

公司研究/深度研究

2017年11月14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): 72.19
合理价格区间(元): 83.44~89.40

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

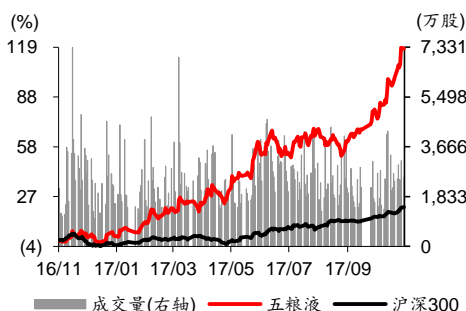
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

- 1 《五粮液(000858,增持): 高端白酒需求强劲, 业绩超预期》2017.10
- 2 《五粮液(000858,增持): 业绩超预期, 消费税逐步提高》2017.08
- 3 《五粮液(000858,增持): 收入高增长, 挺价策略顺利实施》2017.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

更具有戴维斯双击潜力的一线白酒 五粮液(000858)

基本面具有来自普五提价潜力的支撑, 估值在一线白酒中具有吸引力

五粮液基本面的核心要素是其主力产品普通五粮液的终端价格, 我们认为在高端白酒需求旺盛, 主要竞争对手的供给量受限的背景下, 普通五粮液的市场终端价格继续上行是大概率事件, 而终端价格的上行将显著提升渠道商的信心和市场资源投放力度, 为出厂价的上调打下坚实的基础, 出厂价的上调将是五粮液业绩弹性的重要来源。与次高端白酒相比, 市场目前对一线白酒的估值较为严格, 五粮液估值相较茅台和老窖更低, 未来仍然存在业绩和估值同向上升的潜力。

雄伟目标: 领军川酒, 具有实现千亿收入目标的潜力

根据四川省政府的《关于推进白酒产业供给侧结构性改革加快转型升级的指导意见》文件精神, 到 2020 年力争四川省规模以上白酒产业主营业务收入达到 3500 亿元, 力争培育销售收入超千亿企业 1 户。我们认为五粮液作为川酒的龙头, 最具有实现这一销售收入目标的潜力, 主要的路径包括但不局限于高端白酒产品的量价齐升、中高档系列酒的区域和渠道渗透率的提升以及对白酒企业的兼并整合。在 2017 年全年贵州和山西白酒企业的增长表现相对突出的情况下, 包括五粮液在内的川酒有望化压力为动力, 经历了价格体系和渠道架构的梳理后 2018 年有望加速成长。

蓄势待发: 价格体系理顺, 渠道结构优化

高端白酒市场的供不应求带来的普通五粮液的终端价格的明显上升解决了渠道利润的问题, 主力产品的价格体系已经理顺, 渠道商信心的恢复为五粮液上调出厂价和产品放量提供了扎实的基础。同时五粮液在持续推进的渠道扁平化也将在提升终端网点数量的同时加强对网点动销情况的掌控力度, 有望在本轮白酒景气度上行周期中的市场份额进一步上升。同时, 新任的管理层和本轮混改的实质性推进将在公司治理层面上为五粮液的发展提供强有力的保障。

更具有戴维斯双击潜力的一线白酒, 维持“增持”评级

我们认为价格体系成功理顺、渠道改革获得持续性推进的五粮液是一线白酒中更具有戴维斯双击潜力的品种, 基本面具有产品潜在提价或放量的支撑, 估值亦具有较强的吸引力。上调盈利预测, 预计 2017~2019 年的营业收入将分别达到 296.36 亿元(上调 1%), 356.35 亿元(上调 5%)和 402.88 亿元(上调 5%), 分别同比增长 20.7%, 20.2%和 13.1%; EPS 分别为 2.44 元(上调 5%), 2.98 元(上调 8%)和 3.49 元(上调 9%), 分别同比增长 36.6%, 22.2%和 17.0%; 考虑产品提价潜力, 给予 2018 年 28~30 倍 PE 估值, 上调目标价范围至 83.44 元~89.40 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 高端白酒需求不达预期; 普通五粮液的终端价格低于预期; 食品安全问题。

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)	33.85-74.60
总市值(百万元)	274,031
总资产(百万元)	66,083
每股净资产(元)	13.34

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	29,636	35,635	40,288
+/-%	3.08	13.32	20.75	20.24	13.06
归属母公司净利润(百万元)	6,176	6,785	9,269	11,324	13,252
+/-%	5.85	9.85	36.62	22.17	17.02
EPS (元, 最新摊薄)	1.63	1.79	2.44	2.98	3.49
PE (倍)	44.37	40.39	30.13	24.66	21.07

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

五粮液：高端白酒强者，重回快速增长车道	4
浓香型代表，高端白酒领域的强者	4
受益于高端酒需求的上升，业绩增速加快	5
股权结构与主要管理层情况	6
白酒行业持续复苏，名酒强势增长	7
消费升级深化，高端白酒复苏	7
挤压式增长阶段，行业集中度走高	9
品牌营销成为核心竞争力	10
五粮液增长的驱动因素：产品、品牌、渠道和公司治理	11
产品：全价格段布局，结构优化	11
品牌：主力产品提价，稳固品牌形象和行业地位	12
渠道：提高渗透率的同时提升网点效率	14
公司治理：混改增添机制活力，为增长注入动力	16
盈利预测及估值	17
盈利预测	17
估值	17
PE/PB - Bands	18
风险提示	18

图表目录

图表 1: 白酒制造领军企业的品牌价值变化 (亿元)	4
图表 2: 历届名酒评比中五粮液上榜情况	4
图表 3: 公司五次产能扩张历程	5
图表 4: 2007-2017 前 3 季五粮液年度营业收入及增速	5
图表 5: 2007-2017 前 3 季五粮液年度归母净利润及增速	5
图表 6: 公司主要持股人及持股比例 (2017 年 3 季报)	6
图表 7: 五粮液董事会、监事会和高管明细	6
图表 8: 白酒行业销售收入及增速	7
图表 9: 白酒行业利润总额及增速	7
图表 10: 城镇居民人均可支配收入累计值及累计同比	8
图表 11: 1978 年以来城镇居民恩格尔系数	8
图表 12: 一、二线白酒营收增速对比	8
图表 13: 一、二线白酒归母净利润增速对比	8
图表 14: 白酒产量当月值及当月同比增速	9
图表 15: 2013 年以来白酒行业重大并购事件	9
图表 16: 五粮液品牌战略变迁情况	11
图表 17: 2016 年五粮液主要产品营业收入占比	12
图表 18: 五粮液主要产品系列价格分布 (2017 年)	12
图表 19: 2015 年底至今普五涨价信息	13
图表 20: 五粮液高端酒与中低端酒毛利润对比	13
图表 21: 面向高端婚宴市场的“五粮液缘定晶升”戒指款新品	14
图表 22: 酒类中华老字号电商 TOP10	15
图表 23: 非公开发行股票的认购情况	16
图表 24: 五粮液盈利预测调整	17
图表 25: 可比公司估值表	17
图表 26: 五粮液历史 PE-Bands	18
图表 27: 五粮液历史 PB-Bands	18

五粮液：高端白酒强者，重回快速增长车道

浓香型代表，高端白酒领域的强者

四川省宜宾五粮液集团有限公司是全球知名的以白酒生产为主的特大型集团公司，前身为8家酿酒作坊在20世纪50年代初联合组建的“中国专卖公司四川省宜宾酒厂”，1959年正式命名为“宜宾五粮液酒厂”，1998年改制为“四川省宜宾五粮液集团有限公司”。集团公司已发展成为以酒业为核心主业、多元化发展的产业格局。公司主要产品五粮液酒是我国浓香型白酒的典型代表，根据生产工艺，公司开发了畅销市场的高中低价位系列酒产品，延伸了产品链，满足了不同层次消费者的需求。

公司坚守“品质为王”的战略定力，不断优化产品结构，整合产业资源，提升经营业绩。自2015年在米兰世博会获得“百年世博·百年金奖”以来，公司在2016年相继获得由中国证券业协会颁发的“2016中国最受投资者尊重的百家上市公司前十佳企业”、亚洲品牌研究院颁发的“影响中国品牌50强”、亚洲品牌盛典组委会颁发的“亚洲品牌500强”、等诸多殊荣，品牌价值持续攀升。公司也是行业内唯一三度获得全国质量管理奖、国内首家荣获“全球卓越绩效奖”的酒类企业。2017年五粮液品牌以1279亿元连续22年稳居中国白酒制造类前列，取得了良好的社会效益，助推了公司经济效益的稳步增长。

图表1：白酒制造领军企业的品牌价值变化（亿元）

	2014	2015	2016	2017
五粮液	974	1004	1053.03	1279
贵州茅台	1016	1135	1286	1562
洋河股份	522	631	795	966

资料来源：《“华博杯”酒类品牌价值200强》，华泰证券研究所

图表2：历届名酒评比中五粮液上榜情况

企业	产品名称	香型	上榜届次
贵州茅台酒厂	茅台酒	酱香	①②③④⑤
杏花村汾酒厂	汾酒	清香	①②③④⑤
五粮液酒厂	五粮液酒	浓香	②③④⑤
亳州古井酒厂	古井贡酒	浓香	②③④⑤
绵竹剑南春酒厂	剑南春酒	浓香	③④⑤
洋河酒厂	洋河大曲	浓香	③④⑤

资料来源：中国食品工业协会，华泰证券研究所

白酒行业既经历了2003-2012年的黄金发展期，也经历了2012年之后的动荡调整期，总的来说行业以螺旋上升的方式向前发展。白酒行业经过2012-2016年的深度调整，目前行业前景已经逐渐明朗，市场心态也已基本平复。白酒企业对此行业调整的认识普遍都已从“危机”转变为“机遇”，从过去的不适应逐步过渡到主动改革、创新发展模式的正确轨道上来。五粮液面对不同的周期特点，积极调整公司战略，无论是品牌还是渠道，均在积极抢抓行业变局中所蕴藏的发展机遇，主动寻求企业的转型、突破和再次腾飞。

2002年以前，改革开放带来了经济的快速恢复，人民生活水平迅速提高，政府放开白酒价格管制，市场需求以较快速度增长。五粮液进行了两次产能扩张，1986年实现了过万吨的产能，并持续提高产品价格，2005年后终端价陆续超过老窖和汾酒。2008年金融危机爆发后，白酒行业进入大调整期，白酒税制面临改革，五粮液扩张资源，致力于开发低端市场，低端酒则放量。五粮液的战略应变使得公司品牌形象提升，市场份额明显增长。

2003-2012年间，政务消费增加，带动了白酒进入黄金发展期，国家经济进入主要以投资拉动的高速发展期。五粮液推出“1+9+8”品牌工程，砍掉部分开发品牌，致力于公司的总经销品牌，并将总产能扩充至35万吨。在此期间注重营销渠道的下沉，销量与收入实现持续高增长。

图表3：公司五次产能扩张历程

阶段	时间	发展历程
第一次扩建	1958	国家拨款 60 万元，建成了金沙江南岸的“跃进区”，完成了第一次扩建，使全厂产酒能力达到 1141 吨，构成了五粮液酒厂的最初规模。
第二次扩建	1979	投资 1800 万元在岷江北岸修建了新的生产区，占地 9.96 万平方米，产酒能力达到 4440 吨。
第三次扩建	1986	投资 2500 万元在江北主厂区新建了占地 22.8 万平方米的 3000 吨车间，全厂总产量达到 1 万吨。
第四次扩建	1992—1994	投资 8 亿元，完成了 8 项建设，面积达 20 万平方米。建成了横卧酒圣山下的两幢排列着 6000 口窖池的世界最大酿酒车间，使全厂产酒能力达到 9 万多吨。
第五次扩建	1995-2002	高速跨越式发展时期。1995 年投资 1.5 亿元进行配套工程建设。1997 年，完成了年包装能力为 8 万吨的中国第一的勾兑中心，1998 年在原宜宾五粮液酒厂基础上经改制改造为集团有限公司，1999 年 1 月又建成有世界先进水平的占地 1.5 万平方米的现代大型塑胶包装车间，2000 年投入巨资建成了一个 4 万吨的酿酒车间。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

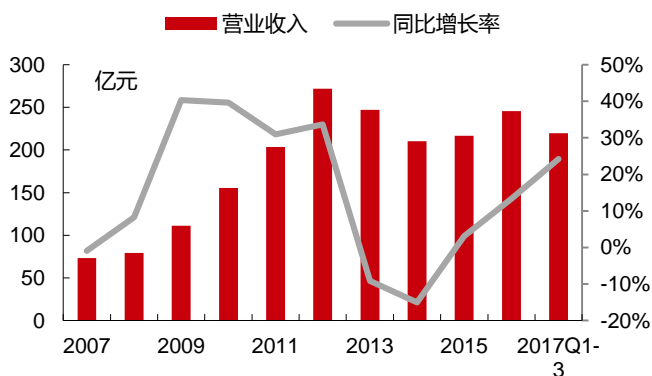
2013 年起，三公消费受到明显的限制，高端酒市场容量受影响也随之下降，白酒消费的重心转向个人消费以及商务消费，行业进入挤压式增长。2013 年五粮液收入及利润出现负增长，在 2014 年达到最低值，公司根据行业状况积极调整战略，降价以吸引大众消费。2015 年行业开始复苏后，公司继续实施提价战略，强化品牌影响力，渠道下沉，收入与利润开始恢复增长。

受益于高端酒需求的上升，业绩增速加快

2016 年公司实现营业总收入 245.44 亿元，同比增长 13.32%，实现归属于上市公司股东的净利润 67.85 亿元，同比增长 9.85%，经营活动产生的现金流量净额 116.97 亿元，较上年 66.91 亿元同比增长 74.81%。

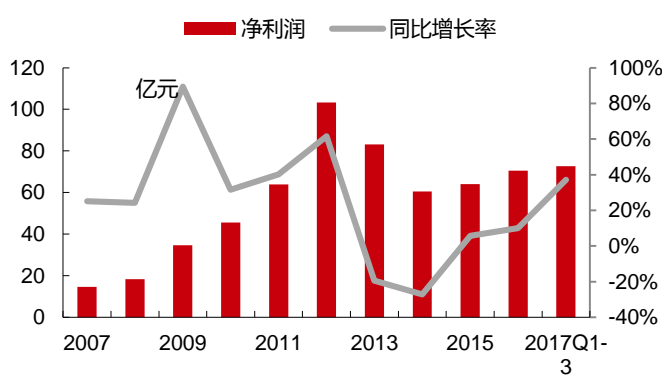
2017 年前三季度营收 220 亿元，同比增长 24%，归母净利润 69.65 亿元，同比增长 37%，其中 Q3 营收 63.56 亿元，同比增长 43%，归母净利润 19.93 亿元，同比增长 64%。

图表4：2007-2017 前 3 季五粮液年度营业收入及增速



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表5：2007-2017 前 3 季五粮液年度归母净利润及增速

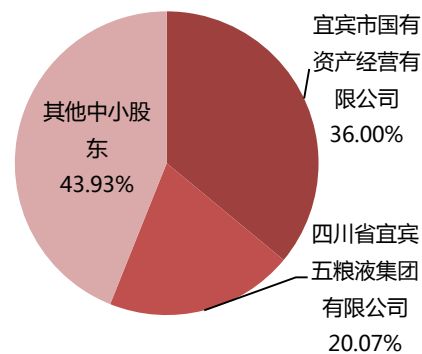


资料来源:Wind, 华泰证券研究所

股权结构与主要管理层情况

截止 2017 年三季报，五粮液的总股本数为 37.96 亿股，宜宾市国有资产经营有限公司与四川省宜宾五粮液集团有限公司两个国有法人持有五粮液 56.07% 的股份，其中宜宾市国有资产经营有限公司持股比例最大，持有 36% 的股份，持股数量达到 13.7 亿股。宜宾市国有资产监督管理委员会是五粮液的实际控制人。

图表6：公司主要持股人及持股比例（2017年3季报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司管理层方面 2017 年出现了重要的调整，李曙光先生于 2017 年 3 月起开始任职四川宜宾五粮液集团有限公司党委书记和董事长，成为五粮液公司最新的企业领袖。

图表7：五粮液董事会、监事会和高管明细

董事会						
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
刘中国	董事长,董事	2011/11/16	男	中国	硕士	1955
陈林	董事	2004/5/31	女	中国	硕士	1960
张辉	董事	2012/9/19	男	中国	本科	1960
李曙光	董事	2017/4/21	男	中国	本科	1962
傅南平	独立董事	2014/7/18	男	中国	博士	1962
周友苏	独立董事	2016/6/22	男	中国	本科	1953
干胜道	独立董事	2016/11/18	男	中国	博士	1967
监事会						
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
余铭书	监事会主席,监事	2012/9/19	男	中国	硕士	1962
邱萍	监事	2007/6/15	女	中国	专科	1964
任仕铭	监事	2007/6/15	男	中国	本科	1965
杨韵霞	职工监事	2014/6/18	女	中国	本科	1971
吴国平	职工监事	2015/6/9	男	中国	本科	1969
高管						
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
陈林	总经理	2004/5/31	女	中国	硕士	1960
彭智辅	副总经理	1998/4/18	男	中国	本科	1957
朱忠玉	副总经理	2003/4/15	男	中国	硕士	1963
唐伯超	副总经理	2012/9/21	男	中国	硕士	1964
唐圣云	副总经理	2012/9/21	男	中国	硕士	1963
罗伟	副总经理,财务总监	2014/3/20	男	中国	硕士	1964
彭智辅	董事会秘书	2014/7/18	男	中国	本科	1957
陈林	总工程师	2003/4/15	女	中国	硕士	1960

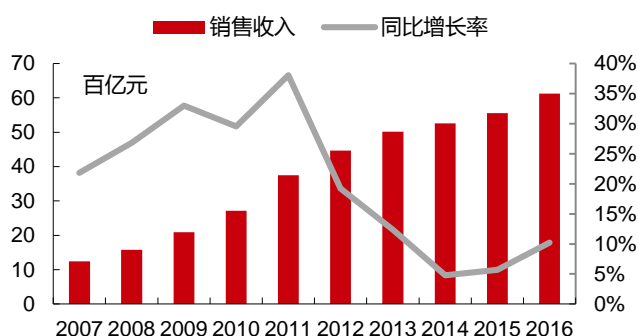
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

白酒行业持续复苏，名酒强势增长

白酒行业自 2013 年开始进入了深度调整阶段，2015 年触底反弹，16 年复苏迹象显现。根据国家统计局数据，2016 年白酒行业销售收入 6125.74 亿元，与上年同期相比增长 10.07%；累计实现利润总额 797.15 亿元，与上年同期相比增长 9.24%，白酒产业调整成效显现，行业复苏趋势逐渐明确。

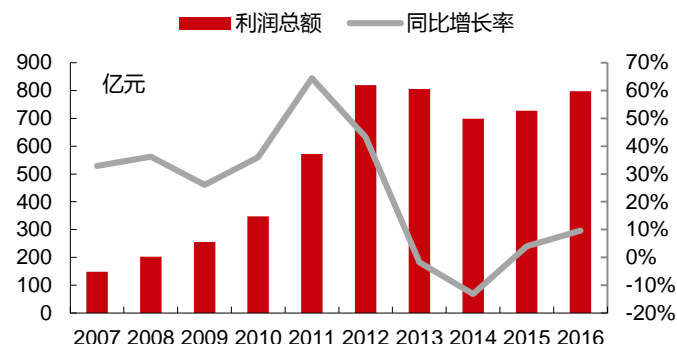
新一轮发展周期的推动力量在于两点：首先，消费升级，名酒需求渐旺，名酒价格回升。其次，产业调整筑底，低质产品、落后产能淘汰，品质提升，品牌集中，产能过剩的压力缓解，产业结构重组。

图表8：白酒行业销售收入及增速



资料来源:Wind、华泰证券研究所

图表9：白酒行业利润总额及增速



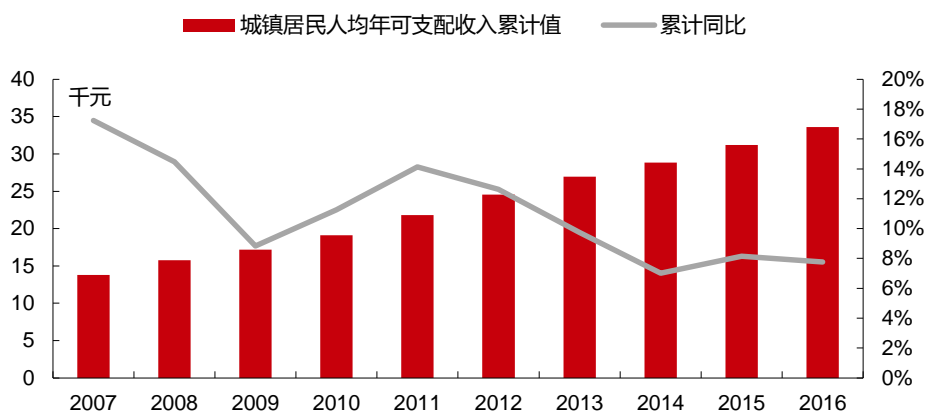
资料来源:Wind、华泰证券研究所

消费升级深化，高端白酒复苏

白酒的需求端主要分为个人需求、商务需求和政务需求三个方面。在经过三公消费的限制后，个人消费和商务消费已经逐渐承接了之前的政务消费。根据国家统计局数据，城镇居民人均年可支配收入从 2006 年的 11759 元，增长到 2016 年的 33616 元。居民人均可支配收入的逐年增加带来的恩格尔系数不断降低，2016 年城镇居民恩格尔系数为 29.3%，已经进入到联合国划分的 20%-30% 的富足标准内，居民进入消费升级阶段。

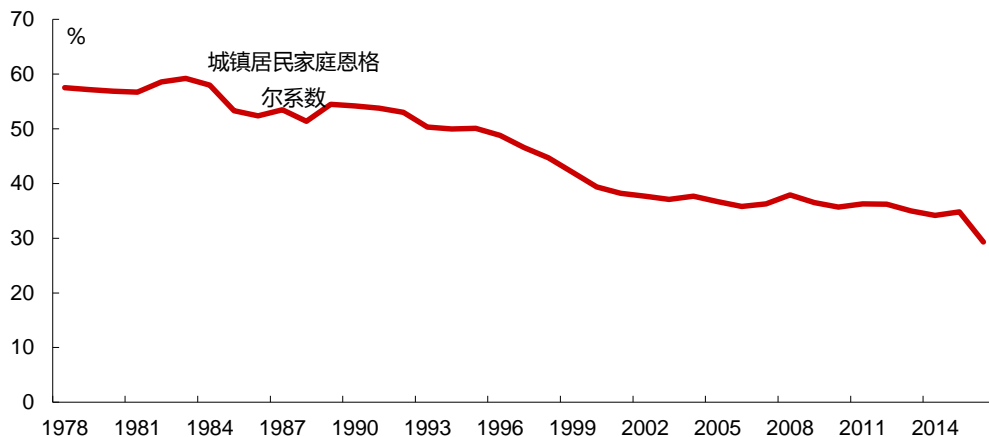
消费升级在白酒行业的表现为个人高端及次高端白酒消费量的提升。2017 年以来，飞天茅台、普通五粮液等高端白酒单品销售回暖。并且在本轮复苏中，高端名酒营收和归母净利润的增长都显著快于区域性的中端白酒。如贵州茅台在 17 年三季报中披露，其营收和归母净利润增速分别高达 59.40% 和 60.31%，高于洋河、古井贡酒等区域白酒，彰显了名酒强势增长的态势。

图表10: 城镇居民人均可支配收入累计值及累计同比



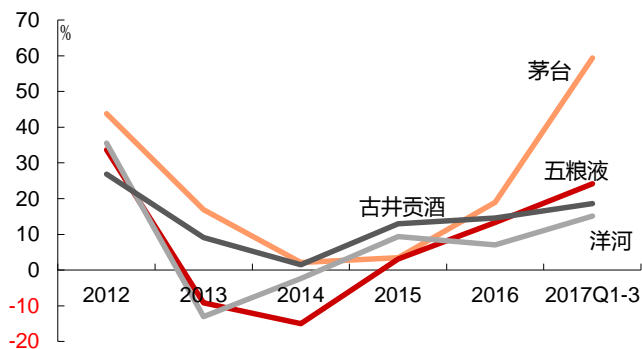
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表11: 1978年以来城镇居民恩格尔系数



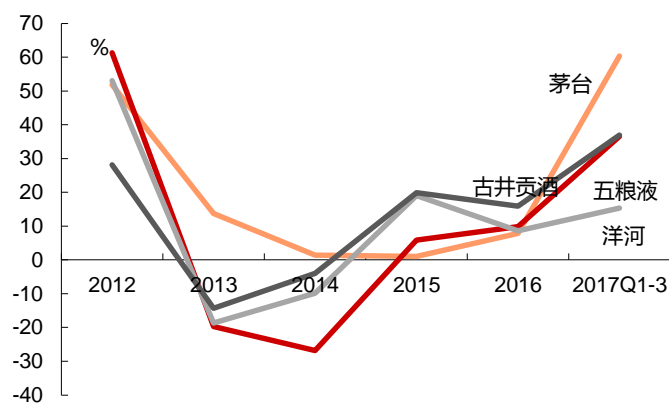
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表12: 一、二线白酒营收增速对比



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表13: 一、二线白酒归母净利润增速对比



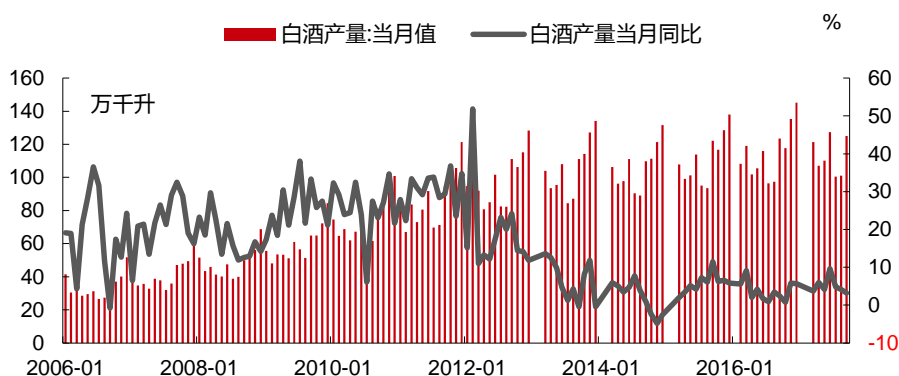
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

挤压式增长阶段，行业集中度走高

自2013年白酒行业被迫进入调整阶段后，白酒行业从卖方市场开始转变为买方市场，消费者越发重视产品的品质。白酒行业目前处在一个较为平稳的发展周期，企业发展逐渐分化，行业内竞争加剧，白酒行业集中度逐渐走高。

在行业进入调整阶段后，大部分企业营收增长放缓，资产缩水，企业资产价值重估，出售意愿强烈，优质企业可以借此实现低成本扩张并购。白酒行业由于地域文化等原因，无法像啤酒行业一样，集中于几家拥有资本规模的企业从而实现规模效应。但是优质企业可以输出自己的营销和管理模式，盘活并购企业的品牌和市场资产，获取更大的增长空间。

图表14：白酒产量当月值及当月同比增速



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表15：2013年以来白酒行业重大并购事件



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

品牌营销成为核心竞争力

白酒行业地域性集中特征明显，品牌承载着地域内独特的传统和文化。白酒品牌所代表的底蕴和内涵是支撑产品溢价的关键，而白酒品牌的培育需要历史的积累和沉淀，因此全国性一线品牌如贵州茅台和五粮液具有其他品牌无法超越的优势。

中国人具有很强的“面子消费心理”，消费的产品往往彰显着社会身份。白酒的家庭消费中，来源于亲友馈赠的比例很高，因此消费者对白酒的品质及品牌都会有着越来越高的要求，也会更热衷于购买中高端白酒。

白酒行业作为充分竞争的消费企业，渠道运作能力和市场推广能力是拓展发展空间的关键因素。在存量市场竞争当中，多元营销扩大产品覆盖的覆盖区域和渠道网点的效率，才可争取更多消费者青睐。

五粮液增长的驱动因素：产品、品牌、渠道和公司治理

产品：全价格段布局，结构优化

自2012年起，白酒行业进入深度调整期，为适应市场变化，更好地满足消费者不同需求，公司大力进行产品结构调整。2013年推出绵柔尖庄、五粮特曲、头曲系列以及五粮液低度系列产品，加上先前已有的五粮春、五粮醇品牌，公司迅速完成了全价位、全产品线布局。

2014年，公司聚焦力量打造“1+5+N”的品牌体系，进一步深耕市场以更加贴合消费者的需求。同时，公司加快实施“走出去”的发展战略，通过投资区域优质酒企，深耕区域市场，拓展新的业务增长点。管理层计划在十三五期间打造1个年销售20亿元的品牌，2个年销售10亿元的品牌和5-10个年销售1亿元的品牌。

在高端合作领域，五粮液分别与杭州 G20 峰会、长安俱乐部、欧美同学会、年度中国青年领袖评选深入合作，通过各种文化活动与专场巡展，为品牌内涵深化铺路搭桥，为产品多元营销保驾护航，助推了产品销售，提升了品牌价值。

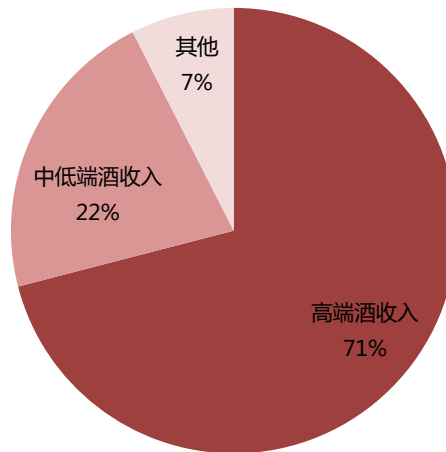
图表16： 五粮液品牌战略变迁情况

时间	品牌战略	具体举措
2002年	优化品牌结构	对现有的62个品牌进行整顿提高、分类管理
2003年	1+9+8品牌战略	采用五粮液主品牌加上9个全国性品牌和8个区域性品牌的战略
2004年	拉高买断品牌档次	收缩中低档买断品牌的，只保留10多个中高档品牌
2005年	整顿品牌低值化	放弃80多个OEM子品牌，只保留不超过16个，遏制品牌低值化趋势
2013年	推出特头曲与低度五粮液系列	2013年7月，五粮液推出中价位战略品牌“五粮特曲”和“五粮头曲”；同年9月推出五粮液低度酒系列
2014年	1+5+N品牌战略	“1”：是高端产品普五和1618；“5”：是5个中低档产品—五粮醇、五粮春、特曲+头曲、绵柔尖庄、六和液；“N”：是指其他区域性代表品牌
2015年	重设五品部	重新设立品牌管理事务部，兼具品牌管理和销售管理双重职责和职权，负责52度新品五粮液、五粮液1618、五粮液老酒、低度系列、五粮液总经销等产品品牌管理和销售管理
2016年	1+3+5产品矩阵	推出1+3+5产品矩阵作为对1+5+N战略的具体执行。“1”是指普五，“3”是指1618、39度新低度、交杯牌，“5”是指区域市场表现好的前五位

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

五粮液产品的终端价格从30-1000元不等，全面涵盖超高端、中端以及低端市场。2007年后，五粮液推出了1618等多款高端品牌以满足产品多元化的需要，2013年公司又开发出以年轻消费者为目标群体的低度五粮液。2016年公司推出1+3+5产品矩阵。“1”是指普五，“3”是指1618、39度新低度、交杯牌，“5”是指区域市场表现好的前五位，作为对2014年制定的“1+5+N”品牌战略的落地执行。

高端酒收入占比超70%，中低端酒进一步放量。从2016年的收入结构看，五粮液高端产品占比为71%，中低端占比为22%。高端酒的绝大部分市场份额又是由普通五粮液贡献，占比约90%。2017年第三季度，公司实现收入63.56亿元，同比大幅提升43%。国庆前五粮液批价企稳并开始回升，外加第三季度销售收入同比增速大幅提高，消费升级带动高端市场扩容，都反映出高端白酒整体需求强劲。

图表17： 2016年五粮液主要产品营业收入占比


资料来源：wind，华泰证券研究所

公司中低端市场聚焦五粮醇、五粮春、头特曲、六和酒、绵柔尖庄五个战略品牌，五粮醇终端价位从百元以下到二百余元不等，覆盖中低端市场，五粮春是公司重要的腰部品牌，价位段在200元与300元之间，绵柔尖庄系列位于五粮液产品系列的价位底端，主打低端市场。公司2013年推出的“五粮特曲、五粮头曲”也是中价位战略性新品牌，有利于公司开发中价位产品市场，布局全价位产品线。

图表18： 五粮液主要产品系列价格分布（2017年）

品牌系列	产品	价格（元/500ml）	市场定位
五粮液	52度普五	969	高端及超高端
	52度1618	939	
	50度十年份酒	998	
	56度五粮液老酒	1499	
	35度五粮春	175	
五粮春	45度五粮春	198	中端
	50度五粮春	248	
五粮特曲	52度五粮特曲	199	中端
	52度五粮特曲精品	339	
六和酒	52度六和液	198	中端
五粮头曲	52度五粮头曲	159	中端
	50度金淡雅	119	
五粮醇	50度蓝淡雅	89	中低端
	50度红淡雅	79	
绵柔尖庄	50度红标	39	中低端
	50度金标	55	

资料来源：京东商城，华泰证券研究所

品牌：主力产品提价，稳固品牌形象和行业地位

2017年国庆节后酒企加大了对次高端及中端产品的提价步伐。例如，金徽酒自10月9日起，对该公司部分中档产品出厂价格上调5%。洋河自10月10日起，对海之蓝、天之蓝、洋河大曲青瓷、双沟君坊4款产品的终端建议销售价格进行上调。

五粮液与茅台属于白酒中的高端品，也就是“面子酒”，对于高端品而言，价格在一定程度上代表着品牌形象。茅台作为高端品中的领军产品，从2016年年初以来的连续涨价反映了比较紧张的市场供应状态。随着茅台产品价格的提高，行业的天花板不断上升，五粮液为最直接受益的品牌。五粮液渠道顺价正向加速业绩增长，我们认为有望延续。

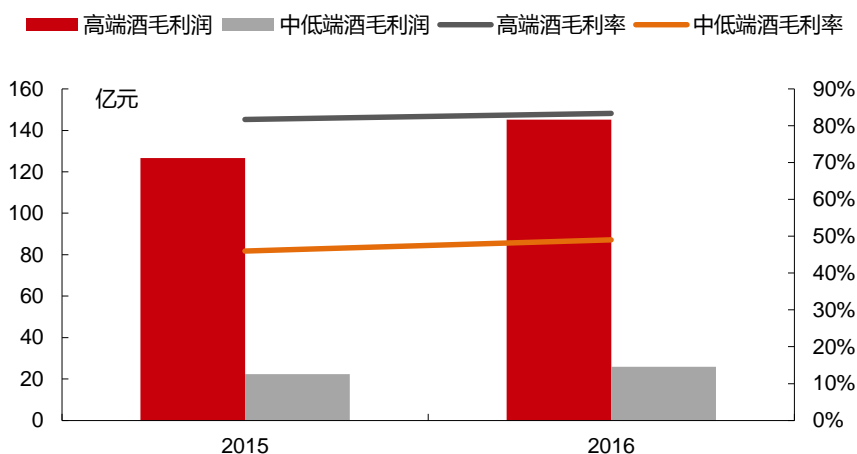
2017年2月1618 五粮液出厂价上调到769元/瓶，批发价不低于819元/瓶，零售价919元/瓶，52度普五商场供应价809元/瓶，零售价提升70元/瓶至899元/瓶。5月，五粮液推出定价999元的金装五粮液，6月，五粮液继续提价，将计划外以及新进打款价格提升到了809元。五粮液目前仍坚挺提价，价格的提高带动毛利润的上涨，2016年综合毛利率在75%左右，预计未来还将具有上行的潜力。

图表19： 2015年底至今普五涨价信息

提价时间	具体价格
2015/8	出厂价从609元上涨到659元
2016/3	出厂价调整到679元
2016/8	出厂价上涨到739元
2017/2	供应价调整到809元，建议零售价调升为899元
2017/7	商超渠道提价至969元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表20： 五粮液高端酒与中低端酒毛利润对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

在高端品牌的国际化打造上，五粮液与施华洛世奇开展战略合作，借力奥地利第一水晶品牌推广“世界的五粮液”。提升核心品牌竞争力，强化核心品牌高端定位是李曙光董事长新政品牌管理的重点。五粮液与奥地利第一水晶品牌施华洛世奇2017年9月在奥地利举行了战略合作签约仪式，双方将在在原料供应、产品设计、市场拓展等展开战略合作。此次与世界著名品牌的合作表现出五粮液强化核心品牌高端定位的品牌管理策略，是挖掘公司企业形象与品牌形象内涵的一次尝试，体现了持续打造“中国的五粮液、世界的五粮液”的发展战略。

图表21： 面向高端婚宴市场的“五粮液臻定晶升”戒指款新品


资料来源：公司网站，华泰证券研究所

渠道：提高渗透率的同时提升网点效率

2002~2007年，大商制营销网络，经销商作为渠道核心。在五粮液的大商制时代，公司销售渠道主要依赖经销商。五粮液在本世纪的前15年着力打造遍及全国的经销商网络，在全国范围建立了七大营销中心，拥有近千家经销商，经销商及营销网点遍布全国。在此阶段，五粮液主要依赖商场超市、便利店、餐饮宾馆等终端网络完成产品的最终销售。为了实现和经销商的利益一致，五粮液探索并引入经销商持股，着力于构建新型厂商关系，以共同利益为导向，以求实现共同发展。

在快速扩张市场阶段，经销商模式具有经济性、有效性的优势。经销商在当地市场具有资金、人员、人脉、商誉、销售网络等渠道资源，并且白酒市场具有地域性强、渠道力重要的特点，因此通过经销商进行渠道拓展成本较低，市场占领速度快，适合于产能扩张、市场拓展阶段。然而经销商模式也具有渠道管控困难，品牌推广不力的劣势。

2007年开始，建设面向企事业单位的团购渠道，首次尝试扁平化渠道。五粮液2007年开始建设面向企事业单位的团购渠道，先后开发近百款五粮液及系列定制专供酒。团购模式是五粮液减少对经销商的依赖，开发扁平化渠道的初期尝试，2012年团购占五粮液高端白酒销量的40%。但随着2013年起打击“三公消费”政策的出台，以及随之而来的白酒行业深度调整，过于重视团购的渠道模式导致五粮液在三公消费大幅下滑之后，现有渠道管理投入严重不够；经销商层级太多；不同品牌运营商无法形成综合力。

2017年开始，公司步入曙光新政时代：拓展高端产品市场，开展“百城千县万店”工程转型终端营销。与经销商制相比，扁平化渠道直销更有利于五粮液拓展高端产品市场。在大众消费升级，高端白酒量价齐升的背景下，五粮液采取了突出品牌管理，强化核心品牌高端定位，淘汰低价值产品的战略。新的产品战略同时需要与之相适应的营销模式，而渠道扁平化终端直销即为适合于高端白酒的营销模式。高端白酒产品品质优且价高，消费者品牌认知扮演关键角色，直接面对最终消费者使得五粮液能够更好地扩大品牌认知，把握消费者的需求，提高利润空间。

为实现终端营销转型，五粮液开展“百城千县万店”工程。李曙光上任后提出五粮液过去在终端营销上做的改革仍然不够，必须改变‘贸易销售模式’的粗放管理，未来五粮液需要扭转营销队伍少、终端工作粗的传统局面，形成核心终端的深度运营，形成末端优势。为实现转型，五粮液开展了“百城千县万店”工程，即在上百个大中城市、上千个重点县区建设上万家核心销售终端，包括依托专卖店、旗舰店和社会有影响力的销售终端。五粮液着力于通过“百城千县万店”工程做好服务消费者的临门一脚，让每一个终端店成为五粮液的品牌大使，成为五粮液品牌的推广者，从而实现优化渠道布局，形成核心终端的深度运营和精细化管理。

坚持“两个优先”的原则，建设上万家高质量的核心销售终端。在“百城千县万店”工程的具体实施上，五粮液将坚持“两个优先”原则，优先完成北上广深及各省会城市、优先完成传统五粮液品牌优势区域的终端布局，然后再逐步从区域向全国推进高质量终端体系的建设。“万店”主要由两部分终端组成，一部分是按照公司“百城千县万店”工程标准和要求优化升级的五粮液专卖店，另一部分是按“百城千县万店”工程标准筛选而出的部分社会化终端。对于不同类型的终端，公司将根据其性质、规模，对各种类型终端进行分级管理。在实施“百城千县万店”工程的过程中，五粮液还将同步导入高标准大数据应用和电商平台建设。

伴随互联网+出现的 B2B、B2C、O2O 等新的销售模式，冲击传统经销体制，促使五粮液渠道扁平化，也就是由各营销子公司统一管理所有自销产品，子公司具备足够的财权和人事权。原有省级代理商或品牌运营商的作用被弱化，子公司直接面对区域运营商。渠道扁平化将改变传统的渠道模式，迫使白酒企业构建新的营销模式。同时智能制造开始逐步改造白酒企业的传统生产方式，部分沿海发达地区白酒企业在生产、包装、仓储配送智能化水平已经大幅领先内陆省份白酒企业。

在互联网蓬勃发展的大环境下，公司与各大优秀的电子平台进行了战略合作。2014年6月公司与京东签订了战略合作协议，为其量身定做 1618 白酒，在 2016 年五粮液又与苏宁签署了三年的合作协议，同年五月，唯品会与五粮液也达成战略合作。五粮液继续与互联网公司深入合作的同时，也建立了自身的电商平台，将线上渠道与线下渠道的运营整合优化，积极调整战略思维，加大市场支持力度，增加在各平台宣传与推广的投入，在互联网新环境中寻求公司的持续增长。

2017年3月，阿里研究院发布了“2016年度中华老字号电商百强排行榜”，根据对 2016 年度全国老字号品牌在阿里零售平台销售额的统计，酒类老字号的电商十强分别是：茅台、五粮液、洋河、泸州老窖、张裕、牛栏山、剑南春、西凤、青岛啤酒和杏花村。五粮液仅次于茅台，列酒类电商第二位。

图表22：酒类中华老字号电商 TOP10

排名	品牌
1	茅台
2	五粮液
3	洋河
4	泸州老窖
5	张裕
6	牛栏山
7	剑南春
8	西凤
9	青岛啤酒
10	杏花村

资料来源：阿里研究院，华泰证券研究所

公司治理：混改增添机制活力，为增长注入动力

为将公司发展与管理层、骨干员工、经销商利益相结合，调动员工、经销商参与公司生产经营的积极性，五粮液启动非公开发行股票及员工持股计划。2016年5月通过非公开发行股票预案最终修订稿，公司拟以21.64元/股向公司员工持股计划等5名特定对象非公开发行不超过8567万股。

通过员工持股实现员工与公司利益捆绑，有利于建立和完善职工与股东的利益共享机制，改善公司治理水平，提高员工凝聚力和公司竞争力，使员工利益与公司长远发展紧密结合。

引进优秀经销商，巩固销售渠道。五粮液拥有遍布全国的经销商网络资源，经销商作为五粮液与消费者的核心纽带，其忠诚度和支持力度关系着五粮液的行业地位、市场口碑和经营业绩。通过非公开发行引入优秀经销商，使优秀经销商同时具备五粮液股东的双重身份，经销商与五粮液的团结程度可得到有效提高。借助与优秀经销商的合作，有望强化公司全国营销网络的市场推广能力，多渠道、多手段地提升公司市场竞争力。

引进战略投资者，完善公司治理结构。引入战略投资者是公司改善股权结构，完善公司治理结构的重要举措。公司作为重要的国有上市企业，肩负着国有资产保值增值的重任。公司通过引入战略投资者，不但能够较大幅度地促进现有业务的发展，也能完善治理结构，形成更加科学有效的决策体系。

提升管理边界、建设新型管理与营销组织。非公开发行募集资金投资项目是公司变革内部管理体系、提升管理效率以及建设新型营销体系的重要步骤。提升公司品牌形象，增强营销体系的市场覆盖范围与深度，加快公司对市场信息的反馈和处理速度，加强与客户的联系与沟通，进一步增强公司的核心竞争力。

满足公司营销体系和营销模式的变革需求。白酒行业消费主力逐渐从政府团购转变为大众消费。面对这样的转变，无论是产品研发还是渠道建设，营销体系与营销模式的精细化发展均是大势所趋。酒企和经销商需要进一步改造传统思维、深化转型、增强企业的竞争力以谋求发展。

图表23：非公开发行股票的认购情况

认购对象	认购股数（万股）	认购金额（亿元）
泰康资产管理有限责任公司	2410	5.1
国泰君安员工持股1号	2373	4.2
国泰君安君享五粮液1号集合资产管理计划	1941	5.2
华安基金管理有限公司	925	2.0
嘉兴凯联艾瑞投资合伙企业	918	2.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测及估值

盈利预测

在高端白酒需求旺盛的背景下，我们看好五粮液主力产品普五的价格上升潜力，普五的价格上涨一方面将拉升渠道商的利润增强渠道商的信心和市场投入，另一方面将加强五粮液作为高端白酒品牌的知名度和影响力。

根据我们的盈利预测，五粮液 2017~2019 年的营业收入将分别达到 296.36 亿元（上调 1%），356.35 亿元（上调 5%）和 402.88 亿元（上调 5%），分别同比增长 20.7%，20.2% 和 13.1%；归属于母公司的净利润将分别达到 92.69 亿元（上调 5%），113.24 亿元（上调 8%）和 132.52 亿元（上调 9%），分别同比增长 37.6%，22.1% 和 16.5%；EPS 分别为 2.44 元（上调 5%），2.98 元（上调 8%）和 3.49 元（上调 9%）。

图表24： 五粮液盈利预测调整

	收入（亿元）			EPS（元）		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
2017E	292.59	296.36	1%	2.32	2.44	5%
2018E	338.34	356.35	5%	2.76	2.98	8%
2019E	382.36	402.88	5%	3.19	3.49	9%

资料来源：华泰证券研究所

估值

与其他一线白酒相比，五粮液具有较为明显的估值优势。考虑到产品提价潜力，并参考可比公司估值水平，给予 2018 年 28~30 倍 PE 估值，上调目标价范围至 83.44 元~89.40 元，维持“增持”评级。

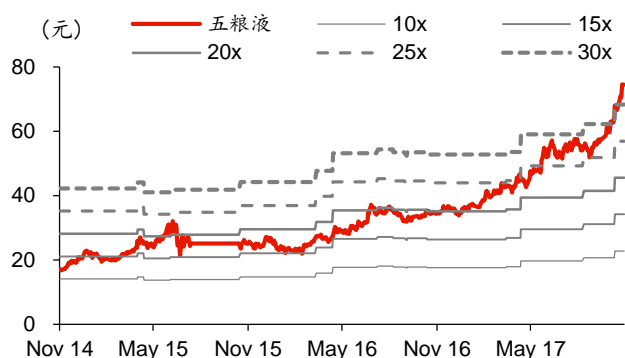
图表25： 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 元	EPS（元）			PE（倍）		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
600519.SH	贵州茅台	678.75	19.44	25.15	30.94	35	27	22
000568.SZ	泸州老窖	65.58	1.77	2.32	2.95	37	28	22
002304.SZ	洋河股份	109.99	4.49	5.35	6.29	25	21	17
600809.SH	山西汾酒	58.50	1.14	1.70	2.28	51	34	26
603589.SH	口子窖	49.36	1.70	2.13	2.60	29	23	19
000596.SZ	古井贡酒	68.11	2.16	2.73	3.43	32	25	20
600559.SH	老白干酒	36.30	0.38	0.77	1.13	96	47	32
600702.SH	沱牌舍得	46.17	0.53	1.17	1.76	86	39	26
600779.SH	水井坊	47.01	0.71	1.21	1.75	66	39	27
000799.SZ	酒鬼酒	28.82	0.54	0.79	1.10	53	37	26
603198.SH	迎驾贡酒	18.45	0.92	1.07	1.25	20	17	15
603369.SH	今世缘	15.45	0.72	0.87	1.02	21	18	15
603919.SH	金徽酒	20.10	0.71	0.85	1.04	28	24	19
002646.SZ	青青稞酒	17.12	0.36	0.42	0.52	48	41	33
600197.SH	伊力特	24.77	0.84	1.08	1.32	30	23	19
000860.SZ	顺鑫农业	19.70	0.82	0.98	1.22	24	20	16
	平均						29	

资料来源：华泰证券研究所；收盘价取 2017 年 11 月 14 日；EPS 取自 Wind 一致预期。

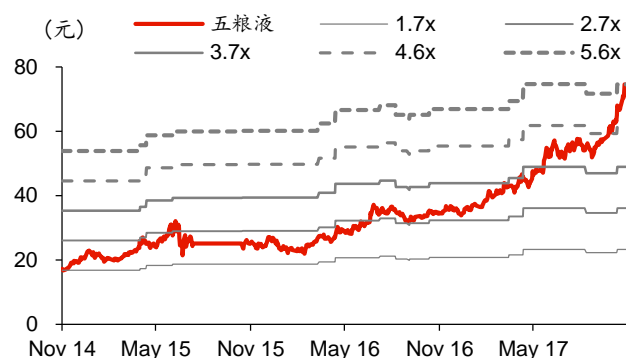
PE/PB - Bands

图表26: 五粮液历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表27: 五粮液历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

高端白酒需求不达预期。如果由于宏观经济增长不达预期等因素导致高端白酒的需求下滑,五粮液的高端产品销售将受到影响,高端产品对公司的业绩贡献大,如果高端产品销售不佳,收入和利润增长将受到有影响。

普通五粮液的终端价格低于预期。如果普通五粮液的价格无法维持目前的状况,则渠道的利润将会被压缩,这对五粮液的终端动销也会产生负面的影响

食品安全问题。如果白酒出现食品安全问题,五粮液的销售也会受到影响。

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	58,983	67,984	79,065
现金	26,374	34,666	36,478	40,729	48,268
应收账款	106.95	107.70	125.86	160.29	192.79
其他应收账款	19.44	18.78	26.55	31.58	35.24
预付账款	332.13	271.65	346.88	419.75	482.02
存货	8,701	9,257	10,041	12,341	13,961
其他流动资产	9,064	10,183	11,965	14,302	16,126
非流动资产	7,949	7,670	5,992	5,198	4,408
长期投资	902.01	794.64	0.00	0.00	0.00
固定投资	5,348	5,431	4,784	4,052	3,281
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	795.44	717.54	678.32
资产总计	52,547	62,174	64,976	73,183	83,473
流动负债	7,968	13,688	10,324	10,483	11,808
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,058	2,171	1,275	1,598	1,911
其他流动负债	6,909	11,517	9,048	8,885	9,897
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	10,545	10,729	12,057
少数股东权益	1,016	1,129	1,501	1,954	2,474
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	48,180	55,751	64,193
归属母公司股	43,329	47,077	52,929	60,501	68,942
负债和股东权益	52,547	62,174	64,976	73,183	83,473

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	2,501	6,168	10,300
净利润	0.00	7,057	9,641	11,777	13,772
折旧摊销	618.62	573.44	593.17	593.48	593.97
财务费用	(732.11)	(765.86)	(1,473)	(1,598)	(1,842)
投资损失	(34.14)	(33.43)	(17.64)	(17.64)	(17.64)
营运资金变动	(192.28)	4,070	(6,180)	(4,597)	(2,212)
其他经营现金	7,031	795.39	(63.00)	10.05	5.70
投资活动现金	(394.17)	(161.26)	1,255	237.95	206.79
资本支出	395.22	307.34	(255.89)	(243.29)	(228.31)
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)	(1,944)	(2,155)	(2,968)
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)	(1,944)	(2,155)	(2,968)
现金净增加额	3,942	8,342	1,812	4,251	7,539

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,659	24,544	29,636	35,635	40,288
营业成本	6,672	7,314	8,537	9,922	10,880
营业税金及附加	1,785	1,941	3,408	4,276	4,835
营业费用	3,568	4,695	4,001	4,633	5,157
管理费用	2,129	2,144	2,460	2,886	3,183
财务费用	(732.11)	(765.86)	(1,473)	(1,598)	(1,842)
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	12,708	15,520	18,079
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	12,761	15,577	18,138
所得税	1,877	2,281	3,121	3,799	4,365
净利润	6,410	7,057	9,641	11,777	13,772
少数股东损益	234.37	272.23	371.44	453.17	520.52
归属母公司净利润	6,176	6,785	9,269	11,324	13,252
EBITDA	8,133	9,045	11,828	14,515	16,831
EPS (元, 基本)	1.63	1.79	2.44	2.98	3.49

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	20.75	20.24	13.06
营业利润	2.66	12.02	37.57	22.13	16.49
归属母公司净利润	5.85	9.85	36.62	22.17	17.02
获利能力 (%)					
毛利率	69.20	70.20	71.20	72.16	72.99
净利率	28.51	27.64	31.28	31.78	32.89
ROE	14.25	14.41	17.51	18.72	19.22
ROIC	35.55	53.70	48.98	49.85	54.71
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.61	22.47	16.23	14.66	14.44
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	5.60	3.98	5.71	6.49	6.70
速动比率	4.50	3.30	4.74	5.31	5.51
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.43	0.47	0.52	0.51
应收账款周转率	178.18	216.40	241.55	236.75	216.65
应付账款周转率	7.83	4.53	4.95	6.91	6.20
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.63	1.79	2.44	2.98	3.49
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.76	3.08	0.66	1.63	2.71
每股净资产 (最新摊薄)	11.41	12.40	13.94	15.94	18.16
估值比率					
PE (倍)	44.37	40.39	30.13	24.66	21.07
PB (倍)	6.32	5.82	5.28	4.62	4.05
EV_EBITDA (倍)	29.47	26.50	20.71	16.87	14.55

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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