

食品饮料

2017年06月15日

五粮液 (000858)

—— 那些年，我们追过名酒系列之二：加速变革景气向上，业绩与估值双升，维持买入

报告原因：有新的信息需要补充

买入 (维持)

市场数据：2017年06月14日

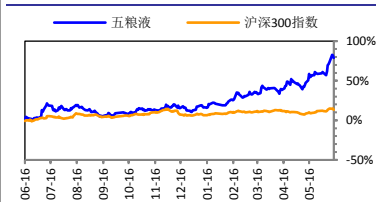
收盘价(元)	53.7
一年内最高/最低(元)	55.99/30.9
市净率	4.0
息率(分红/股价)	1.68
流通A股市值(百万元)	203832
上证指数/深证成指	3130.67/10151.53

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	13.35
资产负债率%	23.46
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：收入利润均超预期 销售趋势稳步向好 重申买入》
2017/04/28

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818×010-66500561
lvchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **投资评价与估值：**维持盈利预测，预测17-19年EPS为2.18、2.69、3.28元，同比增长22%、23%、22%，对应17-19年PE分别为25、20、16倍，维持买入评级。我们通过回顾历史认为，五粮液和茅台过去的估值水平是对其业绩增速、分红水平和历史预期的反应。现在五粮液分红水平已经与茅台相当，今年特别是二季度来公司改善趋势明确，估值有进一步提升空间。由于公司资本性开支不大、现金流较稳定且有确定的分红政策，根据DDM估值法，目标价64.8元。
- **2015年起业绩加速增长，步入景气向上通道。**五粮液15年收入增长3%，净利润增长6%，16年收入增长13%，净利润增长10%，17Q1收入增长15%，净利润增长24%，净利润增速明显加快。
- **新任集团董事长思路明确，公司步入加速变革通道。**随着集团新任董事长的上任，思路明确后各项工作积极展开，五粮液进入了加速改善通道，包括：1、优质投放、增量溢价、违规减量，有效解决大小商之间配额及成本不均问题，渠道信心及推力恢复；2、加强渠道库存、价格体系的精细化管理，加之茅台批价上移发货偏少，五粮液批价淡季稳步上行站上800元，完全顺价销售；3、品牌与产品策略逐步清晰，自上而下五粮液与五粮系双轮驱动，五粮液品牌突出普五，形成“1+3+5”产品体系；4、国企改革已迈出关键第一步，管理层、员工、核心合作伙伴利益一致，有利于内部经营效率提升，重新定位集团相关产业，有利于减少内部关联交易；5、分红率持续提升，加大股东回报。
- **明确长期战略目标，“十三五”打造千亿集团。**今年3月底，集团新任董事长李曙光李总上任，李总在6月初明确长期战略思路。总体规划上，“十三五”要打造千亿集团目标，酒业贡献度将达到60%。在品牌战略层面，进一步聚焦核心主业，集中力量强化五粮液主品牌的做大做强，重新定位集团相关产业减少内部关联交易；品牌营销层面，一要强化核心品牌高端定位，系列酒要精减产品优化结构，重点打造一批10亿级以上的大单品，二要强化品质的提升，三要强化终端营销，改变“贸易销售模式”的粗放管理，形成核心终端的深度运营，形成末端优势。五粮液的二次创业将围绕两个中心工作展开：1是稳定提升合作伙伴的合理利润，2是扩大五粮液的市场份额。价格方面，要稳定并提升五粮液的价格体系和产品结构，力争实现运营商10%—15%毛利，突出和聚焦普五产品，优化并形成核心品牌五粮液的“1+3+5”产品体系，扩大五粮液的市场份额。系列酒方面，中长期规划五粮液与五粮系的销售收入将以1:1作为主要目标，实现五粮液和五粮系双轮驱动。
- **股价表现的催化剂：**出厂价及一批价上涨。
- **核心假设风险：**经济下行影响高端白酒。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	24,544	10,159	28,204	33,077	38,218
同比增长率(%)	13.32	15.11	14.91	17.28	15.54
净利润(百万元)	6,785	3,593	8,292	10,210	12,460
同比增长率(%)	9.85	23.77	22.22	23.13	22.04
每股收益(元/股)	1.79	0.95	2.18	2.69	3.28
毛利率(%)	70.2	70.5	73.6	75.7	77.6
ROE(%)	14.4	7.1	16.0	17.6	19.1
市盈率	30		25	20	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

维持盈利预测，预测 17-19 年 EPS 为 2.18、2.69、3.28 元，同比增长 22%、23%、22%，对应 17-19 年 PE 分别为 25、20、16 倍，维持买入评级。我们通过回顾历史认为，五粮液和茅台过去的估值水平是对其业绩增速、分红水平和历史预期的反应。现在五粮液分红水平已经与茅台相当，今年特别是二季度来公司改善趋势明确，估值有进一步提升空间。由于公司资本性开支不大、现金流较稳定且有确定的分红政策，根据 DDM 估值法，目标价 64.8 元。

关键假设点

预测 17-19 年高端酒收入增长 16%、19%、16%，中低端酒增长 15%、16%、15%。

有别于大众的认识

2015 年起业绩加速增长，步入景气向上通道。五粮液 15 年收入增长 3%，净利润增长 6%，16 年收入增长 13%，净利润增长 10%，17Q1 收入增长 15%，净利润增长 24%，净利润增速明显加快。

新任集团董事长思路明确，公司步入加速变革通道。随着集团新任董事长的上任，思路明确后各项工作积极展开，五粮液进入了加速改善通道，包括：1、优质投放、增量溢价、违规减量，有效解决大小商之间配额及成本不均问题，渠道信心及推力恢复；2、加强渠道库存、价格体系的精细化管理，加之茅台批价上移发货偏少，五粮液批价淡季稳步上行站上 800 元，完全顺价销售；3、品牌与产品策略逐步清晰，自上而下五粮液与五粮系双轮驱动，五粮液品牌突出普五，形成“1+3+5”产品体系；4、国企改革已迈出关键第一步，管理层、员工、核心合作伙伴利益一致，有利于内部经营效率提升，重新定位集团相关产业，有利于减少内部关联交易；5、分红率持续提升，加大股东回报。

明确长期战略目标，“十三五”打造千亿集团。今年 3 月底，集团新任董事长李曙光李总上任，李总在 6 月初召开运营商代表工作会，明确长期战略思路，总体规划上，“十三五”要打造千亿集团目标，酒业贡献度将达到 60%。在品牌战略层面，进一步聚焦核心主业，集中力量强化五粮液主品牌的做大做强，重新定位集团相关产业减少内部关联交易；品牌营销层面，一要强化核心品牌高端定位，系列酒要精减产品优化结构，重点打造一批 10 亿级以上的大单品，二要强化品质的提升，三要强化终端营销，改变“贸易销售模式”的粗放管理，形成核心终端的深度运营，形成末端优势。

股价表现的催化剂

出厂价及一批价上涨。

核心假设风险

经济下行影响高端白酒。

1目录

1. 五粮液：历史演绎及规律分析	6
1.1 业绩是股价上涨的核心驱动力	6
1.2 量、价、收入、净利润与股价分析.....	7
1.3 预收款与经营活动现金流净额分析.....	8
1.4 一批价与股价分析.....	10
1.5 估值分析：估值领先或同步于利润增速变动 当前估值仍有提升空间	10
2. 五维度全比较：那些年的五粮液和茅台	12
2.1 量价分析：五粮液销量上被茅台反超且差距拉大 价格上从主导者到追随者	12
2.2 基本面分析	14
2.3 市场表现：同属第一阵营 真正的全国化品牌.....	16
2.4 股东回报：五粮液分红率持续提升 15-16 年茅五分红率基本相当 ..	16
2.5 估值和股价表现：过去茅台相对五粮液长期存在估值溢价股价表现好于五粮液	17
3. 投资建议：加速变革景气向上 业绩与估值双升 维持买入	18

图表目录

图 1: 五粮液 1998 年上市, 上市以来经历三轮景气期与两轮调整期.....	6
图 2: 1999 年来, 五粮液在 03-07、09-10、15-16 年涨跌幅与超额收益均为正, 17 年至今超额收益 43.65%.....	6
图 3: 预收款由负转正拐点分别出现在 03Q3、06Q1、09Q3、15Q4, 由正转负拐点分别出现在 04Q3、08Q3、12Q2.....	8
图 4: 现金流由负转正拐点分别出现在 04Q1、05Q4、08Q4、15Q4, 由正转负拐点分别出现在 04Q4、08Q2、12Q1.....	9
图 5: 股价低点不晚于一批价低点出现, 股价高点先于一批价高点出现.....	10
图 6: 五粮液收入净利润增速与历史动态估值.....	11
图 7: 五粮液收入净利润增速与股价走势.....	11
图 8: 五粮液历史动态 PE.....	11
图 9: 五粮液相对溢价 (相对上证综指) 水平.....	11
图 10: 茅台&五粮液高端酒销量.....	13
图 11: 08 年后茅台、五粮液出厂价.....	13
图 12: 09 年后茅台、五粮液一批价.....	13
图 13: 目前茅台/五粮液零售价比值依然维持在 1.44 高位.....	13
图 14: 贵州茅台&五粮液营收及同比增速.....	15
图 15: 茅台、五粮液高端酒收入占比.....	15
图 16: 贵州茅台&五粮液归母净利润及同比增速.....	15
图 17: 茅台管理费用率基本均高于五粮液.....	15
图 18: 12 年以来, 五粮液销售费用率大幅提升.....	16
图 19: 茅台毛利率高于五粮液, 但差距有缩小的趋势.....	16
图 20: 茅台市占率稳步提升, 五粮液市占率持续下降.....	16
图 21: 茅台始终维持高分红, 15-16 年茅五分红率基本相当.....	16
图 22: 五粮液与茅台在估值走势上表现一致, 但茅台相对五粮液长期存在估值溢价.....	17
图 23: 茅台上市以来上涨 91 倍, 五粮液上涨 14 倍.....	17
图 24: 茅台历史股价涨跌幅跑赢五粮液.....	17

表 1: 量、价、收入、净利润与股价关系.....	7
表 2: 预收款与经营活动现金流净额分析.....	9
表 3: 五粮液、茅台历史价格变动统计.....	13
表 4: DDM 估值关键假设.....	19
表 5: DDM 估值.....	19
表 6: 主要白酒上市公司盈利预测与估值.....	19
表 7: 李曙光简历.....	20
表 8: 李曙光董事长上台后五粮液主要动态.....	20
表 9: 主要白酒企业历年收入同比增速 (%).....	21
表 10: 主要白酒企业历年归母净利润同比增速 (%).....	22
表 11: 主要白酒企业股价年涨跌幅 (%).....	22

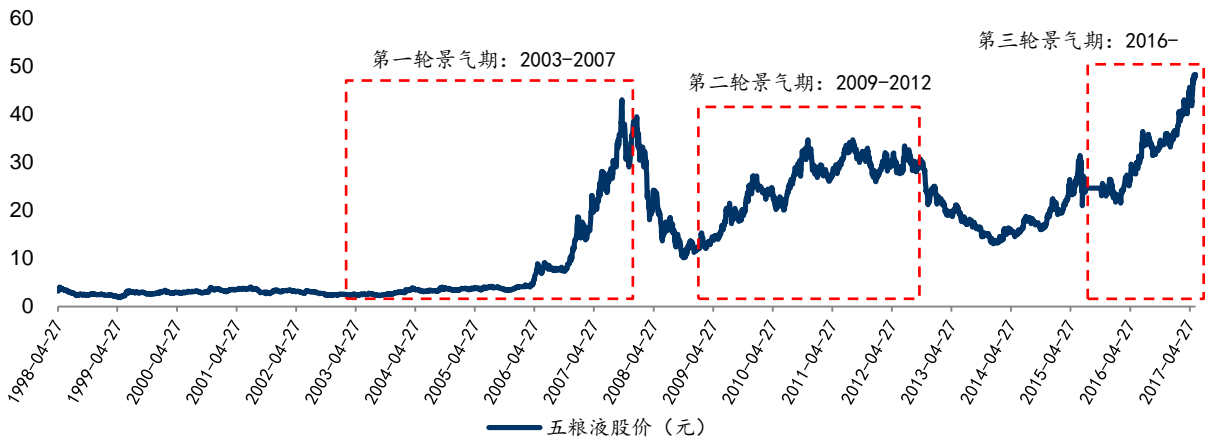
引言：回顾历史，白酒行业十年一周期，本轮调整始于12年，15年下半年调整结束，16年为行业复苏元年，并且16年至今白酒板块整体涨幅巨大，超额收益明显。由于白酒是具备长周期属性的消费品板块，我们认为通过回顾历史，将有助于投资者客观认识行业基本面、股价、估值的历史规律。上一期我们回顾了茅台的历史演绎并总结其规律，本期我们聚焦五粮液，并分析茅台与五粮液在量价、基本面、市场表现、股东回报、估值和股价表现的差异。

1. 五粮液：历史演绎及规律分析

1.1 业绩是股价上涨的核心驱动力

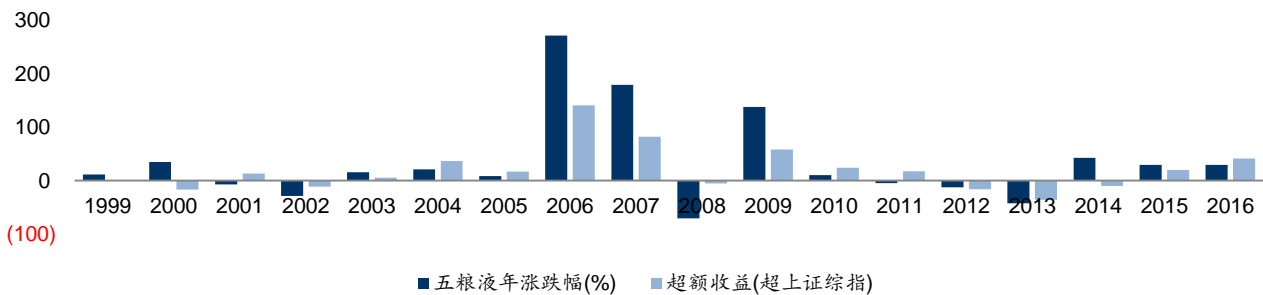
1998年4月27日，五粮液于深圳证券交易所上市，1998年以来，五粮液收入累计增长8倍，**年复合增速13%**，归母净利润累计增长11倍，**年复合增速15%**。其中10年收入增速超15%，其中8年净利润增速超20%。股价方面，公司上市以来股价上涨14倍，**年复合涨幅15%**。股价年复合涨幅与净利润年复合增速一致，**股价上涨的核心驱动力仍然是业绩**。1998年至今，五粮液有8年股价年涨幅超20%，其中4年股价年涨幅位于行业前三。

图 1：五粮液 1998 年上市，上市以来经历三轮景气期与两轮调整期



资料来源：Wind，申万宏源研

图 2：1999 年来，五粮液在 03-07、09-10、15-16 年涨跌幅与超额收益均为正，17 年至今超额收益 43.65%



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2 量、价、收入、净利润与股价分析

2002 年至今，普五出厂价从 249 元涨到 739 元（2017 年 6 月），年复合增长 7.3%；普五销量从 8000 吨（2002E）到 15100 吨（2016E），年复合增长 4.6%。1998 年上市以来，公司收入从 28 亿到 245 亿，年复合增长 13%；归母净利润从 5.5 亿到 67.9 亿，年复合增长 15%。量价齐升带来收入与净利润的增长，量价齐跌则收入净利润下降（如 2014 年），量价变动方向不一致时，收入与净利润变动方向取决于量价变动幅度，总体来看，价格贡献大于销量贡献。在第一轮景气期（2003-2007），普五价格高点出现在 2007 年，实际上五粮液普五出厂价自 02 年起至今仅 14 年下调一次。五粮液收入净利润增速高点出现在 2006 年，股价与动态 PE 高点则出现在 07Q3。08 年普五价格继续提升，但销量增速由正转负，收入增速 07 年转负，净利润增速 07 年大幅下降，从而股价与估值均大幅回落。在第二轮景气期（2009-2012），价格与销量高点均出现在 2012 年，收入与净利润增速高点出现在 2009 年，股价高点出现在 11Q3，动态 PE 高点出现在 09Q4。2013 年收入净利润增速均由正转负，股价自 12Q4 起进入趋势性下跌通道，动态估值则从 2010 年起开始逐步下降。根据以上分析，我们得出以下几点结论：（1）从量价指标看，2002 年以来，价格年复合增速 8%，销量年复合增速 5%，整体来看价格贡献大于销量贡献；但由于价格基本上处于上升通道，业绩拐点基本与销量增速拐点一致。（2）在第一轮景气期，股价与估值高点同步出现，收入净利润增速高点先于股价估值高点出现；在第二轮景气期，估值高点与收入净利润增速高点同步出现，股价高点则在收入净利润增速高点之后出现。由此可见，收入净利润增速高点基本上先于股价高点出现，第一轮景气期股价与估值的变动趋势基本一致，而在第二轮景气期，估值先于股价达到高点。（3）整体看，在景气期，业绩与估值经历双击，而在调整期，业绩与估值则经历双杀。

表 1：量、价、收入、净利润与股价关系

	出厂价 (元)	YoY	收入(亿)	YoY	净利润(亿)	YoY	股价年涨跌幅 (%)	动态 PE 均值	相对溢价 均值
1998			28.14	28%	5.53	62%	-23.84		1.07
1999			33.09	18%	6.49	17%	11.51		0.61
2000			39.54	19%	7.68	18%	34.95		0.38
2001			47.42	20%	8.11	6%	-7.27		0.43
2002	249		57.07	20%	6.13	-24%	-28.69		0.46
2003	330	32.53%	63.33	11%	7.03	15%	15.86		0.53
2004	330	0.00%	62.98	-1%	8.28	18%	21.33	19.47	0.79
2005	343	3.94%	64.19	2%	7.91	-4%	8.36	19.62	1.24
2006	368	7.29%	73.97	15%	11.67	48%	271.49	24.71	1.40
2007	418	13.59%	73.29	-1%	14.69	26%	179.11	55.84	1.85
2008	438	4.78%	79.33	8%	18.11	23%	-70.67	36.11	2.18
2009	469	7.08%	111.29	40.3%	32.45	79%	138.02	25.28	1.50
2010	509	8.53%	155.41	39.6%	43.95	35%	10.03	22.17	1.61
2011	659	29.47%	203.51	31%	61.57	40%	-4.43	19.16	1.88
2012	659	0.00%	272.01	34%	99.35	61%	-12.69	12.54	1.55
2013	729	10.62%	247.19	-9%	79.73	-20%	-42.58	6.74	0.74

2014	609	-16.46%	210.11	-15%	58.35	-27%	42.87	8.69	0.99
2015	659	8.21%	216.59	3%	61.76	6%	29.44	14.66	1.06
2016	739	12.14%	245.44	13%	67.85	10%	29.36	15.66	1.22

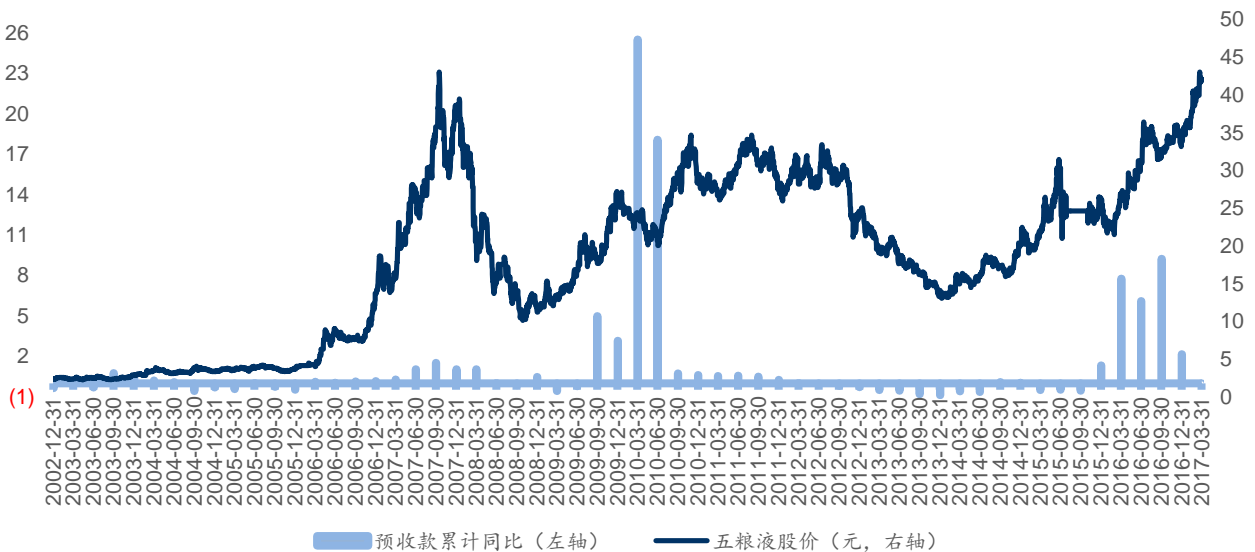
GAGR 8% 13% 15% 15% (上市至今)

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3 预收款与经营活动现金流净额分析

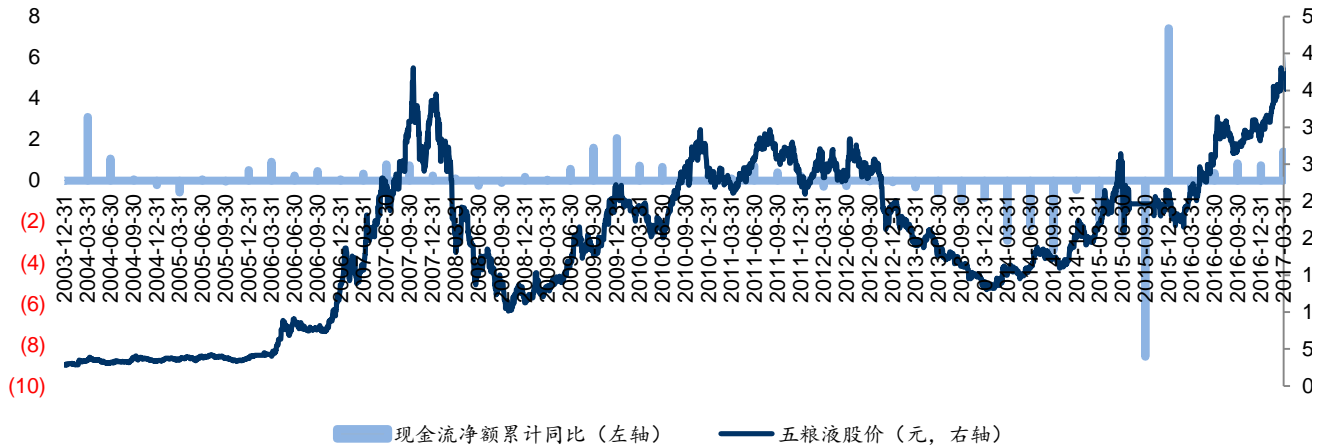
在第一轮景气期中，预收款与经营活动现金流净额累计同比增速由负转正的拐点分别出现在 03Q3 和 04Q1，股价拐点出现在 03Q2，但由于 04-05 年公司收入增速大幅下降，预收款与经营活动现金流净额累计同比增速并非在整个景气周期均持续为正，预收款和经营活动现金流净额累计同比增速由负转正的拐点分别在 06Q1、05Q4 再次出现，并且增速持续到第一轮景气期末均为正，而股价从 06Q1 起也进入了趋势性连续上涨通道。第一轮景气期的股价高点出现在 07Q4，预收款与经营活动现金流净额累计同比增速由正转负拐点分别出现在 08Q3 和 08Q2，后于股价高点出现。第二轮景气期中，预收款与现金流增速由负转正拐点分别出现在 09Q3 和 08Q4，股价拐点出现在 09Q1，预收款与现金流增速由正转负拐点分别出现在 12Q2 和 12Q1，股价拐点出现在 11Q3。在第三轮景气期中，预收款与现金流增速由负转正拐点均出现在 15Q4，股价拐点出现在 16Q1。根据以上分析，我们得出以下几点结论：（1）整体来看，在前两轮景气期中，预收款与现金流拐点并非都先于股价拐点出现，预收款现金流净额变化与股价变化并不存在明显的规律；（2）在第一轮和第三轮景气期中，股价分别自 06Q1、16Q1 起步入趋势性上涨通道，预收款和现金流是股价的领先指标；（3）在收入增速大幅下降的 04-05 年、08 年、13-15 年，预收款与现金流增速多数为负；（4）在股价加速上涨时期（06Q1-07Q3，09Q3-11Q3，16Q1 至今），预收款与现金流增速基本持续为正。

图 3：预收款由负转正拐点分别出现在 03Q3、06Q1、09Q3、15Q4，由正转负拐点分别出现在 04Q3、08Q3、12Q2



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：现金流由负转正拐点分别出现在 04Q1、05Q4、08Q4、15Q4，由正转负拐点分别出现在 04Q4、08Q2、12Q1



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：预收款与经营活动现金流净额分析

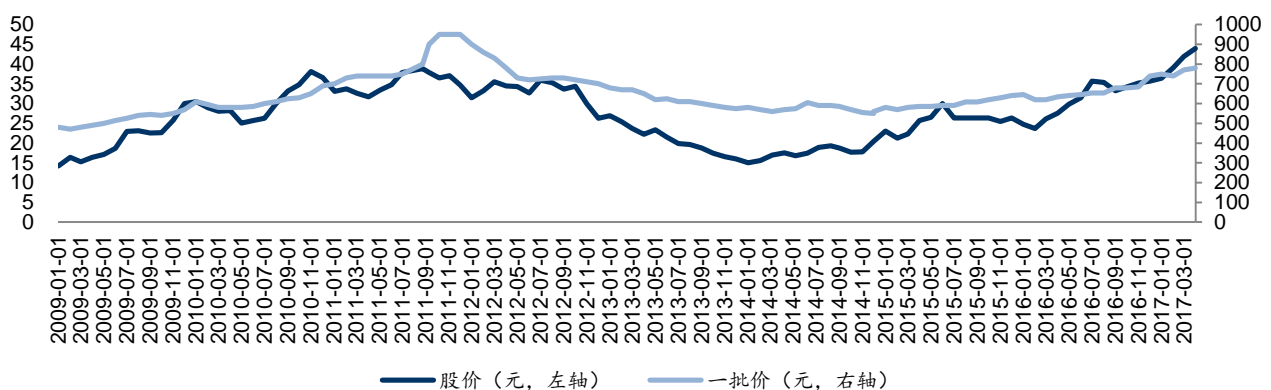
年份	预收款 (亿)	YoY	现金流净额 (亿)	YoY	一批价 (均价, 元)	YoY	股价年涨跌幅	动态 PE 均值	相对溢价 (相对上证综指)
1998	1.35		3.59				-23.84		1.07
1999	6.66	395%	8.98	150%			11.51		0.61
2000	9.02	35%	12.95	44%			34.95		0.38
2001	8.95	-1%	10.73	-17%			-7.27		0.43
2002	5.85	-35%	10.53	-2%			-28.69		0.46
2003	8.00	37%	10.45	-1%			15.86		0.53
2004	5.64	-29%	8.22	-21%			21.33	19.47	0.79
2005	2.97	-47%	12.53	52%			8.36	19.62	1.24
2006	3.46	17%	13.36	7%			271.49	24.71	1.40
2007	7.12	106%	16.66	25%			179.11	55.84	1.85
2008	10.53	48%	19.73	18%			-70.67	36.11	2.18
2009	43.76	316%	60.54	207%	517		138.02	25.28	1.50
2010	71.08	62%	77.03	27%	611	18%	10.03	22.17	1.61
2011	90.47	27%	95.33	24%	808	32%	-4.43	19.16	1.88
2012	64.67	-29%	87.50	-8%	761	-6%	-12.69	12.54	1.55
2013	8.25	-87%	14.59	-83%	623	-18%	-42.58	6.74	0.74
2014	8.58	4%	7.95	-46%	575	-8%	42.87	8.69	0.99
2015	19.94	132%	66.91	742%	599	4%	29.44	14.66	1.06
2016	62.99	216%	116.97	75%	658	10%	29.36	15.66	1.22
GAGR	24%		21%		4%		15%		

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.4 一批价与股价分析

在第二轮景气期中，普五一批价低点出现在 2009 年 2 月（一批价 470 元），股价低点出现在 2009 年 1 月，一批价高点出现在 2011 年 10 月（一批价 950 元），一批价维持三个月高点后于 2012 年 1 月下降，股价高点出现在 2011 年 8 月底。在本轮复苏期中，普五一批价低点出现在 2016 年 2 月和 3 月（一批价 620 元），股价低点出现在 2016 年 2 月，股价低点不晚于一批价低点出现，股价高点先于一批价高点出现。在一批价与股价走势上，二者基本一致。

图 5：股价低点不晚于一批价低点出现，股价高点先于一批价高点出现

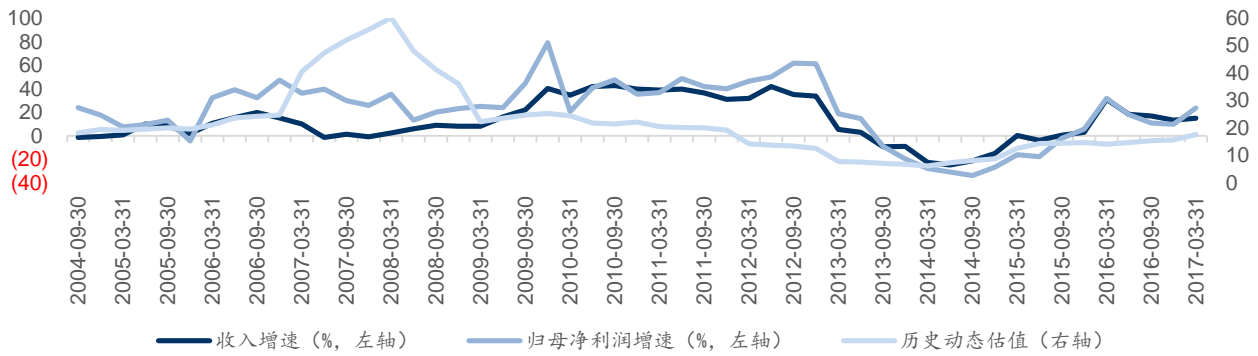


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.5 估值分析：估值领先或同步于利润增速变动 当前估值仍有提升空间

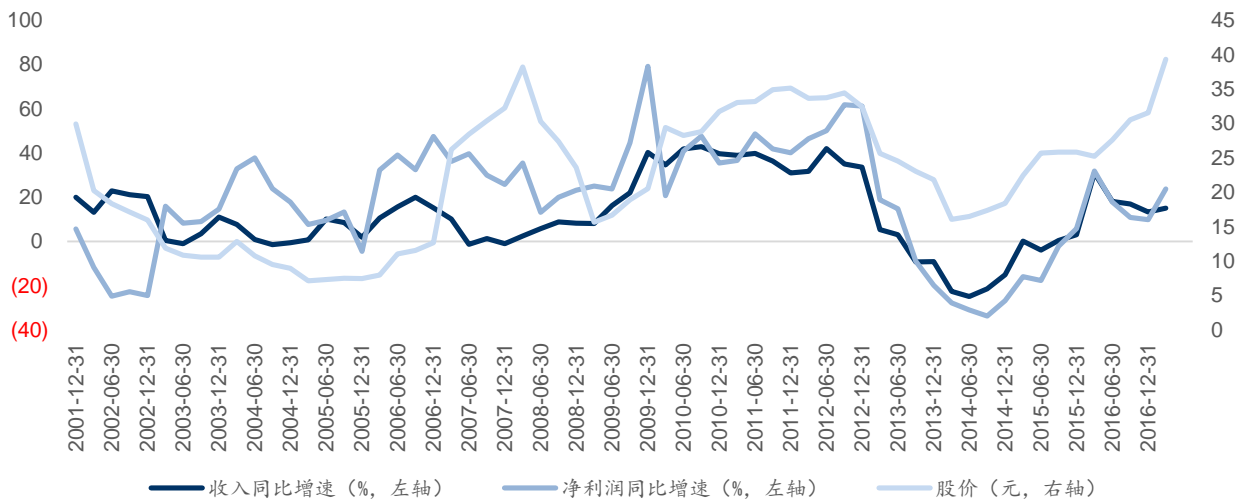
五粮液上市以来，历史静态估值处于（5.9x，129.6x），相对估值（相对上证综指）处于（0.3x，2.6x）。在上一轮景气周期 09-12 年，五粮液历史动态 PE 处于（7.9x，30.4x），相对估值（相对上证综指）处于（0.9x，2.3x），五粮液的历史动态 PE 高点在 09Q4，当年动态 PE 均值 25x，利润增速高点出现在 2009 年，估值高点与利润增速高点在同一年。10 年利润增速回落，估值水平也随之回落。12 年行业进入调整期，普五一批价自 950 元（11 年 12 月）逐步下跌至低点 550 元（14 年 12 月），出厂价于 14 年 5 月下调 120 元，销量增速 13-14 年连续为负，在量价齐跌的情况下利润增速与估值进一步回落。调整期估值低点出现在 12Q4，利润增速低点出现在 2014 年（同比下降 27%），估值拐点出现在 2015 年，利润增速拐点出现在 2016 年，估值均领先利润增速变动。

图 6：五粮液收入净利润增速与历史动态估值



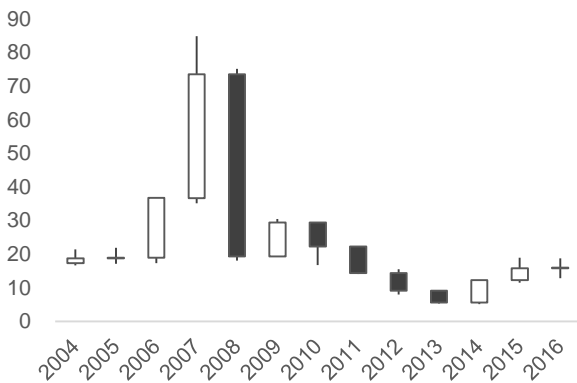
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：五粮液收入净利润增速与股价走势



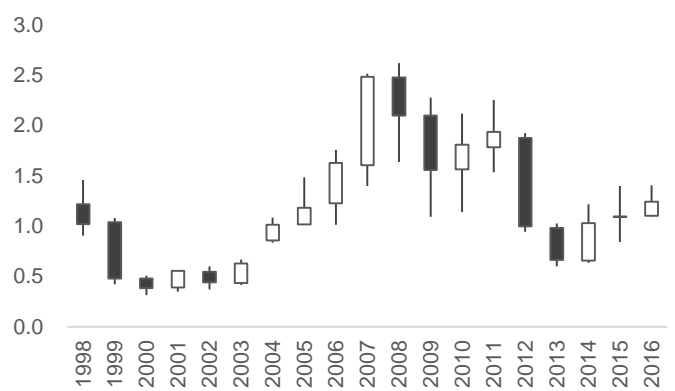
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：五粮液历史动态 PE



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 9：五粮液相对溢价（相对上证综指）水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 五维度全比较：那些年的五粮液和茅台

历史演绎规律对比：根据对茅台和五粮液的历史演绎及规律分析，二者的共同之处体现在：（1）业绩是股价上涨的核心驱动力，净利润与股价的年复合增速基本一致。（2）量价齐升带来收入净利润增长。（3）景气期，业绩和估值经历双击，调整期，业绩和估值经历双杀。不同之处体现在：在量价、收入净利润、预收款现金流、一批价与股价关系上，茅台呈现出明显的规律性，预收款、现金流的先行指标特征明显。

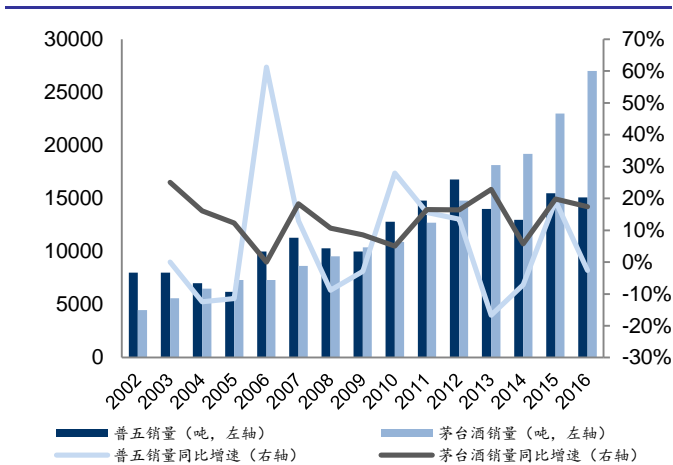
基于这两期对茅台和五粮液历史演绎及规律的分析，我们对茅台和五粮液在量价、基本面、市场表现、股东回报、估值和股价表现进行比较分析，洞察茅台和五粮液这些年来的差异和变化。

2.1 量价分析：五粮液销量上被茅台反超且差距拉大 价格上从主导者到追随者

销量方面，2002年至今，茅台酒销量稳步增长，累计增长5倍，年复合增速14%，五粮液普五销量增速波动较大，累计增长89%，年复合增速5%。13年之前普五销量均超茅台，13年茅台酒在销量上实现了对普五销量的反超，并加速增长，二者差距在逐步拉大。

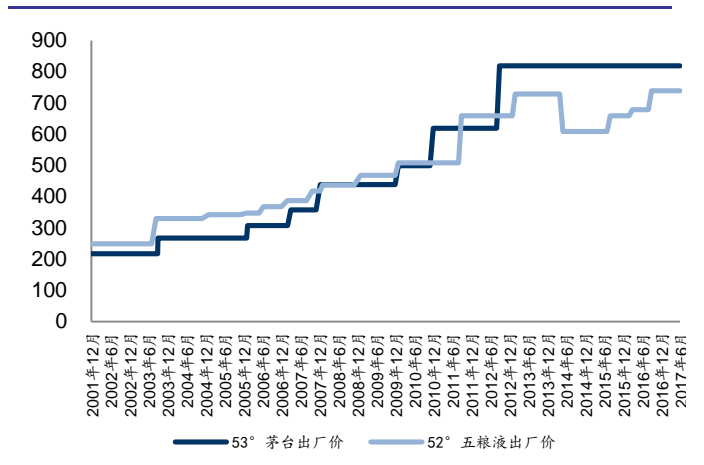
价格方面，（1）**出厂价：**08年以前，五粮液处于价格主导地位，茅台跟随，08年1月，茅台率先将出厂价提升到439元，而后五粮液提价基本跟随茅台。2002年至今，茅台出厂价从218元到819元，年复合增速10%，五粮液出厂价从249元到739元，年复合增速8%，2012年9月，茅台出厂价提升200元至819元，此后茅台出厂价一直高于普五。13年2月，五粮液提升普五出厂价至729元，试图缩小与茅台价差，但终端销售无法支撑普五提价，因此被迫降价。13年2月至16年11月，普五价格始终处于倒挂状态，**五粮液通过15年8月，16年3月、9月三次提价使出厂价从609元提升到目前的739元（计划外769元并有可能继续上调至809元），一批价提升到800元，已经实现了顺价销售，步入正向循环通道。**（2）**一批价：**2009年1月至今，茅台一批价始终高于普五，且价差从09年1月的50元扩大到17年6月的500元，二者在价格上的差距逐步拉大。（3）**零售价：**从历史数据来看，2002年至今，茅台/五粮液零售价比值处于（0.65, 1.88）区间，均值水平1.21，比值低点出现在03年9月，比值高点出现在11年12月，2002-2006年，比值均小于1，10年7月起，茅台/五粮液零售价比值加速上涨，于11年12月到达高点。12年起行业进入调整期，茅台价格加速回落，零售价比值也随之回落。**目前茅台/五粮液零售价比值依然维持在1.44高位。**（4）**价格管控：**五粮液提价频次明显高于茅台，尤其是2012年后，这与五粮液的先降价后提价有关，但通过连续上调出厂价，**五粮液已成功实现渠道顺价步入正循环，提价策略成功！**

图 10: 茅台&五粮液高端酒销量



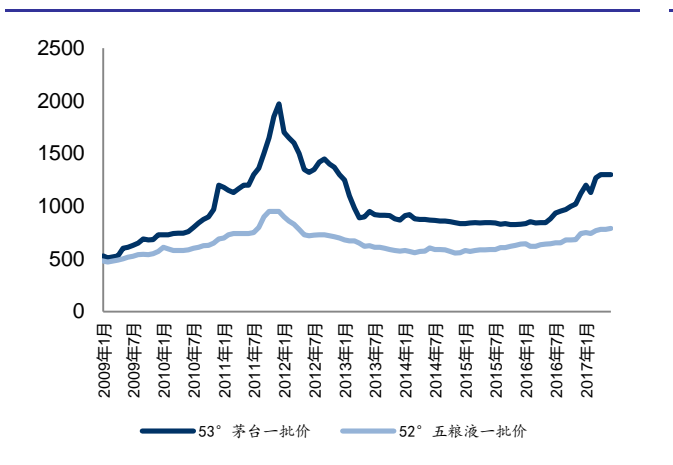
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 08 年后茅台、五粮液出厂价



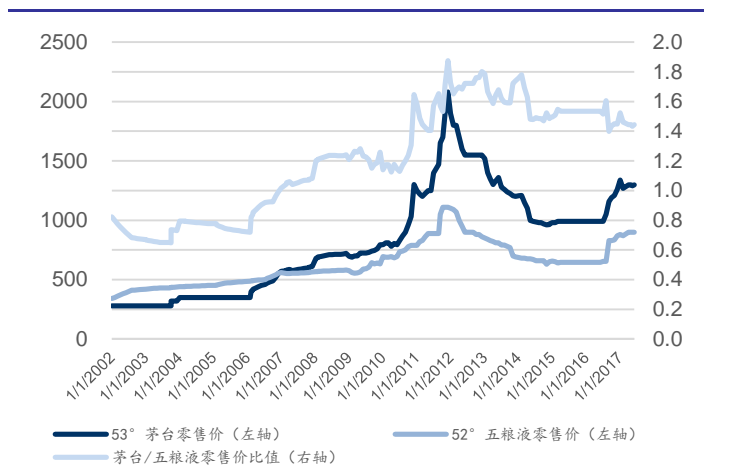
资料来源: 申万宏源研究

图 12: 09 年后茅台、五粮液一批价



资料来源: 申万宏源研究

图 13: 目前茅台/五粮液零售价比值依然维持在 1.44 高位



资料来源: 京东, 申万宏源研究

表 3: 五粮液、茅台历史价格变动统计

产品	时间	提价情况	
茅台酒	2001.08	出厂价由 185 元/瓶上调到 218 元/瓶	
茅台酒	2003.01	出厂价由 218 元/瓶上调到 268 元/瓶	
茅台酒	2006.02	出厂价由 268 元/瓶上调到 308 元/瓶	
茅台酒	2007.04	出厂价由 308 元/瓶上调到 358 元/瓶	
年份酒	2007.01	出厂价格上调	
贵州茅台	茅台酒 (除陈年茅台)	2007.03	出厂价格平均上调幅度约为 12%
茅台酒	2008.01	出厂价由 358 元/瓶上调到 439 元/瓶	
茅台酒	2010.01	出厂价格由 439 元/瓶上调到 499 元/瓶	
茅台酒	2011.01	出厂价格由 499 元/瓶上调到 619 元/瓶	
茅台酒	2012.09	出厂价格由 619 元/瓶上调到 819 元/瓶	
茅台酒	2015.08	制定了批发价格不得低于 850 元/瓶销售的政策	
普五	2003.09	出厂价格由 249 元/瓶上调到 330 元/瓶	

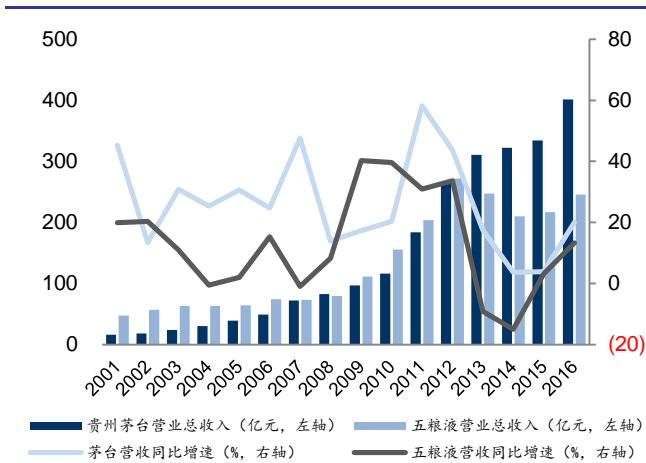
五粮液	普五	2005.01	出厂价格由 330 元/瓶上调到 343 元/瓶
	普五	2006.01	出厂价格由 343 元/瓶上调到 348 元/瓶
	普五	2006.07	出厂价格由 348 元/瓶上调到 368 元/瓶
	普五	2007.02	出厂价格由 368 元/瓶上调到 388 元/瓶
	普五	2007.10	出厂价格由 388 元/瓶上调到 418 元/瓶
	普五	2008.01	出厂价格由 418 元/瓶上调到 438 元/瓶
	普五	2009.01	出厂价格由 438 元/瓶上调到 469 元/瓶
	普五	2010.01	出厂价格由 469 元/瓶上调到 509 元/瓶
	普五	2011.09	出厂价格由 509 元/瓶上调到 659 元/瓶
	普五	2013.02	出厂价格由 659 元/瓶上调到 729 元/瓶
	普五	2014.05	出厂价格由 729 元/瓶下调到 609 元/瓶
	45 度&68 度五粮液	2014.07	五粮液酒类销售公司给予银基集团的供货价格下调至 2011 年 9 月前的价格
	普五	2014.12	批发价上涨了约 20 元左右
	普五	2015.01	向经销商发出通知要求 52 度普五一批价要尽量靠近 609 元
	普五	2015.08	出厂价格将由每瓶 609 元回调到 659 元
	普五	2016.03	出厂价每瓶提价 20 元至 679 元，并取消每瓶 30 元的返利
	普五	2016.09	出厂价格恢复性调整为 739 元/瓶
	普五	2016.09	出厂价恢复性调整为 739 元/瓶，建议零售价为每瓶 829 元
	1618	2017.01	出厂价从 699 元提高到 759 元
	普五	2017.02	建议供货价上调 50 元至 809 元/瓶，建议零售价上调 70 元至 899 元/瓶
1618 (52 度)	2017.02	建议供货价 819 元/瓶，建议零售价 919 元/瓶	
1618 (39 度)	2017.02	建议供货价 659 元/瓶，建议零售价 759 元/瓶	
1618	2017.02	出厂价调价到 769 元/瓶，批发价不低于 819 元/价，零售价 919 元/瓶	
1618、交杯	2017.03	1618 出厂价从 699 提高到 769 元，交杯牌五粮液 629 提高到 829 元	
交杯	2017.04	出厂价每瓶上涨 200 元左右，终端零售价建议为 1199 元/瓶	

资料来源：申万宏源研究

2.2 基本面分析

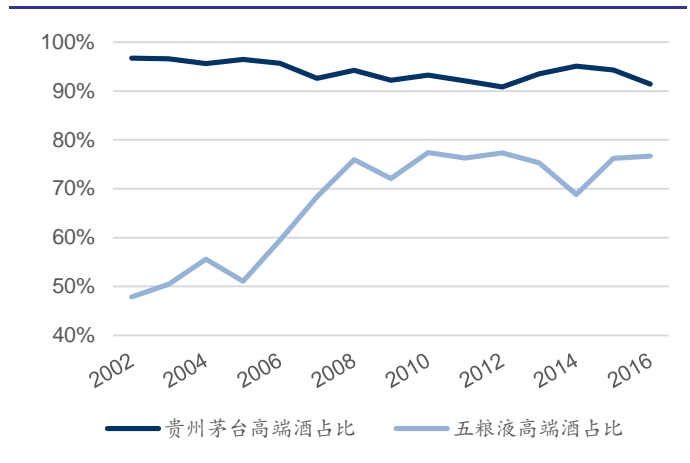
收入分析：2001 年茅台收入规模 16.18 亿，五粮液 47.42 亿，五粮液收入规模大约是茅台的 3 倍，2001-2012 年（除 2008），五粮液收入均超过茅台收入，但差距在缩小。2013 年，茅台实现了收入上对五粮液的赶超。2001 年至今，茅台收入增长 24 倍，年复合增速 24%，五粮液收入增长 4 倍，年复合增速 12%。从收入构成来看，茅台高端酒占比始终高于 90%。五粮液产品线齐全，高端酒收入占比在 70-80%，但与茅台相比，系列酒及开发产品种类繁多，这会一定程度上冲击主导产品的销量，稀释和分化五粮液主品牌的价值。

图 14: 贵州茅台&五粮液营收及同比增速



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 15: 茅台、五粮液高端酒收入占比

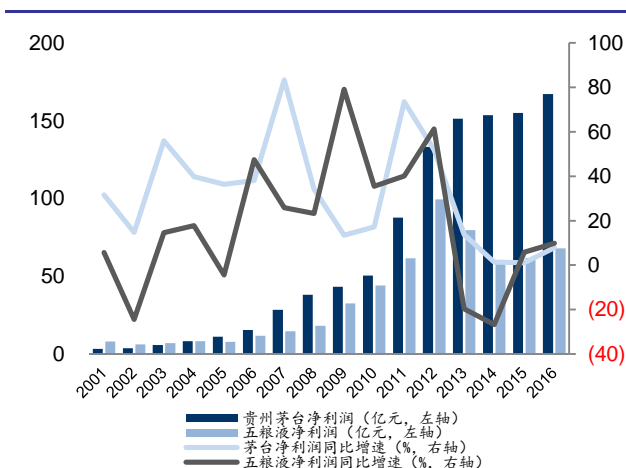


资料来源: Wind, 申万宏源研究

净利润分析: 2001年茅台归母净利润3.28亿, 五粮液归母净利润8.11亿, 五粮液净利润规模大约是茅台的2.5倍, 2005年茅台实现了净利润对五粮液的反超。2001年至今, 茅台净利润增长50倍, 年复合增速30%, 五粮液净利润增长7倍, 年复合增速15%。

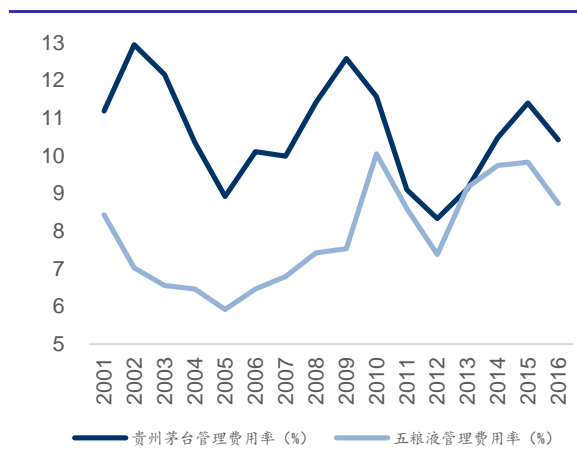
毛利率&费用率分析: 茅台管理费用率基本均高于五粮液, 但销售费用率低于五粮液, 2012年以来, 五粮液加大市场投入, 销售费用率明显提升。2001年以来, 茅台与五粮液毛利率均稳步提升, 由于产品结构原因, 茅台毛利率始终大幅高于五粮液, 五粮液产品结构的调整、渠道管控与经营效率的提升使得其毛利率与茅台差距在逐步缩小。

图 16: 贵州茅台&五粮液归母净利润及同比增速



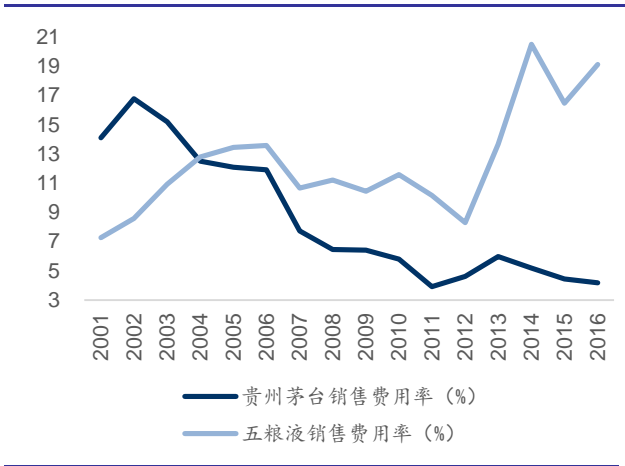
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 17: 茅台管理费用率基本均高于五粮液



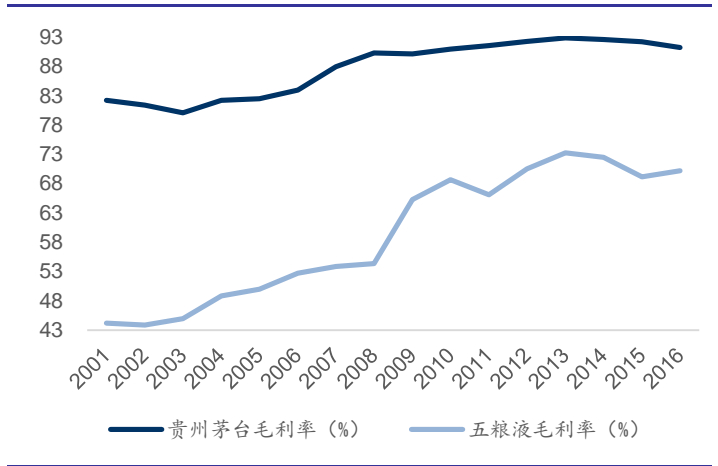
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 18: 12 年以来, 五粮液销售费用率大幅提升



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 19: 茅台毛利率高于五粮液, 但差距有缩小的趋势



资料来源: Wind, 申万宏源研究

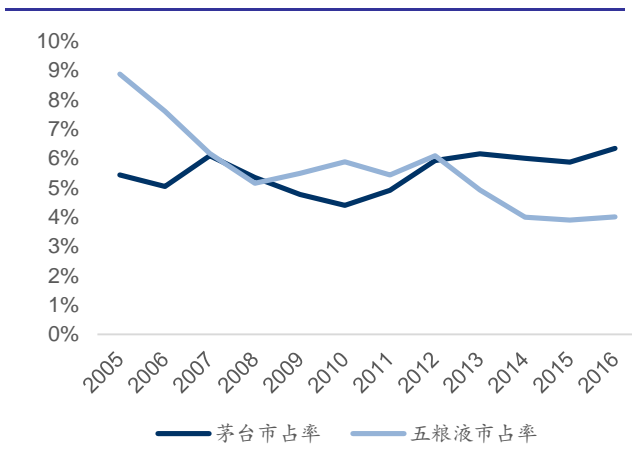
2.3 市场表现: 同属第一阵营 真正的全国化品牌

在本轮行业调整期之前, 五粮液从收入体量上一直是行业老大, 茅台在本轮行业调整中实现对五粮液的反超, 五粮液从昔日的领导者成为今日的追随者, 但一直在积极调整, 奋起直追。即便如此, 五粮液和茅台仍同属高端白酒第一阵营, 是真正意义的全国化品牌。

2.4 股东回报: 五粮液分红率持续提升 15-16 年茅五分红率基本相当

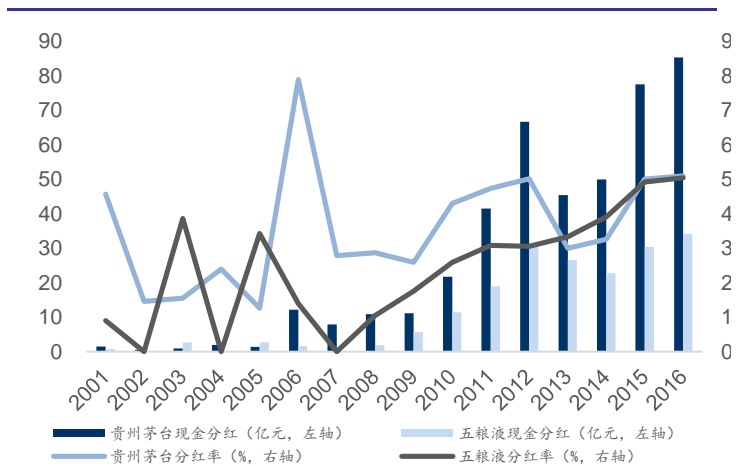
茅台上市以来一直保持较高的分红率。五粮液自 2007 年后, 分红率一直保持稳步增长态势, 15-16 年量价公司分红率基本相当, 都维持在 50% 的高分红水平。2001-2016 年, 茅台年度累计分红总额增长了 56 倍, 五粮液年度累计分红总额增长 46 倍。

图 20: 茅台市占率稳步提升, 五粮液市占率持续下降



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 21: 茅台始终维持高分红, 15-16 年茅五分红率基本相当



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.5 估值和股价表现：过去茅台相对五粮液长期存在估值溢价 股价表现好于五粮液

估值分析：同为一线白酒品牌，五粮液与茅台在估值走势上表现一致，但存在明显的估值差。从茅台/五粮液相对（动态）PE水平看，估值比的均值水平为1.09x（溢价10%），低点（0.7x）出现在07年，高点（1.82x）出现在13年。2004-2009年，茅台/五粮液估值比基本围绕均值水平1.09x上下波动，2010年起，茅台动态估值水平相对五粮液基本都存在溢价，并且相对溢价水平逐步提升，在13年达到高点后逐步回落到均值水平。16年起茅台/五粮液估值比逐渐拉大，近期有所缩小，目前相对估值比约1.1倍。茅台相对五粮液长期存在估值溢价，而估值溢价产生的原因主要是历史长期成长性、分红率、及预期差异所决定的。目前看，随着公司集团新董事长的上任，控量挺价策略的成功，渠道信心的恢复，分红率逐年提升，市场预期的不断改善，我们判断五粮液与茅台的估值差将逐步缩小。

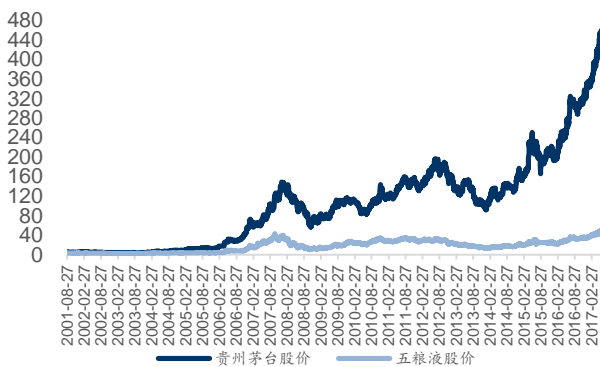
股价表现：茅台上市以来上涨接近91倍，年复合涨幅33%，五粮液上市以来上涨14倍，年复合涨幅15%。2001年茅台上市以来，有11年茅台股价涨跌幅跑赢五粮液。

图 22：五粮液与茅台在估值走势上表现一致，但茅台相对五粮液长期存在估值溢价



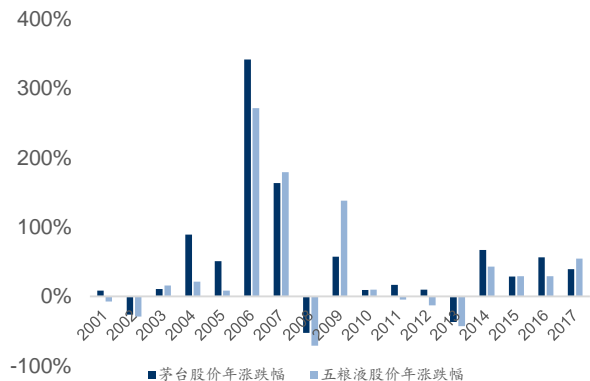
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：茅台上市以来上涨 91 倍，五粮液上涨 14 倍



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：茅台历史股价涨跌幅跑赢五粮液



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 投资建议：加速变革景气向上 业绩与估值双升 维持买入

2015年起业绩加速增长，步入景气向上通道。15年四季度，五粮液预收款累计同比增长132%，现金流净额累计同比增长742%，15年8月，普五上调出厂价，一批价也逐步上涨，预示新一轮景气期开始。五粮液15年收入增长3%，净利润增长6%，16年收入增长13%，净利润增长10%，17Q1收入增长15%，净利润增长24%，净利润增速明显加快。

新任集团董事长思路明确，公司步入加速变革通道。今年3月底，集团新任董事长李曙光李总上任，在上任短短2个多月时间里，李总高效完成了对五粮液集团及股份公司的熟悉工作，并在6月初召开运营商代表工作会，明确长期战略思路，开启五粮液“曙光中国”时代的二次创业！总体规划上，“十三五”要打造千亿集团目标，酒业贡献度将达到60%。在品牌战略层面，进一步聚焦核心主业，集中力量强化五粮液主品牌的做大做强，重新定位集团相关产业减少内部关联交易；品牌营销层面，一要强化核心品牌高端定位，系列酒要精减产品优化结构，重点打造一批10亿级以上的大单品，二要强化品质的提升，三要强化终端营销，改变“贸易销售模式”的粗放管理，形成核心终端的深度运营，形成末端优势。五粮液的二次创业将围绕两个中心工作展开：1是稳定提升合作伙伴的合理利润，2是扩大五粮液的市场份额。价格方面，要稳定并提升五粮液的价格体系和产品结构，力争实现运营商10%—15%毛利，突出和聚焦普五产品，优化并形成核心品牌五粮液的“1+3+5”产品体系，扩大五粮液的市场份额。系列酒方面，中长期规划五粮液与五粮系的销售收入将以1:1作为主要目标，实现五粮液和五粮系双轮驱动。

我们认为，随着集团新任董事长的上任，思路明确后各项工作积极展开，五粮液进入加速改善通道，包括：1、优质投放、增量溢价、违规减量，有效解决大小商之间配额及成本不均问题，渠道信心及推力恢复，吸引优质经销商回归；2、加强渠道库存、价格体系的精细化管理，加之茅台批价上移发货偏少，五粮液批价淡季稳步上行，已站上800元，完全顺价销售；3、产品策略逐步清晰，自上而下五粮液与五粮系双轮驱动，五粮液品牌突出普五，形成“1+3+5”产品体；4、国企改革已迈出关键第一步，管理层、员工、核心合作伙伴利益一致，有利于内部经营效率提升，重新定位集团相关产业，有利于减少内部关联交易；5、分红率持续提升，加大股东回报。

业绩与估值将迎双升。我们通过回顾历史认为，五粮液和茅台过去的估值水平是对其业绩增速、分红水平和历史预期的反应。现在五粮液分红水平已经与茅台相当，今年特别是二季度来公司改善趋势明确，估值有进一步提升空间。从行业估值水平来看，五粮液估值水平低于行业均值水平；从可比公司估值水平看，同属一线白酒阵营的贵州茅台和泸州老窖目前静态PE（TTM）33x，当前股价对应17年PE水平分别为28x和27x，相比之下，五粮液目前静态PE（TTM）27x，当前股价对应17年PE水平25x，估值存在折价，有进一步提升空间。

盈利预测与估值

维持盈利预测，预测 17-19 年 EPS 为 2.18、2.69、3.28 元，同比增长 22%、23%、22%，对应 17-19 年 PE 分别为 25、20、16 倍，维持买入评级。

由于公司资本性开支不大、现金流较稳定且有确定的分红政策，我们采用 DDM 估值法。根据 CAPM 模型测算，股权成本 7.12%。显性阶段（2017-2019），预测公司净利润年复合增速 22.5%；半显性阶段（2020-2029），预测公司净利润年复合增速 10%；永续阶段（2030 及以后），预测公司净利润年复合增速 2.5%。根据 DDM 模型，目标价 64.8 元。

表 4: DDM 估值关键假设

估值阶段	年份	净利润增长率	分红率
显性阶段	3	22.5%	50%
半显性阶段	10	10%	50%
永续	After 13 年	2.5%	60%
股权成本	7.12%		

资料来源：申万宏源研究

表 5: DDM 估值

百万元，元	历史阶段			显性			半显性		永续阶段
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2029E	2030E
百万股									
净利润	5,835	6,176	6,785	8,292	10,210	12,460	13,706	32,318	33,126
现金分红率	39.0%	49.2%	50.4%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	60.0%
现金分红	2,277	3,037	3,417	3,417	4,146	5,105	6,853	16,159	19,876
折现值	—	—	—	3,190	3,613	4,154	5,206	6,612	
各阶段现值				10,957			58,837		176,173
股权价值				245,967					
总股本				3,796					
每股价值				64.80					

资料来源：申万宏源研究

表 6: 主要白酒上市公司盈利预测与估值

公司简称	股价 0614	年初至 今涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	EPS			增速			估值				PB
				17E	18E	19E	17E	18E	19E	PE (TTM)	PE (17E)	PE (18E)	PE (19E)	
贵州茅台	474.39	42	5,959	17.0	21.6	26.6	28%	27%	23%	33	28	22	18	7.54
五粮液	53.7	59	2,038	2.2	2.7	3.3	22%	23%	22%	27	25	20	16	4.31
泸州老窖	50.23	52	704	1.8	2.4	3.0	34%	30%	26%	33	27	21	17	5.96
水井坊	25.32	32	124	0.6	0.8	1.1	31%	34%	33%	52	42	31	23	7.92
洋河股份	90.45	28	1,363	4.3	5.0	5.5	12%	15%	11%	22	21	18	16	4.73
古井贡酒	51.15	12	229	2.1	2.5	3.0	25%	24%	20%	29	25	20	17	4.31
山西汾酒	35.47	42	307	1.0	1.2	1.5	35%	28%	26%	39	37	29	23	5.87
沱牌舍得	24.98	11	84	0.5	0.9	1.4	122%	79%	47%	77	47	27	18	3.60
酒鬼酒	18.77	-8	61	0.5	0.6	0.8	40%	33%	28%	52	40	30	23	3.27
顺鑫农业	19.15	-12	109	0.8	1.1	1.5	9%	37%	35%	26	24	18	13	1.59
老白干酒	22.69	-3	99	0.3	0.4	-	31%	20%	-	82	67	55	-	6.02

PE 均值

43

35

26

19

5.01

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 7：李曙光简历

基本情况	
55 岁（1962 年 1 月出生），汉族，重庆人，中共党员，西南财经大学经济学学士	
任职情况	
时间	职务
1979.9-1983.7	就读于西南财经大学工业经济管理专业
1983.7-1989.8	任职于四川省机械工业厅企管处、四川省机械工业厅办公室
1989.8-1992.7	任职于四川省计经委、省经委办公室
1992.7-2004.9	历任四川省经贸委办公室秘书科科长、副主任、四川省交通战备办副主任（正处）、四川省经贸委办公室主任（2001 年 7 月至 2004 年 6 月任泸州市人民政府市长助理）、调研员
2004.9-2008.11	历任四川省经委办公室调研员、医药化工处处长
2008.11-2010.4	任四川省经济委员会办公室主任、党组办主任
2010.4-2012.5	任四川省政府国有企业监事会主席
2012.5-2016.5	历任四川省经济和信息化委员会总经济师、副主任、党组成员
2016.5-2017.3	任四川省经济和信息化委员会副主任、党组副书记
2017.3-至今	任四川省宜宾五粮液集团有限公司党委书记、董事长，宜宾五粮液股份有限公司党委书记、董事

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：李曙光董事长上台后五粮液主要动态

时间	事件	内容
2017.04.05	李曙光和刘中国联袂给五粮液经销商的一封信	回首过去，是您的信任、坚守和努力付出，与大家一起成就了五粮液的发展壮大。在此，谨代表五粮液集团公司、五粮液股份公司向您表示由衷的感谢并致以崇高的敬意！展望未来，五粮液新的征程已经开启，‘十三五’期间将跨越千亿台阶和打造两个百亿平台。我们真诚地期望，继续与您携手共进，秉承合作共赢的发展理念，强化品牌建设与核心价值追求，共同构建新常态下新的战略合作关系，共谋发展，共创未来！
2017.04.14	李曙光邀请谭绍荣、程通汇等 8 名退休酿酒老技师召开座谈会	座谈会上，酿酒老技师就酿造工艺、人才队伍建设等一系列话题与李董事长进行了深入的沟通和交流，李曙光真诚地希望老技师们能够继续关心、支持五粮液，发挥技术优势和经验优势，为五粮液的发展发挥余热。
2017.05.02	五粮液集团近期开始开展“对标先进、二次创业、再铸辉煌，我们怎么干”专题讨论会	讨论会的主题为“对标先进、求生存、打翻身仗，我们怎么干”，具体以“我们怎么干”为出发点，利用展会、周会、班前会积极宣贯公司各项制度，要求找出工作亮点、找准差距和问题，找准措施和办法，加大讨论宣传。
2017.05.07-2017.05.10	李曙光、刘中国走访调研华北市场	公司高管一行先后拜访了北京糖业烟酒集团有限公司、北京朝批商贸股份有限公司，深入市场一线，走访部分专卖店和零售终端，了解五粮液及系列酒动销情况，以及其他白酒品牌和洋酒的销售情况，听取核心商家对市场的意见建议。
2017.05.18	李曙光首次接受媒体专访	1、不断提升五粮液的品牌价值，坚守“五粮酿造”的品质，怀揣打造百年品牌的“初心”，提前实现千亿元级的酒业集团的目标。2、为进一步提升五粮液的品牌价值，五粮液会考虑战略性收购或者强强联合。振兴川酒，五粮液义不容辞要当好“带头大哥”。3、五粮液的转型升级包括多个维度：一是产品战略重建、营销体系重构、品牌价值重塑；二是“战略布局”，从“资产转向资本运作”；三是机制体制创新。

4、五粮液将进一步聚焦白酒核心产业，让五粮液品牌价值有力回归；做大主业、平台，在此基础上进一步优化调整多元产业格局。

2017.05.19	李曙光与工商银行、建行四川省分支机构座谈	双方就如何发挥各自优势，在金融资本助推产业发展、金融传统与创新业务、销售拓展和品牌塑造等方面促进深度合作进行了探讨、交流。双方均希望在优势互补、互惠互利的基础上，共同发展、实现双赢，创新出更多的新模式、新业态，共同推进“商业+金融”合作新征程。
2017.06.02	2017五粮液股份公司运营商代表工作会	1、坚持“四个稳定”，积极推进五粮液品牌营销。2、以1:1为总目标，做大做强“五粮系”版块。3、“两个百亿+两百亿”平台。4、改革集团治理模式，进一步聚焦核心主业，集中力量强化五粮液主品牌的做大做强，优化调整多元产业板块。5、强化终端营销：改变“贸易销售模式”的粗放管理，“百城千县万店”工程，并同步导入大数据应用和电商平台建设。6、价格：稳定出厂价、提升市场价，建立符合市场规律的价格形成机制。7、团队：正在制定实施“千百十”人才强企战略。8、二次创业，提出了十三五打造千亿集团的目标，千亿目标中酒业的贡献度将达到60%。
2017.06.05	调整7大生产车间主任	五粮液对523车间等车间主任或党支部书记进行了调整。同时，还对文化旅游公司、长江源酒业公司等五粮液集团旗下公司主要领导进行了调整，预示着五粮液将布局长远、以产能、品质为基，全面做好基础工作。
2017.06.07	西南营销中心KA渠道指定经销商工作会议	7大KA新政：1、价格管理；2、严格的计划管理；3、配套的旺季动销活动；4、供货商考核评优；5、终端氛围营造；6、坚定执行五粮液价格体系和遵守市场秩序管理要求；7、加强KA渠道营销过程中的管控和对违规减量的落实执行。
2017.06.08 2017.06.10	五粮液运营商联谊会第二季度会议分别山东泰安和安徽合肥举行	要稳定价格、强化队伍，实施“百城千县万店”工程和“五个一百”市场建设工程，通过四个稳定、创新与扩张来助力五粮液实现“两个百亿+两百亿”目标。1、统一思想，统一行动；2、整合资源，培育消费群体；3、强化管理，增量溢价；4、狠抓执行、打造营销铁军；5、加强支持，服务经销商；6、提高利润，建立新厂商关系；7、强化渠道，实施“百城千县万店”工程。

资料来源：徽酒，酒业家，申万宏源研究

表 9：主要白酒企业历年收入同比增速 (%)

收入 YOY	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	洋河股份	古井贡酒	山西汾酒	水井坊	沱牌舍得
1998	NA	27.67	-22.70	NA	-9.57	-44.52	4.84	-3.59
1999	41.81	17.57	22.66	NA	2.62	21.31	272.27	3.03
2000	25.05	19.49	-7.18	NA	2.75	22.81	8.42	11.20
2001	45.25	19.94	5.47	NA	-11.83	16.38	-10.64	-8.78
2002	13.40	20.34	4.83	NA	-34.85	18.86	-8.04	-1.22
2003	30.85	10.98	12.66	NA	6.19	21.46	-12.70	-12.03
2004	25.35	-0.56	8.78	NA	7.73	33.79	-13.60	7.74
2005	30.59	1.92	13.77	63.79	8.63	27.99	-23.90	1.30
2006	24.75	15.24	32.24	56.71	47.43	42.54	33.29	7.85
2007	47.60	-0.93	51.95	64.45	24.66	20.91	24.69	2.53
2008	13.88	8.25	29.78	52.22	14.78	-14.20	17.43	-3.23
2009	17.33	40.29	15.06	49.21	-8.41	35.27	41.95	-16.94
2010	20.30	39.64	22.89	90.38	39.89	40.74	8.64	23.66
2011	58.19	30.95	56.92	67.22	76.04	48.78	-18.49	41.87
2012	43.76	33.66	37.12	35.55	26.88	44.35	10.41	54.38
2013	16.88	-9.13	-9.74	-13.01	9.14	-6.04	-70.31	-27.60
2014	2.11	-15.00	-48.68	-2.34	1.53	-35.67	-24.89	1.86
2015	3.44	3.08	28.89	9.41	12.96	5.43	134.29	-19.99

2016	18.99	13.32	20.34	7.04	14.54	6.69	37.61	26.42
17Q1	33.24	15.11	20.34	10.90	17.88	48.29	32.78	0.04

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (注: 标黄表示增速位于行业前三, 标红表示增速为负)

表 10: 主要白酒企业历年归母净利润同比增速 (%)

归母净利润 yoy (%)	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	洋河股份	古井贡酒	山西汾酒	水井坊	沱牌舍得
1998	NA	62.11	-47.35	NA	-25.84	-92.00	21.86	-29.98
1999	46.84	15.94	2.04	NA	5.73	-26.52	543.49	-16.17
2000	16.42	18.35	30.14	NA	-1.30	173.84	-18.84	4.79
2001	31.55	5.64	-47.46	NA	-54.44	164.49	-1.90	-69.89
2002	14.78	-24.42	-57.75	NA	-29.83	-40.00	-90.24	-66.80
2003	55.97	14.63	36.62	NA	-172.47	166.41	-1252.94	17.57
2004	39.85	17.78	-5.3	NA	-503.5	110.88	139.82	14.29
2005	36.32	-4.43	16.8	268.4	101.94	48.69	10.47	6.61
2006	38.11	47.51	598.48	224.88	161.96	97.44	30.7	35.91
2007	83.25	25.83	139.75	114.16	154.14	37.97	97.89	107.32
2008	34.22	23.27	63.7	98.29	2.07	-31.81	55.87	0.32
2009	13.5	79.2	32.18	68.71	318.32	44.79	2.19	29.66
2010	17.13	35.46	31.79	75.86	123.71	39.3	-26.57	42.18
2011	73.49	40.09	31.73	82.39	80.52	57.85	36.14	155.25
2012	51.86	61.35	51.13	53.05	28.11	70.05	5.38	89.47
2013	13.74	-19.75	-21.69	-18.72	-14.28	-27.64	-153.82	-96.82
2014	1.41	-26.81	-74.41	-9.89	-4.01	-62.96	-162.29	13.72
2015	1	5.85	67.42	19.03	19.85	46.34	121.84	-46.76
2016	7.84	9.85	30.89	8.61	15.94	16.24	155.52	1025.11
17Q1	25.24	23.77	34.54	11.68	18.53	58.70	17.68	235.47

资料来源: Wind, 申万宏源研究 (注: 标黄表示增速位于行业前三, 标红表示增速为负)

表 11: 主要白酒企业股价年涨跌幅 (%)

股价涨跌幅 (%)	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	洋河股份	古井贡酒	山西汾酒	水井坊	沱牌舍得
1998	NA	-23.84	-33.79	NA	-47.48	-10.08	35.25	-42.69
1999	NA	11.51	-21.19	NA	-8.45	11.15	197.94	-24.48
2000	NA	34.95	43.60	NA	98.01	65.05	-0.03	75.58
2001	8.44	-7.27	-27.98	NA	-46.06	-18.14	-27.70	-38.96
2002	-26.14	-28.69	-7.42	NA	-19.01	-23.84	-41.85	-37.45
2003	10.61	15.86	-16.24	NA	-35.66	8.69	-21.21	-6.12
2004	89.19	21.33	-12.96	NA	-26.83	-8.3	58.37	-30.07
2005	50.77	8.36	60.2	NA	-28.07	36.87	-39.78	-0.26
2006	341.23	271.49	485.52	NA	145.51	419.79	315.77	106.63
2007	163.48	179.11	191.79	NA	238.8	20.24	116.99	188.92
2008	-52.47	-70.67	-60.04	NA	-66.01	-70.09	-59.7	-65.49
2009	57.46	138.02	119.26	29.67	310.51	300.18	111.58	193.85
2010	9.31	10.03	7.36	97.67	137.81	61.42	-0.71	28.93

2011	16.87	-4.43	-6.85	15.65	7.7	-7.16	-4.04	-21.57
2012	9.83	-12.69	-2.11	-12.36	-19.88	32.85	-7.31	74.07
2013	-36.56	-42.58	-38.54	-54.87	-33.23	-52.31	-46.58	-46.78
2014	66.94	42.87	8.1	101.05	67.94	21.72	-4.12	24.1
2015	28.81	29.44	37.27	23.67	-0.65	-15.81	30.4	22.96
2016	56.45	29.36	24.78	5.56	24.92	31.56	50.62	-1.22
17年初至今	34.32	43.61	44.88	20.74	4.00	26.42	23.02	8.86

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：标黄表示增速位于行业前三，标红表示增速为负）

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	28,204	33,077	38,218
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	7,433	8,046	8,574
毛利率 (%)	72.53%	69.20%	70.20%	73.60%	75.70%	77.60%
减: 营业税金及附加	1,517	1,785	1,941	2,231	2,616	3,023
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	4,710	5,458	6,115
减: 管理费用	2,047	2,129	2,144	2,463	2,889	3,338
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	-58	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	11,425	14,068	17,169
加: 营业外净收入	-16	41	100	0	0	0
利润总额	8,016	8,287	9,337	11,425	14,068	17,169
减: 所得税	1,958	1,877	2,281	2,801	3,448	4,208
净利润	6,058	6,410	7,057	8,625	10,619	12,960
少数股东损益	223	234	272	333	410	500
归属于母公司所有者的净利润	5,835	6,176	6,785	8,292	10,210	12,460
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	2.18	2.69	3.28
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%	15.00%	15.60%	16.00%

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 索取有关披露资料或登录 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	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

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。