

强烈推荐-A (维持)

五粮液 000858.SZ

目标估值: 62.00 元

当前股价: 47.56 元

2017年05月29日

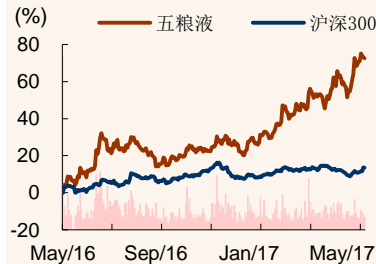
估值折价之谜

基础数据

上证综指	3110
总股本(万股)	379597
已上市流通股(万股)	379576
总市值(亿元)	1805
流通市值(亿元)	1805
每股净资产(MRQ)	13.3
ROE(TTM)	14.8
资产负债率	23.5%
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	4	38	72
相对表现	3	39	58



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《五粮液(000858)——十年蹉跎岁月,而今奋发进取》2017-04-28
- 2、《五粮液(000858)——年报预告成亮点,新起点上看突破》2017-03-31
- 3、《五粮液(000858)——改革落地,航母起锚》2015-11-01 (推荐本文结合此篇15年报告一并阅读)

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

董广阳

021-68407471
donggy1@cmschina.com.cn
S1090512070001

李晓峥 研究助理

021-68407571
lixiaozheng@cmschina.com.cn

复盘历史,五粮液对比茅台,一直存在估值折价。透过折价,我们看到五粮液在经营策略、市场表现、资本策略方面,有巨大改善空间。站在改革落地、曙光履新背景下,我们认为,公司17年开启顺价正循环,未来三年开启内部管理改善、外部景气回升的新周期,可看业绩估值双升。预计17-19年2.20、2.63和3.21元EPS,给予18年23倍估值,目标价61元,三年看3400亿市值,90%空间,维持“强烈推荐-A”。报告中有五粮液茅台对比分析,推荐阅读。

- **五粮液 VS 茅台: 估值折价显著。** 复盘股价历史,五粮液与茅台的估值表现差距明显,五粮液始终存在估值折价,且随着板块行情的上涨,估值折价越明显,累计股东回报率上,也不断拉开差距。同是高端白酒领导品牌,为何两者估值差距显著,可谓“五粮液估值折价之谜”。
- **原因剖析: 经营策略、市场表现、资本策略三大因素制约估值。** 从财报及经营来看,过去几年五粮液经营效率低于茅台,量价策略被动跟踪,渠道模式过于依赖大商,导致公司对终端掌控力下降,恢复速度慢于茅台。此外,在品牌营销、产品结构规划和预期管理上,五粮液也存在着一定不足。经营策略、市场表现、资本策略的三大因素,成为制约五粮液估值提升的重要原因,也是公司亟待解决的核心问题。
- **三年远景展望: 改制添活力,站上新起点。** 五粮液过去两年来,发生两大标志性事件: 改制及换人。五粮液并不缺品牌力,亦有行业景气期积累下来的渠道资源,唯独缺乏激励机制和团队执行力。糖酒会期间新董事长履新,态度务实、措施得力。展望未来三年远景,我们认为,公司在导致估值折价的各方面将有明显改善,改制添活力,新人新气象,新起点上空间可看更大。
- **17年近期跟踪: 顺价已拉开,正循环加速。** 五粮液今年初对老经销商进行减量,实施“优质投放、增量溢价、违规减量”的措施,近期公司又再次调高计划外价格,批发价格持续回升,顺价拉开,渠道盈利改善,公司随后辅之招商,填补空白市场,开启正循环。这一过程正是去年同时期的茅台,先顺价再铺货,渠道从阻力变为推力。
- **投资建议: 估值折价望破解,三年市值看双击,维持“强烈推荐-A”。** 五粮液在新管理层履新后的务实进取,积极拓展市场追求业绩回升,优化量价政策、解决渠道利润问题,均有利于估值折价的修复,我们看好公司未来业绩和估值双提升。预计17-19年2.20、2.63和3.21元EPS,给予18年23倍估值,目标价61元,三年看3400亿市值,维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 需求弱于预期,行业竞争加剧**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	21659	24544	28695	33705	39765
同比增长	3%	13%	17%	17%	18%
营业利润(百万元)	8246	9237	11460	13980	17079
同比增长	3%	12%	24%	22%	22%
净利润(百万元)	6176	6785	8362	10209	12466
同比增长	6%	10%	23%	22%	22%
每股收益(元)	1.63	1.79	2.20	2.63	3.21
PE	29.2	26.6	21.6	18.1	14.8
PB	4.2	3.8	3.5	3.1	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、五粮液 Vs. 茅台：估值折价之谜	4
二、原因剖析：经营有差距，策略待改善	5
1、经营策略：产品、渠道、量价策略	5
(1) 产品体系冗杂，削弱主品牌力	5
(2) 渠道依赖大商，下沉屡屡受阻	6
(3) 量价策略显被动，频繁调价扰预期	7
(4) 品牌投入加码，仍有提升空间	8
2、市场表现：份额下降，预期略低	8
(1) 市占率：持续下降，已然触底	8
(2) 未来预期：双位增速，慢于对手	9
(3) 经营效率：存在差距，仍需追赶	9
3、资本策略：关联交易损估值	10
三、远景展望：改制添活力，站上新起点	12
1、量价政策：政策渐入平稳，渠道利润回升	12
2、渠道策略：招商填补空白，均衡各家额度	13
3、产品策略：聚焦核心品牌，减少开发品牌	14
4、经营效率：全员齐心，节能降耗	16
5、资本策略：分红有望提升、海外沟通加密	16
四、近期跟踪：顺价渐拉大，正循环加速	18
五、投资建议：估值折价望破解，三年市值看双击	19
1、核心假设：中高端白酒保持 20% 增速	19
2、空间估算：一年看 30% 空间，3 年看 3400 亿市值	20

图表目录

图 1：贵州茅台 VS 五粮液的股东总回报	4
图 2：茅台对于五粮液始终有估值溢价	4
图 3：五粮液估值折价因素总结	5
图 4：茅台产品结构图	5
图 5：五粮液产品结构图	5
图 6：五粮液借助总代模式，在上一轮周期中一骑绝尘	6

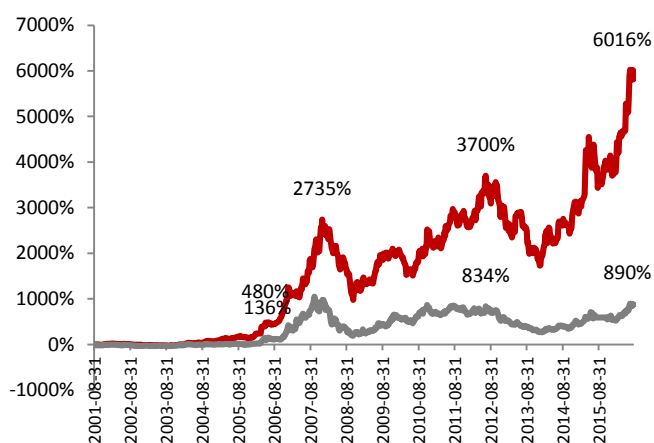
图 7: 茅台五粮液提价史.....	7
图 8: 五粮液老窖频繁调价, 茅台以稳求胜	8
图 9: 茅台市占率持续提升, 抢占五粮液份额.....	9
图 10: 茅五收入 wind 一致预期	9
图 11: 茅五业绩 wind 一致预期	9
图 12: 茅台五粮液销售费用率比较	10
图 13: 茅台五粮液管理费用率比较	10
图 14: 茅台五粮液毛利率差距逐渐缩小.....	10
图 15: 茅台五粮液净利率存在差距	10
图 16: 12 年之前五粮液股份公司股权结构图	11
图 17: 12 年之后五粮液股份公司股权结构图	11
图 18: 茅台五粮液零售价比值	12
图 19: 五粮液实现顺价销售	13
图 20: 五粮液西南中转仓投入使用	14
图 21: 五粮液耀世之旅活动	15
图 22: 五粮液耀世之旅文化论坛.....	15
图 23: 五粮液上市以来分红情况.....	16
图 24: 海外资金逐渐开始关注并买入五粮液	17
图 25: 安徽江苏市场五粮液批价情况 (2017.05)	18
图 26: 上海浙江市场五粮液批价情况 (2017.05)	18
图 27: 五粮液历史 PE Band	21
图 28: 五粮液历史 PB Band	21
表 1: 茅台五粮液渠道模式对比.....	6
表 2: 五粮液经销商新增情况	18
表 3: 五粮液核心产品结构增速假设表.....	19

一、五粮液 Vs.茅台：估值折价之谜

五粮液 Vs.茅台：股东回报率存差距，市盈率体现估值折价。回顾过去 20 年，茅台、五粮液的累计股东回报率持续拉开差距（茅台自 2001 年至 2015 年回报率超 60 倍，同期五粮液回报率 9 倍），两家酒企的市盈率也一直存在估值差距，反映了资本市场对两家白酒企业的预期。

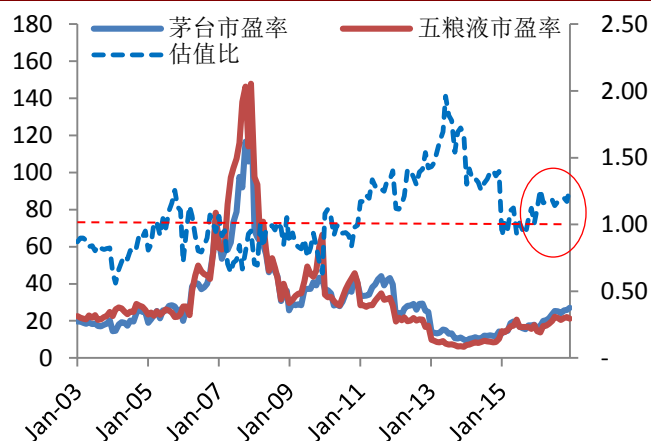
估值折价随板块行情波动。同是高端白酒的领导品牌，五粮液与贵州茅台的估值表现差距明显，自 09 年以来，五粮液相对于茅台始终存在估值折价，且随着板块行情的波动，估值折价带来的差值也随之波动，尤其是本轮行业复苏以来，两者估值距离有拉大的趋势。

图 1：贵州茅台 VS 五粮液的股东总回报



资料来源：wind、招商证券

图 2：茅台对于五粮液的估值溢价近年渐拉大

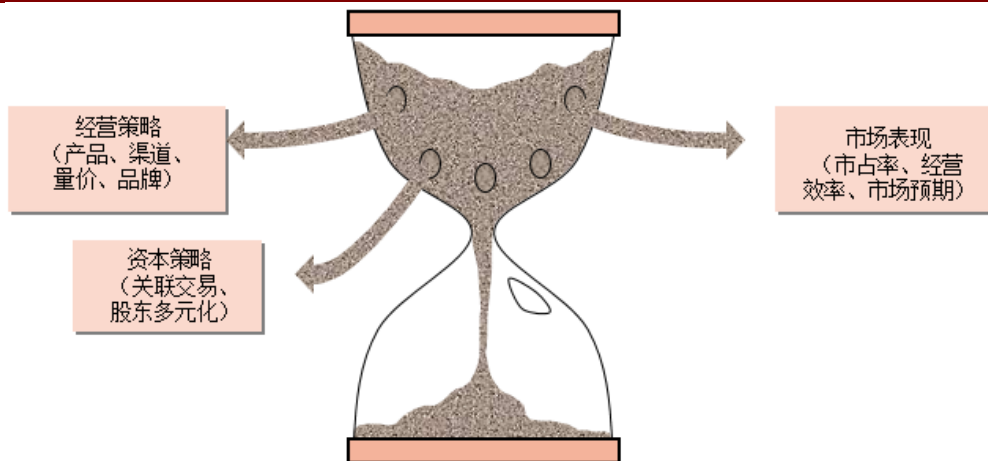


资料来源：wind、招商证券

二、原因剖析：经营有差距，策略待改善

基于五粮液和茅台对比存在估值折价现象，我们从经营策略、市场表现、资本策略三个方面，对五粮液估值折价进行分析，尝试对五粮液估值折价进行多方位的因素解读。

图 3：五粮液估值折价因素总结



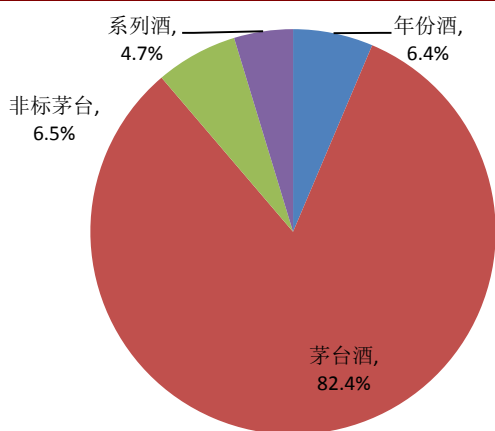
资料来源：招商证券

1、经营策略：产品、渠道、量价策略

(1) 产品体系冗杂，削弱主品牌力

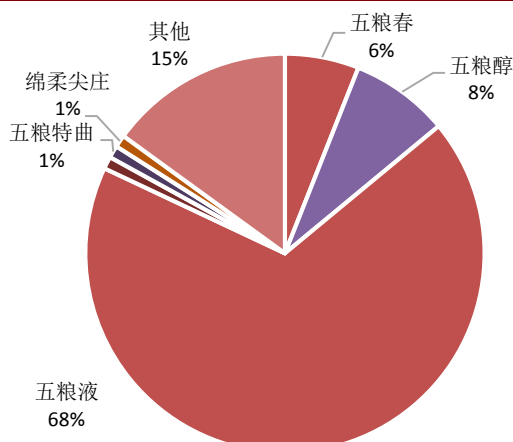
茅台产品线集中，把握高端消费。茅台酒产品主要集中在高端茅台酒，中低端系列酒占比不高，飞天茅台牢牢把握高端白酒消费市场头把交椅，近年来坚持持续铺设渠道，在私人企业主、高消费人士之中引领高端白酒消费，备受追捧。茅台以明确的定位、清晰的产品结构把握住了高端消费市场，景气向上。

图 4：茅台产品结构图



资料来源：wind、招商证券

图 5：五粮液产品结构图



资料来源：wind、招商证券

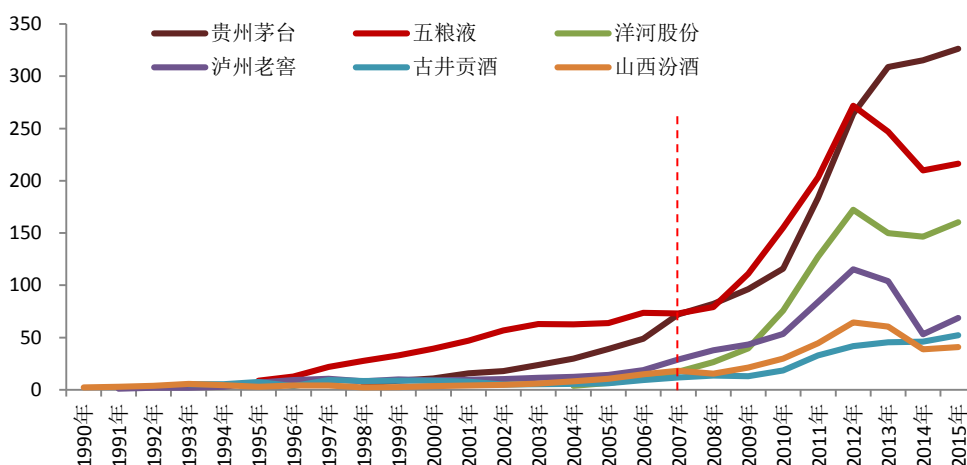
五粮液产品体系齐备，但开发品牌多而不精，影响核心品牌力。与茅台先比，五粮液在产品结构上也较为清晰，高端产品以 52 度五粮液水晶瓶为主，中低端产品有五粮春、

五粮醇、尖庄等多个 10 亿级以上的单品，且浓香型白酒从工艺上更适合做系列酒。但公司同时还有大量开发品牌，从体量来讲，占比并不高，很多开发品牌销售仅有几百万元，但种类繁多，价格不一，名称五花八门，多冠以“五”、“五粮”等字眼，削弱五粮液核心品牌力。

(2) 渠道依赖大商，下沉屡屡受阻

五粮液大商占比过高，阻碍五粮液量价政策及终端营销。五粮液在上一轮白酒牛市的前半段，即 1995-2006 年间，利用自身的总代开发模式，遥遥领先行业其他公司，在上一轮周期中一骑绝尘。06 年后，大商制凸显弊端，被精细操作渠道和单品品牌宣传的茅台反超。本轮行业调整后的恢复期，也是大商制，导致公司对终端掌控力下降，恢复速度明显慢于茅台。

图 6: 五粮液借助总代模式，在上一轮周期中一骑绝尘



资料来源: wind、招商证券

资源倾斜大商，不利终端管理。经营压力增大后，五粮液将希望寄托在核心经销商上。由于五粮液实行的大商制，在三公消费大幅下降过程中，未能实现大众消费显著增长，货源的出水口变小，导致公司将更多营销资源向大商倾斜，最终出现价格倒挂情况。我们认为该模式可以简化公司管理，留住大经销商的量，但弊端在于进一步丧失了终端掌控力，使公司管理能力和边界退化，最后会不利于动销。

表 1: 茅台五粮液渠道模式对比

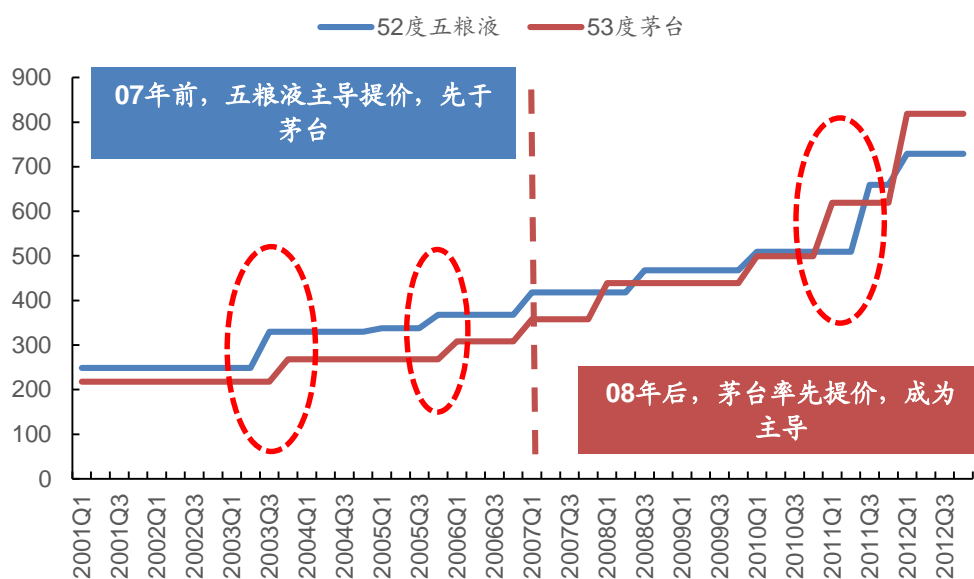
贵州茅台	五粮液
CR (5) <10%。公司年报并未披露前五大经销商占比数据，但前五大占比不高，经销商普遍规模 3-10 吨。	CR (5) =19.5%。前五大经销商占比接近 20%。
裸价销售，大小同价。公司对大小经销商一视同仁，裸价销售不给予返点和费用，也不管理串货	裸价销售，返利差异。公司名义上对经销商裸价销售，不给予营销费用支持，但年底返利政策，对大小经销商区别对待。
平衡大商，发展小商。公司一般不对大商增量，而是开拓新经销商，给小经销商增量。	依赖大商，降格小商。13-15 年间，优先配置资源给大经销商，小经销商不少从一批商降格为二批商。

资料来源: 公司资料、招商证券

(3) 量价策略显被动，频繁调价扰预期

茅台定价权后来居上，五粮液略显被动。回顾茅台五粮液提价历史，2007 年以前，五粮液是高端白酒提价的主导者和价格标杆，茅台跟随。2008 年初，茅台先于五粮液，主动将出厂价从 358 元提高至 439 元，取代五粮液成为提价主导者。2012 年，茅台提价 200 元，至 819 元，出厂价超过五粮液的 729 元。08-12 年间，茅台逐渐从提价时机、提价幅度和调整后价格上，全面超越五粮液，把握了价格的主导权，而五粮液多次提价后被迫降价，再采取跟随策略提价，量价策略显被动。

图 7：茅台五粮液提价史



资料来源：招商证券

五粮液调价频繁，预期不足折损估值。2006 年至今，五粮液调价 16 次（不包括其中的各种补贴政策变化），茅台调价 7 次。2012 年至今，五粮液调价 7 次，茅台调价 1 次。五粮液调价频繁程度较高，实际情况中，价格策略落实到市场的传导会受到经销商在手库存的缓冲，低价库存会影响调价政策的有效性，高价库存则造成经销商库存减值，直接造成亏损。而高频次的调价进一步反作用于经销商，抑制消化低价库存的动力，形成循环持续影响价格传导，甚至出现终端价格倒挂的情况。五粮液频繁调价也使得投资者难以形成准确预期，导致对调价预期混乱，折损了公司估值。

图 8: 五粮液老窖频繁调价, 茅台以稳求胜

年份	月份	茅台	五粮液	国窖1573	
2006	1月	268	338	328	
	2月	308	348		
	7月		368	348	
2007	2月	358	388	388	
	4月			388	
	10月				
2008	1月	439	418	408	
	8月			468	
	9月		469		
2010	1月	499	509	519	
	9月				
2011	1月	619		619	
	9月				
2012	1月		659	889	
	9月				
2013	2月		729	999	
	7月				
2014	5月	819	609	680	
	7月			580	
	8月			550	
	10月				576
	12月				609
2015	6月		659	620	
	8月				
2016	3月		679	640	
	8月				
	9月				739

资料来源: 调研数据、招商证券

补贴政策不透明, 市场预期不一致。五粮液自 14 年起, 有两种方式给经销商补贴, 一种是直接给年底返利, 并根据经销商大小, 给予不同比例返利 (政策不透明), 造成成本有差异, 价格倒挂, 且小经销商最受伤; 一种是票据打款贴息, 保住了短期经销商打款, 但价格倒挂时间拉长, 且政策容易造成市场预期不一致, 最终导致经销商与公司就何时打款, 形成了互相博弈的局面。

(4) 品牌投入加码, 仍有提升空间

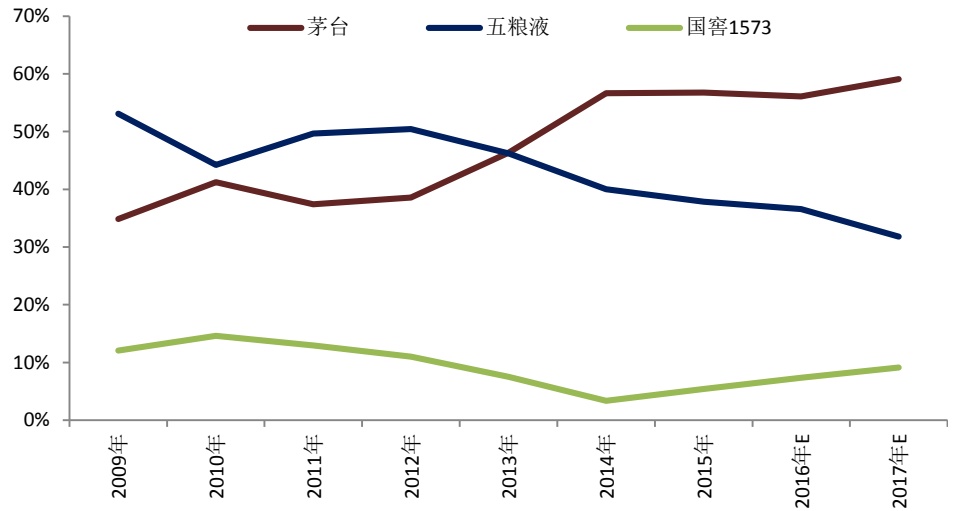
品牌推广稳形象, 与茅台仍有差距。公司在品牌推广加大投入, 针对经销商、投资者、消费者均有相对应的营销策略和具体活动。本轮调整, 五粮液牺牲了市占率和出货量, 稳住价格体系, 也稳住了品牌在消费者心目中的形象, 目前虽与茅台有所差距, 但仍占有 30%以上市场份额。

2、市场表现: 份额下降, 预期略低

(1) 市占率: 持续下降, 已然触底

茅台市占率持续提升, 五粮液挺价丢失部分份额。茅台的经销商规模普遍偏小, 平均在 5-10 吨左右额度, 另外茅台品牌力, 成为大众消费升级中最受益的产品, 市场占有率持续提升。五粮液坚持挺价, 价格上与茅台保持 300 元差距, 性价比无法释放, 且小商从一批变为二批, 归属感下降, 导致部分渠道销售能力下降。

图 9：茅台市占率持续提升，抢占五粮液份额

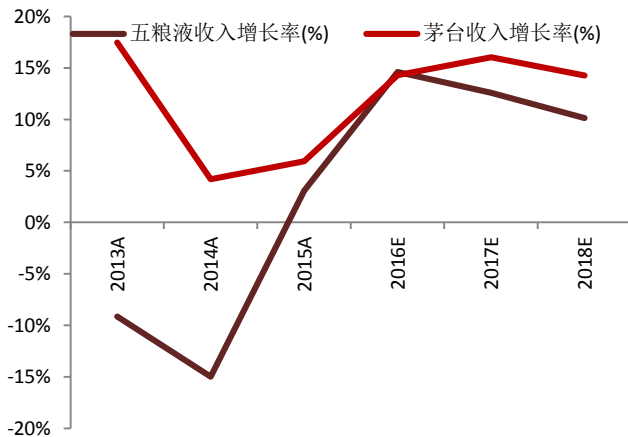


资料来源：wind、招商证券

(2) 未来预期：双位增速，慢于对手

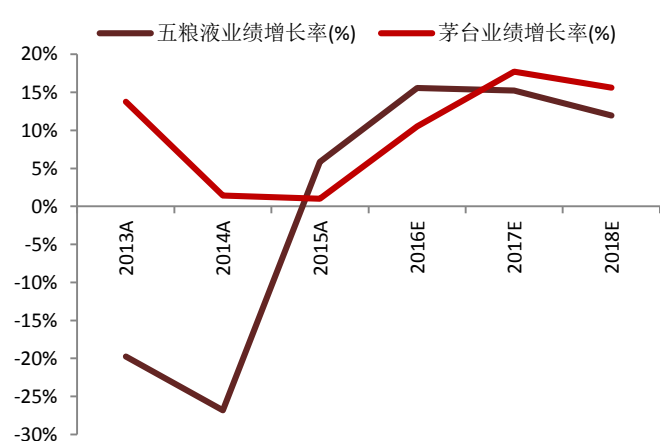
茅台未来增速预期更快，波动性小。Wind 一致预期显示，市场对茅台 17-18 年业绩增速预期为 17.7%，18.6%，实际预期更高。而五粮液预期则为 15.2%、11.9%，低于茅台。以 PEG 指标作为参考，业绩增速预期较低的公司将会被给予相对较低的估值水平，五粮液受业绩预期影响体现出折价。此外，Wind 一致预期中，茅台收入增速预期 15% 左右，五粮液则逐年降低，16 年 14.6%、17 年 12.6%，18 年 10.1%，反应了市场对于五粮液增速持续性仍有一定担心。

图 10：茅五收入 wind 一致预期



资料来源：wind、招商证券

图 11：茅五业绩 wind 一致预期



资料来源：wind、招商证券

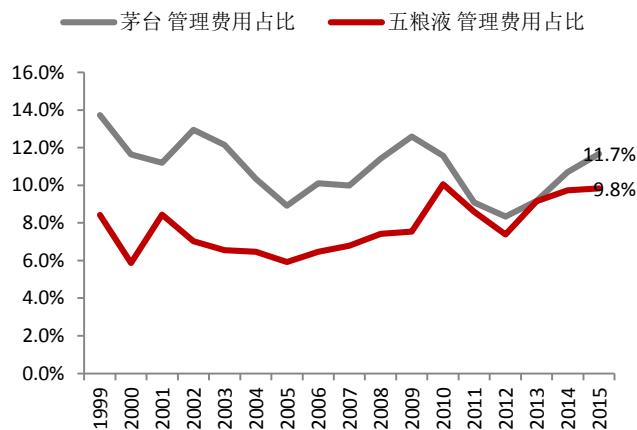
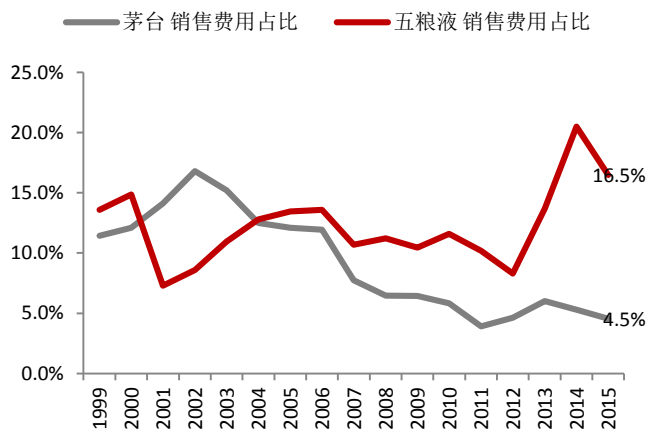
(3) 经营效率：存在差距，仍需追赶

茅五经营效率存差距，五粮液仍在追赶。五粮液的综合费用率显著高于贵州茅台，净利率水平也在茅台之下，且差距存在扩大趋势，综合比较体现出了茅台相对更高的经营效

率。高端白酒近年来多次提价，稳步推升名酒的毛利率水平，五粮液产品结构的优化、精细化控费策略使得其综合毛利率水平正逐渐缩小与茅台的差距，但仍在追赶的路上。经营效率上的差异影响到了投资者对于未来资本回报率的预期，从而成为了茅五之间产生估值溢价/折价的原因之一。

图 12: 茅台五粮液销售费用率比较

图 13: 茅台五粮液管理费用率比较

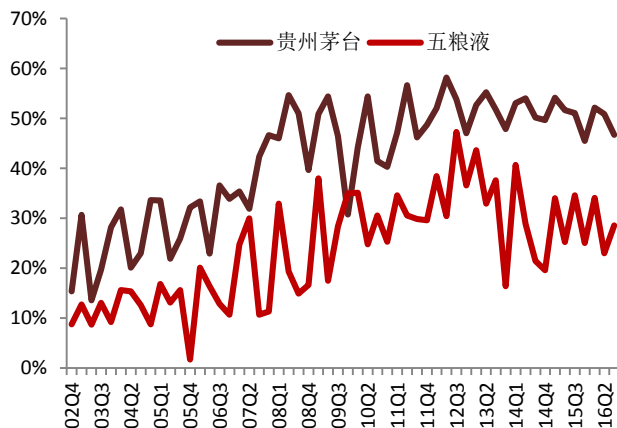
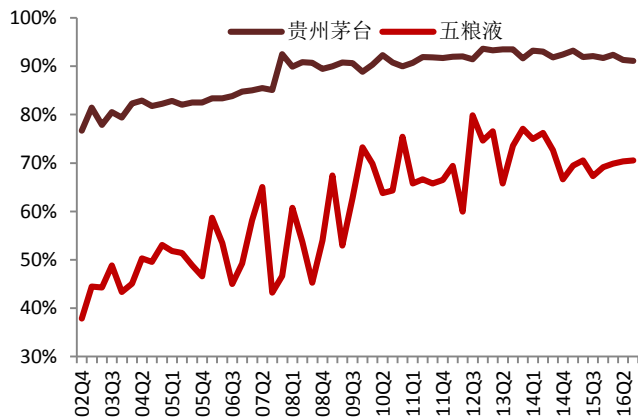


资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

图 14: 茅台五粮液毛利率差距逐渐缩小

图 15: 茅台五粮液净利率存在差距



资料来源: wind、招商证券

资料来源: wind、招商证券

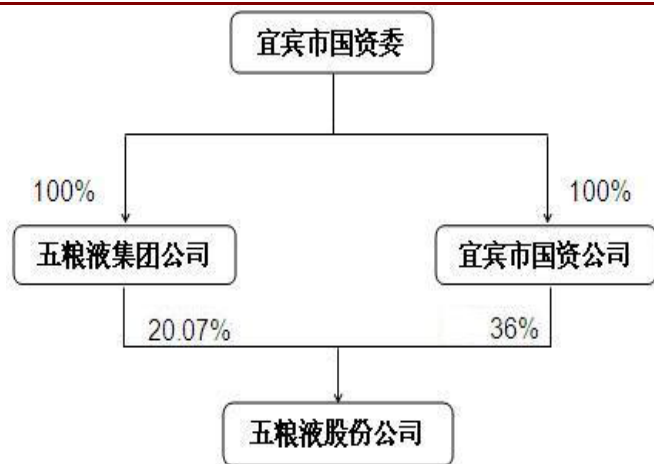
3、资本策略：关联交易损估值

五粮液集团与上市公司形成关联交易。五粮液股份在 1998 年上市时，由于受到当时的上市额度限制，只能将部分资产装入上市公司，而其他未上市的部分资产则被组建成五粮液集团。2012 年，宜宾市国资委曾将持有的 51% 五粮液集团股权划转给宜宾市国资公司，但五粮液股份公司的实际控制人仍然是宜宾市国资公司。由于五粮液集团复杂的形成背景，投资者在具体决策中容易被“两个五粮液”主体混淆，造成信息偏差、预期不足等负面影响：

1.关联交易。五粮液集团实际上并未持有上市公司的全部股权，因此也无法将上市公司收益全部纳入集团的经营业绩，两者形成关联交易。

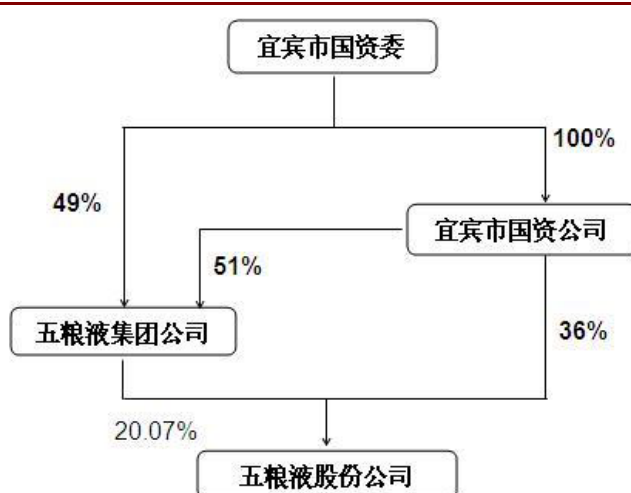
2.产品结构。一方面是上市公司以获得集团无偿授权的“五粮液”、“尖庄”、“五粮春”、“五粮醇”等品牌为主体的自主品牌营销；另一方面则是由五粮液集团所主导的，打着五粮液品牌的买断经营模式。

图 16：12 年之前五粮液股份公司股权结构图



资料来源：wind、招商证券

图 17：12 年之后五粮液股份公司股权结构图



资料来源：wind、招商证券

三、远景展望：改制添活力，站上新起点

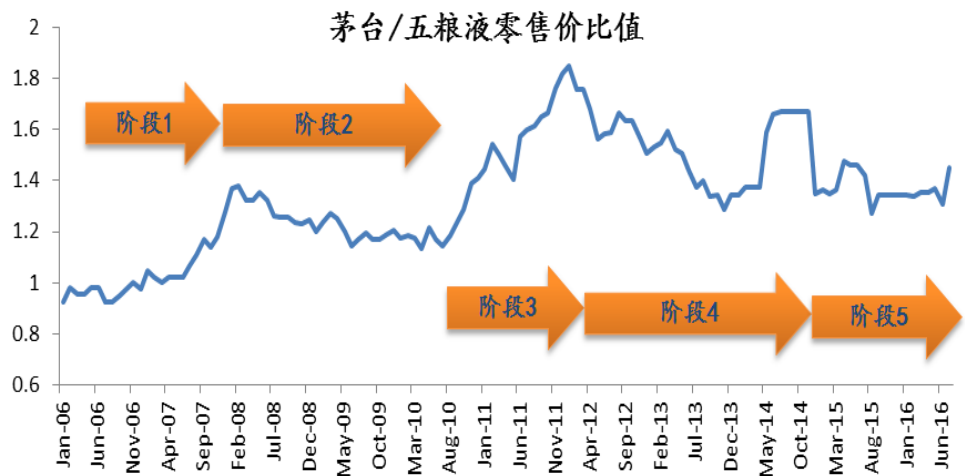
过去两年，五粮液发生两件大事：改制及换人。我们在 15 年报告《改革落地，航母起锚》中提到，“公司并不缺品牌力，亦有行业景气期积累下来的省外经销商支持公司，唯独缺乏激励机制和团队执行力去理顺上层、激励下层，本次方案在此方面能起到巨大的促进作用”。今年糖酒会期间，公司新董事长履新，上任时间不长，但可以看到态度务实、措施得力。

展望未来三年远景，我们认为公司在导致估值折价负面因素，有望得到明显改善，改制添活力，新人新气象，新起点上的五粮液空间可看更大。

1、量价政策：政策渐入平稳，渠道利润回升

付出了代价，捍卫了品牌。五粮液对标茅台，及时跟随调价。历史经验看，茅台与五粮液零售价比值区间在 1.2-1.6，比值中枢在 1.4，低于此中枢水平时，五粮液品牌力被茅台削弱，提价势在必行。公司涨价虽然造成了短期价格倒挂，但从中长期看，有利于品牌价值提升，避免五粮液与茅台差距越拉越大。

图 18：茅台五粮液零售价比值



资料来源：公司资料、招商证券

注：茅台/五粮液零售价比值五阶段：

阶段 1（2006-2008）：茅台深化专卖店渠道，攻占北京市场，成为第一白酒品牌，价格超越五粮液，并拉开价格差距，比值从 1 上升至 1.4；

阶段 2（2008-2010）：08 年金融危机，行业震荡向上，09 年 4 万亿投资，拉动白酒消费景气提升，茅台五粮液价格比值稳定 1.2-1.4 间；

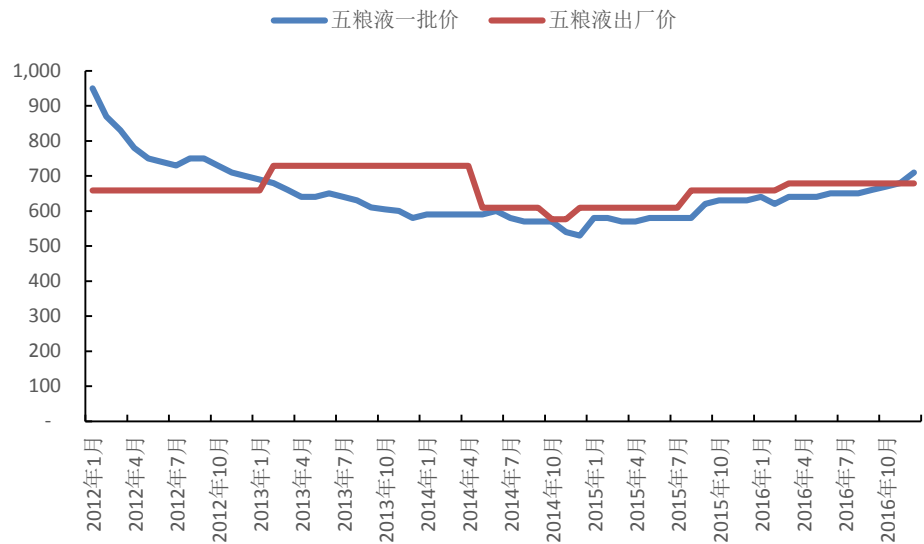
阶段 3（2010-2012）：白酒行业从加速发展进入最后的疯狂阶段，茅台由于第一品牌及投资属性特征，进入自加强阶段，价格一飞冲天，大幅超越五粮液；

阶段 4（2012-2015）：行业进入调整期，价格回归常态，茅台跌幅最大，比值回归至 1.4；

阶段 5（2015-今）：行业开始复苏，茅台最为明显，放量不及需求，价格涨幅较大，比值开始拉大，有提升至 1.6 的趋势。

2016 年理清价格倒挂，核心问题已然破解。五粮液的价格倒挂问题，是导致公司过去两年估值折价的核心因素，公司为了提升终端价格，在渠道商家尚未实现盈利情况下，通过提高出厂价，拉动终端价提升，实现了价格的被动提升，但牺牲了渠道利益。16 年底，随着茅台价格上涨、终端需求增长，以及低价库存的消化，16 年底一批价 720 元，出厂价 679 元，五粮液已经厘清价格倒挂问题，实现顺价销售。

图 19: 五粮液实现顺价销售



资料来源：招商证券

2017 年进入价格政策稳定期，渠道利润空间逐渐放大。如果回顾茅台近两年的反转，16 年底的五粮液，类似于 15 年底的茅台，刚刚实现渠道盈利改善，经销商开始重新尝到甜头，或者说五粮液是 T+1 的茅台。我们认为，公司 2017 年最重要的工作，是在保持出厂价不变的基础上，进一步提高终端价格，拉大渠道盈利空间，这一点从糖酒会的经销商大会上间接得到验证。公司 2017 年重新进入政策稳定期，价格政策维持稳定，对渠道商家放水养鱼。经销商盈利状况的大幅改善，将会使渠道的阻力变为推力，抱怨变为积极，对品牌的爱答不理变成趋之若鹜。

未来价格政策更加稳健科学。价格倒挂的解决，短期解决了掣肘公司的核心问题，让公司能更加从容地与商家携手，共同开发市场，下沉渠道，长期看，我们预计公司的价格政策不会重复过去两年生硬提高，将参考人均收入、渠道库存、竞品价格等指标，制定过程将更加科学。

2、渠道策略：招商填补空白，均衡各家额度

渠道盈利改善，开启空白市场招商，扩大渠道毛细血管。公司解决渠道盈利后，最直接的意义，是能够开始对外招商，赚钱的生意商家自然愿意做，何况又是中国名酒。公司今年将在空白市场进行新招商，将之前没有覆盖到、曾经覆盖但过去两年失去的市场逐步收回，扩大公司自身的渠道毛细血管。

优质投放，增量溢价，均衡商家额度。对现有经销商而言，从赔钱到赚钱，怨言更少，更关注自身供应量能否保证。公司自身的大经销商制，在艰难时刻迫使公司给出差异化的供货价（考虑返利），也不利于渠道下沉，在行情好转之时，公司开始明确各家额度，

增量部分溢价出货，并对额度较大、不严格执行公司政策的经销商进行减量，将多出的额度投入新市场新商家。这都有利于公司拓展渠道、均衡投放。市场普遍担心公司释放的减量政策，是否影响 17 年的销售，实属过虑。

重点市场发力，华东西南带头。公司在过去两年提价中，华东等核心市场份额显著下降，公司从去年起，由被动走向主动，首先准备加大市场投入的，就是华东营销中心，新披露的董事会工作报告中，也制定了华东营销中心销售目标，17 年 80 亿，18 年 100 亿。今年以来，公司陆续在成都等地建设物流中转仓，另外定增项目中也在成都建设营销中心，以成都为核心辐射西南地区，未来将在各地建设分中心，实现渠道逐步下沉。

图 20: 五粮液西南中转仓投入使用



资料来源：公司资料、招商证券

营销中心提速，地聘人员启动。名酒茅台各省区都有分公司，同时有经销商联谊会协助公司行使管理职能，洋河则更加细化，不但从五个大区细分为十几个省区，同时推进新江苏市场，对重点市场进行细分，政策也有所区隔。五粮液从去年底开始，全国五大营销中心建设工作开始提速，各地区的地聘人员招聘也陆续展开，开启走出去的主动营销策略。

3、产品策略：聚焦核心品牌，减少开发品牌

聚焦核心产品，打造五粮品牌。五粮液水晶瓶作为公司核心品牌，公司始终全力打造，去年开始的耀世之旅，增加五粮液品牌的曝光和宣传。今年以来，公司对 52 度五粮液水晶瓶有所减量，同时大幅增加 1618 及低度五粮液发货量，整体五粮液品牌出货量有所增长。公司的投入有目共睹，我们认为，若能聚焦 52 度水晶瓶，同时提升 1618 产品内涵，将 1618 价格与普通水晶瓶拉开差距，不失为更好的策略。

图 21: 五粮液耀世之旅活动



资料来源：糖酒快讯、招商证券

图 22: 五粮液耀世之旅文化论坛



资料来源：新华网、招商证券

梳理开发品牌，重视年份系列，降低品牌掣肘。浓香型白酒工艺导致优质白酒是优中选优，同时产生大量中低端白酒，经历历史发展，形成了众多开发品牌的现状，早期开发品牌带来的是大范围招商和全国市场的覆盖，但目前开发品牌的泛滥，已经成为主品牌的掣肘，亟需梳理整顿。目前公司尚未有所动作，建议公司进行大幅清理，按照年销售额来计，先将 5000 万规模以下的产品进行清理，再大幅提升系列品牌价格，防止搭主品牌的便车。另外对于年份酒，无论是价格体系还是渠道模式，都需要进行重新规划。

系列酒定下目标，期待有更加清晰规划。无论从工艺，还是历史积淀，或者浓香型的群众基础，五粮液在系列酒上都更有优势，公司在董事会报告中也明确提出，十三五期间要打造“两个百亿+两百亿”的目标，三个系列酒品牌要培育出一个 20 亿级、两到三个 10 亿级，5-10 个过亿品牌。目前看五粮春有望成为 20 亿以上单品，五粮头特曲、五粮醇有望成为 10 亿级产品，以永不分裂、五谷春为代表的并购标的品牌，有望成为过亿品牌。目标难度不大，但彰显公司发力方向，期待公司在提出目标的同时，能在系列酒机制上，从销售公司层面有更大突破。

4、经营效率：全员齐心，节能降耗

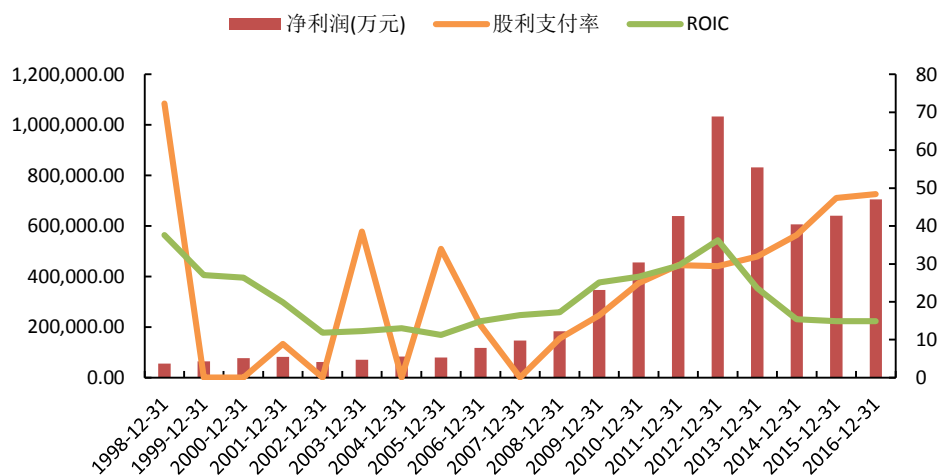
政令更为统一，公司政策执行更加到位。每一次价格调整都是对经销商预期的改变，尤其是在库存较高的情况下降价，更是让经销商利益受损。从公司过去价格调整节奏来看，公司的价格政策制定流程仍有很大提升空间，当前行业趋势向好，只会提价不会降价，新董事长履新，公司量价政策统一口径，由频繁调整到适度调整，公司内部及渠道商家均会全力执行公司政策，经营效率也会显著提升。

利益充分绑定，全员齐心协力。本次公司定增方案将各方利益与公司绑定，市值成长成为高管、员工、经销商和投资者共同的目标，能强化各方利益一致。对于内部高管及员工而言，本次方案管理层激励力度较大，管理层基本都在 350 万以上到 500 万以上额度，是老白干方案的 1 倍以上，员工也积极参与，这对于激发高管员工齐心协力，有积极作用。

5、资本策略：分红有望提升、海外沟通加密

分红有望持续提升、海外资金沟通加密。公司在披露定增方案同时，公布《未来三年股东回报规划（2015-2017 年）》，提出公司将综合考虑所处行业情况、发展阶段、自身经营实际、盈利水平及资金支出安排等因素，分为三类情况，当公司处于成熟期且无重大资金安排时，现金分红将占当期利润分配的 80% 以上，同时增加年中分红的可能性。从定增方案锁定期长达三年来看，公司未来大幅提高分红比率可能性提高，股息率的提升增强公司长期投资价值。

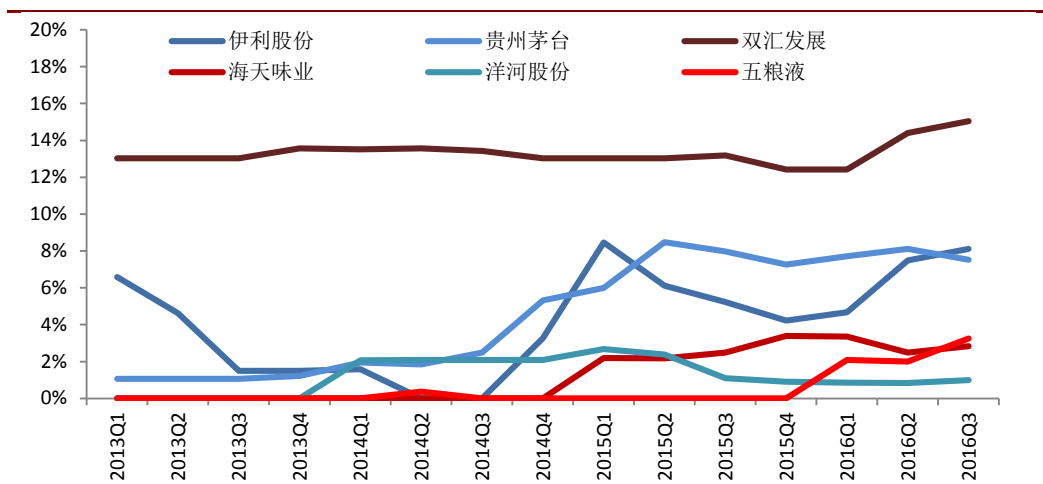
图 23：五粮液上市以来分红情况



资料来源：wind、招商证券

海外机构逐渐关注并买入五粮液。五粮液是目前一线白酒品牌中估值最低，也是改善空间最大的白酒品种，对于海外资金而言更有吸引力，随着公司定增推进，公司有动力与海外资金加大沟通频率，吸引海外资金长线持有。从海外机构投资者的持仓情况来看，2016 年后，五粮液的海外机构投资者开始增多，外资出现在十大流通股东的名单中。

图 24: 海外资金逐渐开始关注并买入五粮液



资料来源: wind、招商证券

四、近期跟踪：顺价渐拉大，正循环加速

整体判断——2017 年开启正循环加速过程。2017 年公司已经步入正循环加速过程——先顺价，再招商，辅之控货，批价加速上行，招商工作更加顺利，这一过程正是去年同时期的茅台，先顺价再铺货，渠道从阻力变为推力。

顺价拉大，渠道阻力变推力，T+1 版茅台。五粮液今年初对老经销商进行减量，实施“优质投放、增量溢价、违规减量”的措施，旨在提升市场批价，近期公司又再次调高计划外价格至 809，目的在于提高批价，改善经销商盈利，加快空白区域招商，近期批发价格继续上涨，目前已经到 810 元以上。我们判断，五粮液今年已经步入正循环加速过程——先顺价，再招商，辅之控货，批价加速上行，招商工作更加顺利，这一过程正是去年同时期的茅台，先顺价再铺货，渠道从阻力变为推力。

图 25：安徽江苏市场五粮液批价情况（2017.05）

序号	省份	城市	一批价（元/瓶）	序号	省份	城市	一批价（元/瓶）
1	安徽	合肥	809元	11	江苏	南京	829元
2	安徽	芜湖	770元	12	江苏	常州	810元
3	安徽	无为	780元	13	江苏	淮安	833元
4	安徽	宣城	829元	14	江苏	南通	790元
5	安徽	广德	790元	15	江苏	苏州	809元
6	安徽	阜阳	810元	16	江苏	扬中	820元
7	安徽	太和	809元	17	江苏	溧阳	780元
8	安徽	蚌埠	825元	18	江苏	扬州	850元
9	安徽	马鞍山	890元	19	江苏	无锡	840元
10	安徽	淮北	809元	20	江苏	张家港	840元

资料来源：酒食汇、招商证券

图 26：上海浙江市场五粮液批价情况（2017.05）

序号	省份	城市	一批价（元/瓶）	序号	省份	城市	一批价（元/瓶）
21	上海	松江区	820元	31	浙江	金华	800元
22	上海	浦东区	809元	32	浙江	温州	800元
23	上海	普陀区	850元				
24	上海	徐汇区	820元				
25	上海	闵行区	830元				
26	上海	静安区	859元				
27	浙江	杭州	800元				
28	浙江	湖州	800元				
29	浙江	宁波	810元				
30	浙江	义乌	800元				

资料来源：酒食汇、招商证券

借助顺价优势，空白区域招商。五粮液将减量资源，投放至新市场招商工作，并且新招商以专卖店为主。今年公司计划重启 200-300 家专卖店，每家给予十几万费用补贴和其他政策支持，市场上批发倒卖的量下降，扎实做终端的量上升，过去几年压制公司价格倒挂的坚冰加速融化。近期已经有媒体报告五粮液在部分区域经销商和专卖店数量大幅增长 150%，且仍有 20 多家申请仍未批准，且以经销商主动加盟为主。我们对重点市场进行调研，五粮液上海区域专卖店增长 5-6 家，安徽增加十几家，以专卖店为主，四川地区新招商，覆盖空白市场，这也印证公司去年制定重启专卖店的计划。

表 2：五粮液经销商新增情况

区域	新增情况	详情
北京	150%	仍有 20 多家未批，经销商主动加盟为主
上海	5-6 家	新增专卖店
安徽	十几家	专卖店形式，新老经销商都有
四川	新增空白市场	省内经销商新增不多，但供货紧张，主要是增加空白市场

资料来源：草根调研、招商证券

价格优势明显，市场动销无虞。市场还担心茅台限价影响五粮液价格空间，我们认为，当前茅五价差仍未达到历史中枢水平 0.7 的比例，此问题大可不必担心，茅台价格坚挺与供应紧张，五粮液为最直接受益的品牌。我们预计普五批价 800 以上，终端 899 的目标将在淡季逐步实现。

五、投资建议：估值折价望破解，三年市值看双击

1、核心假设：中高端白酒保持 20%增速

水晶瓶量价稳升，增长有望两位数以上。预计五粮液水晶瓶将继续保持逐年提价，销量在短暂回落后恢复 11000 吨水平，未来三年保持两位数增速。2017 年量下降 3%（不含 1618 及低度），但吨价提升 10%。预计五粮液水晶瓶单品 17 年收入近 150 亿元，18 年收入增速突破两位数，20 年将突破 200 亿关口。

1618 引领产品升级，低度、交杯产品各放异彩。预计未来五粮液产品结构将显现升级趋势，水晶瓶稳定增长，1618、低度、交杯保持高增速发展。预计 17 年 1618 单品实现 40 亿收入，实现翻倍增长，若不推出其他产品替换 1618，顺应消费升级趋势，2020 年 1618 或将成为五粮液另一个百亿单品。低度及交杯同样保持高增速，18 年合计实现近 25 亿销售。

普通白酒平稳增长，期待并购带来惊喜。我们预计公司低端酒增速在 10% 水平，价格稳定，以量带动收入提升，总体收入占比将越来越小，产品结构得到优化。公司目前已经并购永不分裂、五谷春等地方品牌，积累并购及管理经验，期待公司未来在并购上有更大收获，给市场带来更大惊喜。

整体产品结构：中高端白酒 20% 增速，收入占比提升优化结构。从大类划分来看，预计未来五粮液中高端产品受益明显，增速将达 20% 水平，且收入占比从 70% 持续提升。

表 3：五粮液核心产品结构增速假设表

营业收入拆分预测							
单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	21,011	21,659	24,544	28,696	34,180	41,083	50,293
A. 中高端白酒	14,416	15,507	17,416	21,040	25,478	31,179	39,007
五粮液水晶瓶	12600	13310	13975	14,911	16,596	18,820	21,737
五粮液 1618	976	1240	1914	4,019	6,331	9,306	13,680
五粮液低度	720	774	1080	1,487	1,744	2,046	2,400
五粮液交杯	0	0	272	416	594	788	965
其他	120	140	175	206	212	219	225
B. 普通白酒	5,610	4,839	5,288	5,448	6,052	6,724	7,471
A+B. 白酒业务合计	20,026	20,346	22,704	26,488	31,530	37,903	46,478
C. 其他业务	985	1,313	1,840	2,208	2,649	3,179	3,815
营业成本拆分预测							
营业成本	5,773	6,672	7,314	8,012	9,140	10,474	12,113
1. 中高档白酒	2420	2,839	2,890	3,218	3,703	4,305	5,111
2. 普通白酒	2485	2611	2695	2,805	3,150	3,539	3,978
1+2. 白酒业务合计	4905	5450	5585	6,023	6,853	7,844	9,089
3. 其他业务		1222	1729	1,989	2,287	2,630	3,025
YOY							
营业收入增长率	-15.0%	3.1%	13.3%	16.9%	19.1%	20.2%	22.4%
营业成本/营业收入	27.5%	30.8%	29.8%	27.9%	26.7%	25.5%	24.1%
毛利率	72.5%	69.2%	70.2%	72.1%	73.3%	74.5%	75.9%
销量及价格							

总销量 (吨)	118867	137373	148707	153047	169174	187261	207883
吨酒价格 (万元/吨)	16.85	14.81	15.27	18.75	20.20	21.94	24.19
YOY	7.4%	-12.1%	3.1%	22.8%	7.8%	8.6%	10.3%

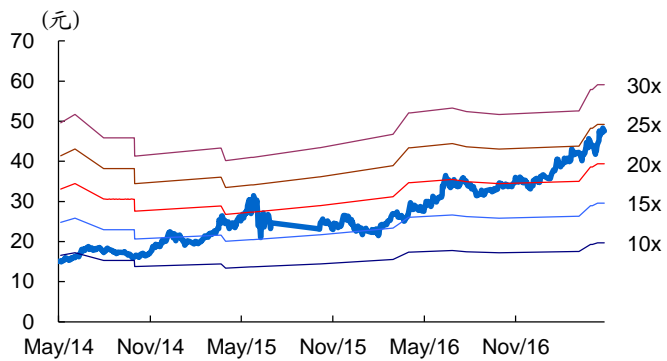
资料来源: wind、招商证券

2、空间估算：一年看 30%空间，3 年看 3400 亿市值

五粮液估值折价有望修复。五粮液对比茅台一直存在估值折价，预期不足主要体现在对五粮液量价策略、产品结构和市占率的对比分析中。当前市场环境下，竞品供给紧张成为常态，中高端酒需求上升后市场缺口打开。看好五粮液在新管理层履新后的务实进取，积极拓展市场追求业绩回升，优化量价政策、解决渠道利润问题，有利于估值折价的修复。

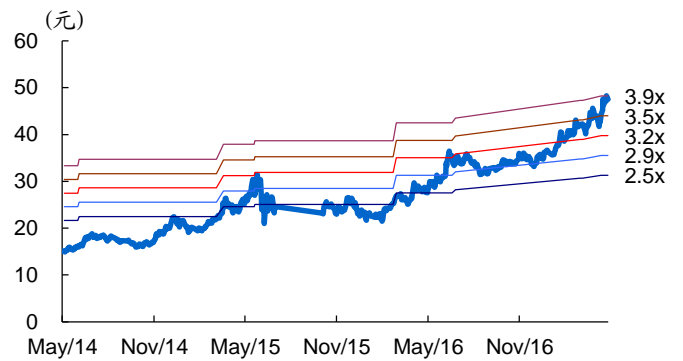
一年看 30%空间，3 年市值可看 3500 亿，维持“强烈推荐-A”。预计 17-19 年 2.20、2.63 和 3.21 元 EPS，给予 18 年 23 倍估值，目标价 62 元，一年看 30%的空间。20 年归母净利润 149.2 亿，给予 20 年 23 倍估值，市值可看 3400 亿，现价 90%空间，维持“强烈推荐-A”。

图 27: 五粮液历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 28: 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）一十年蹉跎岁月，而今奋发进取》2017-04-28
- 2、《五粮液（000858）一年报预收成亮点，新起点上看突破》2017-03-31
- 3、《糖酒会启示系列报告之三——五粮液（000858）：改善仍将绵延不断，性价比仍然领先》2017-03-28
- 4、《五粮液（000858）一改革落地，航母起锚》2015-11-01

推荐将 2015 年这篇报告和本篇报告结合起来，一并阅读，向您呈现一个改善、改革的五粮液

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	44597	54505	58330	67857	77093
现金	26374	34666	40131	46842	52755
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8665	9579	7174	8426	9941
应收款项	107	108	167	196	231
其它应收款	19	19	27	31	37
存货	8701	9257	10122	11542	13179
其他	731	876	709	819	948
非流动资产	7949	7670	7543	7370	7216
长期股权投资	902	795	868	868	868
固定资产	5348	5431	5413	5297	5192
无形资产	412	402	362	326	293
其他	1288	1042	900	879	863
资产总计	52547	62174	65873	75227	84309
流动负债	7968	13688	12251	13361	14642
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1058	2171	898	1024	1169
预收账款	1994	6299	6900	7867	8983
其他	4915	5218	4453	4470	4489
长期负债	234	281	151	151	151
长期借款	0	0	0	0	0
其他	234	281	151	151	151
负债合计	8201	13969	12401	13512	14792
股本	3796	3796	3796	3878	3878
资本公积金	953	953	953	2725	2725
留存收益	38580	42328	47273	53272	60596
少数股东权益	1016	1129	1449	1840	2317
归属于母公司所有者权益	43329	47077	52022	59875	67200
负债及权益合计	52547	62174	65873	75227	84309

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	6691	11697	8617	8366	10195
净利润	6176	6785	8362	10209	12466
折旧摊销	619	573	583	573	554
财务费用	(0)	(0)	(935)	(1087)	(1245)
投资收益	(34)	(33)	(30)	(14)	(14)
营运资金变动	(167)	4078	192	(1708)	(2045)
其它	97	294	445	393	480
投资活动现金流	(394)	(161)	(571)	(400)	(400)
资本支出	(395)	(307)	(500)	(400)	(400)
其他投资	1	146	(71)	0	0
筹资活动现金流	(2355)	(3194)	(2581)	(1255)	(3882)
借款变动	(927)	(1003)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	82	0
资本公积增加	0	0	0	1772	0
股利分配	(2278)	(3037)	(3416)	(4211)	(5141)
其他	849	846	835	1102	1259
现金净增加额	3942	8342	5465	6711	5913

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21659	24544	28695	33705	39765
营业成本	6672	7314	8012	9136	10432
营业税金及附加	1785	1941	2298	2699	3185
营业费用	3568	4695	5489	6245	7168
管理费用	2129	2144	2392	2742	3155
财务费用	(732)	(766)	(935)	(1087)	(1245)
资产减值损失	26	12	10	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	33	30	14	14
营业利润	8246	9237	11460	13980	17079
营业外收入	66	119	50	60	60
营业外支出	25	19	19	19	19
利润总额	8287	9337	11491	14021	17120
所得税	1877	2281	2809	3421	4178
净利润	6410	7057	8682	10600	12943
少数股东损益	234	272	320	391	477
归属于母公司净利润	6176	6785	8362	10209	12466
EPS (元)	1.63	1.79	2.20	2.63	3.21

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	3.1%	13.3%	16.9%	17.5%	18.0%
营业利润	2.7%	12.0%	24.1%	22.0%	22.2%
净利润	5.8%	9.9%	23.2%	22.1%	22.1%
获利能力					
毛利率	69.2%	70.2%	72.1%	72.9%	73.8%
净利率	28.5%	27.6%	29.1%	30.3%	31.3%
ROE	14.3%	14.4%	16.1%	17.1%	18.5%
ROIC	13.1%	13.3%	14.9%	15.8%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	15.6%	22.5%	18.8%	18.0%	17.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.6	4.0	4.8	5.1	5.3
速动比率	4.5	3.3	3.9	4.2	4.4
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
存货周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转率	188.4	228.7	208.9	185.6	186.0
应付帐款周转率	7.8	4.5	5.2	9.5	9.5
每股资料 (元)					
每股收益	1.63	1.79	2.20	2.63	3.21
每股经营现金	1.76	3.08	2.27	2.16	2.63
每股净资产	11.41	12.40	13.70	15.44	17.33
每股股利	0.80	0.90	1.11	1.33	1.62
估值比率					
PE	29.2	26.6	21.6	18.1	14.8
PB	4.2	3.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	32.2	28.9	23.4	19.3	15.9

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，8 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 在中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。