工持股计划审核通过后员工积极性将进一步提高, 近期经销商打款积极, 品牌价值策略实施得当, 因此我们上调公司17年收入预测值至274亿元(上调+5%), 净利润预测值至80亿元(上调+3%), 预计公司2017-2019年EPS分别为2.10元、2.37元和2.59元, YOY分别为17.54%、12.75%和9.17%, 同业可比公司17年平均PE倍数为23倍, 根据21-23倍PE, 给予公司目标价44.1-48.3元, 维持“增持”评级。

风险提示: 食品安全问题, 宏观经济环境影响。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,796
流通A股(百万股)	3,796
52周内股价区间(元)	26.20-43.96
总市值(百万元)	162,202
总资产(百万元)	62,174
每股净资产(元)	12.40

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,659	24,544	27,393	29,827	31,318
+/-%	3.08	13.32	11.61	8.88	5.00
净利润(百万元)	6,176	6,785	7,975	8,992	9,816
+/-%	5.85	9.85	17.54	12.75	9.17
EPS(元)	1.63	1.79	2.10	2.37	2.59
PE(倍)	26.26	23.91	20.34	18.04	16.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 16年已实现顺价销售，茅台价格上涨让出有利空间

2016年公司以品牌力和价格的提升为核心工作，年内两度调高出厂价，当前出厂价为739元，一批价在760-780元。16年公司已经实现顺价销售，挺价策略进展顺利，当前部分经销商已经开始执行计划外769元的价格打款。同时，17年茅台大概率出现量价紧平衡，渠道反馈供货紧张，茅台价格站稳高位将给五粮液留出涨价空间。

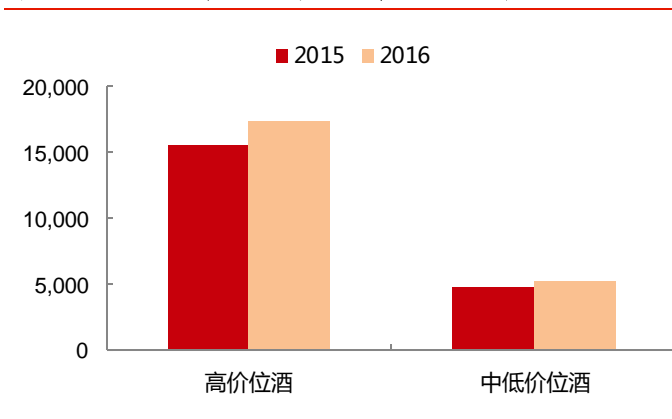
### 进一步梳理优化“五粮液+五粮系”品牌结构

报告期内，公司进一步梳理和优化“五粮液+五粮系”产品品牌结构，建立“五粮制造、群星闪耀”的五粮系列品牌群，继续加强创新渠道建设。五粮液品牌确定了以新品五粮液为核心，交杯牌五粮液、五粮液1618、五粮液低度系列为战略品牌，五个个性化品牌为补充的“1+3+5”的品牌组合；系列酒营销公司已经初步完成对系列酒品牌的梳理、分组、优胜劣汰工作，并以打造百亿系列酒的目标来分解与定位“5+N”品牌群，效果明显。

### 产品结构：高价位产品占比持续提升，消费升级持续

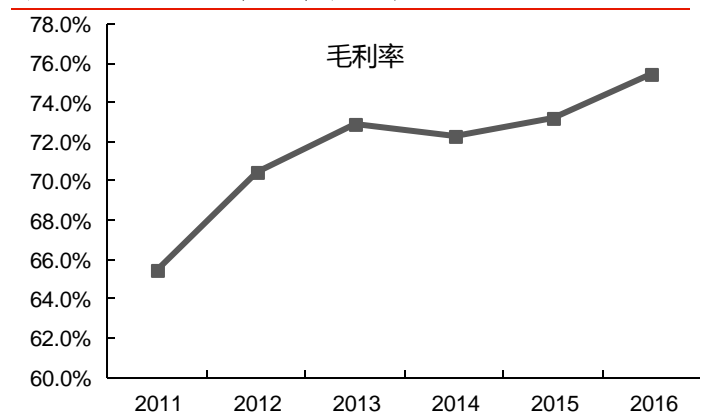
分产品来看，2016年公司高价位酒贡献收入174.16亿元，同比增长12.3%；中低价位酒贡献收入52.88亿元，同比增长9.3%。高价位酒在酒类销售收入中占比为76.7%，与上年持平。2016年，公司毛利率为70.12%，较上年增长1个百分点；其中酒类业务毛利率为75.4%，较上年增长2.19个百分点。

图表1：2015-2016年五粮液高价位、中低价位酒销售额变化（百万元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：五粮液酒类业务毛利率持续上升

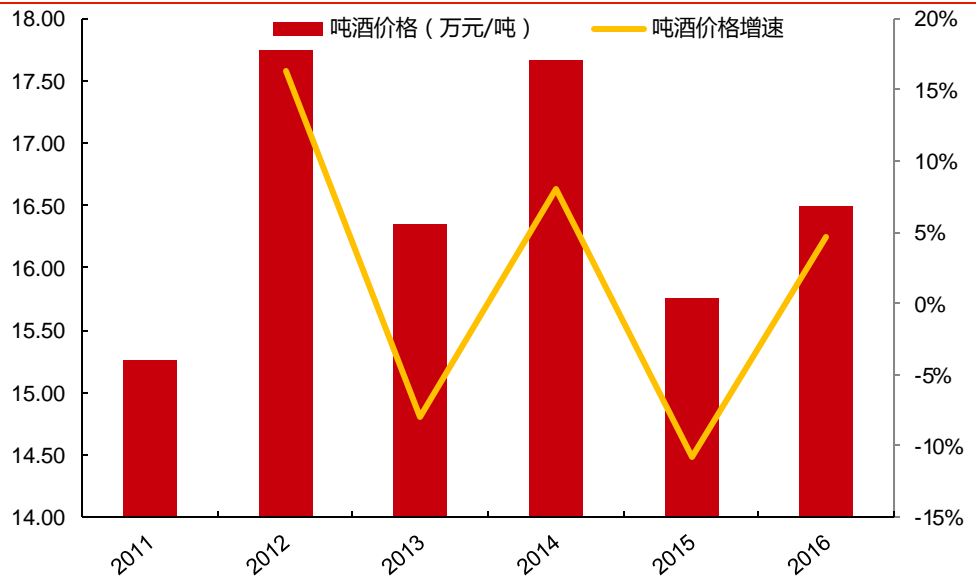


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 吨酒价格增长4.69%，酒类业务毛利率上升2.19个百分点

2016年五粮液高端酒毛利率上涨1.71个百分点，中低价酒毛利率增加3.02个百分点。毛利率的上涨主要受益于吨酒价格的提升，16年吨酒收入同比增长4.68%，达到16.5万元/吨。

**图表3: 2011-2016年五粮液吨酒价格及增速**

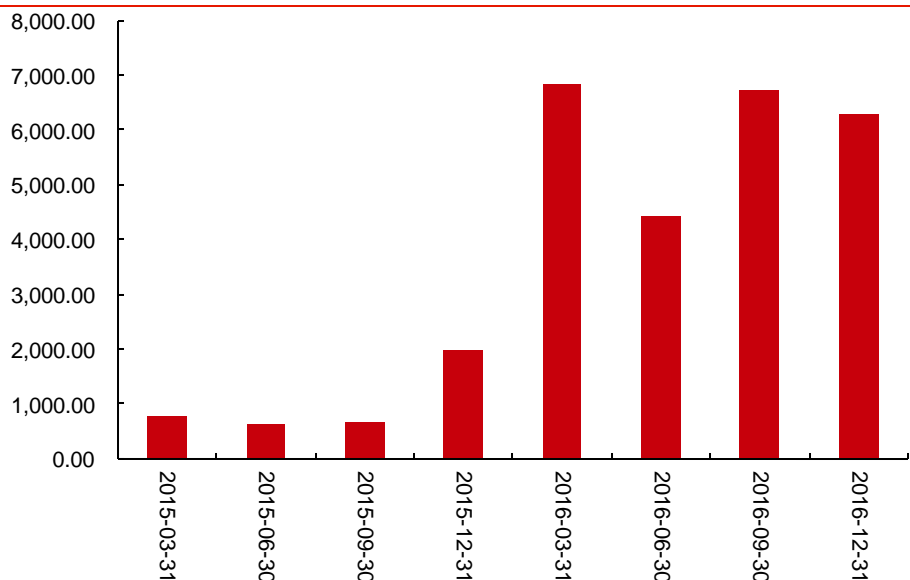


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**预收账款余额与三季度相比基本持平, 全年实际进账同比增长约 25%**

年报披露公司预收款余额为 62.98 亿元, 较三季报的 67.23 亿元下降 4.25 亿元, 主要由于公司宣布 9 月 15 日之后打款按照 739 元执行, 三季度五粮液预收账款基数较高。全年根据预收款叠加收入估算公司实际进账 282 亿元, 同比增长 25%。16 年公司已经实现顺价销售, 挺价策略进展顺利, 当前部分经销商已经开始执行计划外 769 元的价格打款。

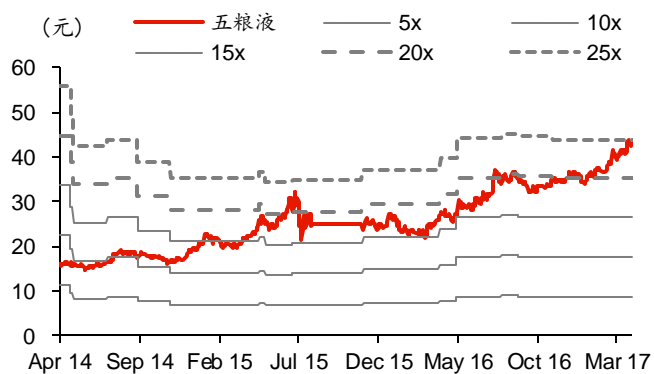
**图表4: 2015-2016年五粮液预收账款余额变化(百万元)**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

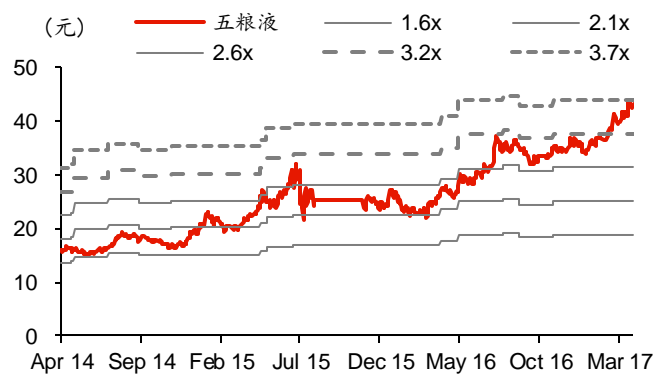
**PE/PB - Bands**

**图表5: 五粮液历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表6: 五粮液历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示: 食品安全问题; 宏观经济环境影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	44,597	54,505	60,474	67,673	76,435
现金	26,374	34,666	39,143	44,045	51,451
应收账款	106.95	107.70	116.33	134.18	149.90
其他应收账款	19.44	18.78	24.54	26.43	27.40
预付账款	332.13	271.65	337.28	376.04	406.55
存货	8,701	9,257	9,763	11,056	11,775
其他流动资产	9,064	10,183	11,090	12,035	12,625
非流动资产	7,949	7,670	6,240	5,670	5,082
长期投资	902.01	794.64	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	5,348	5,431	4,987	4,458	3,887
无形资产	411.69	402.45	412.84	428.66	448.56
其他非流动资产	1,288	1,042	840.14	783.01	746.80
资产总计	52,547	62,174	66,714	73,343	81,517
流动负债	7,968	13,688	9,992	9,672	10,373
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,058	2,171	1,240	1,432	1,611
其他流动负债	6,909	11,517	8,752	8,240	8,762
非流动负债	233.86	280.66	221.80	245.39	249.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	233.86	280.66	221.80	245.39	249.23
负债合计	8,201	13,969	10,214	9,918	10,623
少数股东权益	1,016	1,129	1,449	1,809	2,194
股本	3,796	3,796	3,796	3,796	3,796
资本公积	953.20	953.26	953.26	953.26	953.26
留存公积	38,580	42,328	50,302	56,868	63,951
归属母公司股	43,329	47,077	55,051	61,617	68,701
负债和股东权益	52,547	62,174	66,714	73,343	81,517

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	6,691	11,697	1,950	5,611	8,183
净利润	0.00	7,057	8,294	9,351	10,202
折旧摊销	618.62	573.44	601.01	613.10	619.47
财务费用	(732.11)	(765.86)	(1,528)	(1,722)	(1,977)
投资损失	(34.14)	(33.43)	(17.64)	(17.64)	(17.64)
营运资金变动	(192.28)	4,070	(5,337)	(2,622)	(647.71)
其他经营现金	7,031	795.39	(62.79)	8.90	4.48
投资活动现金	(394.17)	(161.26)	999.09	(5.34)	(21.52)
资本支出	395.22	307.34	(0.38)	0.00	0.00
长期投资	0.00	99.81	(794.88)	0.19	(0.01)
其他投资现金	1.04	245.89	203.83	(5.15)	(21.53)
筹资活动现金	(2,355)	(3,194)	1,528	(703.87)	(755.82)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,355)	(3,194)	1,528	(703.87)	(755.82)
现金净增加额	3,942	8,342	4,477	4,902	7,406

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,659	24,544	27,393	29,827	31,318
营业成本	6,672	7,314	8,300	8,889	9,176
营业税金及附加	1,785	1,941	2,167	2,359	2,477
营业费用	3,568	4,695	5,205	5,518	5,731
管理费用	2,129	2,144	2,328	2,476	2,537
财务费用	(732.11)	(765.86)	(1,528)	(1,722)	(1,977)
资产减值损失	25.80	12.20	13.03	13.91	14.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	34.14	33.43	17.64	17.64	17.64
营业利润	8,246	9,237	10,926	12,311	13,377
营业外收入	66.16	118.92	75.17	77.22	79.48
营业外支出	24.90	18.72	21.81	20.26	21.03
利润总额	8,287	9,337	10,979	12,368	13,435
所得税	1,877	2,281	2,685	3,017	3,234
净利润	6,410	7,057	8,294	9,351	10,202
少数股东损益	234.37	272.23	319.57	359.83	385.57
归属母公司净利润	6,176	6,785	7,975	8,992	9,816
EBITDA (倍)	8,133	9,045	9,999	11,202	12,019
EPS (元)	1.63	1.79	2.10	2.37	2.59

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.08	13.32	11.61	8.88	5.00
营业利润	2.66	12.02	18.28	12.68	8.65
归属母公司净利润	5.85	9.85	17.54	12.75	9.17
获利能力 (%)					
毛利率	69.20	70.20	69.70	70.20	70.70
净利率	28.51	27.64	29.11	30.15	31.34
ROE	14.25	14.41	14.49	14.59	14.29
ROIC	35.55	53.70	42.42	42.66	45.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.61	22.47	15.31	13.52	13.03
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	5.60	3.98	6.05	7.00	7.37
速动比率	4.50	3.30	5.08	5.85	6.23
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.43	0.43	0.43	0.40
应收账款周转率	178.18	217.39	234.01	226.83	209.83
应付账款周转率	7.83	4.53	4.87	6.65	6.03
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.63	1.79	2.10	2.37	2.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	3.08	0.51	1.48	2.16
每股净资产(最新摊薄)	11.41	12.40	14.50	16.23	18.10
估值比率					
PE (倍)	26.26	23.91	20.34	18.04	16.52
PB (倍)	3.74	3.45	2.95	2.63	2.36
EV_EBITDA (倍)	15.72	14.14	12.79	11.41	10.64

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com